

## 奥克斯为小米空调发展提供了很好的范本

## --奥克斯赴港上市点评

2025年1月18日

- **事件：**1月15日奥克斯向港交所呈交上市申请。公司主业为家用空调，是全球第5大家用空调生产企业。2022年、2023年和2024前三季度公司分别实现营业收入195亿、248亿、243亿，同比分别增长18.5%、27.2%和15.4%；净利润14亿、23亿(+72.5%)、27亿(+17.8%)，净利率分别为7.4%、10.0%、11.2%，ROE分别为144%、83%、93%。

● **小米空调、奥克斯空调发展对比**

**奥克斯盈利能力大幅超市场对空调二线公司预期：**1) 2022年以来受益于中国空调市场需求改善，竞争改善，大量空调公司盈利普遍明显改善。2) 奥克斯的ROE是空调行业中最高的，公司销售费用率明显低于市场竞争对手，带动利润率基本达到龙头公司水平，同时公司负债率高，导致ROE远超行业竞争对手。公司盈利能力快速提升，类似于冰箱行业的奥马电器（TCL智家），盈利能力超市场预期。此外，奥克斯和奥马电器都已经克服了生产规模效应临界点，产量已经较为靠前，具备了规模效应。2023年奥克斯折旧/生产成本为1.9%，同期美的集团、格力电器为1.68%、1.83%。

**小米空调、奥克斯空调发展对比：**1) 两个公司都采用线上销售为主，主打性价比、低加价率、高周转的策略，具有可比性。2) 奥克斯在2017-2018年快速发展，线上和京东合作，主推低价销售；线下在行业首创网批模式，减少中间环节，实现渠道扁平化。2019-2021年空调市场需求平淡，竞争激烈，特别是2019年格力、美的更是联手狙击奥克斯。2022-2024年中国空调内销需求改善，龙头提价，海外需求爆发，大量企业空调业务快速发展。3) 小米2018年进入空调市场，2020年成立大家电事业部，对空调重视度提升。2020、2021、2022、2023年小米空调销量分别达110万台、200万台、300万台、440万台，2024年上半年销量突破400万台，同比+45%。3) 小米空调成为市场份额提升最快的品牌，是舆论最关注的品牌，相比而言奥克斯宣发较为平淡。

**从经营效果看，奥克斯为小米空调发展提供了很好的范本：**1) 小米空调盈利能力明显落后奥克斯，需要学习奥克斯的高周转率，低费用率，高盈利。小米仅能在线上实现低费率运营，奥克斯除线上外，线下渠道在行业首创网批模式，也能实现低费率运营。2) 学习奥克斯的制造能力。小米目前已建武汉空调生产基地，要达到奥克斯的生产效率还有待锻炼。3) 学习奥克斯出海。全球市场广阔，小米空调已经计划出海。4) 虽然小米是智慧家居龙头，但是智能语音空调奥克斯市场份额第一（来源：弗若斯特沙利文），小米空调在擅长的智能在空调的领域也被奥克斯默默的超越。

● **全球暖通空调是黄金赛道，但近些年机会重点不在中国市场**

**为什么说全球暖通空调是黄金赛道：**1) 全球暖通空调行业包括家用空调、中央空调、热泵，是建筑物调节建筑温度的主要产品。根据弗若斯特沙利文数据，2023年全球家用空调市场规模7178亿元，中央空调市场5217亿元。暖通行业技术成熟，但是进入壁垒高，特别是中央空调领域。**全球升温导致夏季高温的机率增加，例如中国2022、2023年夏季高温，2024年海外夏季高温，这都明显拉动空调市场需求。目前全球发展中国家人口众**

## 家电行业

推荐 维持评级

## 分析师

何伟

☎：021-20257811

✉：hewei\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525010001

杨策

☎：010-80927615

✉：yangce\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520050005

## 相对沪深300表现图

2025-01-17



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

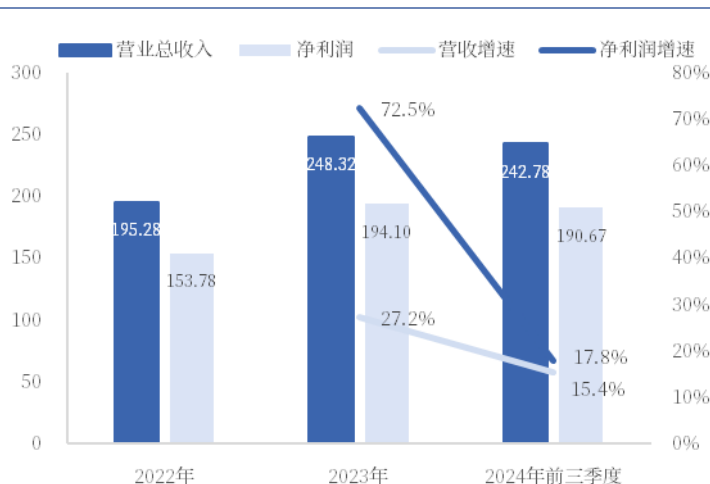
**多、空调渗透率低，市场规模还有很大发展空间。**2) 全球主要参与者除了大家熟悉的中国空调龙头如美的、格力、海尔、海信，还有日本大金工业、松下、东芝，美国开利全球、特灵科技、英格索兰，韩国的三星、LG，欧洲博世等。3) 由于逆卡诺循环在能量转移方面无出其右的杠杆效应，成为高能效的解决方案。全球碳中和背景下，如果考虑开源节流，那么建筑物能耗节流的最重要抓手就是暖通空调。马斯克作为科技先锋，一般只关注前沿高科技产业。但在 2023 年 3 月 1 日特斯拉投资者日发布“Master Plan 3”时，马斯克重点关注了传统的暖通空调行业，认为要在 2050 年前实现碳中和，推广使用热泵（即暖通空调），可节省 22%化石能源消耗。4) 暖通空调产业的逆卡诺循环技术外溢，产品的温控开始大量采用逆卡诺循环技术，如电动车热管理、数据中心热管理等。暖通空调产业链公司具备技术、生产协同优势，三花智控就成功地发展了汽车热管理，这导致美的、格力、海信都纷纷进入这一市场。

**未来全球暖通空调机会主要不在中国市场，但中国企业具备国际竞争力：**

1) 2010 年至 2020 年间，全球暖通空调最大的发展机遇是中国城镇化导致的家用空调需求增长，中国工业化导致的中央空调需求增长。2020 年后全球暖通空调最大的发展机遇是工业回美国导致的美国商用中央空调需求增长，欧洲碳中和目标下热泵的发展，新兴市场国家城镇化带动的家用空调需求。在此背景下，大金工业、开利全球、特灵科技的股价都表现不俗。2) 中国白电龙头是双业务龙头。中国白电龙头不仅仅是家用空调等家电业务龙头，也是商用中央空调、热泵龙头，两项业务都具备国际竞争力。全球暖通公司在大整合阶段，主要是美国、日本暖通龙头将业务重点放在美国中央空调、欧洲热泵，欧洲锅炉公司适应时代发展，被美国、日本、中国暖通龙头并购整合。其中美的正在并购瑞士 Arbonia 公司暖通业务。对中国企业而言，海外主要的方向是家用空调市场以及欧洲热泵市场。

- **投资建议：**年报临近，大家电进入换年估值切换行情，推荐美的集团、海尔智家、格力电器，建议关注海信家电、海信视像。
- **风险提示：**原材料价格波动的风险；行业竞争加剧的风险；内需恢复不及预期的风险；出口不及预期的风险。

图1: 奥克斯空营业总收入与净利润 (亿元-左轴) 及增速情况 (右轴)



资料来源: iFind, 奥克斯上市申请书, 美的集团、海尔智家、格力电器、海信家电、长虹美菱公告, 中国银河证券研究院

表1: 奥克斯与可比公司杜邦分析

2023年	ROE	销售利润率	权益乘数	资产周转率
奥克斯	83.30%	10.01%	5.81	1.43
美的	22.05%	9.06%	4.74	0.51
格力	27.18%	14.23%	5.65	0.34
海尔	16.85%	6.35%	3.82	0.70
长虹美菱	13.48%	3.06%	5.64	0.78
TCL 智家	69.74%	5.18%	14.97	0.90

资料来源: iFind, 奥克斯上市申请书, 美的集团、海尔智家、格力电器、长虹美菱、TCL 智家公告, 中国银河证券研究院

表2: 奥克斯空调营业收入、毛利率及增速情况与可比公司对比

公司	空调业务收入 (亿元)				空调收入同比增速				毛利率			
	2022A	2023A	2024H1	2024Q1-3	2022A	2023A	2024H1	2024Q1-3	2022A	2023A	2024H1	2024Q1-3
美的	1506.35	1611.11	101.46		6.17%	6.95%	10.28%		22.84%	25.57%	26.35%	
格力	1348.59	1745.65	779.61		2.39%	12.13%	11.38%		32.44%	37.04%	34.81%	
海尔	400.59	456.60	290.11		6.74%	13.98%	3.64%		28.61%	29.37%	29.14%	
海信	345.00	386.52	227.67		13.48%	12.04%	7.59%		27.93%	30.66%	29.09%	
奥克斯	191.38	244.11		238.44		27.56%		14.64%	20.74%	21.45%	-	21.06%
长虹美菱	97.82	115.66	85.00		15.61%	18.24%	21.47%		13.54%	8.94%	6.87%	
小米 (销量万台)	300.00	440.00	400.00		50%	49%	45%					

资料来源: iFind, 奥克斯上市申请书, 美的集团、海尔智家、格力电器、海信家电、长虹美菱、小米集团公告, 中国银河证券研究院

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

何伟，研究所副所长、大消费负责人。上海交通大学理学硕士。2009-2011 入职光大证券研究所担任家电分析师；2012-2024 入职中国国际金融股份有限公司担任家电首席分析师，董事总经理；于 2025 年加入中国银河证券股份有限公司研究院。2022 年、2023 年荣获 II China 机构投资者·财新资本市场分析师成就奖，可选消费行业最佳分析师（大陆&海外综合）第一。

杨策，家电行业分析师。伦敦国王大学理学硕士，于 2018 年加入中国银河证券股份有限公司研究院，从事家电行业研究工作。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

## 联系

中国银河证券股份有限公司研究院	机构请致电：
深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层	深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层	上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦	北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn 褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn
公司网址：www.chinastock.com.cn	