

深耕冰箱技术，风冷冰箱出口迎新机

2023 年 06 月 27 日

➤ **奥马电器稳居国内冰箱出口龙头地位，连续十四年出口冰箱第一。**2002 年公司成立，主营冰箱制造销售业务，2009 年冰箱出口量国内登顶。经过 20 年深耕细作，公司控股子公司奥马冰箱旗下产品丰富，结合用户实用性研发出了多种系列的冰箱产品，生产上公司现设 9 大制造基地、13 条高效生产线、综合年产能可达 1500 万台，经营规模保持稳步增长。股权架构上，2021 年 TCL 家电入主公司，当前公司股权已保持稳定，且 TCL 家电入主后其部分优秀高管也加入公司核心管理层，有助于明晰公司长期规划、未来发展方向。

➤ **产品结构升级-风冷冰箱已成趋势，海内外需求回暖。**从冰箱品类来看，中国的大型家电市场已进入存量竞争阶段，因此结构升级成为新的增长点，风冷冰箱具备的自动除霜、干净清爽、制冷均匀、温度精确等优势能够满足消费者需求，是冰箱未来趋势。从海内外市场供需两侧看，**1) 需求侧：**海内外需求有所回暖，国家也持续颁布政策拉动行业内销需求；**2) 供给端：**从整体出口环境看，2023 年一季度随着不利因素消除，供应链稳定性得到恢复，物流畅通性逐步提升，出口环境向好，政府端也在 23 年也持续鼓励外贸发展。市场端，我国是全球最大的冰箱生产国，占到全球(除中国)冰箱销售规模的近三分之一。

➤ **公司产品优异产能充足，赢得海内外客户信赖。**公司高度重视产品创新与研发，积极拥抱新技术并持续打磨产品，保障核心产品竞争力。产能上，公司 2022 年全球销量达 846 万台，产销规模全球排名第七；截至 2022 年底，公司生产基地占地超过 550 亩，自有产权约 500 亩，年产能达 1500 万台，具有较强的生产供货能力和抗风险能力。经营模式上，公司在海外市场采用 ODM 经营模式，以高性价比产品及稳定供货能力赢得众多客户信赖，为全球 130 多个国家和地区超 2000 多合作伙伴提供优质产品；国内市场方面，公司采取 OBM+ODM 双轮驱动的模式，生产和销售自主品牌“Homa 奥马”牌冰箱和冷柜，并为战略客户提供 ODM 服务。在公司持续的努力下，近年来公司海内外收入都较为良好，此后随着不利因素逐渐消除需求上行，公司收入也有望稳步增长。

➤ **投资建议：**预计公司 2023-2025 年分别实现营业收入 92.93 亿元、108.66 亿元、125.81 亿元，实现归母净利润 5.34 亿元、6.79 亿元、8.52 亿元，对应 EPS 分别为 0.49 元、0.63 元和 0.79 元，对应 P/E 分别为 17 倍、13 和 11 倍。在海内外需求重振情况下，冰箱冰柜有望放量。考虑到公司综合竞争优势突出，产品结构升级、量价双升，有望加速发展。看好公司业务前景，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**1) 汇率波动风险。2) 海外需求恢复不及预期。3) 出口业务风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	7,843	9,293	10,866	12,581
增长率 (%)	-22.5	18.5	16.9	15.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	424	534	679	852
增长率 (%)	630.2	26.1	27.1	25.5
每股收益 (元)	0.39	0.49	0.63	0.79
PE	21	17	13	11
PB	10.8	6.7	4.5	3.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 6 月 27 日收盘价)

推荐

首次评级

当前价格：

8.36 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

目录

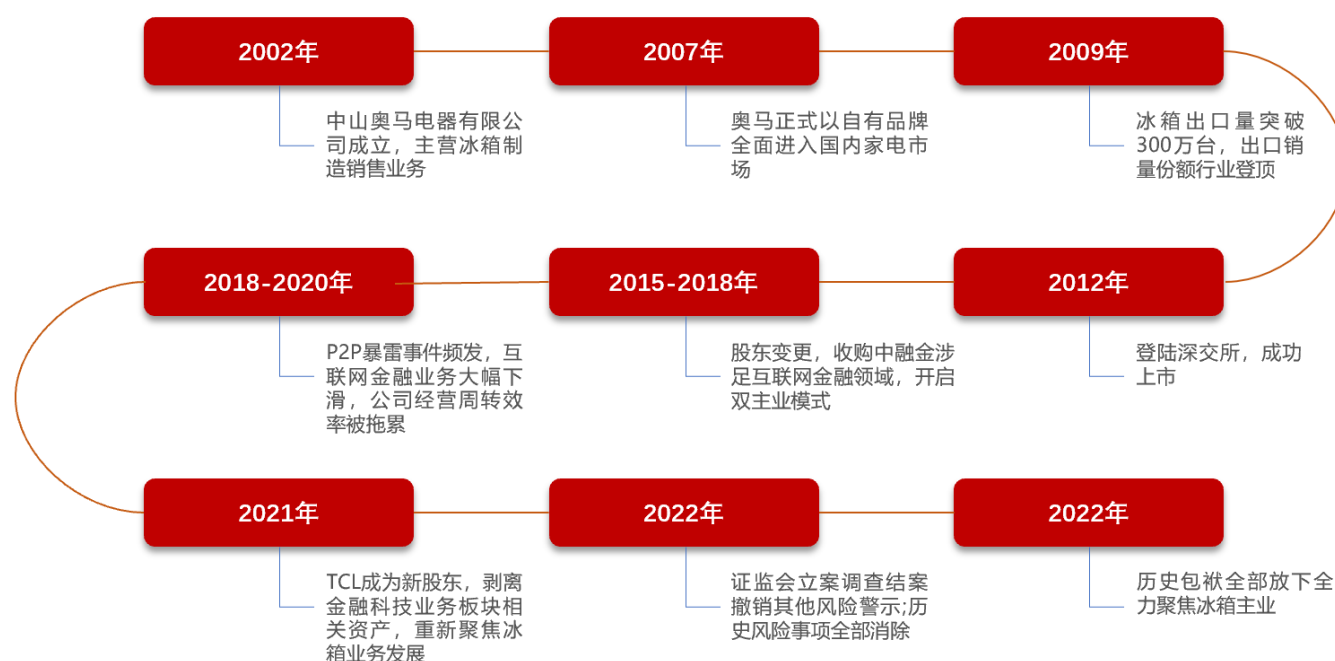
1 国内冰箱出口企业-连续 14 年稳居第一	3
1.1 中国冰箱出口龙头企业.....	3
1.2 产品丰富品质佳，覆盖全球市场	3
1.3 甩掉“历史包袱”，重新起航	4
1.4 TCL 家电入主，股权稳定	5
2 风冷冰箱已成趋势，配合海内外需求回暖，再创新机遇	7
2.1 产品结构升级，风冷已是首选	7
2.2 海内外需求回暖，我国冰箱冷柜供给充足	8
3 产品优异赢取客户信赖，为公司收入护航	12
3.1 产品优质产能足	12
3.2 公司产品赢得海内外客户信赖，持续创收	13
4 盈利预测与投资建议	15
4.1 盈利预测假设与业务拆分	15
4.2 估值分析及投资建议	15
5 风险提示	17
插图目录	19
表格目录	19

1 国内冰箱出口企业-连续 14 年稳居第一

1.1 中国冰箱出口龙头企业

奥马电器是国内冰箱出口龙头企业。2002 年公司成立，主营冰箱制造销售业务，2009 年冰箱出口量国内登顶。经过 20 年深耕细作，公司控股子公司奥马冰箱现设 9 大制造基地、13 条高效生产线、综合年产能可达 1500 万台，经营规模保持稳步增长；2022 年全球销量达 846 万台，目前产销规模全球排名第七，公司已保持 14 年冰箱出口冠军，15 年冰箱出口欧洲冠军。此前 2018 年公司曾涉足互联网金融领域，后续由于该业务使得公司受到债务危机困扰，2021 年 TCL 家电入主奥马电器后，逐渐剥离金融科技业务板块资产。2023 年，“历史包袱”已经全部放下，全力聚焦冰箱主业，全面启航。

图1：奥马电器发展历程



资料来源：腾讯新闻、百度百科、公司官网、新浪财经、公司年报，民生证券研究院

1.2 产品丰富品质佳，覆盖全球市场

公司冰箱产品丰富，并可搭载先进技术。公司控股子公司奥马冰箱主要生产冰箱与冷柜，产品皆为自主研发，并且与国际各知名专业第三方保持长期合作，在部分产品的工业设计上贴合全球不同市场的生活场景，将实用与用户体验相结合，研发出了多种系列的冰箱产品。

图2：奥马冰箱多种系列冰箱产品

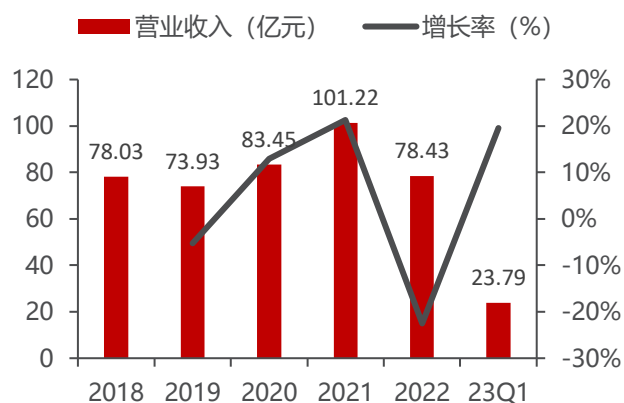


资料来源：公司官网，民生证券研究院

1.3 甩掉“历史包袱”，重新起航

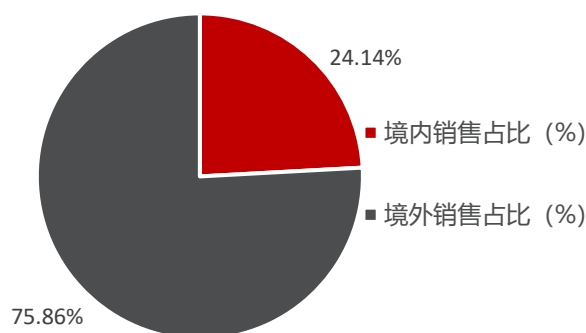
重新聚焦冰箱业务后业绩逐渐向好。2022 年实现营收 78.43 亿元，同比减少 22.52%，系公司收入主要来源于冰箱收入，2022 年因海外地缘冲突、通胀等原因致使冰箱冷柜需求收紧导致收入下滑。但从 2020-2021 年收入情况来看，公司重新聚焦冰箱业务后，收入逐渐好转。利润端看，2022 年实现归母净利润 4.24 亿元，相比 2018 年增长了 23.27 亿元，且重新聚焦冰箱业务后，2020-2022 年归母净利润逐年增长，净利率也由 2020 年的-6.57%增长至 2022 年的 11.71%。费用端看，管理费用率由 2018 年的 11.60%下降至 2022 年的 4.96%，销售费用率由 2018 年的 8.58%下降至 2022 年的 4.09%。研发方面，公司重视研发投入，重新聚焦冰箱业务后，2020-2022 年研发人员占比逐年增长，人数也由 2020 年的 648 人增长至 2022 年的 736 人。

图3：2017-2023Q1 收入（亿元）及增速

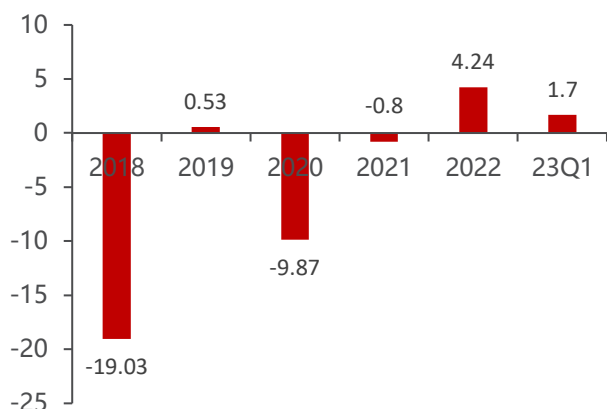


资料来源：wind，民生证券研究院

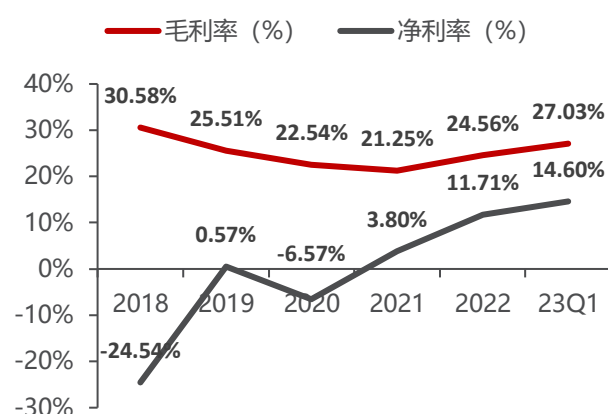
图4：2022 年收入构成



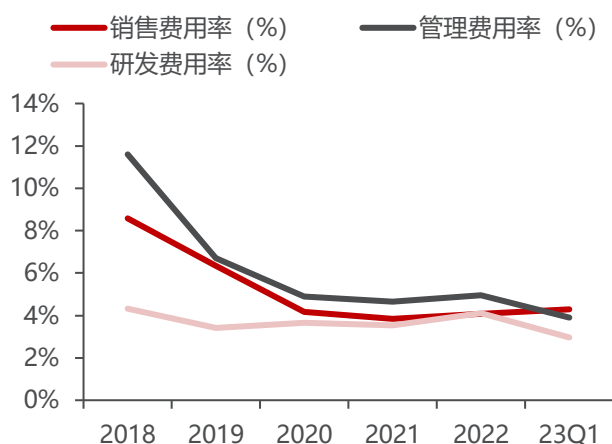
资料来源：wind，民生证券研究院

图5：2018-2023Q1 公司归母净利润（亿元）


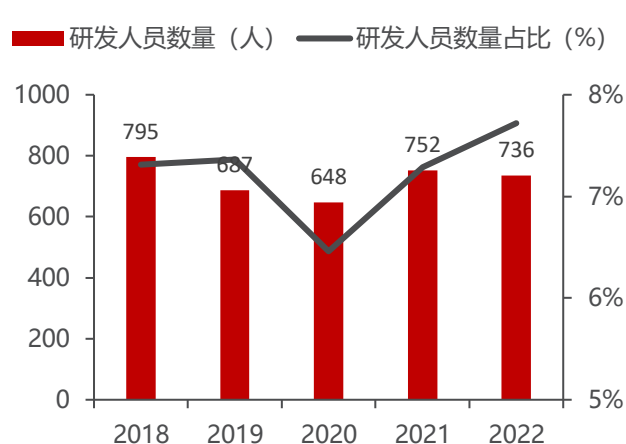
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：2018-2023Q1 公司毛利率与净利率


资料来源：wind，民生证券研究院

图7：2018-2023Q1 公司费用率情况


资料来源：wind，民生证券研究院

图8：2018-2022 公司研发人员数量及占比


资料来源：公司年报，民生证券研究院

1.4 TCL 家电入主，股权稳定

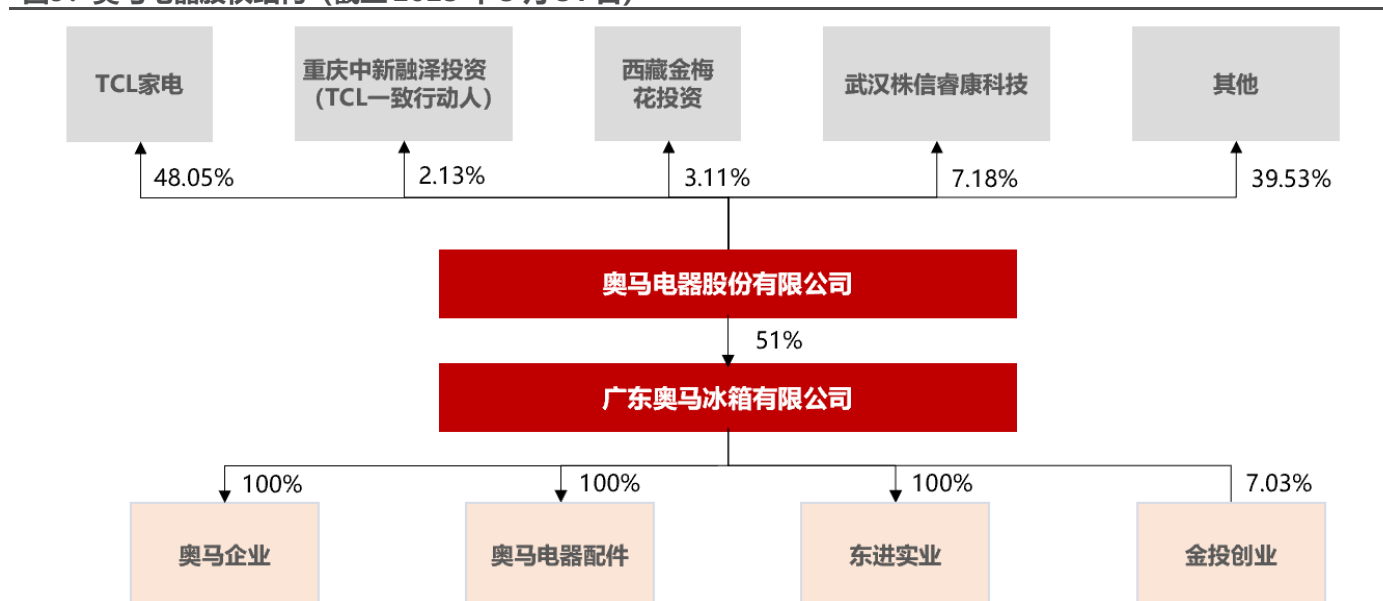
2021 年 TCL 家电集团强势收购公司，优秀高管入主公司核心管理层。2021 年年初 TCL 开始逐步收购奥马电器，2021 年 1 月 28 日，奥马电器公告称，TCL 家电集团与中新融泽投资在半个月间通过二级市场合计增持公司股份 5%，此后 TCL 家电不断增持，5 月 10 日奥马电器控股股东正式变更为 TCL 家电集团，至此，奥马电器进入 TCL 时代。TCL 家电成功收购奥马电器后，TCL 高管也逐步入主奥马电器整改公司相关业务，有助于明晰公司长期规划、未来发展方向。前述高管均具有丰富的公司管理经验，管理能力、业务能力强，对公司长期运营及发展有益。

表1：核心管理层均来自 TCL

高管姓名	职位	履历
胡殿谦	董事长	担任 TCL 实业首席财务官、TCL 电子执行董事兼首席财务官、TCL 家电集团董事、奥马电器董事长、TCL 半导体科技监事。
王成	董事	先后担任 TCL 多媒体海外业务管理岗位负责人、TCL 集团人力资源总监、高级副总裁等
徐萃萃	董事	担任 TCL 科技集团助理总裁、战略投资部部长、天津普林电路副董事长、奥马电器董事
张荣升	董事	担任 TCL 家用电器总经理、TCL 家电集团董事、总经理、奥马电器董事
周笑洋	监事会主席	担任 TCL 实业财务总监、奥马电器监事会主席等
陈明	监事	现任 TCL 实业董办及财务办公室负责人
王浩	总经理兼财务总监	先后担任 TCL 电子财务总监、TCL 电子执行力办公室总监

资料来源：公司年报，民生证券研究院

公司股权稳定，李东生为公司实际控制人，TCL 家电为控股股东。自 2021 年 8 月 TCL 家电要约收购奥马电器后，公司股权稳定，实际控制人为李东生。控股股东 TCL 家电集团为公司第一大股东，直接持股 48.05%，其一致行动人重庆中新融泽持股 2.13%，共控股 50.18%。**公司业务主体为控股子公司奥马冰箱，直接持股 51%，2023 年 3 月公司发布公告，拟行使回购奥马冰箱 49%的股权。**

图9：奥马电器股权结构（截至 2023 年 3 月 31 日）


资料来源：wind、企查查，民生证券研究院

2 风冷冰箱已成趋势，配合海内外需求回暖，再创 新机遇

2.1 产品结构升级，风冷已是首选

风冷冰箱优点众多，满足消费者需求。我们都知道冰箱作为存储食物和食材必不可少的一个家电，更是在厨房中占据了重要位置。目前冰箱的制冷方式主要有三种：直冷、风冷、混冷。

直冷冰箱：也称“有霜冰箱”，大多指传统的两门“经济型冰箱”，价格实惠。

混冷冰箱：冷藏用直冷，起到保鲜效果，冷冻用风冷，无霜且控温精准，技术含量高，但价格比较昂贵。

风冷冰箱：也称“无霜冰箱”，其内部结构复杂且技术含量较高，但是制冷速度快且控温精准。无霜冰箱即风冷冰箱的优点在于：

1) 自动除霜，所有冰箱都有霜，风冷冰箱无霜是因为风冷冰箱的蒸发器隐藏在冰箱内部，可自动除霜。直冷有霜冰箱，是将食物直接放在蒸发器表面制冷，通常在冰箱的多个位置设置多个蒸发器，由于其蒸发器即是冰箱的内壁，无法设置除霜系统，所以要人工除霜。而风冷冰箱一般只在内部设置一个蒸发器，然后通过风扇和风道将冷气送到冰箱的各个位置，由于蒸发器不和食物直接接触，可通过加热系统对蒸发器短时升温，融霜后马上恢复制冷，冰箱内的温度波动很少，既便利又能尽量地避免影响食物的冷藏质量。

2) 内部干净清爽，无霜冰箱蒸发器与食品分离，食品不会与蒸发器粘在一起，而且，无霜冰箱的冷风系统带走了冰箱内多余的水分，无水自然无霜，食物也不会冻结在一起。无霜冰箱不断循环的冷风，经过除臭系统的过滤，使冰箱内的气味持久保持清新，大大减少食物之间互相串味的现象。

3) 制冷均匀，无霜冰箱通过冷风系统制冷，就像在冰箱内装了一台空调机，冷流无孔不入，冰箱内温度稳定而均匀。而直冷冰箱靠自然对流直冷，就像在冰箱内放了一块冰，靠近蒸发器的食物会很冷，而有些离蒸发器较远的地方，就很容易形成冷冻死角。

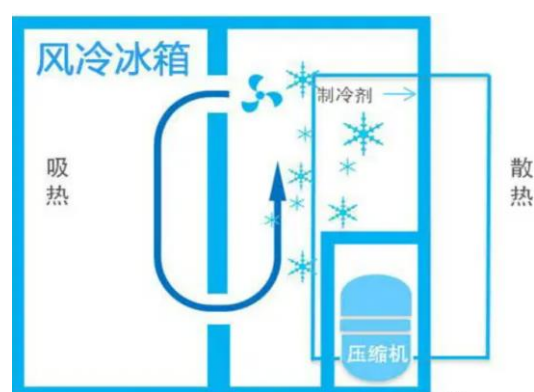
4) 温度精确，电冰箱是靠温控器控制制冷温度的。无霜冰箱温度均匀，尽量做到温控点的温度就是任意点的温度，冰箱内的温度很精确。而直冷冰箱由于存在冷冻死角，温控点的温度往往与实际温度相差几摄氏度，影响食物的保鲜质量。

图10：直冷冰箱工作原理



资料来源：海尔官网，民生证券研究院

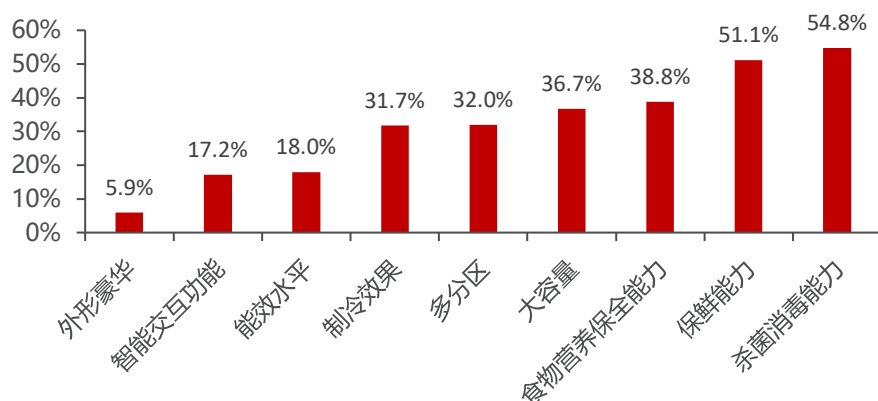
图11：风冷冰箱工作原理



资料来源：海尔官网，民生证券研究院

风冷冰箱满足消费者需求，是冰箱未来趋势。中国的大型家电市场已进入存量竞争阶段，市场规模增长趋缓，因此结构升级成为新的增长点。消费者需求的主导已转变为更新换代，高端产品的推广和普及成为市场增长的关键。根据嘉世咨询调查，消费者认为冰箱最重要的属性和功能主要有杀菌消毒能力、保鲜能力、制冷效果等等。风冷冰箱的优势干净清爽、制冷均匀、温度精确、自动除霜也恰好满足消费者购买冰箱的需求点。在产品结构升级时代，风冷冰箱是冰箱的未来趋势。

图12：消费者认为冰箱最重要的属性和功能

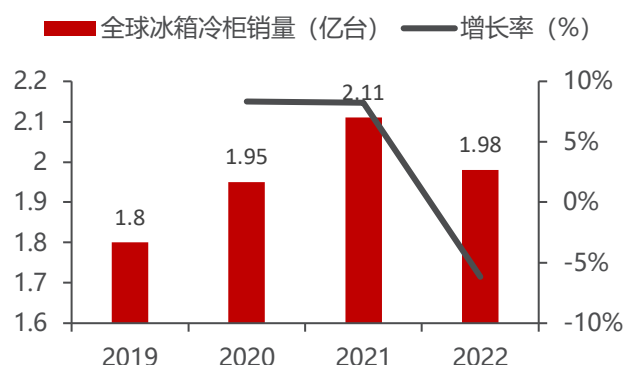


资料来源：观研天下，民生证券研究院

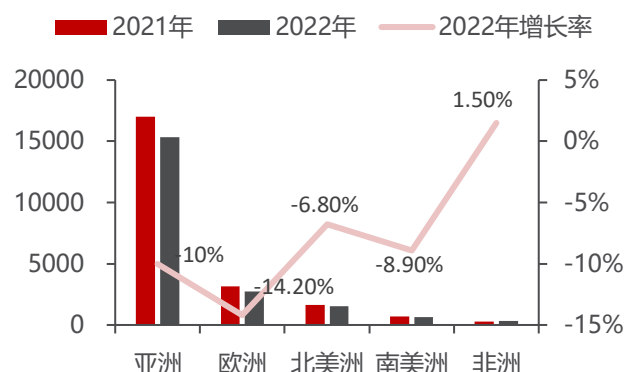
2.2 海内外需求回暖，我国冰箱冷柜供给充足

海外冰箱冷柜市场需求稳健，新兴市场存增量空间。据产业在线数据，2019-2022 年全球冰箱冷柜销量除 2022 年因疫情、地缘政治、通货膨胀等因素影响导致需求收紧销量下降，2019-2021 年冰箱冷柜销量逐年上升，表明全球对于冰箱冷柜有持续需求。在 2022 年受客观因素导致需求收紧情况下，亚太、欧洲等主要地区生产走势有所下降，但非洲地区 2022 年逆势增长 1.5%，其中埃及

的同比增速超过 15%。非洲实现增长的主要原因是，在当地政策支持下，本地制造水平不断提升，另外前期基数低。2022 年全球制造业 PMI 均值为 51.8%，较 2021 年均值下降 4.3 个百分点。同 PMI 走势一致，2022 年全球冰箱冷柜生产也呈下行趋势，仅非洲实现了小幅增长。从侧面反映出非洲地区冰箱冷柜的需求可能还存在持续上升的势态。

图13：2019-2022 年全球冰箱冷柜出口销量


资料来源：新浪科技、产业在线，民生证券研究院

图14：2021-22 年冰箱冷柜分区域生产走势 (万台)


资料来源：产业在线，民生证券研究院

从冰箱冷柜保温原材料可窥 2023 年需求或有所回暖。冰箱冷柜最重要的保温原材料则是聚合 MDI，聚合 MDI 主要用于生产聚氨酯泡沫。聚氨酯泡沫是一种优秀的绝热材料，可以在冷藏箱和冰箱中保持低温环境，以防止食物和饮料变质。

分国家来看，1-2 月，美国仍然是中国聚合 MDI 最大的出口目的国（按出口量），出口至美国的聚合 MDI 为 47338 吨，同比增长 21.5%，中国至美国的聚合 MDI 出口量占出口总量的 13.4%。

值得一提的是，同期，中国至荷兰、土耳其和俄罗斯联邦的聚合 MDI 出口量同比增长更为强劲。中国至荷兰的聚合 MDI 出口量同比增长 101%，至土耳其出口量同比增长 329%，至俄罗斯联邦出口量同比增长 283%。根据下表观察到欧洲各国从中国的聚合 MDI 进口量，相较于 2022 年呈现整体增长。

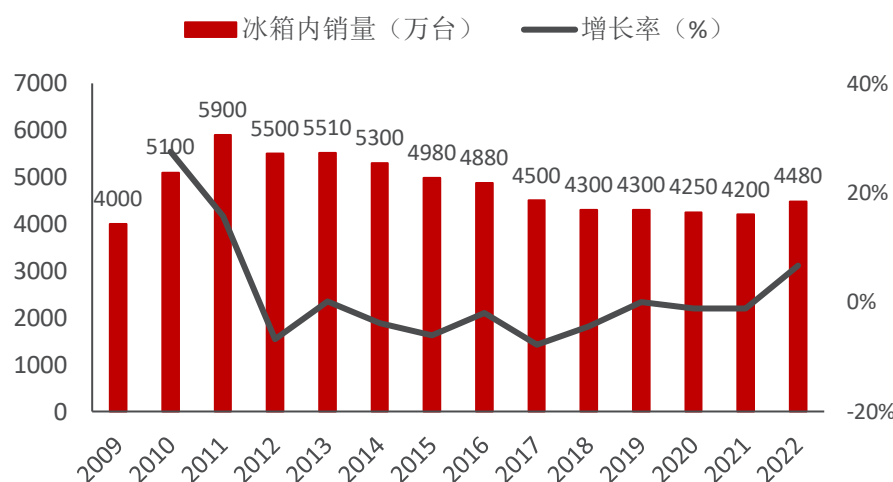
表2：2023 年 1-2 月中国聚合 MDI 前十大出口目的地、出口量及同比增速

序号	出口目的地	出口量 (吨)	同比增速
1	美国	47338	21.5%
2	荷兰	22942	100.9%
3	土耳其	18497	328.7%
4	俄罗斯联邦	17809	283.3%
5	韩国	12768	35.4%
6	印度	12393	36.8%
7	比利时	11701	-
8	泰国	7372	4.2%
9	越南	7128	-7.7%
10	阿联酋	6141	-13.2%
Top 10 合计		207662	46.9%

资料来源：天天化工网，民生证券研究院

国内冰箱市场也有所回暖，替换需求有望成新增长点。在2009年至2011年期间，由于家电补贴政策的推行，冰箱市场的发展加速，销售量从4000万台上升至5899万台。由于市场逐渐饱和，冰箱市场在2012年后逐年下滑。2022年冰箱内销量达4480万台，同比上一年增长6.67%，这也是自2012年内销市场规模连续下滑后首次增长。根据中国居民平均更换冰箱的周期为10年测算，冰箱替换需求有望成为新增长点。

图15：2009-2022年冰箱内销量



资料来源：嘉世咨询，民生证券研究院

国家持续颁布政策，有望拉动行业内销需求。2022年以来国家持续发布家电相关政策，推动家电消费。《“十四五”推进农业农村现代化规划》鼓励农村地区家电更新换代，而在《商务部等13部门关于促进绿色智能家电消费若干措施的通知》更是鼓励地方对购买智能家电产品给予相关政策支持。陆续的政策有望拉动家电内需，冰箱冷柜行业作为家电行业的一部分，内销需求也有望受益于政策拉动需求。

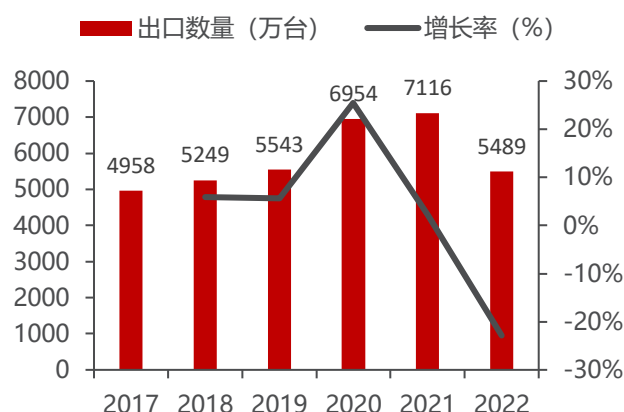
表3：政策拉动家电内需

发布时间	政策名称	重要内容
2022年12月	《扩大内需战略规划纲要(2022-2035年)》	促进家庭装修消费，增加智能家电消费，推动数字家庭发展
2022年7月	《商务部等13部门关于促进绿色智能家电消费若干措施的通知》	鼓励有条件的地方对购买绿色智能家电产品给予相关政策支持
2022年6月	《国务院关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》	稳定增加汽车、家电等大宗消费
2022年2月	《“十四五”推进农业农村现代化规划》	效励有条件的地区开展农村家电更新行动、实施支持家具家装下乡补贴和新一轮汽车下乡，促进农村居民耐用消费品更新换代
2022年1月	《“十四五”数字经济发展规划》	引导智能家居产品互联互通，促进家居产品与家居环境智能互动，丰富“一键控制”“一声响应”的数字家庭生活应用

资料来源：商务部、国务院等，民生证券研究院

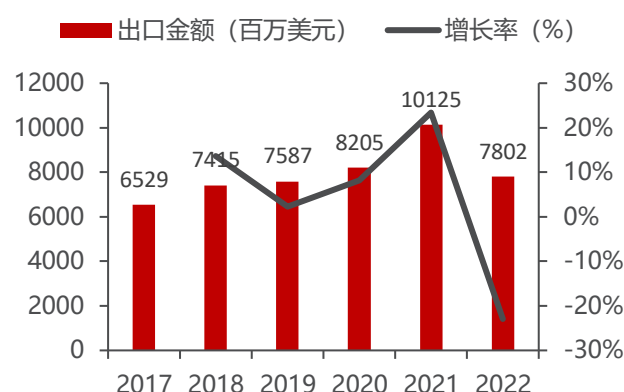
供给侧，我国是全球最大冰箱冷柜供给国家。中国是目前全球最大的冰箱供给国，中国冰箱已经出口至 220 多个国家和地区，占到全球(除中国)冰箱销售规模的近三分之一。据嘉世咨询数据，除 2022 年受客观因素影响及俄乌冲突影响外，2017-2021 年中国冰箱出口数量及出口金额都在逐年上涨。

图16：2017-2022 年中国冰箱出口数量



资料来源：嘉世咨询，民生证券研究院

图17：2017-2022 年中国冰箱出口金额



资料来源：嘉世咨询，民生证券研究院

出口环境逐渐好转。政策端持续鼓励外贸发展。2022 年因受疫情等客观因素影响，外贸行业受到严重挑战。随着不利因素消除，生产生活正常化，供应链稳定性得到恢复，物流畅通性逐步提升。据海关统计，一季度我国货物出口 5.65 万亿元，同比增长 8.4%，出口环境好转。政策端，2023 年自开年商务部就发言提出要开展工作推动外贸保稳提质，此后也陆续发表讲话、推出政策强调出口环境的重要性以及推动外贸的发展。今年 4 月 7 日，提出了《关于推动外贸稳规模优结构的意见》，提及要保障外贸货物高效畅通运输，提升口岸通关效率、强化疏导分流、补齐通道短板、提升口岸过货能力。接连的政策、讲话有利于提升物流畅通性。受益于整体出口环境向好，冰箱冷柜出口至海外市场也更畅通。

表4：2023 年外贸相关支持政策及倡议

时间	会议/政策	重要内容
4 月 7 日	《关于推动外贸稳规模优结构的意见》	保障外贸货物高效畅通运输，提升口岸通关效率、强化疏导分流、补齐通道短板、提升口岸过货能力
3 月 5 日	《政府工作报告》	积极推动加入全面与进步跨太平洋伙伴关系协定（CPTPP）等高标准经贸协议，主动对照相关规则、规制、管理、标准，稳步扩大制度型开放，继续发挥进出口对经济的支撑作用
1 月 29 日	《上海市提信心扩需求稳增长促发展行动方案》	支持外贸企业抢订单拓市场。组织外贸企业参加各类境内外展会，加快实现商务人员正常出入境往来
1 月 28 日	国务院常务会议	要求推动消费加快恢复和保持外贸外资稳定，增强对经济的拉动力
1 月 12 日	商务部例行发布会	提出新的一年将围绕稳住外贸订单、稳住外贸主体、帮助企业解决困难等方面，开展工作推动外贸保稳提质

资料来源：商务部、国务院等，民生证券研究院

3 产品优异赢取客户信赖，为公司收入护航

3.1 产品优质产能足

公司高度重视创新研发，产品技术领先。公司高度重视产品创新与研发，确保核心产品竞争力。公司在技术方面追求产品实用性，聚智控零度超保鲜技术、全自动制冰机创新技术、AI 智能双变频技术等方面不断进行继续迭代。公司产品可搭载六区功能分储、零下 25 度深冷技术、AI 语音控制、LT 蓝晶净味、智控零度超保鲜、智控保湿技术、宽幅变温技术、智控双变频科技、第五代风冷无霜技术等科技，降低整机能耗，引领风冷冰箱进入智能双变频时代。公司持续精简产品 SKU，提升高端精品规模效益，公司产品“奥马鲜见 S550”荣获艾普兰优质产品奖，奥马冰箱风冷系列荣获欧盟品质奖。

图18：公司高度重视研发



资料来源：公司官网，民生证券研究院

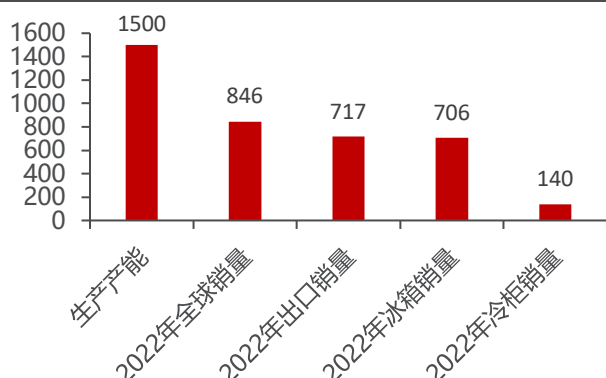
公司持续打磨产品，产品品质获得市场认可。在品质及设计方面，公司产品追求面向全球市场的高级品质，可满足严苛的欧洲能效标准，产品通过全球多个知名品牌设立的独立实验室测试，全面通过中国合格评定国家认可委员会（CNAS）、国际知名检测机构 SGS、CSA、TUV、ITS 和德凯授权的监测中心测试，产品获得全球 100 多个国家和地区的安全、环保、能耗等认证。

图19：产品品质优

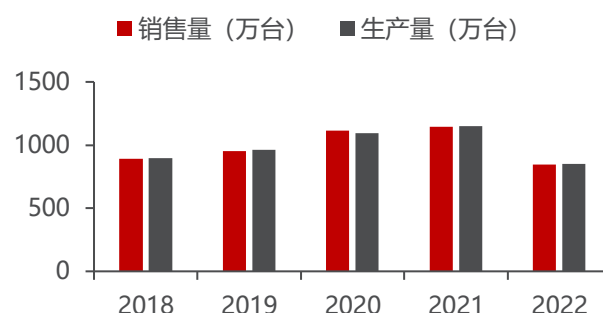


资料来源：公司年报，民生证券研究院

公司产能充足，拥有强大的生产供货能力。公司目前在建 280W 的产能全部为高端风冷冰箱。为公司日后主推的风冷冰箱构筑起较强的生产供货能力和抗风险能力。据观察公司过去几年的产销率稳定维持在 1:1，在 2020 和 2021 年的时候基本都是属于满产的状态，以此为依据来判断公司的订单状态良好。尽管疫情和俄乌冲突给 22 年带了一些影响，短期复苏可能没那么快，但是长期依然看好海外市场。

图20：公司综合产能可达 1500 万台（万台）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图21：2018-2022 公司产销量


资料来源：公司年报，民生证券研究院

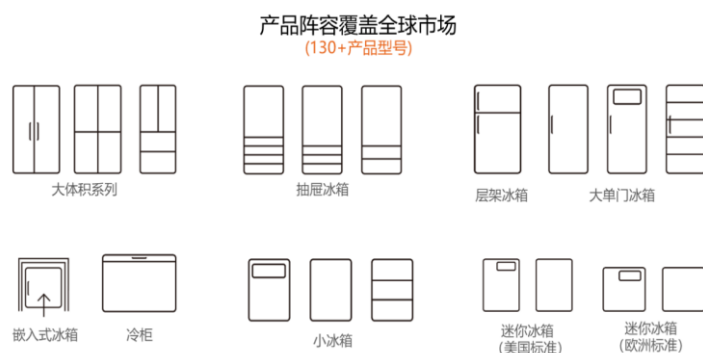
规模效应为公司带来的优势不止产能更充足，成本控制也是公司发展的重中之重。公司的一系列的运作环节环环相扣所成就的高效成本控制体系带来的效益也是显而易见的。例如公司的 OBM 业务和 ODM 业务的协同作用下，可以实现多环节的资源贡献，涉及到原材料采购、产品设计研发和市场调研等，最大限度降低了公司的运营成本。

2022 年下半年以来，冰箱所需的原材料，例如铜、铝等大宗商品的降价和海运费用的持续回落，使得公司的成本得到一定幅度的下降。2022 年 12 月有色大宗商品铜价格为 66145 元/吨，同比下降 5.41%，环比下降 0.38%；从 12 月周一至周五大宗商品铜价格来看，价格在 65731.67-67288.33 元/吨之间波动，12 月 5 日达到最大值；2018-2022 年有色大宗商品铜价格 2021 年起下降 5.41%。公司地处广东，拥有成熟的物流供应链以及丰富的人才资源。使得公司的成本得到更加有效的控制以及合理化的运用。

3.2 公司产品赢得海内外客户信赖，持续创收

公司产品赢得海外市场客户信赖。公司在海外市场采用 ODM 经营模式，以高性价比产品及稳定供货能力赢得众多客户信赖。渠道端，公司具有成熟的营销体系和客户服务体系，当前公司已成功进入惠而浦、伊莱克斯和 Candy 等国际知名冰箱龙头企业的全球采购系统。产品端，公司产品阵容包括抽屉冰箱、嵌入式冰箱、小冰箱等已经覆盖全球市场。公司始终坚持全球化运营，为全球 130 多个国家和地区超 2000 多合作伙伴提供优质产品。

图22：产品阵容覆盖全球市场



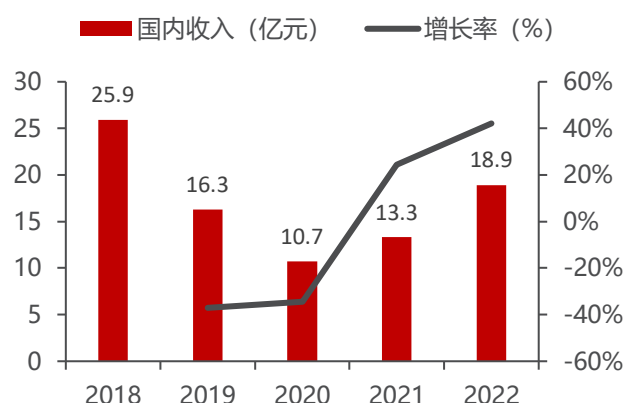
资料来源：公司年报，民生证券研究院

国内市场方面，公司采取 OBM+ODM 双轮驱动的模式，生产和销售自主品牌“Homa 奥马”牌冰箱和冷柜，并为战略客户提供 ODM 服务。多年来，奥马冰箱整体销量保持在全国行业排名第四。

纵观 2022 年的高端风冷冰箱的销量，这就是公司推行产品优化的良性结果导向，销量同比提升 5.9%，销量占比 35.7%；收入占比 56.3%，同比提升 8.6%。

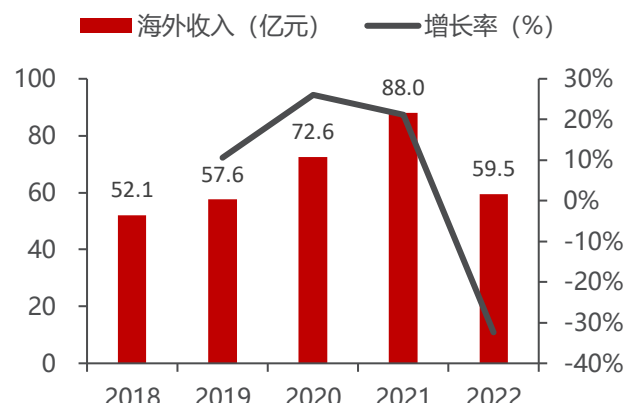
优质品质叠加客户信赖，海内外收入情况良好。公司重视研发，不仅从技术上打磨实用性，在设计上也精益求精，产品品质也十分优异，受到了海内外广泛客户的信赖。这样的“工匠精神”也反映在了收入端，近三年公司的内销收入持续增长，2020-2022 年复合增长率 32.9%。海外收入除 2022 年因受全球地缘冲突、通货膨胀等因素导致全球冰箱冷柜需求收紧影响收入外，2018-2021 年公司海外收入也持续增长，复合增长率 19.1%。虽然 2022 年受不利因素影响，但公司也采取积极措施，在维持欧洲市场和稳定老客户前提下，大力拓展国内、北美、亚太等市场，努力优化产品结构。支持协助外销客户开展各项活动促进终端销售，大力拓展欧洲以外市场，在亚太区域收入逆势增长近 10%。此后不利因素逐渐消除，需求上行，公司收入也有望稳步增长。

图23：2018-2022 年国内收入



资料来源：公司年报，民生证券研究院

图24：2018-2022 年海外收入



资料来源：公司年报，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

在海内外需求重振下，公司有望进入新一轮高速发展期。我们预计 2023-2025 年公司整体收入增速分别为 18.5%、16.9%和 15.8%，整体毛利率分别为 24.96%、25.93%和 26.91%，其中：

1) 高端风冷冰箱业务：因为目前正在建的 280W 台产能全部为高端风冷冰箱，公司计划发力加大风冷冰箱的营销，且会在下半年根据订单来进行新建产能的排产。假设除掉上半年建设期以及下半年的设备调试状态等因素影响，给予 2023 年的高端风冷冰箱增加 70W 台产量的设定。乐观假设高端风冷冰箱的满产情况，高端风冷冰箱 2023 年的营收预测为 56.34 亿元。预计到 2025 年，经济复苏、海外需求回升、以及高端风冷冰箱的需求上升。

2) 其他冰箱和冷柜业务：总体来看去年海外需求同比在缓慢回升，但仍需要一定时间来修复；预计 2023 年冰箱柜整体出口规模仍将继续短期承压，长远看随着去库存逐步出清，业绩将会趋于稳定。

表5：公司业务拆分及预测

	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	7,842.73	9,292.62	10,865.63	12,581.29
冰箱业务	7,737.83	9,183.97	10,753.28	12,465.26
冰箱配件	20.87	24.63	28.32	32.00
其他业务	84.03	84.03	84.03	84.03
收入增速 (%)	-22.52%	18.49%	16.93%	15.79%
冰箱业务	-23.20%	18.69%	17.09%	15.92%
冰箱配件	14.06%	18.00%	15.00%	13.00%
其他业务	195.27%	0%	0%	0%
毛利率 (%)	24.56%	24.96%	25.93%	26.91%
冰箱业务	24.66%	25.05%	26.03%	27.01%
冰箱配件	14.98%	12.07%	11.04%	9.77%
其他业务	18.13%	18.13%	18.13%	18.13%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

4.2 估值分析及投资建议

预计公司 2023-2025 年分别实现营业收入 92.93 亿元、108.66 亿元、125.81 亿元，实现归母净利润 5.34 亿元、6.79 亿元、8.52 亿元，对应 EPS 分别为 0.49 元、0.63 元和 0.79 元，对应 P/E 分别为 17 倍、13 倍和 11 倍。在海内外需求重振情况下，冰箱冰柜有望放量。考虑到公司综合竞争优势突出，产品优质

叠加产能充足，有望加速发展。

参考毛利率、营收体量及出口比例，我们选取了同样以出口代工为主的企业作为可比公司，如新宝股份、久祺股份。公司当下估值与行业平均水平相当，但根据 wind 一致预期，久祺股份、新宝股份 2023-25 年 EPS 复合增长率分别为 18%、11%，低于奥马电器 27% 的复合增长率。相比可比公司奥马电器成长性更好，应当享受一定估值溢价。海内外需求重振情况下，量价齐升可以给公司带来更多的利润增长，配合回购子公司股权，利润存在较大提升空间。看好公司前景，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表6：可比公司估值对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
002705.SZ	新宝股份	17.58	1.16	1.26	1.44	14	14	12
300994.SZ	久祺股份	14.98	0.86	0.83	1.09	23	18	14
平均值		-	-	-	-	19	16	13
002668.SZ	奥马电器	8.36	0.39	0.49	0.63	21	17	13

资料来源：wind，民生证券研究院预测；可比公司的业绩预测基于 Wind 一致预期，股价时间为 2023 年 6 月 27 日。

5 风险提示

- 1) **汇率波动风险。**公司的出口业务主要以美元和欧元报价及结算，汇率随国内外政治环境及经济环境波动，具有不确定性，会对公司盈利能力产生影响。
- 2) **海外需求恢复不及预期。** 主要关注欧美等地区的经济复苏状态，不及预期的情况会影响公司的主要营收。
- 3) **出口业务风险。**公司冰箱业务以出口为主，国内以及海外地区的贸易政策的变动或经济形势恶化，将会影响到这些国家和地区的产品需求，进而影响到公司的出口业务。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	7,843	9,293	10,866	12,581
营业成本	5,916	6,969	8,041	9,184
营业税金及附加	39	46	54	63
销售费用	321	381	445	516
管理费用	389	465	543	629
研发费用	322	381	445	516
EBIT	855	1,105	1,400	1,747
财务费用	-94	17	14	2
资产减值损失	-48	-54	-63	-71
投资收益	115	139	163	189
营业利润	1,069	1,176	1,490	1,866
营业外收支	-24	-19	-19	-20
利润总额	1,044	1,157	1,471	1,846
所得税	126	140	177	223
净利润	918	1,018	1,293	1,623
归属于母公司净利润	424	534	679	852
EBITDA	1,018	1,294	1,630	1,981

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,399	2,637	3,555	4,693
应收账款及票据	1,151	1,564	1,829	2,118
预付款项	66	77	89	102
存货	909	1,100	1,269	1,449
其他流动资产	404	422	441	462
流动资产合计	4,927	5,800	7,183	8,825
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	778	984	1,091	1,201
无形资产	186	186	186	185
非流动资产合计	1,664	1,946	1,903	1,899
资产合计	6,591	7,746	9,086	10,724
短期借款	638	638	638	638
应付账款及票据	3,467	4,010	4,626	5,284
其他流动负债	602	706	771	881
流动负债合计	4,706	5,354	6,034	6,803
长期借款	46	46	46	46
其他长期负债	57	50	31	47
非流动负债合计	103	95	76	93
负债合计	4,810	5,449	6,111	6,896
股本	1,084	1,084	1,084	1,084
少数股东权益	940	940	940	940
股东权益合计	1,782	2,297	2,976	3,828
负债和股东权益合计	6,591	7,746	9,086	10,724

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-22.52	18.49	16.93	15.79
EBIT 增长率	94.40	29.22	26.76	24.78
净利润增长率	630.18	26.12	27.06	25.50
盈利能力 (%)				
毛利率	24.56	25.00	26.00	27.00
净利润率	5.40	5.75	6.25	6.77
总资产收益率 ROA	6.43	6.90	7.47	7.95
净资产收益率 ROE	50.33	39.37	33.35	29.50
偿债能力				
流动比率	1.05	1.08	1.19	1.30
速动比率	0.84	0.86	0.96	1.07
现金比率	0.51	0.49	0.59	0.69
资产负债率 (%)	72.97	70.35	67.25	64.30
经营效率				
应收账款周转天数	53.14	60.00	60.00	60.00
存货周转天数	56.06	60.00	60.00	60.00
总资产周转率	1.14	1.30	1.29	1.27
每股指标 (元)				
每股收益	0.39	0.49	0.63	0.79
每股净资产	0.78	1.25	1.88	2.66
每股经营现金流	0.28	1.05	1.56	1.85
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	21	17	13	11
PB	10.8	6.7	4.5	3.1
EV/EBITDA	7.29	5.55	3.80	2.56
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	918	1,018	1,293	1,623
折旧和摊销	163	190	230	234
营运资金变动	-633	-8	232	241
经营活动现金流	300	1,143	1,686	2,006
资本开支	-294	-446	-171	-195
投资	-772	0	0	0
投资活动现金流	-939	-317	-8	-6
股权募资	0	0	0	0
债务募资	26	1	-39	0
筹资活动现金流	528	-588	-760	-861
现金净流量	-84	238	918	1,139

插图目录

图 1: 奥马电器发展历程	3
图 2: 奥马冰箱多种系列冰箱产品	4
图 3: 2017-2023Q1 收入 (亿元) 及增速	4
图 4: 2022 年收入构成	4
图 5: 2018-2023Q1 公司归母净利润 (亿元)	5
图 6: 2018-2023Q1 公司毛利率与净利率	5
图 7: 2018-2023Q1 公司费用率情况	5
图 8: 2018-2022 公司研发人员数量及占比	5
图 9: 奥马电器股权结构 (截至 2023 年 3 月 31 日)	6
图 10: 直冷冰箱工作原理	8
图 11: 风冷冰箱工作原理	8
图 12: 消费者认为冰箱最重要的属性和功能	8
图 13: 2019-2022 年全球冰箱冷柜出口销量	9
图 14: 2021-22 年冰箱冷柜分区域生产走势 (万台)	9
图 15: 2009-2022 年冰箱内销量	10
图 16: 2017-2022 年中国冰箱出口数量	11
图 17: 2017-2022 年中国冰箱出口金额	11
图 18: 公司高度重视研发	12
图 19: 产品品质优	12
图 20: 公司综合产能可达 1500 万台 (万台)	13
图 21: 2018-2022 公司产销量	13
图 22: 产品阵容覆盖全球市场	14
图 23: 2018-2022 年国内收入	14
图 24: 2018-2022 年海外收入	14

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 核心管理层均来自 TCL	6
表 2: 2023 年 1-2 月中国聚合 MDI 前十大出口目的地、出口量及同比增速	9
表 3: 政策拉动家电内需	10
表 4: 2023 年外贸相关支持政策及倡议	11
表 5: 公司业务拆分及预测	15
表 6: 可比公司估值对比	16
公司财务报表数据预测汇总	18

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。本报告清晰准确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