

# 供应链效率领先，中国制造出海典范

华泰研究

2025年10月14日 | 中国香港

首次覆盖

白色家电

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

17.67

樊俊豪

SAC No. S0570524050001  
SFC No. BDO986

研究员

fanjunhao@htsc.com  
+(852) 3658 6000

周衍峰\*

SAC No. S0570521100002

研究员

zhouyanfeng@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

王森泉

SAC No. S0570518120001  
SFC No. BPX070

研究员

wangsenquan@htsc.com  
+(86) 755 2398 7489

刘徽\*

SAC No. S0570125070023

联系人

liuwei024778@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

首次覆盖奥克斯电气并给予“买入”评级，目标价 17.67 港元（基于 25 年 8 倍 PE）。公司是全球第五大、中国第四大空调提供商（24 年全球/中国空调销量份额分别为 7.1/7.3%），空调业务遍布全球 150 多个国家和地区。公司主营家用空调和中央空调，以奥克斯主品牌和 ShinFlow、华蒜、Aufit 三大副品牌覆盖不同价格段，公司内销保持稳健，外销在 ODM+OBM 双轮驱动下快速成长，制造效率和成本管控能力领先，看好公司长期成长空间。

## 回望来时路：不断求变，把握每一次时代机遇

复盘奥克斯空调三十余年发展历程，我们认为公司不断实现阶段性崛起和成功，离不开“时代红利”，且公司敏锐捕捉了每一时期的产业供需主要矛盾，并通过前瞻性布局实现快速成长。具体而言：2000s 年初公司通过卡位性价比市场，辅以《空调成本白皮书》，一元利空调等营销活动初步打响品牌知名度；2010s 公司乘电商渠道之风，同京东、苏宁等主流电商合作实现快速崛起，2018 年线上零售额份额达到 26.0%，登顶行业第一（奥维云网口径，后因行业价格战份额回落）；2020s 公司坚定全球化发展战略，ODM+OBM 双轮驱动海外增量，复用国内渠道管理经验在海外因地制宜，实现快速发展。

## 展望前程山：海外市场星辰大海，中国制造出海典范

据弗若斯特沙利文预测，全球空调市场规模将从 2024 年的 1.31 万亿元增长至 2028 年的 1.53 万亿元，期间 CAGR+4.0%（中国/北美/欧洲/东南亚 CAGR 分别为+3.7/3.8/3.8/5.7%）。1) 外销端，公司积极开拓海外尤其是需求尚未饱和的新兴市场，同海外客户合作关系紧密，ODM 业务贡献稳健现金流，并通过国家代理和销售公司两大模式发展 OBM 自主品牌业务，我们预计 25-27 年海外收入为 188.9/234.6/281.8 亿元，占公司总营收比重为 54.3/58.5/62.6%；2) 内销端，短期受益于以旧换新补贴对更新需求的拉动，我们预计 25-27 年国内收入分别为 158.7/166.2/168.4 亿元，保持稳健增长。

## 我们与市场观点不同之处

1) 市场对代工业务的弱壁垒和客户高依赖度有所担忧，我们认为奥克斯海外 ODM 高速增长的背后，是公司强大的制造效率和成本控制能力作为支撑（24 年产能利用率：奥克斯 91.3%，中国空调行业 74.4%），公司现有境内外 4 大空调制造基地，郑州空调和芜湖压缩机工厂产能积极爬坡，制造高效确保公司议价能力更强。2) 市场对公司出海过程中的品牌建设能力有所担忧，我们认为海外市场相对分散，奥克斯以中东、东南亚等新兴市场作为切入点，布局 AUX 和 Aufit 双品牌，基于本土国情选择国家代理或销售公司模式，因地制宜地实施精细化管理，现有市场巩固和空白市场开拓均有空间。

## 盈利预测与估值

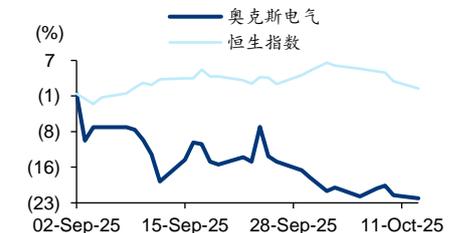
我们预计 25-27 年公司归母净利润为 31.67、36.61、40.73 亿元，对应 EPS 为 1.99、2.31、2.56 元。参考可比公司 Wind 一致预期（25 年平均 PE：10 倍），考虑到美的集团、格力电器、海尔智家作为一线白电，品牌壁垒高，具备龙头定价权，且业务品类多元化贡献更多成长机遇，奥克斯作为二线品牌仍有一定差距，因此我们给予公司小幅估值折价（25 年目标 PE：8 倍），对应目标价 17.67 港元（汇率：1 人民币=1.09341 港元），“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧风险，供应链稳定性与成本控制风险，海外业务运营与地缘政治风险。

## 基本数据

收盘价 (港币 截至 10 月 13 日)	13.58
市值 (港币百万)	21,568
6 个月平均日成交额 (港币百万)	95.43
52 周价格范围 (港币)	13.03-16.79

## 股价走势图



资料来源：S&P

## 经营预测指标与估值

会计年度 (人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万)	29,759	34,762	40,075	45,019
+/-%	19.84	16.81	15.28	12.34
归属母公司净利润 (百万)	2,910	3,167	3,661	4,073
+/-%	17.03	8.83	15.61	11.25
EPS (最新摊薄)	2.23	1.99	2.31	2.56
ROE (%)	72.05	48.49	33.11	27.29
PE (倍)	5.56	6.23	5.39	4.84
PB (倍)	4.22	2.14	1.53	1.16
EV EBITDA (倍)	5.43	3.30	1.79	0.51
股息率 (%)	23.49	0.00	0.00	0.00

资料来源：公司公告、华泰研究预测

## 盈利预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	24,832	29,759	34,762	40,075	45,019
销售成本	(19,410)	(23,519)	(27,927)	(32,503)	(36,706)
<b>毛利润</b>	<b>5,422</b>	<b>6,240</b>	<b>6,835</b>	<b>7,572</b>	<b>8,313</b>
销售及分销成本	(1,019)	(1,277)	(1,460)	(1,643)	(1,846)
管理费用	(949.14)	(1,025)	(1,043)	(1,122)	(1,261)
其他收入/支出	(718.43)	(917.11)	(973.33)	(1,122)	(1,261)
财务成本净额	125.04	172.64	256.65	505.78	729.60
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>税前利润</b>	<b>3,142</b>	<b>3,549</b>	<b>3,862</b>	<b>4,465</b>	<b>4,967</b>
税费开支	(655.61)	(638.88)	(695.27)	(803.80)	(894.20)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归母净利润</b>	<b>2,487</b>	<b>2,910</b>	<b>3,167</b>	<b>3,661</b>	<b>4,073</b>
折旧和摊销	(481.00)	(561.13)	(679.39)	(835.30)	(991.45)
EBITDA	3,498	3,938	4,285	4,795	5,229
EPS (人民币, 基本)	1.91	2.23	1.99	2.31	2.56

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	2,708	5,879	4,516	7,221	5,422
应收账款和票据	3,113	5,416	4,819	5,422	4,082
现金及现金等价物	6,842	4,333	11,497	17,067	22,933
其他流动资产	157.76	155.49	387.09	257.70	303.23
<b>总流动资产</b>	<b>12,820</b>	<b>15,783</b>	<b>21,219</b>	<b>29,968</b>	<b>32,740</b>
固定资产	4,317	5,006	6,028	7,037	7,910
无形资产	68.72	322.20	513.41	653.11	737.73
其他长期资产	2,763	3,059	3,205	3,324	3,406
<b>总长期资产</b>	<b>7,149</b>	<b>8,388</b>	<b>9,747</b>	<b>11,014</b>	<b>12,054</b>
<b>总资产</b>	<b>19,969</b>	<b>24,171</b>	<b>30,966</b>	<b>40,981</b>	<b>44,795</b>
应付账款	11,198	14,324	15,775	22,145	21,903
短期借款	1,207	687.74	687.74	687.74	687.74
其他负债	2,445	3,241	3,241	3,241	3,241
<b>总流动负债</b>	<b>14,850</b>	<b>18,253</b>	<b>19,703</b>	<b>26,074</b>	<b>25,831</b>
长期债务	5.42	983.49	953.59	923.69	893.79
其他长期债务	872.00	1,099	1,083	1,096	1,108
<b>总长期负债</b>	<b>877.41</b>	<b>2,082</b>	<b>2,036</b>	<b>2,020</b>	<b>2,002</b>
股本	0.00	0.05	3,652	3,652	3,652
储备/其他项目	4,242	3,836	5,574	9,236	13,309
股东权益	4,242	3,836	9,227	12,888	16,961
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>总权益</b>	<b>4,242</b>	<b>3,836</b>	<b>9,227</b>	<b>12,888</b>	<b>16,961</b>

### 估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	6.50	5.56	6.23	5.39	4.84
PB	3.81	4.22	2.14	1.53	1.16
EV EBITDA	4.97	5.43	3.30	1.79	0.51
股息率 (%)	0.00	23.49	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	20.75	(2.78)	24.24	26.26	26.84

资料来源:公司公告、华泰研究预测

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	3,498	3,938	4,285	4,795	5,229
融资成本	(125.04)	(172.64)	(256.65)	(505.78)	(729.60)
营运资本变动	1,641	(2,211)	3,179	3,192	2,851
税费	(655.61)	(638.88)	(695.27)	(803.80)	(894.20)
其他	272.22	1,603	256.65	505.78	729.60
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,631</b>	<b>2,518</b>	<b>6,769</b>	<b>7,183</b>	<b>7,186</b>
CAPEX	(424.84)	(1,666)	(2,042)	(2,102)	(2,032)
其他投资活动	(963.94)	1,458	(16.39)	13.32	12.37
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,389)</b>	<b>(208.32)</b>	<b>(2,059)</b>	<b>(2,089)</b>	<b>(2,020)</b>
债务增加量	(457.41)	459.18	(29.90)	(29.90)	(29.90)
权益增加量	0.00	0.05	3,652	0.00	0.00
派发股息	0.00	(3,794)	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	175.28	(1,187)	256.65	505.78	729.60
<b>融资活动现金流</b>	<b>(282.13)</b>	<b>(4,521)</b>	<b>3,879</b>	<b>475.88</b>	<b>699.70</b>
现金变动	2,961	(2,211)	8,589	5,570	5,866
年初现金	2,131	5,103	2,908	11,497	17,067
汇率波动影响	11.04	16.00	0.00	0.00	0.00
<b>年末现金</b>	<b>5,103</b>	<b>2,908</b>	<b>11,497</b>	<b>17,067</b>	<b>22,933</b>

### 业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	27.16	19.84	16.81	15.28	12.34
毛利润	30.66	15.09	9.53	10.78	9.78
营业利润	68.67	10.45	11.18	9.70	7.08
净利润	72.49	17.03	8.83	15.61	11.25
EPS	72.49	16.88	(10.75)	15.61	11.25
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	21.84	20.97	19.66	18.90	18.46
EBITDA	14.09	13.23	12.33	11.96	11.62
净利润率	10.01	9.78	9.11	9.14	9.05
ROE	83.31	72.05	48.49	33.11	27.29
ROA	14.34	13.19	11.49	10.18	9.50
<b>偿债能力 (倍)</b>					
净负债比率 (%)	(132.70)	(69.39)	(106.82)	(119.92)	(125.88)
流动比率	0.86	0.86	1.08	1.15	1.27
速动比率	0.68	0.54	0.85	0.87	1.06
<b>营运能力 (天)</b>					
总资产周转率 (次)	1.43	1.35	1.26	1.11	1.05
应收账款周转天数	39.26	51.59	53.00	46.00	38.00
应付账款周转天数	186.25	195.33	194.00	210.00	216.00
存货周转天数	51.47	65.72	67.00	65.00	62.00
现金转换周期	(95.52)	(78.02)	(74.00)	(99.00)	(116.00)
<b>每股指标 (人民币)</b>					
EPS	1.91	2.23	1.99	2.31	2.56
每股净资产	3.26	2.94	5.81	8.11	10.68

## 正文目录

投资要点 .....	6
公司概况：全球前五大空调提供商，打造国际领先品牌 .....	7
家空&中央空调一体，多品牌布局海内外市场 .....	7
郑坚江家族绝对控股，境内外子公司协同发展 .....	7
发展历程复盘：不断求变，准确把握时代机遇 .....	9
1994-2005 年：1.0 时代根植性价比基因，成为行业鲶鱼 .....	9
2006-2019 年：2.0 时代率先拥抱电商渠道，首创网批模式快速发展 .....	10
2020 年以来：3.0 时代把握出海机遇，中国制造典范 .....	12
财务分析：营收利润高速增长，空调基本盘打造核心成长曲线 .....	13
行业概览：产业链与渠道变革优化格局，全球空调销量稳增 .....	16
需求端：地产后周期性属性逐渐降低，高温叠加政策提振内销 .....	16
供给端：产业链垂直整合与渠道变革进一步深化 .....	17
行业规模：整体销售稳定增长，新兴市场仍具发展潜力 .....	17
竞争格局：龙头护城河深厚，小米积极入局，奥克斯基本盘相对稳固 .....	19
公司优势：全球化扩张，中国制造典范 .....	23
产能端：规模持续爬坡，产能利用率稳步提升 .....	23
产品端：产品矩阵全领域覆盖，家用中央空调产品矩阵完备 .....	24
渠道端：国内电商渠道具备先发优势，海外 ODM+OBM 双轮驱动成长 .....	25
国内：电商先发优势带动份额突破，线下创新网批模式 .....	25
海外：放眼全球市场，四大业务模式并行 .....	26
盈利预测与估值 .....	28
盈利预测 .....	28
估值和目标价 .....	30
风险提示 .....	30

## 图表目录

图表 1：奥克斯产品矩阵与品牌矩阵 .....	7
图表 2：奥克斯电气股权结构（截至 2025 年 9 月 1 日） .....	7
图表 3：奥克斯电气董事会及管理层核心成员 .....	8
图表 4：奥克斯发展历程图 .....	9
图表 6：2000-2005 年奥克斯空调销量 .....	10
图表 7：奥克斯和龙头公司销量对比 .....	10
图表 8：2007-2009 年奥克斯集团及空调板块的营收情况 .....	10
图表 9：奥克斯和龙头公司销量对比 .....	10
图表 10：2012-2019 年奥克斯空调销量及均价 .....	11



图表 11: 2012-2019 年奥克斯空调内销分渠道营收比重.....	11
图表 12: 2012-2019 奥克斯空调内外销营收.....	11
图表 13: 2012-2019 年奥克斯空调毛利率.....	11
图表 14: 奥克斯网批新零售模式.....	11
图表 15: 小奥直卖应用程序界面.....	11
图表 16: 空调行业线上零售额份额变化.....	12
图表 17: 空调行业国内整体销售量份额变化.....	12
图表 18: 海外 OBM 业务收入.....	12
图表 19: 海外 ODM 业务收入.....	12
图表 20: 公司营收增长及增速.....	13
图表 21: 公司归母净利润及增速.....	13
图表 22: 公司毛利率/归母净利率逐年变化情况.....	13
图表 23: 公司期间费用率情况.....	13
图表 24: 公司营收结构: 产品维度.....	14
图表 25: 公司分产品毛利率.....	14
图表 26: 公司营收结构: 业务和品牌维度.....	14
图表 27: 公司营收结构: 区域维度.....	14
图表 28: 前五大客户营收及占比.....	15
图表 29: 公司资产负债率.....	15
图表 30: 公司营运能力指标.....	15
图表 31: 近些年国内空调市场规模与地产周期的相关度开始弱化.....	16
图表 32: 全国夏季平均气温与空调出货端同比增速波动较为一致.....	16
图表 33: 2020-2024 年转子式压缩机品牌集中度 (%，按销量).....	17
图表 34: 空调产业链主要环节.....	17
图表 35: 全球空调销量 (按类型).....	18
图表 36: 全球空调销售额 (按类型).....	18
图表 38: 中国空调销量 (按类型).....	18
图表 39: 中国空调销售额 (按类型).....	18
图表 40: 中国家用空调销量 (按价格).....	19
图表 41: 中国家用空调销量 (按地区).....	19
图表 42: 大行业小变化, 培育出美的和格力两大空调龙头企业.....	19
图表 43: 2002 -2025 冷年行业整体内销量及 CR3 份额情况.....	20
图表 44: 2011 冷年以来头部空调企业内销出货量份额变化.....	20
图表 45: 2024 年全球空调市场份额 (按销量).....	20
图表 46: 2024 年中国空调市场份额 (按销量).....	20
图表 47: 企业空调业务的财务和经营指标对比.....	21
图表 48: 小米空调业务发展历程及出货量情况.....	21
图表 49: 小米智能大家电收入同比增速, 收入屡创历史新高.....	22
图表 50: 小米空调 2018 年以来线上份额变化情况.....	22
图表 51: 主要空调品牌 2023 年以来线上均价变化.....	22



图表 52: 主要空调品牌 2023 年以来线上零售额份额变化 .....	22
图表 53: 奥克斯四大生产基地建造历程 .....	23
图表 54: 四大工厂产能 .....	24
图表 55: 四大工厂产能利用率 .....	24
图表 56: 奥克斯与芜湖经开区签署空调压缩机项目合作协议 .....	24
图表 57: 奥克斯电气和其他公司研发投入对比 .....	24
图表 58: 奥克斯空调产品矩阵 .....	25
图表 59: 奥克斯空调业务内销线上销售额及占比 .....	26
图表 60: 奥克斯空调业务内销线下销售额及占比 .....	26
图表 61: 2024 年和 25H1 主要白电公司销售费用率 .....	26
图表 62: 奥克斯电气线下经销商数量变化 .....	26
图表 63: 第一届 AUX 海外经销商大会在迪拜举行 .....	27
图表 64: 第三届 AUX 海外 OBM 经销商大会在泰国举行 .....	27
图表 65: 2025-2027 年公司盈利预测 .....	29
图表 67: 奥克斯电气 PE-Bands .....	30
图表 68: 奥克斯电气 PB-Bands .....	30

## 投资要点

奥克斯电气于 1994 年进入空调产业并推出奥克斯品牌，2025 年 9 月在港交所上市。目前奥克斯空调业务覆盖 150 多个国家和地区，2024 年营收 298 亿元。经过三十余年发展，奥克斯已成长为全球第五大空调提供商（以销量计算，24 年奥克斯全球份额 7.1%）。公司内销业务保持稳健，外销收入在 ODM+OBM 双轮驱动下快速成长。

深度复盘奥克斯空调三十余年发展历程，我们认为公司不断实现阶段性崛起和成功，离不开“时代红利”，且公司精准把握住了每一时期的产业供需主要矛盾：

- 1. 2000-2005 年：卡位性价比市场实现首次规模化扩张。**公司在 1994 年通过与美国奥克斯成立合资公司进入空调行业。初期，奥克斯定位高端市场，但转为自营后公司快速调整战略，专注于性价比市场。2001 年至 2004 年间，奥克斯通过价格革命和创新营销活动，如发布《空调成本白皮书》、推出“一元利空调”活动，快速提升品牌知名度，空调销量从 2000 年的 40 万台跃升至 2005 年的 420 万台。
- 2. 2006-2019 年：率先拥抱电商渠道，首创网批模式快速发展。**2013 年，奥克斯积极抓住电商红利，迅速布局线上渠道，与京东、天猫等平台合作，实现了线上零售的快速增长，同时于 2017 年在行业内首推网批新零售模式，线下销售渠道层级精简。奥克斯空调销量从 2012 年的 468 万台快速跃升至 2018 年的 1405 万台，2018 年奥克斯线上零售额份额超越格力和美的成为行业第一(26.0%)，国内总销量份额跻身行业第三(9.9%)。
- 3. 2020 年以来：把握出海机遇，中国制造典范。**进入 2019 年，尽管美的和格力的价格战加剧了竞争压力，奥克斯依然保持在国内市场的二线品牌地位，并通过扩展海外市场加快全球化布局。在海外，奥克斯不仅建立了多个生产基地，还积极开展 ODM 业务，与伊莱克斯等全球知名品牌合作，进一步提升了国际市场份额。

**公司看点 1：全球市场星辰大海，ODM 和 OBM 并行发展。**为寻求增量，奥克斯以 ODM（整机，散件）和 OBM（国家代理，销售公司）模式因地制宜地开拓海外市场，在中东、东南亚等新兴市场实现快速发展。2022-2024 年公司外销收入分别为 83.9/104.1/146.8 亿元，其中 23、24 年外销收入分别同比增长 24.2%/41.0%，占总收入的 41.9%/49.3%。我们认为国际空调市场星辰大海，未来将保持高速增长趋势，2025-2027 年外销预计分别贡献 188.9/234.6/281.8 亿元营收，分别同比+28.7%/24.1%/20.2%。

**公司看点 2：内销稳健增长，渠道效率领先。**2010s 奥克斯凭借对电商渠道机遇的敏锐捕捉和前瞻布局，在传统线下渠道固化情况下实现了“弯道超车”，并在行业内首创“网批”模式精简线下渠道层级，提高渠道效率和利润空间。2022-2024 年公司内销收入分别为 111.4/144.2/150.8 亿元，其中 23、24 年内销收入分别同比增长 29.4/4.6%。我们预计未来将继续保持稳健增长趋势，2025-2027 年内销预计分别贡献 158.7/166.2/168.4 亿元营收，分别同比+5.2%/4.7%/1.3%。

### 我们与市场观点的不同之处：

- 1) 市场认为公司海外代工业务壁垒不强，对下游客户依赖性较大，且具备可替代性。**但我们认为奥克斯海外 ODM 业务高速增长的背后，是公司强大的制造效率和成本控制能力作为支撑。公司现有南昌、宁波、马鞍山、泰国四大空调制造基地，郑州空调制造工厂和芜湖压缩机工厂正处于产能快速爬坡期，24 年公司实际产量 2111 万台/产能利用率高达 91.3%，制造高效确保公司具备更强的议价能力。公司下游客户丰富且分散，25Q1 第一大客户占公司收入仅 6.3%(22/23/24 年第一大客户占比为 9.6/7.9/7.5%)，随着新市场和新客户开拓，公司对单一客户依赖度不断降低。
- 2) 市场认为公司海外 OBM 业务面临欧美日韩品牌、本土品牌、中资品牌多方竞争，奥克斯品牌力相对较弱。**但我们认为海外市场相对分散，奥克斯以中东、东南亚等新兴市场作为切入点，布局 AUX 和 AUFIT 双品牌并推广“小奥直卖”网批模式，公司基于海外本土经销商渠道实力选择国家代理或销售公司模式，因地制宜地实施精细化管理，24 年/25H1 海外 OBM 业务分别同比+44/+71%至 27.4/21.1 亿元，未来仍有增长空间。

## 公司概况：全球前五大空调提供商，打造国际领先品牌

### 家空&央空一体，多品牌布局海内外市场

全球前五大空调提供商之一。公司于1994年进入空调产业并推出奥克斯品牌，目前公司空调业务覆盖150多个国家和地区。2024年收入达到298亿元人民币，截至2025年6月底拥有总资产285亿元，员工1.56万名。公司保持高速增长态势，2023年至2024年公司空调销量CAGR达到+30.0%。根据弗若斯特沙利文，按2024年销量计算，公司是全球第五大空调提供商，市场份额达7.1%。

多层次品牌矩阵覆盖不同市场，产品以家用和中央空调为主。1)品牌端：公司以奥克斯(AUX)为主品牌布局海内外市场，并孵化了低端品牌“华赫”和“AUFIT”，及高端品牌“ShinFlow”，通过多品牌战略满足全球不同消费者的需求及偏好，加快市场渗透。2)产品端：公司以家用空调为主、中央空调为辅，围绕节能、舒适、健康、智能四大方向，快速迭代产品且持续丰富产品矩阵，覆盖家庭住宅、办公楼宇、商场、酒店、医院、工业产业园等众多应用场景。

图表1：奥克斯产品矩阵与品牌矩阵

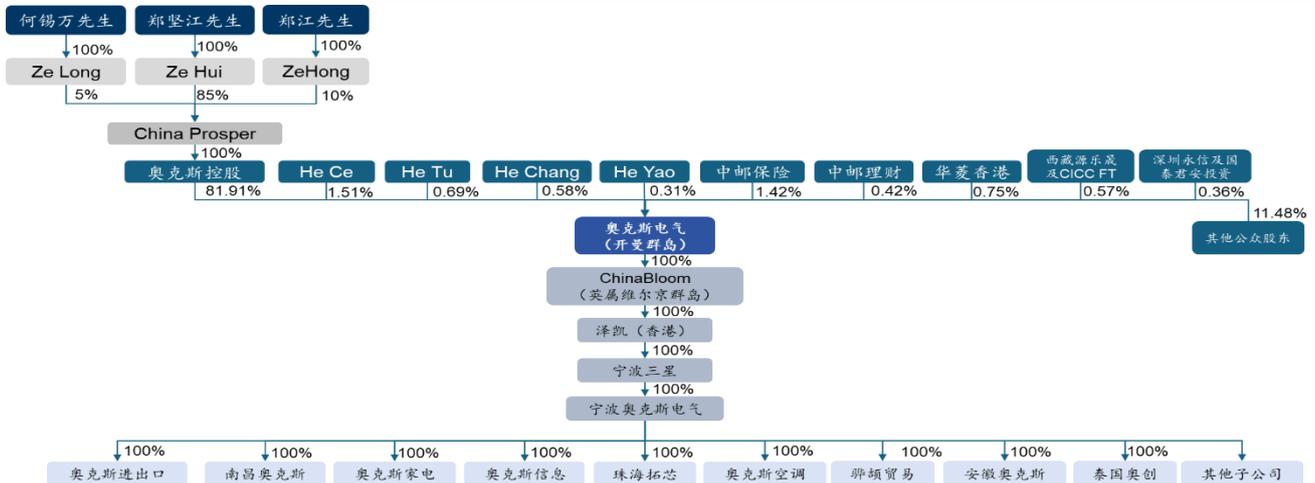


资料来源：公司招股说明书，弗若斯特沙利文，华泰研究

## 郑坚江家族绝对控股，境内外子公司协同发展

公司由郑坚江家族绝对控股，公司在国内外有多家子公司。截至2025年9月1日，公司董事会主席郑坚江通过Ze Hui、China Prosper及奥克斯控股持有公司81.91%的股份以及96.36%的投票权，为公司的实际控制人。郑坚江之兄郑江、妻兄何锡万分别间接持有公司9.63%和4.82%的股份，公司其余股份由HeCe、HeTu等员工持股平台持有。

图表2：奥克斯电气股权结构（截至2025年9月1日）



资料来源：公司招股说明书，公司公告，华泰研究

公司管理层结构稳定，行业经验丰富。总裁忻宁先生自 2011 年加入集团，具备丰富的内部管理及执行经验，负责日常运营与战略落地。非执行董事郑江、何锡万与李健均具备多年企业管理及行业背景，能够为董事会提供多维度战略指导，研发总经理卓森庆及财务负责人张波均具备多年专业领域经验，体现出公司在产品技术与财务管理方面的专业积累。公司管理层结构稳定、经验丰富，兼具战略视野与执行能力，助力公司持续稳健发展。

图表3：奥克斯电气董事会及管理层核心成员

姓名	年龄	职位	履历情况
郑江	64	董事会主席兼执行董事	集团创始人，1989 年创办鄞县仪表电器厂，1996 年 1 月起历任宁波三星集团股份有限公司董事长、董事及总裁，自 2003 年 5 月起担任奥克斯集团董事长。
忻宁	49	执行董事兼总裁	在空调行业拥有丰富经验，于 2011 年加入宁波奥胜，2017 年于三星医疗担任总裁，2019 年 1 月至 2022 年起，历任宁波奥克斯电气总裁助理、财务负责人、副总裁、董事会秘书、总裁及董事。
卓森庆	45	研发总经理	湖南大学测控技术与仪器专业学士，华中科技大学工程硕士。2015 年加入集团在宁波奥胜研发中心任总经理助理，2016 年起历任奥克斯空调及宁波奥克斯电气的研发中心总经理助理、副总经理及总经理。
张波	35	财务负责人兼董事会秘书	南京师范大学财务管理学士，持安徽省人社厅中级会计师证，拥有逾 13 年会计及财务管理经验。2012 年起在本集团历任奥克斯进出口稽查主管、奥克斯进出口财务副总监、奥克斯空调财务副总监、宁波奥克斯电气财务负责人兼董事会秘书、奥克斯集团财务副总监。
郑江	59	非执行董事	有近 30 年企业管理经验，分别自 2015 年及 2020 年起担任奥克斯国际执行董事及董事会主席，现为奥克斯集团董事兼副董事长，自 2024 年起担任本公司董事，并于 2025 年调任为非执行董事。
何锡万	69	非执行董事	有近 30 年企业管理经验，自 1996 年起历任宁波三星集团股份有限公司董事、董事长及总经理，自 2001 年起，在奥克斯集团历任董事、董事长及总裁，其现任职务为董事。
李健	70	非执行董事	1982 年至 2002 年担任宁波市华通股份有限公司总裁助理，2002 年至 2007 年，担任宁波启新绿色世界有限公司副总裁，2008 年起，担任奥克斯集团副总裁，自 2015 年起担任宁波奥克斯电气董事。

资料来源：公司招股说明书，华泰研究

## 发展历程复盘：不断求变，准确把握时代机遇

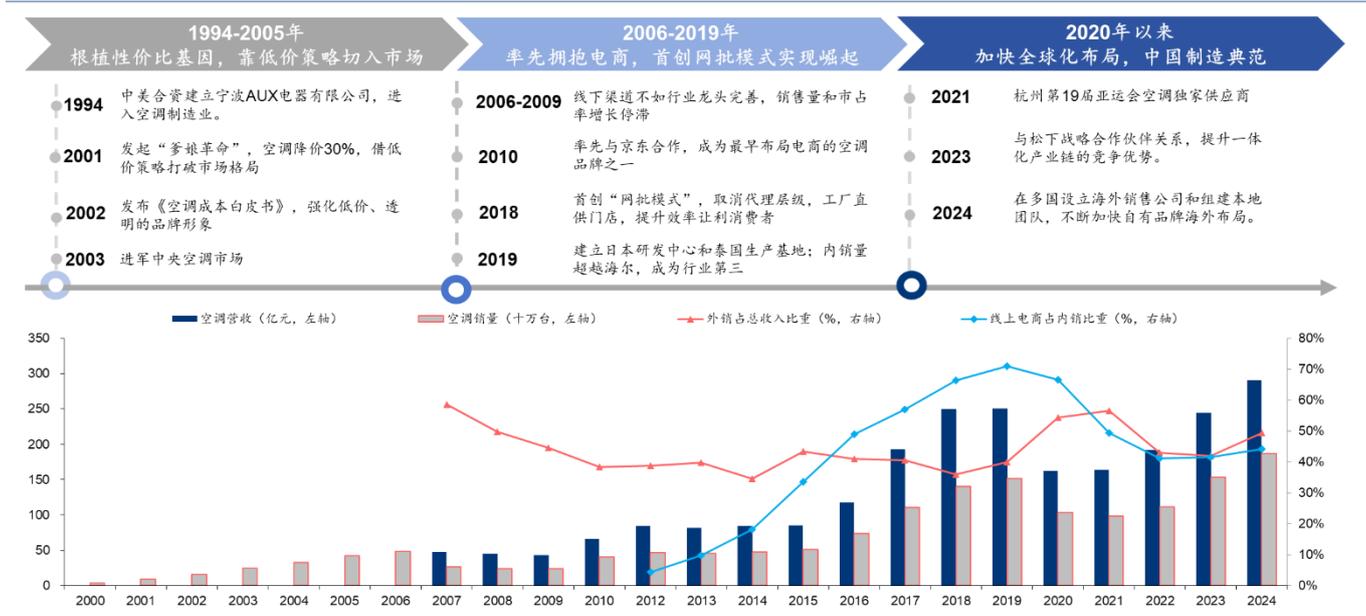
复盘奥克斯空调三十余年发展，我们认为公司不断实现阶段性崛起和成功，离不开“时代红利”，精准把握住了每一时期的产业供需主要矛盾：

1) **卡位性价比市场实现首次规模化扩张：**公司在 1994 年通过与美国奥克斯成立合资公司进入空调行业。彼时国内空调产业刚起步，其主要矛盾是“供不应求”并导致价格偏高。初期，奥克斯定位高端市场，但很快调整战略，专注于性价比，成功打开市场并享受到规模化扩张的成本红利。2001 年至 2004 年间，奥克斯通过价格革命和创新营销活动，如“一元利空调”，实现了销量的大幅增长。

2) **从电商渠道红利到推动全渠道效率变革：**2013 年，奥克斯积极抓住电商红利，迅速布局线上渠道，与京东、天猫等平台合作，实现了线上零售的快速增长。受电商平台新零售概念的启发，2017 年奥克斯创新开发了网批新零售模式，大幅精简线下销售渠道层级，既有效压缩了渠道成本，又提升了供应链的响应速度。奥克斯以“小单快反”的新模式实现又一轮规模扩张。

3) **走向全球，开拓海外市场带来业绩增长：**2020 年，面对全球公共安全卫生事件，中国供应链彰显强大韧性，中国企业加速走向海外。出海浪潮下，奥克斯明确扩展海外市场、加快全球化布局的发展思路。奥克斯不仅积极开展 ODM 业务，与全球知名品牌合作，还建立了海外生产基地，不断提升国际市场份额。奥克斯的全球化战略和不断创新的产品线，使其在空调行业的竞争格局中保持了较强的市场地位。

图表4：奥克斯发展历程图



注：2022 年以前奥克斯空调销售和收入数据来自奥克斯集团发布的债券募集说明书，2022 年以来数据来自奥克斯电气招股说明书  
资料来源：奥克斯集团债券募集说明书，奥克斯电气招股说明书，华泰研究

### 1994-2005 年：1.0 时代根植性价比基因，成为行业鲶鱼

**定位灵活调整，卡位性价比市场。**1994 年，奥克斯通过和美国公司合资成立宁波奥克斯公司进入空调行业，彼时奥克斯空调定位中高端，业务发展较慢，2000 年前空调总销量不足 60 万台。1999 年公司由合资转为自主经营，并灵活调整定位卡位性价比市场。2001 年，奥克斯发起“爹娘革命”（免检是爹，比拼的是产品质量，平价是娘，打下来的是产品价格），将旗下 40 多款机型降价 30% 以提升市场份额，当年奥克斯空调销量实现翻倍，达到 90 万台。

**“白皮书”营销打破行规，品牌知名度快速提升。**2002 年 4 月，奥克斯发布了《空调制造成本白皮书》，宣布对于国内家庭普遍使用的 1.5 匹冷暖空调，其生产成本仅为 1,378 元，零售标准价位 1,880 元，而市场其他品牌的同规格产品售价均在 2500-3000 元，同时奥克斯将旗下 16 款空调价格全部下调，平均降幅 20%，这一举措为奥克斯树立了市场领先的“成本控制专家”形象，当年奥克斯空调销量进一步增长至 157 万台。

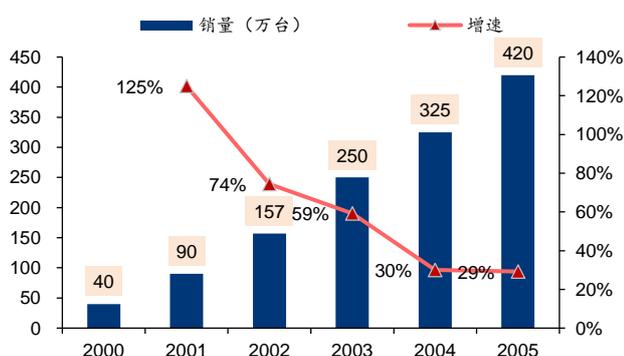
图表5: 《空调制造成本白皮书》空调成本拆分



资料来源:《空调制造成本白皮书》(奥克斯2002年4月发布), 华泰研究

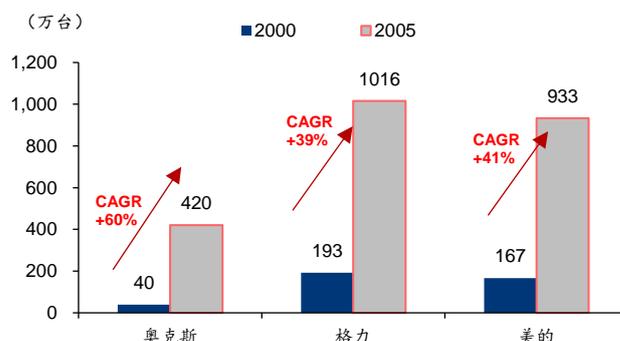
凭借纷繁的“事件营销”搭配高性价比产品, 空调销量快速扩张。2003年奥克斯又发起了“一分钱空调”套餐: 顾客只要购买奥克斯小三匹柜机, 再加一分钱, 即可获得另外一台一匹分体挂机。2004年奥克斯进一步发起“一元利空调”洗牌运动: 公司20余款空调主力机型分别降价1100-800元不等, 平均降幅达32%, 工厂仅保留1元利润。这些创新的营销活动迅速吸引了大量消费者, 尤其是在消费能力较弱的三四线城市, 性价比卡位有效帮助奥克斯同行业龙头错位竞争, 并快速整合空调长尾市场零碎份额。在2000至2005年间, 奥克斯的销量从40万台快速增至420万台, 期间CAGR +60%, 2005年奥克斯空调销量约为格力、美的销量一半。

图表6: 2000-2005年奥克斯空调销量



资料来源:《奥克斯十年品牌之路》(宁波经济, 郑霞, 2004年6月发布), 产业在线, 华泰研究

图表7: 奥克斯和龙头公司销量对比

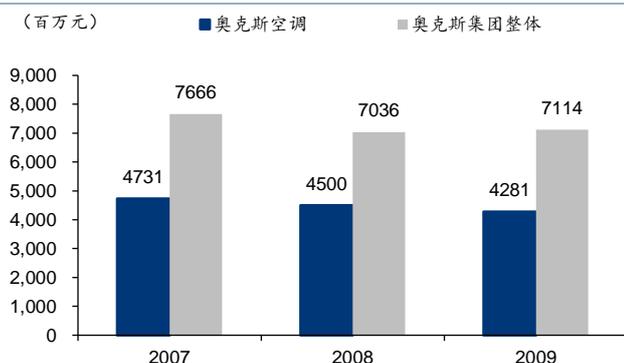


资料来源:《奥克斯十年品牌之路》(宁波经济, 郑霞, 2004年6月发布), 产业在线, 华泰研究

### 2006-2019年: 2.0时代率先拥抱电商渠道, 首创网批模式快速发展

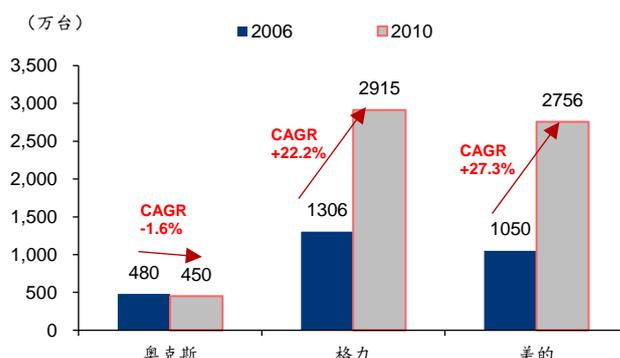
集团多元化扩张下, 空调业务发展进入瓶颈。凭借2000s一系列的事件营销和价格策略, 奥克斯空调业务构建了一定的市场基础, 但由于此后集团实现多元化扩张战略, 陆续进军汽车、手机等产业, 占用了集团较多资源和资金, 奥克斯空调业务发展陷入停滞。根据奥克斯集团债券募集说明书及产业在线数据, 2010年奥克斯空调销量为450万台, 相比2006年下滑6.3%, 空调板块收入亦出现连续下滑。

图表8: 2007-2009年奥克斯集团及空调板块的营收情况



资料来源: 奥克斯集团债券募集书, 华泰研究

图表9: 奥克斯和龙头公司销量对比



资料来源: 产业在线, 华泰研究

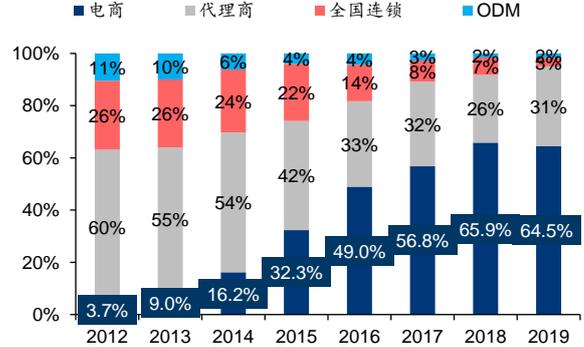
敏锐发现电商机遇，奥克斯坚定线上化转型。2010年以来，奥克斯意识到电商渠道的发展潜力，积极与京东、苏宁等主流电商平台合作，2010年奥克斯成立电子商务部和首家淘宝旗舰店，2011年奥克斯直供京东平台，是最早和京东实现厂商直接合作的家电企业。受益于空调电商渠道的高成长，奥克斯空调销量从2012年的468万台逐年增长至2019年的1515万台（期间CAGR+18.3%），期间空调收入从84.27亿元增长至250.48亿元（期间CAGR+16.8%），电商占公司内销收入的比重从3.7%快速攀升至64.5%。

图表10：2012-2019年奥克斯空调销量及均价



资料来源：奥克斯集团债券募集书，华泰研究

图表11：2012-2019年奥克斯空调内销分渠道营收比重



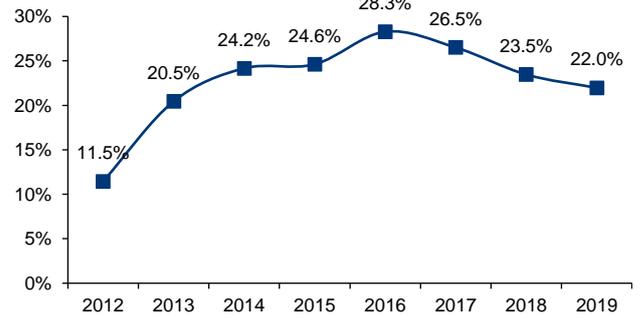
资料来源：奥克斯集团债券募集书，华泰研究

图表12：2012-2019 奥克斯空调内外销营收



资料来源：奥克斯集团债券募集书，华泰研究

图表13：2012-2019年奥克斯空调毛利率



资料来源：奥克斯集团债券募集书，华泰研究

创新推出“网批”新零售模式，实现线下经销商层级精简。2017年奥克斯推出“网批”模式，通过将产品直接供应给零售商，简化了传统的经销商层级，在提升供应链效率的同时节约了层层分销带来的利润侵占。后来公司推出“小奥直卖”应用程序以更好地管理并赋能经销商，由此衍生并构建独特的“小奥直卖”生态系统，帮助公司进一步抢占市场份额并提高渠道管理精度。2022年以来，使用“小奥直卖”的经销商占比连续达到90%以上。

图表14：奥克斯网批新零售模式



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

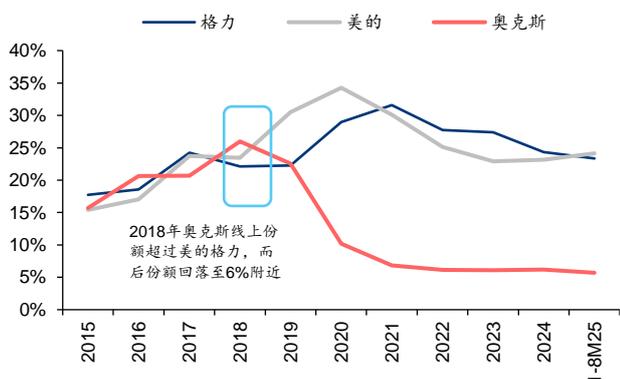
图表15：小奥直卖应用程序界面



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

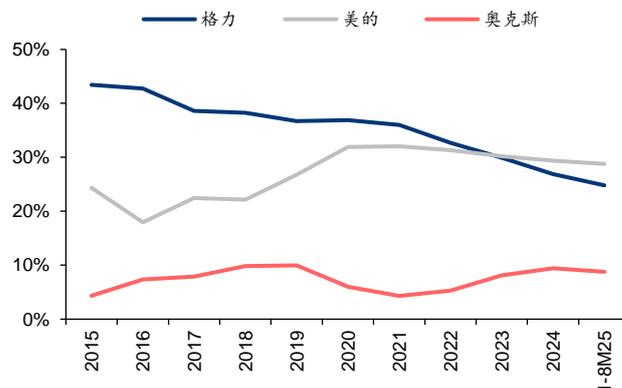
受益于电商策略，2018年奥克斯市场份额跻身行业前三。相较于龙头，奥克斯率先入驻电商并全力投入，其“性价比”基因同线上空调市场消费画像相契合，实现蓬勃发展，2018年奥克斯行业份额跻身市场前三：根据产业在线数据，2018年奥克斯空调内销量913万台/市占率9.9%（龙一格力当年份额38.2%，龙二美的份额22.4%）；根据奥维云网数据，2018年奥克斯空调线上零售额168.2亿元/市占率26.0%，超过美的和格力成为行业第一（格力份额22.1%，美的23.4%）。2019年由于美的主动发起价格战，格力而后追随，奥克斯份额快速回落，根据奥维云网，近年来奥克斯国内线上份额稳定在6%附近。

图表16：空调行业线上零售额份额变化



资料来源：奥维云网，华泰研究

图表17：空调行业国内整体销售量份额变化



资料来源：产业在线，华泰研究

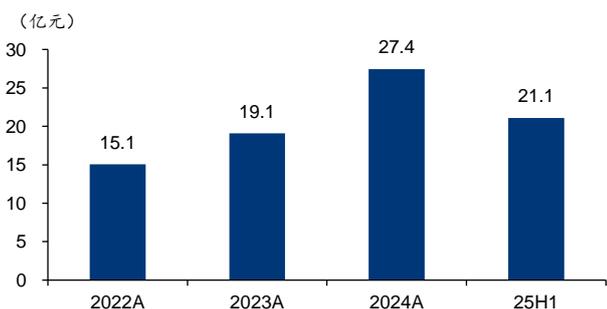
### 2020年以来：3.0时代把握出海机遇，中国制造典范

**聚焦全球化战略，开拓海外市场。**面对国内市场份额的回落，奥克斯迅速调整战略，将重心转向全球化发展。公司加强了海外市场的拓展。奥克斯通过与国际电商平台和海外客户的合作，进一步提升了品牌的全球知名度。特别是在东南亚、欧洲、北美洲等新兴市场，奥克斯借助具有竞争力的价格和高性价比的产品成功打开了市场，逐步实现了全球市场份额的提升。

**全球化产能布局，构建高效协同供应链体系。**目前，公司在宁波、南昌、马鞍山和泰国设立了四个主要的生产基地，总占地面积约294万平方米。其中泰国生产基地的建立标志着公司开始在海外进行产能布局，旨在优化本地生产、缩短交货周期，并提高运营效率。目前，泰国基地主要负责满足东南亚和北美市场的订单需求。

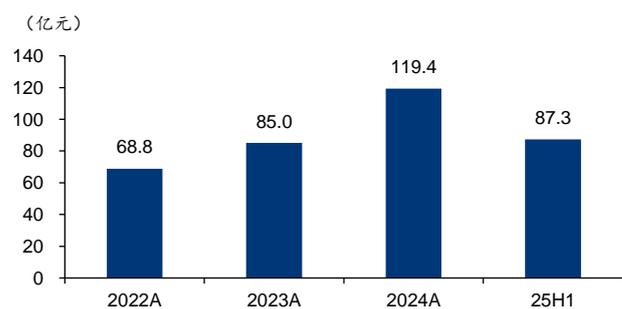
**拓展OBM业务，增强品牌外部影响力。**奥克斯海外业务采取ODM+OBM双轨并行的模式，其中ODM是外销的基本盘（24年海外ODM收入119.4亿元），覆盖散件与整机两大板块，凭借定制化能力与客户形成强绑定；OBM业务当前规模相对较小（24年海外OBM收入27.4亿元），但增速远高于ODM，公司通过代理模式快速渗透新兴市场，并在核心区域推行销售公司模式，复制国内“网批+小奥直卖”模式，实现渠道扁平化与数字化。ODM为公司提供稳健现金流，OBM则贡献更高成长性，两者相辅相成，共同驱动全球化扩张。

图表18：海外OBM业务收入



资料来源：公司招股说明书，公司25H1业绩交流会，华泰研究

图表19：海外ODM业务收入

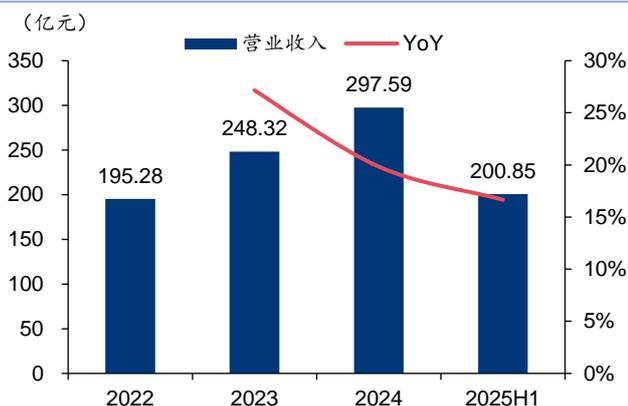


资料来源：公司招股说明书，公司25H1业绩交流会，华泰研究

## 财务分析：营收利润高速增长，空调基本盘打造核心成长曲线

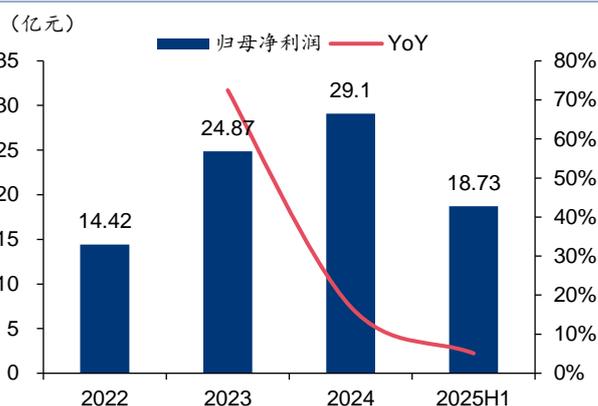
营收双位数增长，利润端保持稳健增长。2024 年公司营业收入和归母净利润分别为 297.6/29.1 亿元，同比+19.8%/+17.0%，2023-2024 年公司营业收入/归母净利润 CAGR 达 23.45%/42.06%。2025 年上半年营收和归母净利润分别为 200.9/18.7 亿元，同比+16.7%/+5.1%。得益于其空调产品销量扩张、市场份额提升以及品牌渠道体系协同驱动，公司近年来规模扩张节奏保持稳定，但受到产品结构变化影响，25 年上半年利润增速略慢于收入端。

图表20：公司营收增长及增速



资料来源：公司招股说明书，公司公告，华泰研究

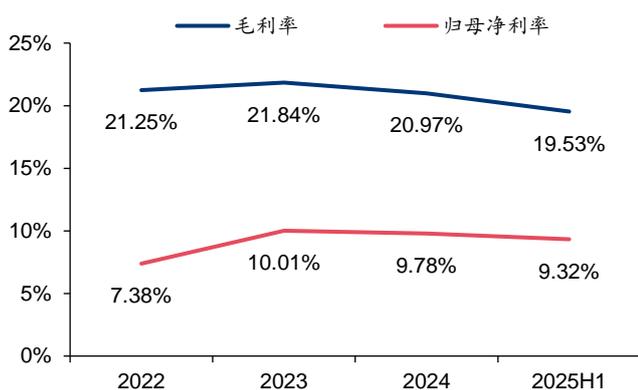
图表21：公司归母净利润及增速



资料来源：公司招股说明书，公司公告，华泰研究

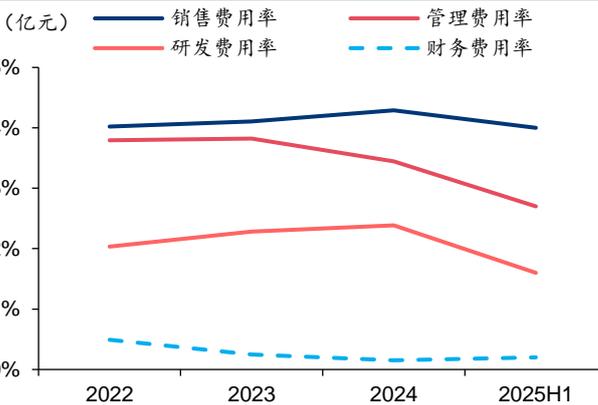
产品结构变化驱动毛利率有所下行，费用端管控能力持续增强。公司近年来综合毛利率围绕 20% 波动，25H1 毛利率略降至 19.53%/同比-1.5pct，主要是因为业务结构变化，相对低毛利的 ODM 收入占比提升。费用端，2022-2024 年期间费用率保持在 10% 水平，25H1 整体期间费用率进一步降至 8.4%/同比-0.2pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.0/2.7/1.6/0.2%。公司整体费用结构呈现合理可控、效率提升趋势，有效增厚了利润端。综合影响下，2024 年公司归母净利率 9.8%，相比 2022 年提升 2.4pct，25H1 受毛利率下降影响，归母净利率略降至 9.3%。

图表22：公司毛利率/归母净利率逐年变化情况



资料来源：公司招股说明书，公司公告，华泰研究

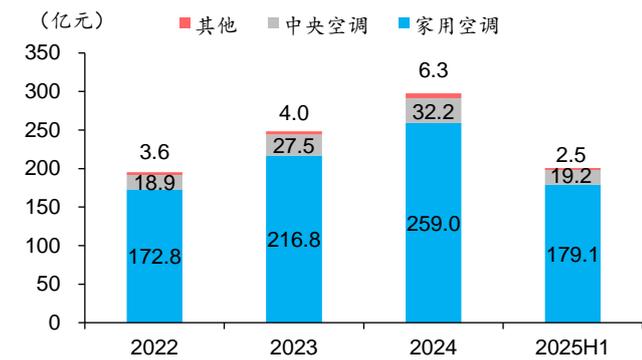
图表23：公司期间费用率情况



资料来源：公司招股说明书，公司公告，华泰研究

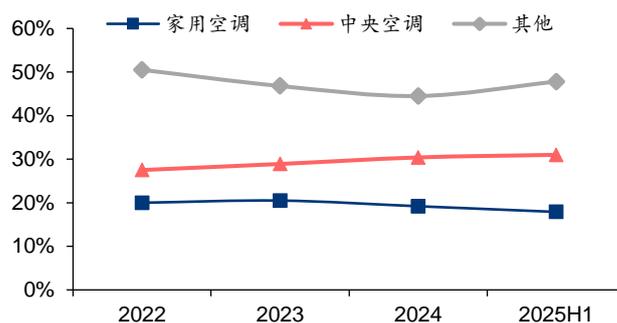
分产品看，家用空调主业稳健增长，中央空调打开成长空间。家用空调作为核心业务，涵盖挂机、柜机、移动空调等多个品类，营收规模持续扩大，占总收入的比重稳定在 85% 以上。2024 年家用空调营收 259.0 亿元/同比+19.5%/占总收入 87.1%，25H1 营收 179.1 亿元/同比增长 17.3%。中央空调业务营收占比在 10% 左右，中央空调营收从 2022 年 18.9 亿增至 2024 年 32.2 亿，25H1 营收 19.2 亿元/同比+15.0%。其他业务主要包括销售原材料和品牌授权，24 年收入规模 6.3 亿元/同比+58.4%，由于物业租赁成本更低且品牌授权服务商业模式较优，该业务毛利率保持在 40% 以上水平。

图表24：公司营收结构：产品维度



资料来源：公司招股说明书，公司公告，华泰研究

图表25：公司分产品毛利率



资料来源：公司招股说明书，公司公告，华泰研究

分业务看，“奥克斯”主品牌驱动，多元品牌协同发展。奥克斯主品牌保持稳健增长，营收从2022年119.4亿元扩张至2024年155.2亿元，期间CAGR+14.0%，25H1奥克斯品牌营收99.6亿元/同比+15.2%。主品牌之外，公司积极孵化低端品牌华蒜和Aufit，高端品牌Shinflow，其中华蒜主要在线下销售，Aufit在国内线上和海外销售，2024年/25H1华蒜分别实现营收13.6/5.0亿元。除了品牌业务，公司近年来积极开拓海外代工市场，ODM业务营收从2022年的70.8亿元攀升至2024年的122.5亿元，期间CAGR+31.5%，25H1ODM业务营收88.6亿元/同比+18.8%，成为公司第二大业务，收入体量仅略低于奥克斯主品牌。

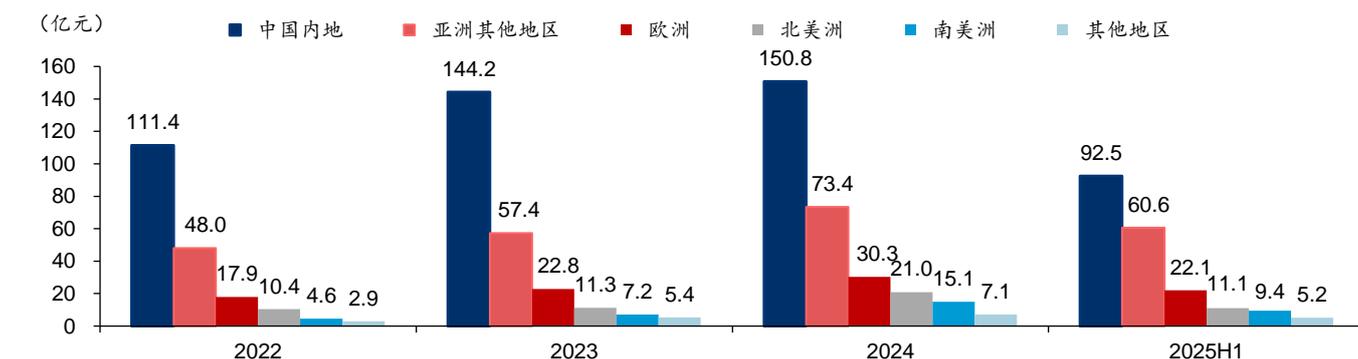
图表26：公司营收结构：业务和品牌维度



资料来源：公司招股说明书，公司公告，华泰研究

分区域看，24年海外营收超过内销，全球化多元战略驱动业绩向上。中国内地市场虽仍是最大收入来源，但其占比已从2022年的57.1%下降至25H1的46.0%，2025年上半年海外营收首次超过中国内地。海外分区域看，亚洲（中国内地除外）成为最核心的增长引擎，其营收占比在25H1跃升至30.2%，欧盟与南美洲市场同样表现亮眼，不仅营收规模持续攀升，占比也稳步提高。25年上半年，公司内销92.5亿元/同比+5.8%，海外总营收108.4亿元/同比+27.9%，其中亚洲/欧洲/北美/南美分别营收60.6/22.1/11.1/9.4亿元，同比+34.5/+27.8/-8.5/+55.7%，公司在海外新兴市场表现亮眼。

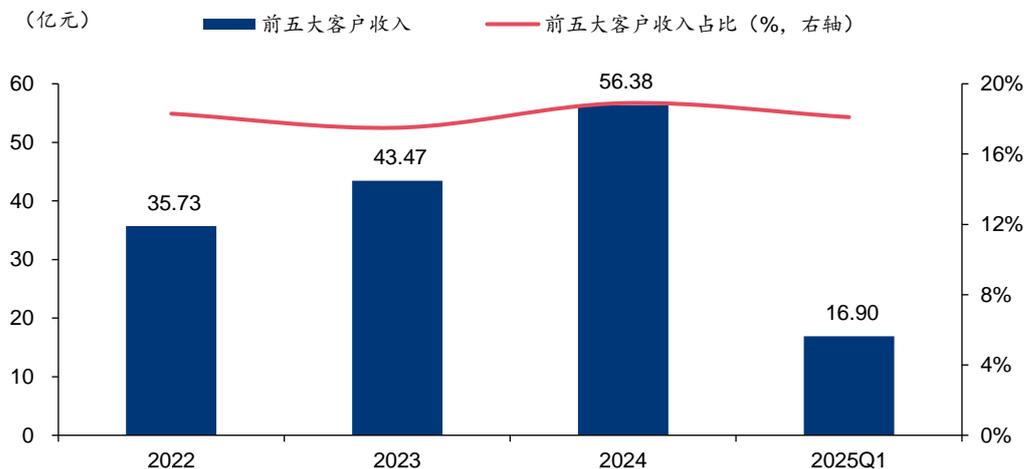
图表27：公司营收结构：区域维度



资料来源：公司招股说明书，公司公告，华泰研究

客户结构相对健康，有效规避“单一大客户依赖”的风险。公司的前五大客户主要为经销商和 ODM 客户，2022-2024 年度以及 2025 年一季度，公司最大客户的收入分别占相关期间总收入的 9.6%、7.9%、7.5%及 6.3%，前五大客户的收入分别占相关期间总收入的 18.3%、17.5%、18.9%及 18.1%。公司前五大客户占营收的比重相对较低，公司同 ODM 及经销商合作模式是建立在广泛、分散的客户基础之上，而非依赖少数核心客户，保证了奥克斯在全球供应链中保持了显著的独立性和抗风险能力，为业务的可持续增长奠定了坚实基础。

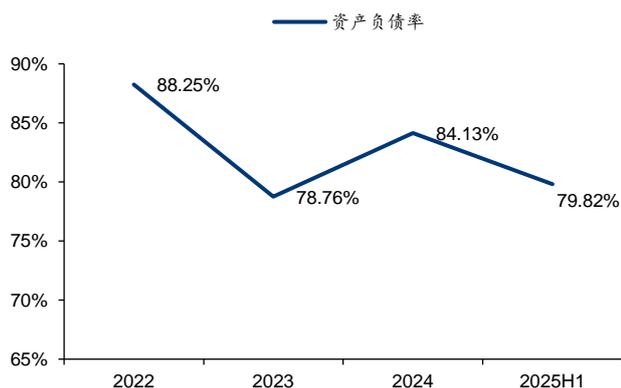
图表28：前五大客户营收及占比



资料来源：公司招股说明书，公司公告，华泰研究

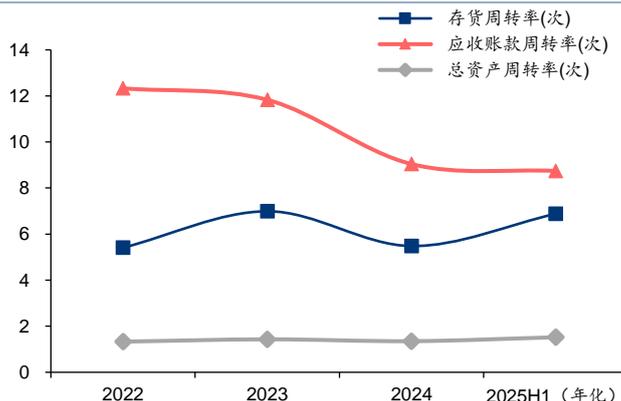
资产负债率相对较高，25H1 营运能力回升。公司的资产负债率虽处于行业较高水平，但已从 2022 年 88.25% 的峰值显著回落至 25H1 的 79.82%，资本结构呈优化趋势。营运能力方面，尽管存货周转率在 2024 年有所回落，但 2025 年上半年回升至 6.88 次（年化），应收账款周转率同样在 2023 年保持高位，2024 年降至 9.04 次，25H1 回升至 9.92 次（年化）。总资产周转率稳定在 1.35 次左右，表明公司整体资产运营效率保持稳健，能够有效支持其全球业务规模的持续扩张。

图表29：公司资产负债率



资料来源：公司招股说明书，公司公告，华泰研究

图表30：公司营运能力指标



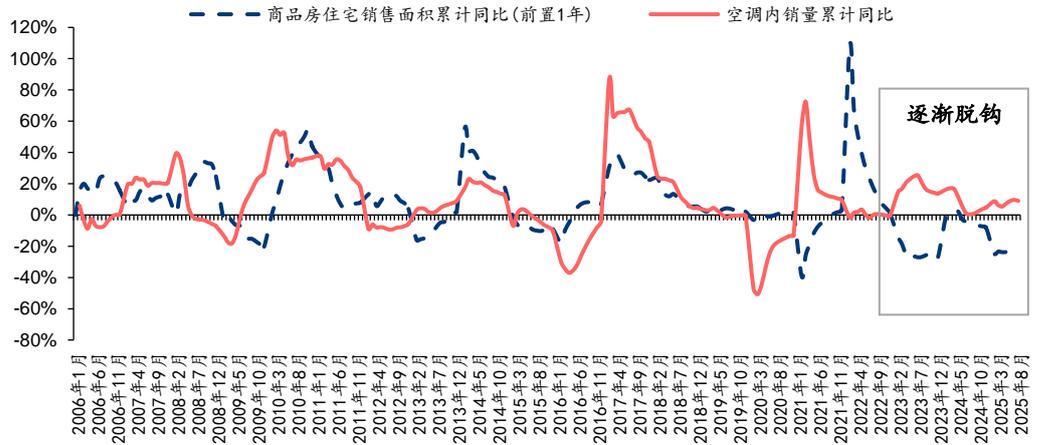
资料来源：公司招股说明书，公司公告，华泰研究

## 行业概览：产业链与渠道变革优化格局，全球空调销量稳增

### 需求端：地产后周期性属性逐渐降低，高温叠加政策提振内销

空调作为家电产品，其需求与房地产市场表现存在明显的关联性，呈现出所谓的“后周期”特性。理论上，新房交付后通常会在 6-12 个月内完成家电采购，其中空调作为必备家电之一，往往会率先购买。目前，中央空调市场与地产市场的关联性较为明显，国家统计局数据显示，2025 年上半年住宅竣工面积同比下降 15.5%，同期中央空调全国销量下降 18.9%，房地产行业的深度调整成为中央空调市场的核心制约因素。然而，体量更大的家用空调市场受到房地产下滑的影响相对较小，2021-2024 年中国住宅商品房销售面积同比持续下降，而空调销量并没有受到地产市场的制约，处于持续上升期，这表明随着中国空调户均保有量的增加，更新需求重要性不断加强，空调行业的地产后周期性属性不断减弱。

图表31：近些年国内空调市场规模与地产周期的相关度开始弱化



资料来源：国家统计局，产业在线，华泰研究

地产对空调内销量的影响逐渐弱化的同时，季节性和政策性成为行业销量变动的重要因素。

- 1) 季节性：空调需求具有显著的季节性波动特征，夏季高温对内销出货及零售具有显著的催化作用。从历史复盘来看，空调内销出货在每年 4-7 月呈现强季节性特征，以数据为例，2022-2024 年 4-7 月内销量占比约为 44%。2025 年的季节性特征尤为明显，5 月以来，国内多个地区频现高温天气，包括长春、沈阳、哈尔滨乃至漠河等传统“凉夏”区域也迎来历史性热浪，推动了低保有量区域的首次空调购买，还加速了更新换代。根据产业在线数据，25 年 4-7 月合计中国空调内销量达 4978 万台/同比+11.7%。

图表32：全国夏季平均气温与空调出货端同比增速波动较为一致



注：平均气温偏离度是指当年夏季（6-8 月）中国平均气温相较于 2011-2020 十年最高气温平均值的偏差温度；25 年空调内销数据展示的是 1-8 月累计空调内销量，而非 25 年全年情况。资料来源：国家气候中心，产业在线，华泰研究

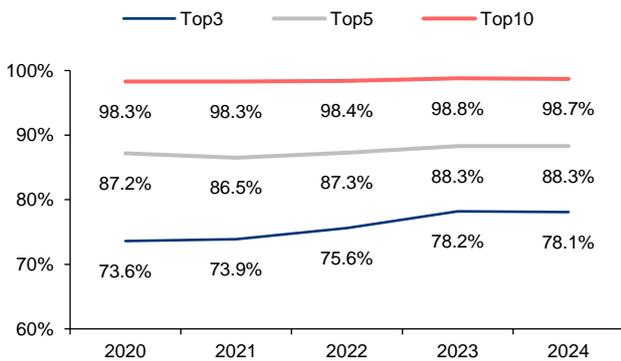
2) 政策性:2007-2011 年期间,国内家电下乡、家电以旧换新及节能惠民等政策相继出台,大幅拉动了该期间家电出货和渠道提货。2024 年 3 月,国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》,开展汽车、家电产品、家装消费品等换新行动。2025 年,财政部进一步扩大国补政策实施范围,享受以旧换新补贴的家电产品由 2024 年的 8 类增加到 2025 年的 12 类。据商务部,截至 5 月 31 日,2025 年消费品以旧换新五大品类(家电/汽车/数码/电动车/家装厨卫)合计带动销售额 1.1 万亿元,发放直达消费者的补贴约 1.75 亿份,4986.3 万名消费者购买 12 大类家电产品 7761.8 万台。

### 供给端：产业链垂直整合与渠道变革进一步深化

空调制造业已形成高度垂直整合的产业体系,领先企业实现了从核心部件到整机制造的全产业链布局。这种全线自产模式为企业带来了显著的成本优势和质量控制能力,成为行业竞争的核心要素。核心部件自产能力是空调企业竞争力的关键体现。以格力、美的为代表的行业龙头已实现压缩机、电机、控制器等核心部件的自主生产。格力旗下的凌达压缩机年产能超过 3000 万台,不仅满足自身需求,还对外供应;美的旗下美芝压缩机 24 年全球市场份额达到 45% (产业在线数据),规模优势显著。这种垂直整合使头部企业能够控制核心成本,在原材料价格波动时保持更强的抗风险能力。

供应链效率优化是产业链一体化的另一重要优势。通过减少外部采购环节,企业不仅降低了采购成本,还大幅提高了供应链响应速度。美的实行的“T+3”模式(订单、物料、生产、发货各 3 天)将传统备货式生产转变为按需生产,显著降低了渠道库存水平(从过去的 2-3 个月降至现在的 15-20 天),加快了资金周转效率。

图表33: 2020-2024 年转子式压缩机品牌集中度(%,按销量)



注:转子压缩机全球份额前三为 GMCC (美的旗下)、凌达(格力旗下)、海立(上海海立和江森日立合资成立);资料来源:产业在线,华泰研究

图表34: 空调产业链主要环节

环节	主要组成部分	代表企业	行业特点
上游部件	压缩机、电机、铜管、控制器	美芝、凌达、海立、三花	技术壁垒高,规模效应明显
	中游制造	整机设计、组装、测试	格力、美的、海尔、奥克斯
下游渠道	分销网络、零售终端、安装服务	各类经销商、电商平台	服务重要性高,线上线下融合

资料来源:华泰研究

空调行业的渠道结构经历了深刻变革,从过去多级分销体系逐步向扁平化、数字化方向演进。传统分销体系下,空调产品从工厂到消费者需要经过省级代理、地市级代理、县级代理等多重环节,每层渠道加价率在 8-15% 之间,总渠道加价率往往达到 30-40%。这导致:1.终端价格虚高,消费者承担了不必要的成本;2.厂家对终端市场感知弱化。2010 年以来,头部企业积极构建直达终端的新型渠道网络,渠道精简带来的利润再分配效果显著,渠道利润因此节降了约 15-25% 的空间,这部分利润一部分让利给消费者,一部分转化为企业的额外利润。同时企业能够更好把握需求变化,提高了产品开发精准度。

### 行业规模：整体销售稳定增长，新兴市场仍具发展潜力

全球空调市场呈稳定增长趋势,销量由 2018 年的 2.3 亿台增至 2024 年的 2.6 亿台。2024 年家用空调占空调市场总规模的 73.7%,表现稳定;中央空调销量加快增长,2019 年至 2024 年的复合年增长率为 4.0%。受发达国家和地区及中国的置换需求以及新兴市场的新需求推动,全球空调市场预计维持稳定增长。根据弗若斯特沙利文预计,2028 年全球空调销量将达 293.3 百万台(中央/家用空调销量预计分别为 76.9/216.4 百万台),2025 年至 2028 年的 CAGR 为+2.9% (中央/家用空调销量期间 CAGR 分别为+2.9%/+3.0%)。

图表35: 全球空调销量 (按类型)



资料来源: 公司招股说明书, 弗若斯特沙利文, 华泰研究

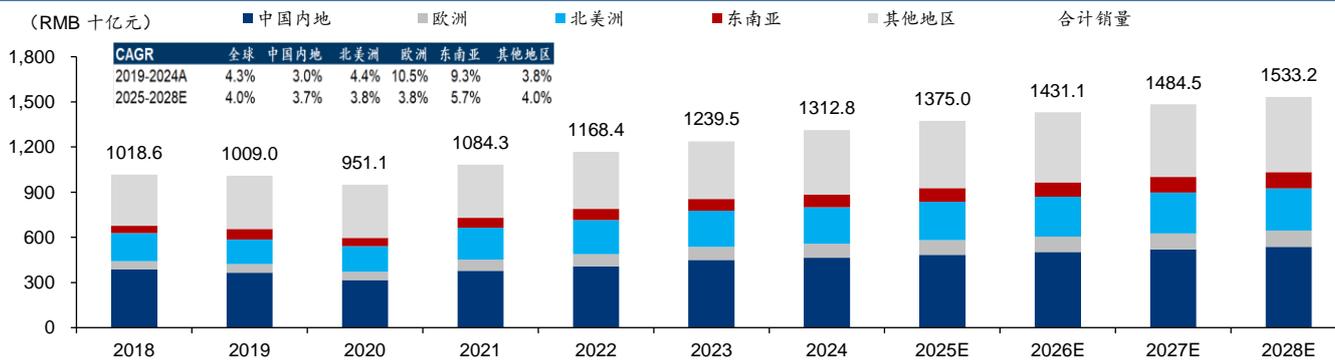
图表36: 全球空调销售额 (按类型)



资料来源: 公司招股说明书, 弗若斯特沙利文, 华泰研究

分地区看, 中国、北美洲、欧洲及东南亚地区为空调的四大市场。2024 年, 中国、北美、欧洲、东南亚地区的空调销售额分别为 4497、2410、938、862 亿元, 合共占全球空调销售总额的 67.4%。中国、北美洲、欧洲及东南亚地区于 2025 年至 2028 年的空调销售额 CAGR 分别为 3.7%、3.8%、3.8%及 5.7%, 沙利文预计到 2028 年销售额将分别达到 5360、2802、1090、1077 亿元, 其中中国为最大单一空调市场, 年销售额占同期全球市场销售额的 35%, 东南亚地区作为新兴市场, 预计增长率最高, 将进一步推动全球空调市场的增长。

图表37: 全球空调销售额 (按地区)



资料来源: 公司招股说明书, 弗若斯特沙利文, 华泰研究

中国空调市场呈稳定增长态势。中国空调销量由 2018 年的 107.4 百万台增至 2024 年的 115.1 百万台 (期间 CAGR+ 1.2%), 弗若斯特沙利文预计 2028 年将达 126.6 百万台 (25-28 年 CAGR+2.4%)。按销售额看, 中国空调的市场规模由 2018 年的人民币 3,893 亿元增至 2024 年的 4,643 亿元, 复合年增长率为 3.0%, 预计 2028 年将达 5,360 亿元, 2025 年至 2028 年的复合年增长率为 3.7%。

图表38: 中国空调销量 (按类型)



资料来源: 公司招股说明书, 弗若斯特沙利文, 华泰研究

图表39: 中国空调销售额 (按类型)



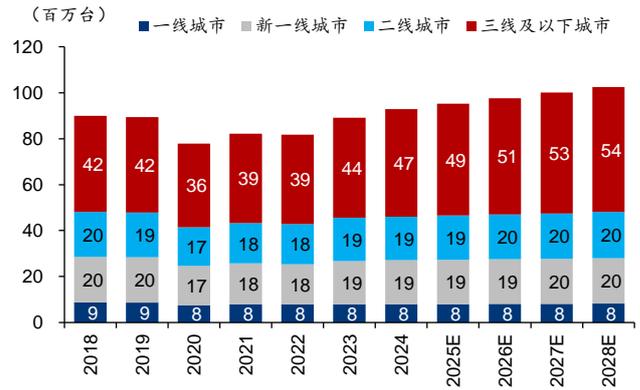
资料来源: 公司招股说明书, 弗若斯特沙利文, 华泰研究

图表40：中国家用空调销量（按价格）



资料来源：公司招股说明书，弗若斯特沙利文，华泰研究

图表41：中国家用空调销量（按地区）

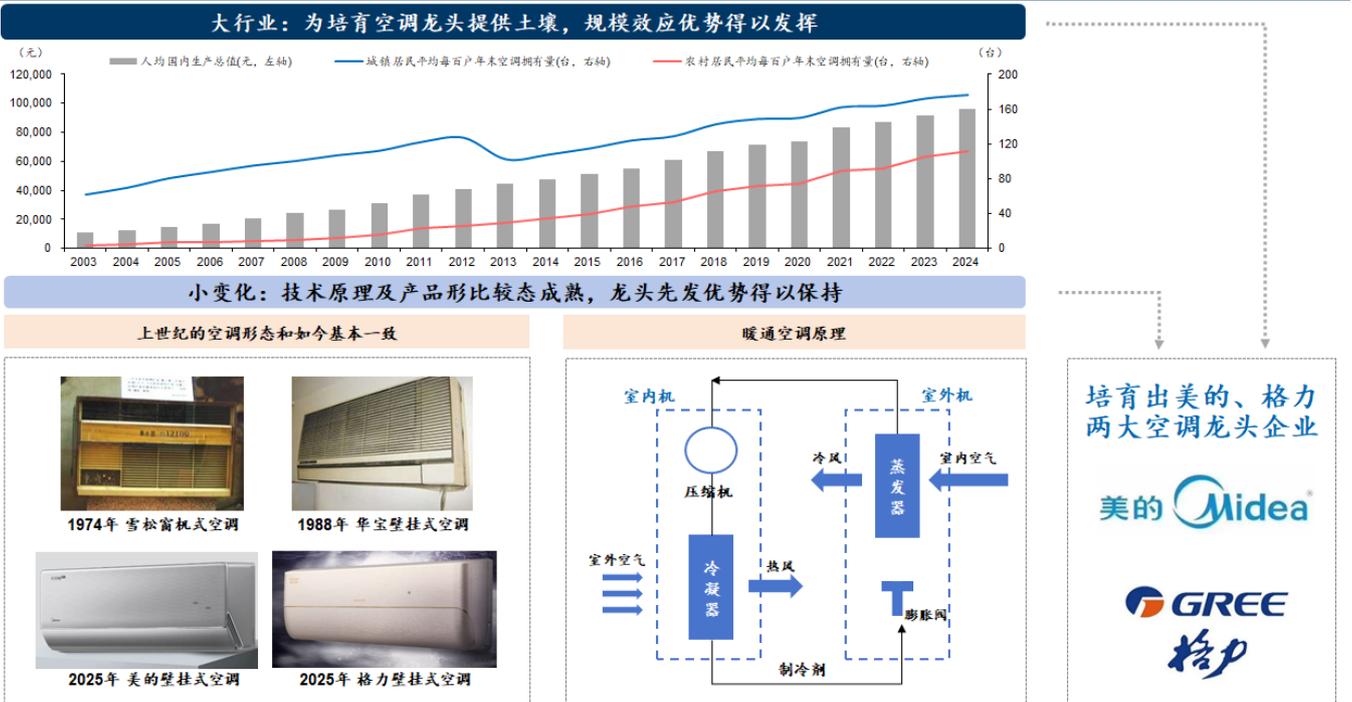


资料来源：公司招股说明书，弗若斯特沙利文，华泰研究

竞争格局：龙头护城河深厚，小米积极入局，奥克斯基本盘相对稳固

大空间小变化，培育出空调龙头企业。1) 大行业：正如前文所述，2024 年中国空调行业市场规模已超过 4000 亿元，复盘来看，2000s 以来中国消费力提升是促进空调市场需求及规模不断扩大的重要驱动力，根据国家统计局数据，中国人均 GDP 从 2003 年的 10818 元增长至 2024 年的 95749 元，而期间城镇/农村的空调户均保有量也分别从 0.62/0.03 台增长至 1.76/1.12 台，行业空间足够广阔为培育龙头公司提供了长期基础，也为龙头规模效应的放大提供了可行空间。2) 小变化：空调行业技术相对成熟，从产品研发至今，空调始终以钢、铜、铝和塑料为主要原材料，以压缩机为核心部件，基本原理依然是“制冷剂气化制冷→压缩机液化制冷剂→膨胀阀进一步降温→制冷器液化至低温产品”的循环。空调技术迭代主要体现在基础功能之上，在送风、节能、健康空气管理、AI 智能等方面的功能进阶。行业的小变化降低了龙头企业“被颠覆”、其他企业“弯道超车”的可能性，支持龙头保持领先地位。

图表42：大行业小变化，培育出美的和格力两大空调龙头企业



资料来源：国家统计局，家电科技期刊公众号，京东，华泰研究

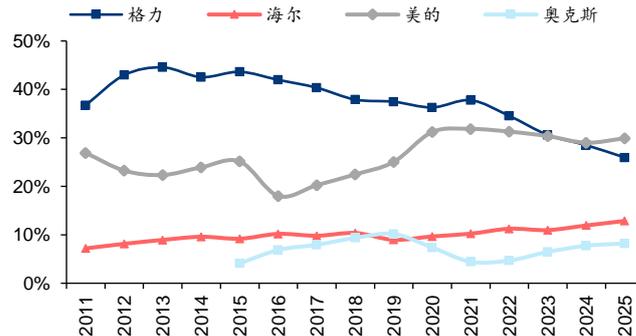
龙头地位较稳固，2010 年以来国内 CR3 集中度保持在 65% 以上。国内空调市场起步于改革开放之后，在 2000s 以前，国内空调行业主要是以春兰、华宝为代表的内资品牌、同大金等外资品牌的竞争，90 年代末春兰、华宝因为经营和公司治理问题开始掉队，2004-2006 年原材料（主要是铜）价格上涨驱动行业加速出清，格力、美的、海尔在此期间凭借性价比优势实现快速扩张，而后通过渠道建设持续巩固份额优势。根据格力电器 2012 年的定增公告和产业在线数据，空调内资三大品牌（格力/美的/海尔）市占率从 2002 冷年的 32.7% 逐年增长至 2009 冷年的 72.5%，此后国内空调市场 CR3 集中度始终保持在 65%+ 水平，行业份额集中，龙头地位稳固。根据弗若斯特沙利文，2024 年全球空调市场 CR3/CR5 分别为 57.3%/71.9%，国内空调市场 CR3/CR5 分别为 73.8%/88.1%。

图表43：2002-2025 冷年行业整体内销量及 CR3 份额情况



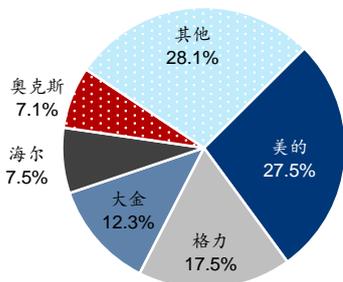
注：2002 冷年是指 2001 年 8 月-2002 年 7 月，依此类推；资料来源：2002-2010 冷年数据来自格力电器定增说明书，2011 冷年以来数据来自产业在线，华泰研究

图表44：2011 冷年以来头部空调企业内销出货量份额变化



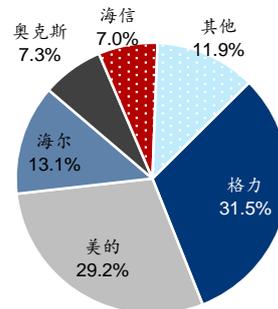
资料来源：产业在线，华泰研究

图表45：2024 年全球空调市场份额（按销量）



资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股说明书，华泰研究

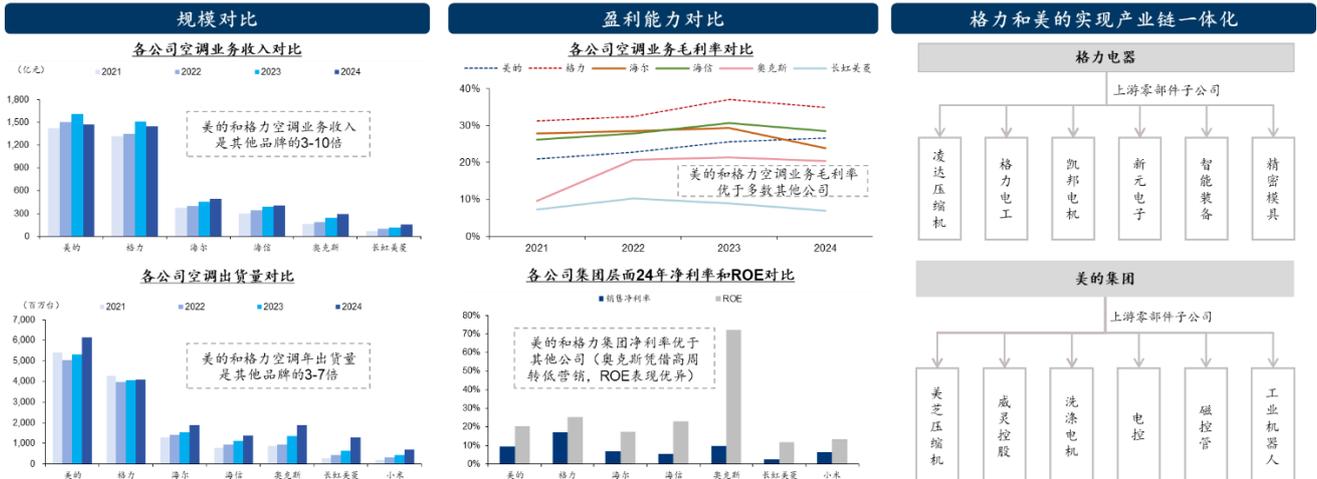
图表46：2024 年中国空调市场份额（按销量）



资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股说明书，华泰研究

**规模效应+产业链一体化，空调龙头护城河深厚。**格林沃尔德在《竞争优势：透视企业护城河》（2021 年 9 月出版）中写道，规模经济效益带来的竞争优势并不取决于龙头的绝对规模，还需要具备一定成本结构基础：①大量的固定成本；②随着产量上升而以恒定量变化的可变成成本。美的和格力利用规模优势在购买上游原材料时拥有更强议价能力，通过成本摊薄和效率提升取得更强的盈利能力，一体化的产业链进一步加深了空调龙头护城河，包括上游核心零部件自主生产能力、下游销售渠道的掌控力和完善的物流配送体系。反映在报表端，龙头的收入体量和盈利能力相比其他竞争者更加领先，根据公司公告及我们估算，24 年龙头（格力、美的）空调业务收入均在 1400~1500 亿元水平，是二线空调品牌（海尔、海信、奥克斯等）空调收入体量的 3-10 倍，盈利能力也显著优于二线品牌。值得一提的是，奥克斯凭借高周转效率和低营销费用投入，带动净利润水平和龙头持平，ROE 水平行业领先。

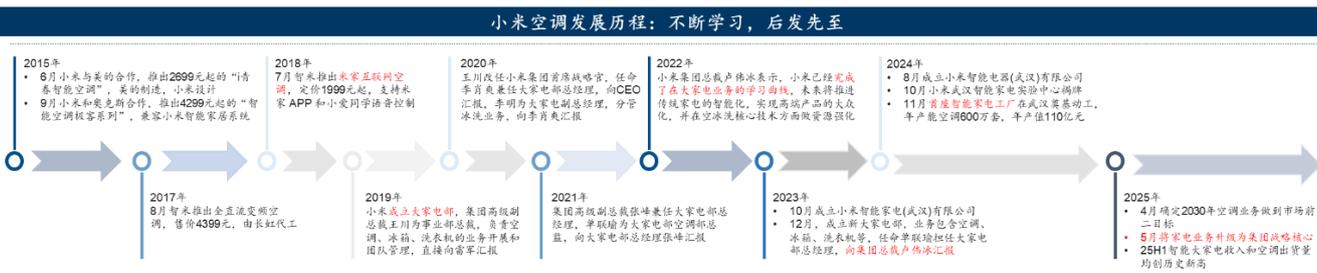
图表47：企业空调业务的财务和经营指标对比



注：小米空调出货量数据来自公司公告，其余公司出货量数据来自产业在线；因为披露口径变化，我们假设24年美的暖通空调业务占智能家居业务比重、格力空调业务有占消费电器业务比重同23年情况一致，以此粗略估算24年美的/格力空调业务收入和毛利率数据。资料来源：公司公告，产业在线，华泰研究

小米积极入局家电行业，空调出货量创历史新高。小米于2014年开始试水白电，但期初因为定位偏高端市场反响不及预期，2019年小米将空调业务从生态链经营转向自主经营，并成立大家电事业部，逐步完成了自研自产的学习曲线，空调出货量也从2019年的59万台逐年增长至2024年的680万台（期间CAGR+63.2%），25H1小米空调/冰箱/洗衣机出货量分别为650/160/130万台，智能大家电收入创历史新高/同比增长78.1%（公司公告）。1) 制造层面：此前小米空调主要由长虹代工生产，但随着出货量和业务资源投入的增加，24年10月小米耗资1.2亿元人民币在武汉成立智能家电实验中心，同时在武汉建设小米首座智能家电工厂（24年11月工厂奠基开工，25年8月已进入量产阶段，一期规划产能300万台），小米空调积极从代工切换至自研自产自销模式。2) 治理层面：25年5月战略新品发布会上，小米集团董事长雷军宣布将家电业务正式升级为战略核心业务，总裁卢伟冰也在社交平台反复明确“到2030年将空调业务做到市场前二”的目标，大家电尤其是空调业务在小米集团内部的重要性不断提升，通过融入“人车家”生态实现飞轮效应。

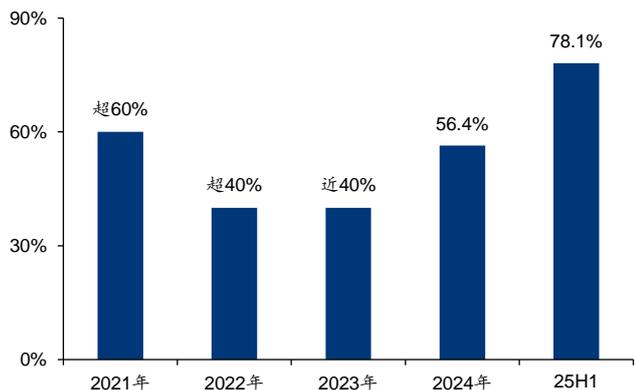
图表48：小米空调业务发展历程及出货量情况



注：组织架构梳理图中的箭头方向表示汇报方向  
资料来源：公司官网，公司公告，中国经营报，快科技，家电圈说，中国光谷，小讯AI，睿职场，众视AisaOTT，加工制造世界，雷峰网，华泰研究

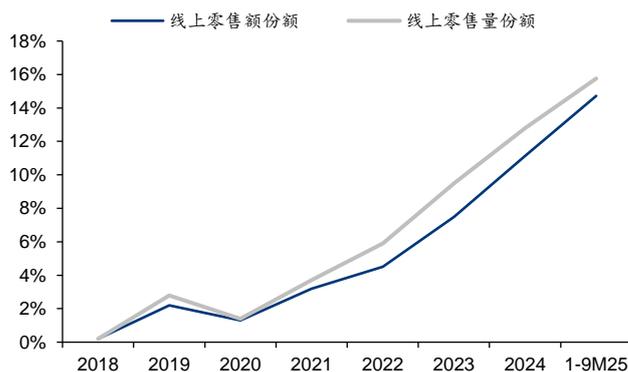
凭借极致性价比，小米空调占据线上中低端市场份额。根据奥维云网数据，小米空调线上零售额份额从 2020 年的 1.3% 逐年增长至 24 年的 11.1%，1-3Q25 小米线上零售额份额 14.7%/位列行业第三 (VS 美的 24.1%，格力 23.5%)。小米空调销售采取爆款大单品策略，凭借出色供应链管理构建性价比优势，在迎合米粉需求的同时顺应了消费降级趋势，因而 23 年以来实现了业务快速突破。据奥维云网，25 年 1-9 月小米空调前五大机型贡献了 64.1% 销售额 (VS 美的 45.5%，格力 43.5%)，线上均价为 2453 元 (VS 美的 2933 元，格力 3466 元)。在中低端市场，小米空调的优势更加显著，25 年 1-9 月 2000-2500 元价格段小米销售份额达到 17.7%，领先了其他二线品牌 10pct 以上。

图表49：小米智能大家电收入同比增速，收入屡创历史新高



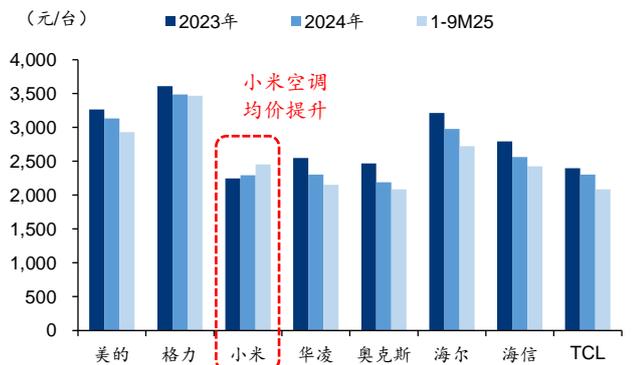
资料来源：公司公告，华泰研究

图表50：小米空调 2018 年以来线上份额变化情况



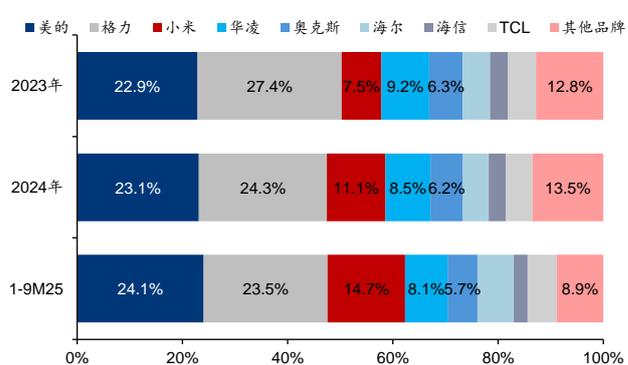
资料来源：奥维云网，华泰研究

图表51：主要空调品牌 2023 年以来线上均价变化



资料来源：奥维云网，华泰研究

图表52：主要空调品牌 2023 年以来线上零售额份额变化



资料来源：奥维云网，华泰研究

小米蚕食三线品牌及长尾市场份额，奥克斯线下基本盘尚且稳固。虽然小米空调同奥克斯产品定位相对重合，但两者内在基因和竞争优势相对区隔，奥克斯作为传统白电企业是制造基因，高效生产和成本控制能力是奥克斯的优势；小米作为消费科技巨头，互联网营销和供应链管理是公司优势。我们认为小米空调蚕食的主要是三线和长尾品牌份额，以 25Q3 线上市场为例，小米/奥克斯线上零售额分别为 13.5%/6.9%，分别同比+1.5pct/持平，而长尾品牌（线上份额位于行业第六名以外的）合计份额为 24.4%/同比-4.1pct。此外，奥克斯线下渠道相比小米具有先发优势，截至 25Q1 末公司线下经销商共计 8,206 家/较去年末净增 713 家，25Q1 国内线下收入 25.2 亿元/同比+12.6%，线下发展带动国内基本盘相对稳固。

## 公司优势：全球化扩张，中国制造典范

### 产能端：规模持续爬坡，产能利用率稳步提升

**四大空调生产基地辐射全球。**截至 2025 年 8 月，奥克斯已经建立了四大生产基地，分别位于宁波、南昌、马鞍山及泰国，旨在从战略上支持庞大的全球业务布局，满足海外市场日益增长的需求。四个空调生产基地的总面积约为 294 万平方米，确保了高效生产高质量空调设备的强大产能。其中宁波研发生产一体化基地是公司生产网络的核心，在推动技术进步和保持严格的质量标准方面发挥着关键作用。作为核心设施的补充，南昌和马鞍山生产基地在支持全球供应方面发挥着至关重要的作用。泰国生产基地靠近芭堤雅，并标志着公司开始海外产能布局，其设立旨在优化本地化生产，缩短交付周期及提高营运效率，该基地不仅加强了公司在东南亚市场的影响力，也是公司拓展国际市场的跳板。

图表53：奥克斯四大生产基地建造历程



资料来源：新浪家居，安徽日报，搜狐新闻，华泰研究

### 产业链延伸至上游核心部件和前沿技术研发，新建郑州工厂补充产能：

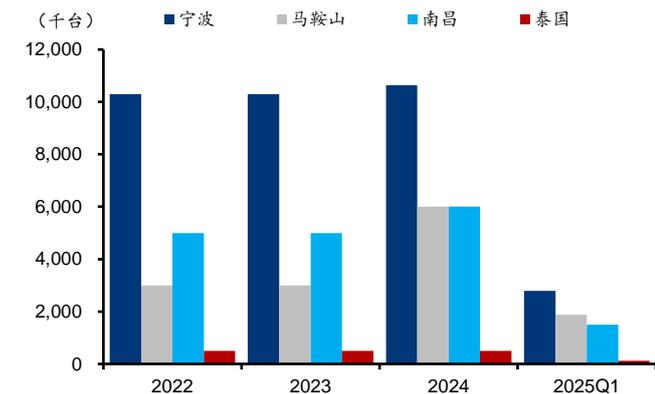
**1) 产能补充：**2024年11月，奥克斯同郑州市上街区人民政府就加快推进奥克斯年产600万套智能空调基地项目举行座谈会并签署合作备忘录。郑州工厂占地面积约1378亩，建筑面积55万平方米，全部达产后年产值将超过90亿元，目前项目一期已完工，二期预计将于2026年竣工投产。

**2) 产业链延伸：**2023年11月，奥克斯同芜湖经济技术开发区在安徽芜湖签署合作协议，宣布和松下合作研究和生产压缩机，芜湖压缩机工厂一期已于2025年6月投产并量产压缩机，完全投产后将实现空调压缩机年产能3000万台。空调压缩机是空调的“心脏”，其性能直接决定空调的能效、噪音、可靠性和寿命，奥克斯芜湖基地的落地，意味着其将核心部件掌握在自己手中，有效减少供应链风险，确保核心部件的稳定供应和成本可控，实现压缩机与整机系统的协同设计和深度匹配。

**3) 技术研发：**2019年，奥克斯在日本神户建立研发中心，主要致力于前沿领域探索，特别专注于研究中央空调，包括控制系统、通风通道和工业设计领域。神户所在的关西地区，属于日本四大工业区之一的“阪神工业区”，是日本家电研发重镇，汇集了众多国际知名空调制造企业，优秀技术人才众多。该研发中心配备了国际领先的实验室及设施，将依托神户得天独厚的产业环境和人才储备，致力成为世界一流的国际化研发中心、创新产品孵化中心以及创新人才培养中心。

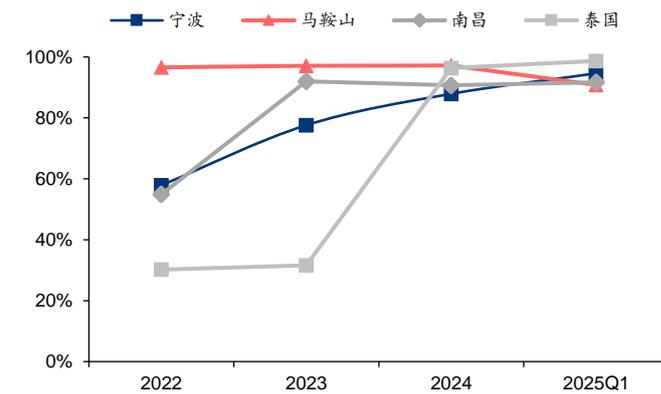
**生产高效，产能利用率达到90%以上。**公司2024年空调业务设计产能为2,313万台，实际产量为2,111万台，产能利用率达到91.3%。其中家用空调设计产能2,100万台，产能利用率91.3%，中央空调设计产能213万台，产能利用率90.6%。公司制造设施的利用率于2023年、2024年及截至2025年3月31日止三个月有所提升，持续的创新和升级带来的产品竞争力提升推动了消费者对产品的需求增加。

图表54：四大工厂产能



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

图表55：四大工厂产能利用率



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

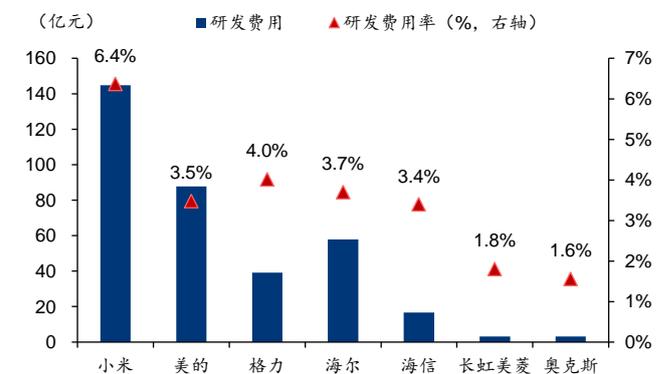
研发加强，核心部件生产方面积极追赶行业龙头。2024年及以前，公司的空调压缩机一直以外采为主，其中约60%来自美芝，其次是海立、松下万宝等。压缩机作为空调等“心脏”，不仅决定着产品性能，还对生产成本有着至关重要的影响。为确保核心部件的稳定供应和成本可控，实现压缩机与整机系统的协同设计和深度匹配，2023年11月，奥克斯同芜湖经济技术开发区在安徽芜湖签署合作协议，宣布和松下合作研究和生产压缩机，芜湖压缩机工厂一期已于2025年6月投产并量产压缩机，完全投产后将实现空调压缩机年产能3000万台。25H1奥克斯电气研发费用为3.12亿元/同比+11.7%，对应研发费用率1.6%，对比头部家电公司仍有一定差距。

图表56：奥克斯与芜湖经开区签署空调压缩机项目合作协议



资料来源：奥克斯集团官方公众号，华泰研究

图表57：奥克斯电气和其他公司研发投入对比



资料来源：公司公告，华泰研究

产品端：产品矩阵全领域覆盖，家用中央空调产品矩阵完备

公司以“牛”的英文单词音译命名为品牌名称，即奥克斯(AUX)，并以其为主品牌布局海内外市场，并通过多品牌战略进一步提高市场渗透率。公司孵化了品牌“华蒜”和“AUFIT”，并推出高端品牌“ShinFlow”，以实现更广泛的消费者覆盖，满足消费者的不同需求及偏好。

公司产品矩阵以家用空调和中央空调为主，围绕节能、舒适、健康、智能四大方向深耕，实现产品的快速迭代，不断丰富产品矩阵：

- 1) 节能：**节能是公司空调解决方案设计中的重要关注点，反映消费者对高效制冷及制热日益增长的需求。公司的先进产品在实现快速制冷、制热的同时，能够保持精确的温度控制，从而降低消费者的能源成本。
- 2) 舒适：**空调系统经过精心设计，可以实现安静运行和最佳送风。更好的气流管理有助于营造舒适的氛围，避免直吹带来的不适，而降噪技术则有助于实现安静的环境。
- 3) 健康：**公司将健康卫生放在首位，开发出空调部件易拆洗技术，重视清洁能力，着力解决了与空调系统相关的重要健康问题，并具备空气净化和杀菌功能。

**4) 智能：**空调采用先进的交互设计，提高了用户便利性。语音控制系统操作便捷，能够有效适应地方方言，适应气流和多设备集中控制等功能确保了室内环境的无缝管理体验。

**家用空调：**公司家用空调业务主要包括挂机、柜机和移动空调，基于收入水平、消费习惯和气候条件等因素设计并提供多个类别产品。挂机和柜机空调配备语音控制、优化气流分布和节能等先进功能，有不同的匹数及能效等级，柜机空调产品专为较大空间设计，具有提高空气循环、广角送风等功能，移动空调具备静音运行、远程控制、无需安装等特点，主要面向海外市场。公司最新的产品创新主要包括具有代表性的第二代奥知音系列智能语音控制空调，其搭载升级版系统，无需联网也能实现语音控制，甚至 5 米的距离也能快速响应，该款空调还支持泛化语音控制，不需要明确指令就能根据语境理解操作指令，甚至可以识别各地方言。

**中央空调：**公司中央空调业务主要包括多联机、单元机、热泵、模块机及末端设备，得益于消费者对中央空调的需求增长以及公司对市场的精准判断，公司中央空调销售近年来增长迅速。根据公司公告，2022 至 2024 年，中央空调的销量分别为 90 万台、130 万台、160 万台，销售收入由 2022 年的 18.85 亿元增长至 2024 年的 32.24 亿元。

图表 58：奥克斯空调产品矩阵



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

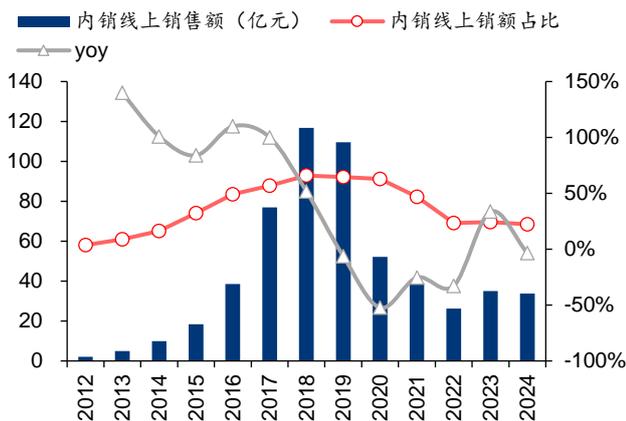
### 渠道端：国内电商渠道具备先发优势，海外 ODM+OBM 双轮驱动成长

#### 国内：电商先发优势带动份额突破，线下创新网批模式

**率先布局电商，开启 TO C 直销。**2010s，公司率先选择与京东等电商平台合作，成为最早进入电商渠道的空调品牌。通过对电商的前瞻性布局，奥克斯在传统渠道格局固化的背景下实现了“弯道超车”，为后续份额扩张奠定了基础，根据奥克斯集团公告，2012-2018 年奥克斯空调的内销电商收入从 2.1 亿元增长至 116.8 亿元，电商对内销的收入贡献从 4.3% 增长至 66.5%。根据公司招股书，2022-2024 年，公司线上收入分别为 45.9/60.0/66.7 亿元，受美的、格力电商渠道的布局完善影响，电商收入相较于 2018 年的峰值有所回落，同时受渠道结构的均衡发展影响，电商对内销的收入贡献也回落至 40-45% 的水平。

**提出“网批”新零售模式，从深度分销走向高效零售。**随着行业龙头进入电商渠道并且主动降价争取市场份额，奥克斯 2017 年在行业内首次推出了“网批”新零售模式。新零售模式本质上是大幅简化传统“总代—省代—经销商”的多层级分销结构，实现工厂与终端中小零售商直接对接的整体扁平化零售模式。该模式减少了渠道环节和成本，还通过无最低起订量、按需下单等灵活订购政策和返利机制，增强了经销商的积极性和合作黏性。公司线下内销收入从 2012 年的 48.0 亿元降至 2016 年的 36.8 亿元，受益于网批模式的提出和推行，奥克斯线下内销收入规模不断扩大，到 2024 年达到 84.1 亿元。

图表59: 奥克斯空调业务内销线上销售额及占比



资料来源: 奥克斯集团债券募集书, 公司公告, 华泰研究

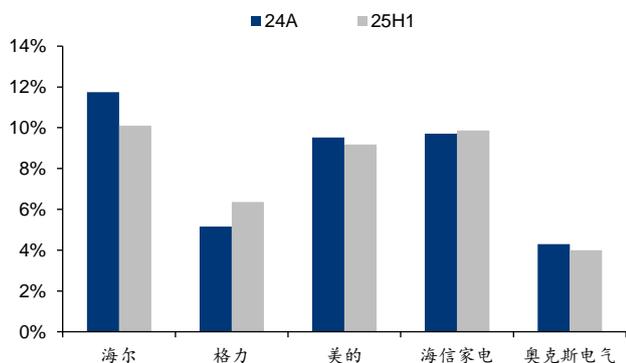
图表60: 奥克斯空调业务内销线下销售额及占比



资料来源: 奥克斯集团债券募集书, 公司公告, 华泰研究

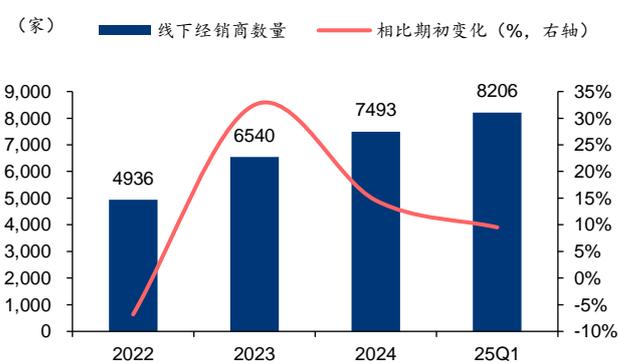
公司采取网批为主, 代理商为辅的线下模式。公司通常结合当地的市场特点和区域情况, 来评估采用区域经销商模式, 还是通过网批新零售模式直接覆盖市场。区域经销商多为经验丰富的本地空调经销商, 拥有较完善的销售网络和资源, 能够进行大规模采购, 并与公司保持长期合作关系。在一些特定市场, 公司会选择由区域经销商统一负责区域管理; 而在另一些地区, 则直接采用网批新零售模式, 与当地中小零售商建立联系和合作。因此, 相较于白电龙头, 奥克斯的经销商数量相对较少, 销售费用率相对更低。

图表61: 2024 年和 25H1 主要白电公司销售费用率



资料来源: 公司公告, 公司招股说明书, 华泰研究

图表62: 奥克斯电气线下经销商数量变化



资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

海外: 放眼全球市场, 四大业务模式并行

覆盖全球 150 多个国家和地区, 外销业务持续保持高速增长。为寻求增量, 奥克斯近年来积极探索海外市场, 2024 年海外实现收入 146.8 亿元/同比+41.0%/占比 49.3%, 25 年上半年海外收入 108.4 亿元/同比+27.9%, 海外收入占比首次超过中国内地达到 54.0%, 成为公司核心营收来源。我们认为, 奥克斯在海外市场的强劲表现首先得益于公司高质量的产品、有竞争力的定价以及高效的交付能力, 这些优势获得了国际客户的广泛认可; 其次公司构建 OBM 与 ODM 业务同步发展的海外业务结构, 依托强大生产能力和全球供应链发展 ODM 业务, 并通过销司和代理两大模式将自有品牌产品触达终端市场。

海外 ODM: 绑定大客户, 构筑稳健现金流。24 年海外 ODM 收入 119.4 亿元/同比+40.4%/占外销收入 81.3%, 是外销业务的基石, 奥克斯的 ODM 业务涵盖散件与整机两大板块。

1) 散件 ODM 方面: 公司是行业内少数为散件代工业务单独设立事业部的企业, 根据公司中报业绩交流会, 上半年公司散件业务已实现阿根廷、印尼、埃及市场的开拓, 25H1 散件收入突破 30 亿元/同比增长 50%以上, 约占公司外销收入的 30%。

2) **整机 ODM 方面:** 公司整机 ODM 主要优势地区集中在中东、东南亚、俄罗斯等市场, 同时公司已经在薄弱市场增加了团队投入, 加快对此前空白市场(如欧美、日本市场)的突破。公司积极把握美的海外 OBM 转型机遇, 承接下游大客户订单, 25 年上半年整机 ODM 收入约占公司外销的 50%。

**海外 OBM 业务: 品牌规划布局长远, 成长性突出。** 24 年公司海外 OBM 收入 27.4 亿元/ 同比+43.7%/ 占外销收入 18.7%, 25 年上半年海外 OBM 业务加速发展, 实现收入 21.1 亿元/ 同比+71%。在 ODM 业务提供稳健现金流的基础上, 奥克斯正积极推动 OBM 业务扩张, 通过代理模式与销司模式双轨并行, 快速提升海外品牌力和市场份额。

1) **国家代理模式方面:** 公司采用奥克斯与 AUFIT 双品牌组合, 借助本地成熟经销商的渠道网络实现市场渗透, 并结合“小奥直卖”系统强化对经销商的数字化管理和终端管控, 实施精细化管理, 25H1 代理 OBM 业务收入占整体外销约 15%。

2) **销售公司模式方面:** 公司聚焦代理体系薄弱或市场竞争激烈的地区, 直接设立销售公司, 由本地团队负责渠道拓展和品牌建设。该模式复制了国内“网批+小奥直卖”的经验, 实现渠道扁平化与数字化, 显著降低成本、提高响应速度。截至 2024 年底, 公司已在泰国、越南、马来西亚、美国、迪拜和沙特建立 6 家销售公司, 并计划 2025 年进入西班牙、意大利开设销司, 2026 年拓展至印尼、埃及等市场。根据公司中报业绩交流, 25H1 销售公司模式的收入贡献仅占外销约 5%, 我们预计随着更多空白市场进入及现有市场本地化运营成熟, 未来有望贡献更高比例营收。

图表63: 第一届 AUX 海外经销商大会在迪拜举行



资料来源: 奥克斯空调官方公众号, 华泰研究

图表64: 第三届 AUX 海外 OBM 经销商大会在泰国举行



资料来源: 奥克斯空调官方公众号, 华泰研究

## 盈利预测与估值

### 盈利预测

**收入预测：**我们预计公司 2025-2027 年营收总收入分别为 347.6/400.7/450.2 亿元，分别同比+16.8%/+15.3%/+12.3%。公司收入增长主要由外销 ODM 和 OBM 业务拉动。

分产品的收入预测如下：

- 1) 家用空调：**作为公司压舱石业务，近年来收入保持双位数的快速增长，2023/2024/25H1 分别实现营收 216.8/259.0/179.1 亿元，分别同比+25.5%/+19.5%/+17.3%，主要得益于海外市场的快速开拓。展望未来，我们认为公司海外代工客户合作紧密性持续提高、自主品牌业务具备较强增长潜力，仍有较大的空白市场等待开拓，我们预计 2025-2027 年家用空调销售量将分别同比增长 21.0/16.4/13.2%至 20.7/24.1/27.3 百万台，但考虑到 ODM 业务占比提升，空调出货均价将分别同比下滑 3.8/1.2/1.0%至 1457/1440/1425 元，预计 25-27 年家用空调收入为 301.5/346.8/388.6 亿元，分别同比+16.4%/15.0%/12.1%，我们预计 ODM 占比提升将推动业务整体毛利率有所下降，预计 25-27 年毛利率分别为 17.9/17.0/16.5%。
- 2) 中央空调：**2003 年奥克斯进军中央空调市场，2023/2024/25H1 分别实现营收 27.5/32.2/19.2 亿元，分别同比+45.9%/+17.2%/+15.0%，收入占比均保持在 10%附近。展望未来，我们预计中央空调业务将继续在国内外开拓，2025-2027 年中央空调销量将分别同比+20.5%/17.5%/+14.0%至 1.9/2.3/2.6 百万台，随着 ODM 代工业务占比提升，预计均价将分别下滑 3.3/2.5/2.0%至 1948/1899/1862 元，对应整体营收为 37.6/43.0/48.1 亿元，分别同比+16.5%/14.6%/11.7%，毛利率亦受代工业务发展影响而有所下滑，我们预计 25-27 年分别为 29.2/28.8/28.3%。
- 3) 其他业务：**除了空调业务外，公司还有来自原材料销售、品牌授权费及物业租赁等其他业务的收入，展望未来，我们预计其他业务将保持快速增长，预计 25-27 年业务营收分别为 8.5/10.9/13.5 亿元，分别同比增长 35.0/28.4%/23.3%，随着业务基数提高增速有所下滑，预计 25-27 年毛利率稳定在 40%水平。

分区域和渠道的收入预测如下：

- 1) 国内：**近年来公司内销保持稳健增长，2023/2024/25H1 分别实现营收 144.2/150.8/92.5 亿元，分别同比+29.4%/4.6%/5.8%。其中线上增速快于线下。展望未来，考虑到国内竞争情况和以旧换新政策对需求拉动效果的边际递减，我们预计内销增速将有所放缓，25-27 年国内实现营收 158.7/166.2/168.4 亿元，分别同比+5.2%/4.7%/1.3%，其中线上营收为 71.2/75.2/77.0 亿元（分别同比+6.8%/+5.5%/+2.5%），线下营收为 87.5/91.1/91.3 亿元（分别同比+4.0%/+4.1%/+0.3%），其中线上受益于网批系统高效，及品牌定位契合度，未来线上渠道收入增速相对更快。
- 2) 海外：**公司积极推动全球化战略，和现有主要海外客户加强合作的同时积极开拓空白市场，在海外尤其是东南亚、中东等新兴国家影响力不断提升，2023/2024/25H1 分别实现外销收入 104.1/146.8/108.4 亿元，分别同比+24.2%/41.0%/27.9%，25 年上半年海外收入首次超过内销。展望未来，我们预计外销仍将保持 20%以上的增速，25-27 年外销营收预计为 188.9/234.6/281.8 亿元，分别同比+28.7%/24.1%/20.2%，其中海外 ODM 营收预计为 143.6/168.7/194.0 亿元（分别同比+20.3%/+17.5%/+15.0%），OBM 营收为 45.3/65.8/87.8 亿元（分别同比+65.2%/+45.2%/+33.4%），OBM 业务尚处于开拓初期（截至 24 年底仅开设 6 家销售公司），叠加低基数效应，因此 OBM 未来增速相对增长更快。

**毛利率和费率预测：**我们预计 2025-2027 年公司综合毛利率分别为 19.7/18.9/18.5%，主要是因为公司策略性优化订单组合，且相对低毛利的 ODM 业务销售占比增加。费用端，考虑到收入扩张的规模效应，和公司高效的降本增效举措，我们预计 2025-2027 年销售费用率分别为 4.2/4.1/4.1%，管理费用率 3.0/2.8/2.8%，研发费用率保持在 2.1%水平。

**净利润预测：**基于以上分析，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 31.7/36.6/40.7 亿元，分别同比+8.8%/15.6%/11.2%，对应净利率为 9.1/9.1/9.0%，EPS 为 1.99/2.31/2.56 元。



图表65：2025-2027 年公司盈利预测

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入 (百万元)</b>	<b>19,528</b>	<b>24,832</b>	<b>29,759</b>	<b>34,762</b>	<b>40,075</b>	<b>45,019</b>
yoy		27.2%	19.8%	16.8%	15.3%	12.3%
<b>分产品的收入拆分</b>						
<b>1.家用空调 (百万元)</b>	<b>17,284</b>	<b>21,683</b>	<b>25,904</b>	<b>30,153</b>	<b>34,677</b>	<b>38,862</b>
yoy		25.5%	19.5%	16.4%	15.0%	12.1%
占比		87.3%	87.0%	86.7%	86.5%	86.3%
销量 (百万台)	10.2	14.0	17.1	20.7	24.1	27.3
均价 (元/台)	1,695	1,549	1,515	1,457	1,440	1,425
毛利率	20.0%	20.5%	19.2%	17.9%	17.0%	16.5%
<b>2.中央空调 (百万元)</b>	<b>1,885</b>	<b>2,750</b>	<b>3,224</b>	<b>3,756</b>	<b>4,303</b>	<b>4,807</b>
yoy		45.9%	17.2%	16.5%	14.6%	11.7%
占比		11.1%	10.8%	10.8%	10.7%	10.7%
销量 (百万台)	0.9	1.3	1.6	1.9	2.3	2.6
均价 (元/台)	2,095	2,115	2,015	1,948	1,899	1,862
毛利率	27.5%	28.9%	30.4%	29.2%	28.8%	28.3%
<b>3.其他 (百万元)</b>	<b>358</b>	<b>399</b>	<b>631</b>	<b>852</b>	<b>1,094</b>	<b>1,349</b>
yoy		11.2%	58.4%	35.0%	28.4%	23.3%
毛利率	50.5%	46.8%	44.5%	40.0%	40.0%	40.0%
<b>分区域和渠道的收入拆分</b>						
<b>1.国内营收 (百万元)</b>	<b>11,142</b>	<b>14,419</b>	<b>15,079</b>	<b>15,869</b>	<b>16,620</b>	<b>16,835</b>
yoy		29.4%	4.6%	5.2%	4.7%	1.3%
占比		58.1%	50.7%	45.7%	41.5%	37.4%
- 在线销售	4,589	6,002	6,670	7,123	7,515	7,703
- yoy		30.8%	11.1%	6.8%	5.5%	2.5%
- 线下销售	6,553	8,418	8,409	8,746	9,105	9,132
- yoy		28.5%	-0.1%	4.0%	4.1%	0.3%
<b>2.海外营收 (百万元)</b>	<b>8,386</b>	<b>10,412</b>	<b>14,681</b>	<b>18,893</b>	<b>23,455</b>	<b>28,184</b>
yoy		24.2%	41.0%	28.7%	24.1%	20.2%
占比		41.9%	49.3%	54.3%	58.5%	62.6%
- ODM	6,881	8,503	11,937	14,360	16,873	19,404
- yoy		23.6%	40.4%	20.3%	17.5%	15.0%
- OBM	1,505	1,909	2,744	4,533	6,582	8,780
- yoy		26.8%	43.7%	65.2%	45.2%	33.4%
<b>毛利率和费率</b>						
<b>综合毛利率</b>	<b>21.3%</b>	<b>21.8%</b>	<b>21.0%</b>	<b>19.7%</b>	<b>18.9%</b>	<b>18.5%</b>
销售费用率	4.0%	4.1%	4.3%	4.2%	4.1%	4.1%
管理费用率	3.8%	3.8%	3.4%	3.0%	2.8%	2.8%
研发费用率	2.0%	2.3%	2.4%	2.1%	2.1%	2.1%
<b>归母净利润</b>						
<b>归母净利润 (百万元)</b>	<b>1,442</b>	<b>2,487</b>	<b>2,910</b>	<b>3,167</b>	<b>3,661</b>	<b>4,073</b>
yoy		72.5%	17.0%	8.8%	15.6%	11.2%
<b>归母净利润率 (%)</b>	<b>7.4%</b>	<b>10.0%</b>	<b>9.8%</b>	<b>9.1%</b>	<b>9.1%</b>	<b>9.0%</b>
EPS (元)	1.11	1.91	2.23	1.99	2.31	2.56

资料来源：公司招股说明书，公司公告，华泰研究预测

### 估值和目标价

我们选取以空调为主业的家电企业：美的集团、格力电器、海尔智家、海信家电作为可比公司，参考 2025 可比公司的 Wind 一致预期均值为 10 倍，考虑到美的集团、格力电器、海尔智家作为一线白电，品牌壁垒高，具备龙头定价权，且业务品类多元化贡献更多成长机遇，奥克斯作为二线品牌仍有一定差距，我们给予小幅估值折价，给予公司 25 年 8 倍 PE 估值，对应目标价 17.67 港元（人民币兑港币汇率为 1: 1.09341），给予“买入”评级。

图表66：行业可比公司 Wind 一致预期 PE（截至 2025/10/13）

证券代码	证券简称	市值 (亿港元/亿元)	PE				归母净利润 (亿元)			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
0300 HK	美的集团	6055	14	13	12	11	385.39	434.72	473.61	512.87
6690 HK	海尔智家	2428	12	10	9	9	187.41	212.76	236.27	258.89
000651 CH	格力电器	2266	7	7	6	6	321.85	342.99	365.38	387.17
0921 HK	海信家电	369	10	9	8	7	33.48	36.90	41.26	45.65
平均公司平均值			11	10	9	8				

资料来源：Wind, 华泰研究

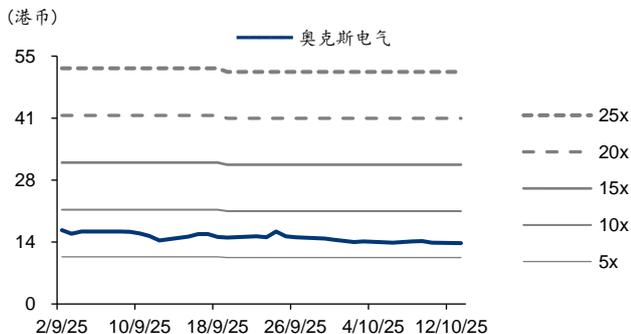
### 风险提示

**市场竞争加剧风险。**公司身处全球空调这一竞争激烈的成熟市场，其增长与盈利能力高度依赖于在主要市场的成功竞争，市场竞争对手不仅包括大型中国制造商，也包含拥有雄厚技术、品牌和资金实力的跨国企业，竞争维度涵盖产品定价、功能设计、质量性能、创新速度、品牌声誉及销售渠道等。未来若公司无法及时推出具有竞争力的新产品，或竞争对手采取更激进的定价策略，其市场地位和财务业绩可能受到严重冲击。

**供应链稳定性与成本控制风险。**原材料及零部件是营业成本的最大组成部分，其价格受全球供需关系、地缘政治、宏观经济政策及汇率等多种因素影响，波动性较大。一旦主要供应商因自然灾害、贸易政策变化（如加征关税）或自身经营问题出现供应中断，公司的生产计划将被迫调整，可能导致订单延误和客户关系受损。同时，若原材料成本上涨而公司无法将增加的成本完全转嫁给消费者，毛利率将面临直接压力。

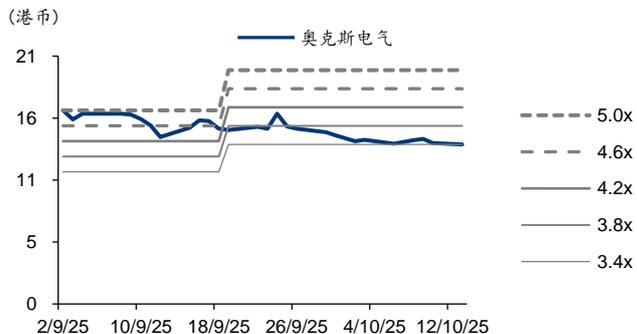
**海外业务运营与地缘政治风险。**海外市场是公司未来增长的战略重点，但国际化运营伴随着多重挑战：首先，各国在产品标准、能效要求、环保法规、税务法律等方面各不相同，合规成本高且复杂；其次，外汇汇率波动会直接影响产品竞争力和汇兑损益；再者，国际贸易政策和地缘政治紧张局势（如美国对等关税、经济制裁）可能突然改变贸易环境，增加关税成本或限制市场准入；此外，在部分司法管辖区，可能存在知识产权保护不力、外汇管制严格或政治动荡等问题。

图表67：奥克斯电气 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表68：奥克斯电气 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

## 免责声明

### 分析师声明

本人，樊俊豪、周衍峰、王森泉，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标\*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师樊俊豪、周衍峰、王森泉本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**新加坡:** 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

**华泰证券(新加坡)有限公司**

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司