

奥克斯电气 (02580.HK)

增持 (首次)

二线空调龙头，护城河不断加深

一、空调行业：长坡厚雪好赛道，国内海外双轮驱动

□空调行业万亿空间，天花板远高于冰洗等其他大家电。预计2028年将达到人民币15,332亿元，2024年至2028年的复合年增长率为4.0%。渗透率角度：西欧、东欧、拉美中东非地区空调渗透率均在30%以下，亚洲地区我们估计东南亚整体空调渗透率在40%以下，普及率明显偏低。2018-2024年中国、北美洲、欧洲及东南亚地区收入复合增速为3%、4.4%、10.5%和9.3%，发达国家及新兴市场增速均高于国内。

□内销受益于渗透率提升（高线城市一户多机+渠道下沉市场打开），行业稳中有增。预计中国空调销售2028年将达人民币5,360亿元，2024年至2028年的CAGR为3.7%。质价比消费趋势+渠道下沉推动，大众+中端空调市场占比有望持续提升，占行业销量超过7成。行业均价2022年开始下行，进一步推动空调普及。

二、如何看待奥克斯不断加深的护城河？

□空调行业高度成熟，双寡头格局持续多年。龙头top2在渠道先发优势+供应链深度一体化的优势下，二线品牌盈利能力通常较差。但奥克斯作为二线品牌，在营收、盈利的表现上交出了一份亮眼的答卷。2025年公司营收300亿元，22-25年CAGR为15%，远高于对手；净利率稳定在10%左右，高于海尔、海信。市占率方面，公司是全球第五大空调提供商，2024年市场销量份额达7.1%。2024年在中国市场公司为大众市场家用空调第一品牌，市场销量份额达25.7%。

□（1）优秀的公司治理，中国民营企业之典范。1）30年专注空调，业务聚焦，不断变化引领行业（率先发布白皮书、进军电商、采用网批新零售等）。2）高管团队极其稳定；公司激励充分，拥有宁波高汇、宁波高创、宁波众瑞及宁波众美4家员工持股平台；高管团队经验丰富，均在奥克斯任职多年。

□（2）制造端垂直一体化。1）制造端：生产基地集中+全球化；零部件自制率提升（与松下合资生产压缩机，芜湖压缩机工厂一期已于2025年6月正式投产并开始量产压缩机）；通过“Smart AUX”系统驱动生产流程优化与成本效率提升；工业互联网平台加持。

□（3）内销渠道不断变化引领市场。2017年首创“网批新零售模式”，实现了奥克斯到销售终端（经销商/直卖店）的直接连接。得益于网批模式，奥克斯2018年空调内销份额曾大幅提升。推出“小奥直卖”APP，减少经销层级，赋能经销商，提升渠道效率，公司线上销售占内销比超过4成。公司已将网批新零售模式及小奥直卖生态系统的覆盖范围逐步扩展至海外销售。近年公司线下渠道不断加码，下沉空间巨大。

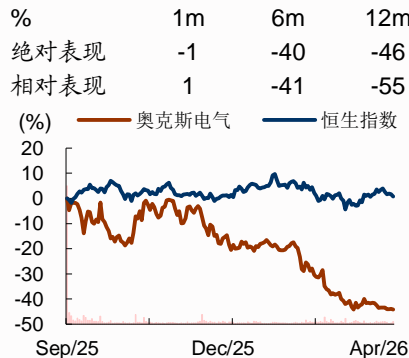
□（4）海外：公司对各个市场因地制宜，快速响应变化。海外收入2025年147亿元，22-25年复合增速20%以上，占比近50%。东南亚，公司复制国内高效的“网批新零售模式”，推动泰马市场的收入实现数倍增长；欧洲推出热泵+便携式空调；北美墨西哥则充分利用其高性价比产品+快速交付能力；南美市场与巴西等国的重点ODM客户深化技术合作，通过散件出口应对关税，增强粘性。公司海外成功构建了“OBM+ODM”双轮驱动的成熟模式，odm目前占海外营收8成左右。

消费品/家电
目标估值：NA
当前股价：10.33 港元

基础数据

总股本（百万股）	1588
香港股（百万股）	1588
总市值（十亿港元）	16.4
香港股市值（十亿港元）	16.4
每股净资产（港元）	6.3
ROE（TTM）	22.4
资产负债率	68.3%
主要股东	奥克斯控股集团有限公司
主要股东持股比例	81.9099%

股价表现



相关报告

史晋星 S1090522010003
shijinxing@cmschina.com.cn
闫哲坤 S1090523070001
yanzhekun@cmschina.com.cn
牛侯航 S1090525060005
niuyuhang@cmschina.com.cn

□**盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2026-2028 年收入分别同比+4%、+7%、+7%，保持较快增长；预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 23/25/29 亿元，当前股价对应 2026 年 PE 仅为 6 倍，估值处于低位，首次覆盖给予“增持”评级。

□**风险提示：**需求不及预期，国内市场价格竞争加原材料大幅上涨，地缘政治波动风险。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	29759	30049	31315	33614	36086
同比增长	20%	1%	4%	7%	7%
营业利润(百万元)	2977	2145	2187	2560	2984
同比增长	9%	-28%	2%	17%	17%
归母净利润(百万元)	2910	2235	2264	2548	2872
同比增长	17%	-23%	1%	13%	13%
每股收益(元)	1.83	1.41	1.43	1.60	1.81
PE	4.5	5.8	5.7	5.1	4.5
PB	3.4	1.3	1.2	1.1	1.1

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、空调行业：长坡厚雪好赛道，国内海外双轮驱动.....	5
1、 万亿大空间，稳健增长.....	5
2、海外：渗透率低空间广阔，新兴市场+欧美增速高于国内	6
3、内销：质价比消费+渠道下沉带来结构性机遇.....	7
二、如何看待奥克斯不断加深的护城河？	9
1、优秀的公司治理，民营企业之典范	11
2、产业链纵深：制造端垂直一体化.....	13
3、渠道：内销全渠道覆盖，开创网批新模式	15
4、海外：增速快于内销，因地制宜灵活应变	17
三、首次覆盖给予“增持”投资评级	18
四、风险提示.....	19

图表目录

图 1：全球空调市场规模.....	5
图 2：按类型划分的全球空调销售额明细.....	5
图 3：按类型划分的全球空调销售量明细.....	5
图 4：全球空调市场规模.....	6
图 5：全球空调市场分区域规模及增速.....	6
图 6：中国转子/活塞压缩机产能占全球 90%左右	7
图 7：中国白电产能占全球比重过半，空调最高（2023 年）	7
图 8：中国空调销量.....	8
图 9：中国空调销额.....	8
图 10：按价格划分的空调内销销量.....	8
图 11：按城市等级划分的空调内销销量	9
图 12：空调历年内销均价（元，全渠道）	9
图 13：奥克斯历年营收拆分（亿元）	10
图 14：空调各龙头营收（亿元）	10
图 15：奥克斯毛利率.....	10
图 16：空调各龙头空调业务毛利率.....	10

图 17: 奥克斯归母净利率及归母净利润	11
图 18: 空调各龙头整体净利率	11
图 19: 公司为全球第五大空调生产商	11
图 20: 空调各龙头线上均价变化 (元)	11
图 21: 公司聚焦空调业务	12
图 22: 公司股权架构	13
图 23: 公司各工厂产能利用率	14
图 24: 公司全球范围内拥有四大工厂	14
图 25: 公司工业互联网平台	15
图 26: 空调行业竞争格局变化	16
图 27: 奥克斯内销渠道	16
图 28: 公司外销各区域拆分	17
图 29: 公司收入各区域占比	17
表 1: 白电龙头全球产能布局概况	7
表 2: 白电龙头全球产能布局概况	11
表 3: 公司董事长及高管简历	13
表 4: 公司现有工厂及在建工厂梳理	14
表 5: 公司内销渠道拆分 (左边为营收, 右边为占总收入比重, 单位: 亿元)	15
表 6: 公司外销 ODM 和 OBM 拆分 (左边为营收, 右边为占总收入比重, 单位: 亿元)	18
表 7: 公司收入拆分 (亿元)	18
附: 财务预测表	20

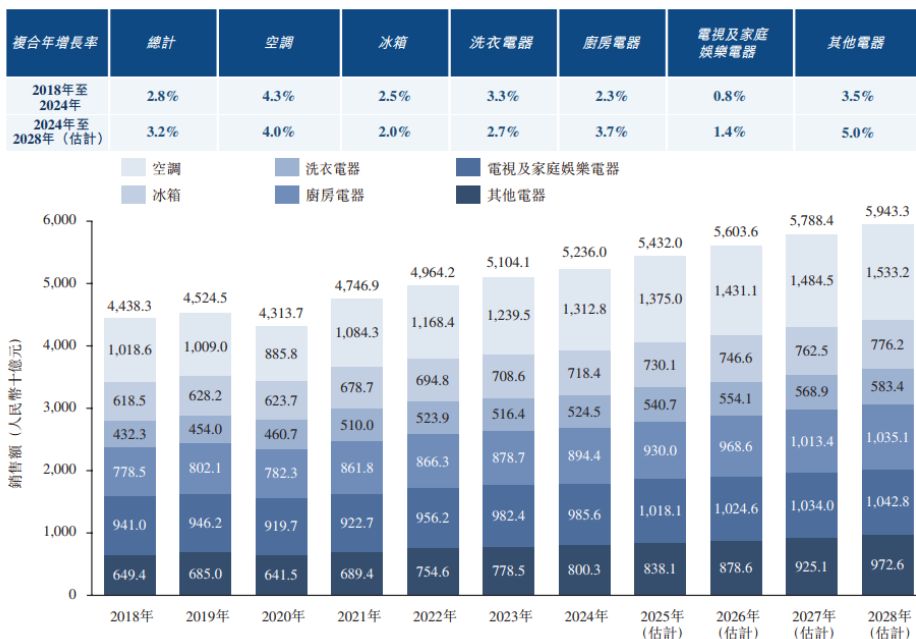
一、空调行业：长坡厚雪好赛道，国内海外双轮驱动

1、万亿大空间，稳健增长

空调行业万亿空间，天花板高于冰洗等其他大家电。全球空调市场规模 2018 年的人民币 10,186 亿元增长至 2024 年的人民币 13,128 亿元，复合年增长率为 4.3%，预计 2028 年将达到人民币 15,332 亿元，2024 年至 2028 年的复合年增长率为 4.0%。

图 1：全球空调市场规模

按类型划分的全球家电市场销售额 (2018 年至 2028 年 (估计))

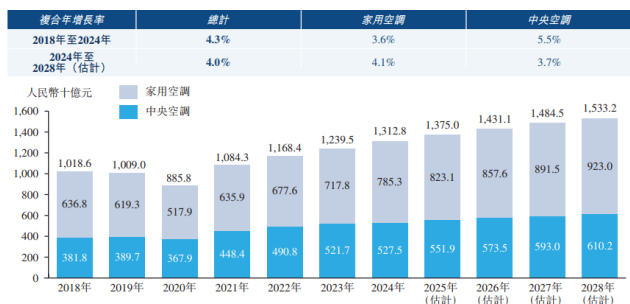


资料来源：弗若斯特沙利文、公司招股书、招商证券

家用+中央空调同步扩容支撑万亿市场。1) 量方面，2024 年家用空调占市场总规模的 73.7%，表现稳定。此外，中央空调销量加快增长，尤其是于新兴市场，2018 年至 2024 年的复合年增长率为 4.0%。2) 销额方面，家用空调的全球市场规模预计 2028 年将达人民币 9,230 亿元，2024 年至 2028 年 CAGR 为 4.1%。中央空调的全球市场规模预计 2028 年将达人民币 6,102 亿元，2024 年至 2028 年 CAGR 为 3.7%。

图 2：按类型划分的全球空调销售额明细

按类型划分的全球空调销售额明细 (2018 年至 2028 年 (估计))



资料来源：弗若斯特沙利文、公司招股书、招商证券

图 3：按类型划分的全球空调销售量明细

按类型划分的全球空调销量明细 (2018 年至 2028 年 (估计))

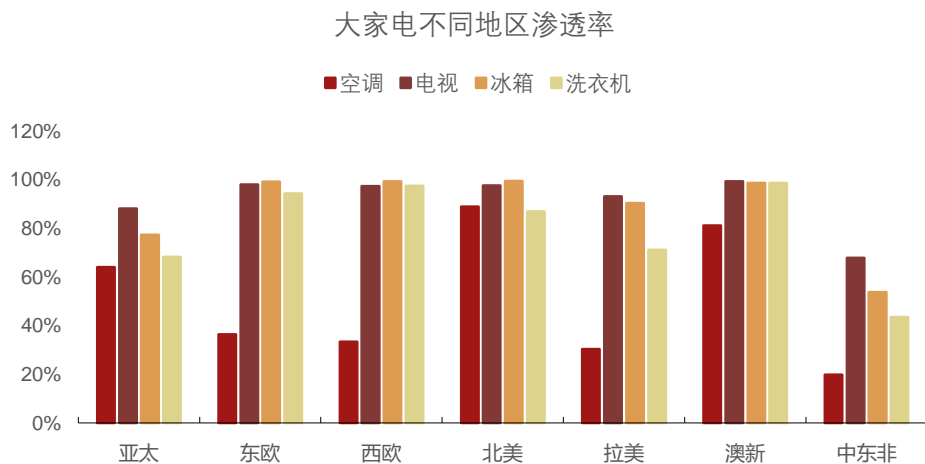


资料来源：弗若斯特沙利文、公司招股书、招商证券

2、海外：渗透率低空间广阔，新兴市场+欧美增速高于国内

渗透率角度：西欧、东欧、拉美中东非地区空调渗透率均在 30%以下，亚洲地区我们估计东南亚整体空调渗透率在 40%以下。相较其他大家电品类，空调普及率也明显偏低，除中东非外，其他地区大家电（除空调外）渗透率均在 70%以上，中东地区其他大家电渗透率也在 50%以上。

图 4：全球空调市场规模

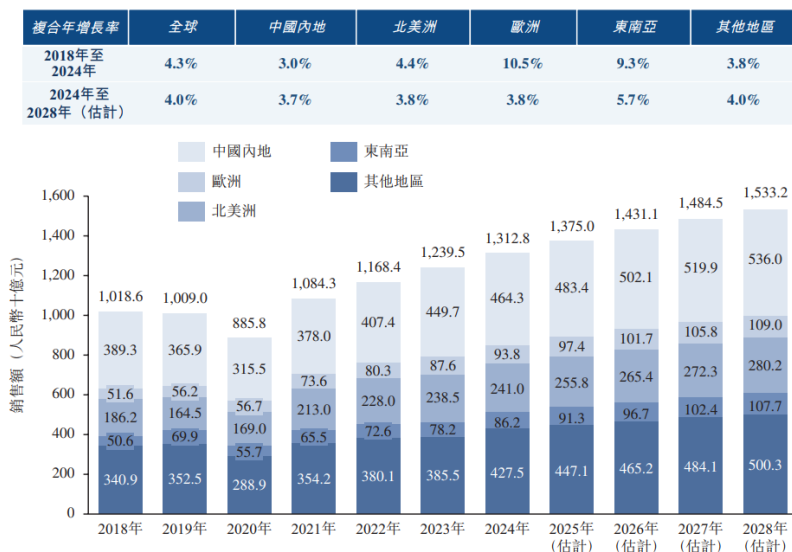


资料来源：欧睿、招商证券

海外发达国家及新兴市场增速高于国内。中国内地、北美洲、欧洲及东南亚地区为空调的四大市场，2024 年合共占全球空调销售总额的 67.4%以上。根据弗若斯特沙利文，中国内地、北美洲、欧洲及东南亚地区于 2024 年至 2028 年预计复合增速分别为 3.7%、3.8%、3.8%及 5.7%。**2018-2024 年中国内地、北美洲、欧洲及东南亚地区复合增速为 3%、4.4%、10.5%和 9.3%，发达国家及新兴市场增速均高于国内。**

图 5：全球空调市场分区域规模及增速

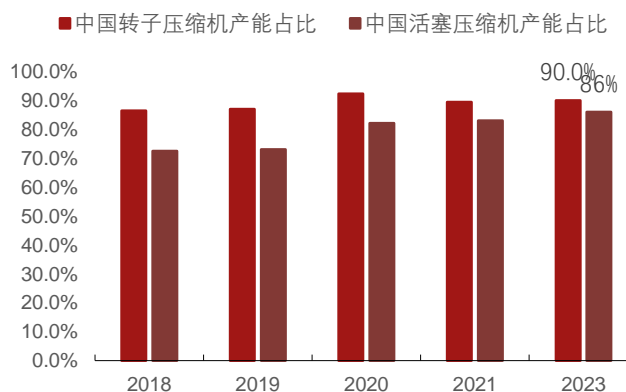
按地区劃分的全球空調銷售額明細 (2018年至2028年(估計))



资料来源：弗若斯特沙利文、公司招股书、招商证券

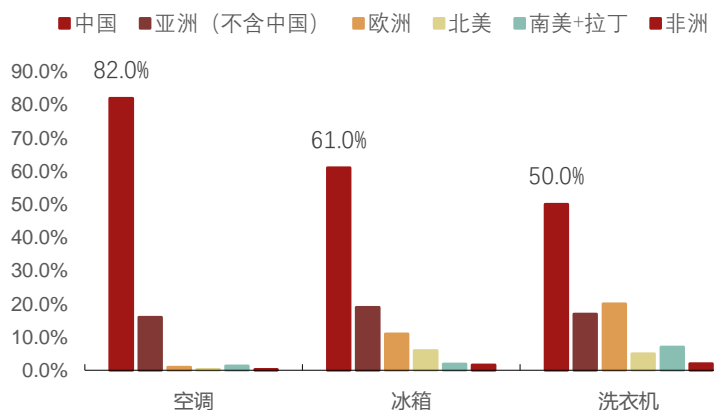
中国空调供应链在全球占据绝对优势，供应链能力高于冰洗。1) 整机：中国空调 2023 年全球产能占比达到 82%（产业在线数据）；冰洗方面，国内冰箱、洗衣机全球产能占比分别为 61%、50%。2) 供应链方面，中国优势则更为明显。以核心零部件为例，空调使用的转子压缩机贡献全球 85% 以上的产能。此外，中国暖通龙头海外产能布局高度成熟，东南亚成为多数企业第二产能主场，供应链全球化程度最高。

图 6：中国转子/活塞压缩机产能占全球 90% 左右



资料来源：产业在线、招商证券

图 7：中国白电产能占全球比重过半，空调最高（2023 年）



资料来源：产业在线、招商证券

表 1：白电龙头全球产能布局概况

公司	模式	主要产品	海外产能储备及预案
美的集团	品牌+ODM	白电全品类	海外产能布局巴西、阿根廷、印度、埃及等，泰国工厂的产能相对较大。2024 年泰国工厂的年产能预计达到 300 万台/套，将成为美的最大的海外工厂。
格力电器	品牌+ODM	空调	海外产能布局南美地区，优化产能布局
海尔智家	品牌	白电全品类	海外产能规划布局涉及泰国，新投产工厂整体规划年产能 600 万套
海信家电	品牌+ODM	白电全品类	海外产能布局墨西哥，南非，泰国，印度尼西亚等
奥克斯	品牌+ODM	空调	泰国罗勇工业园建设了海外空调制造基地，总投资 15 亿元，规划年产能 300 万套智能空调。一期项目已于 2019 年投产在巴西设有生产基地，服务于南美

资料来源：公司公告，21 世纪经济报道，公司官网，招商证券

3、内销：质价比消费+渠道下沉带来结构性机遇

内销行业稳中有增。受益于渗透率提升（高线城市一户多机+渠道下沉市场打开），行业稳中有增。销量角度，中国空调销量由 2018 年的 1.07 亿台增至 2024 年的 1.15 亿台，CAGR 为 1.2%，预计 2028 年将达 1.27 亿台，2024 年至 2028 年的 CAGR 为 2.4%。销额角度，空调市场规模由 2018 年的人民币 3,893 亿元增至 2024 年的人民币 4,643 亿元，CAGR 为 3.0%，预计 2028 年将达人民币 5,360 亿元，2024 年至 2028 年的 CAGR 为 3.7%。

图 8: 中国空调销量

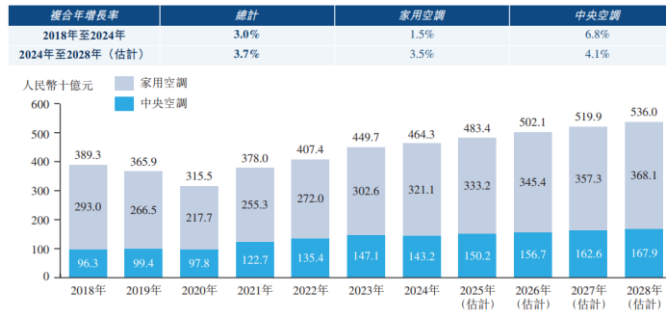
按類型劃分的中國空調銷量明細 (2018年至2028年 (估計))



资料来源: 弗若斯特沙利文、招商证券

图 9: 中国空调销额

按類型劃分的中國空調銷售額明細 (2018年至2028年 (估計))

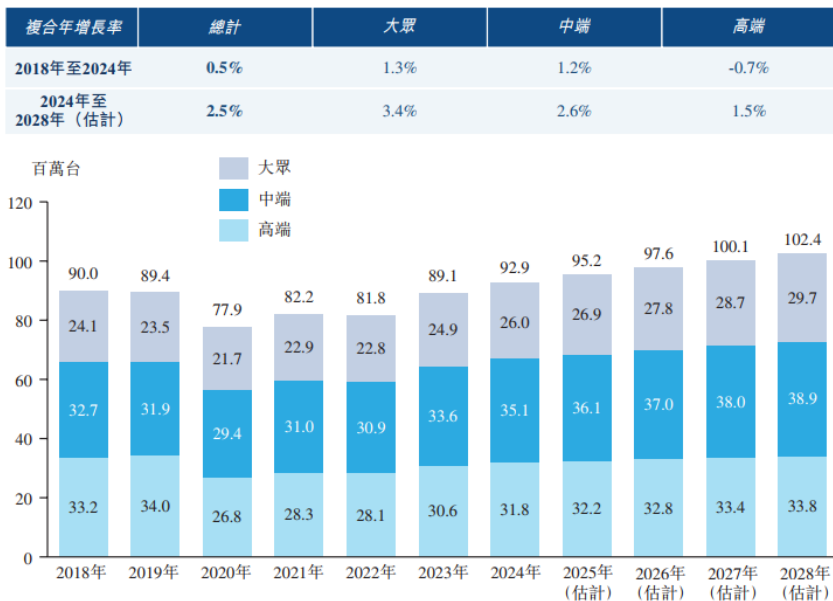


资料来源: 弗若斯特沙利文、招商证券

质价比消费趋势+渠道下沉推动, 大众+中端空调市场占比有望持续提升, 占行业销量超过7成。根据弗若斯特沙利文, 中国的家用空调市场主要分为三个基于价格的细分市场, 包括大众市场 (2,500 元以下)、中端市场 (2500-3500 元) 及高端市场 (3,500 元以上)。大众市场于 2018 年至 2024 年的表现最佳, 复合年增长率为 1.3%, 预计 24-28 年复合年增长率为 3.4%, 而中端空调增长率 2.6%。

图 10: 按价格划分的空调内销量

按價格劃分的中國家用空調銷量明細 (2018年至2028年 (估計))

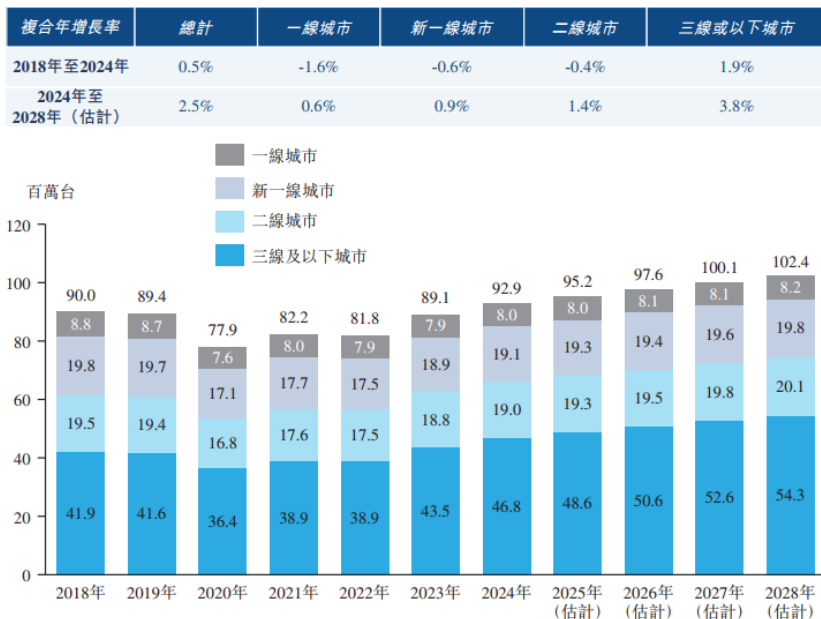


资料来源: 弗若斯特沙利文、公司招股书、招商证券

渠道不断下沉, 三线及以下城市占据内销半壁江山。中国三线及以下城市的空调销量由 2018 年的 4200 万台增加至 2024 年的 4700 万台, CAGR1.9%, 远高于行业整体 CAGR 的 0.5%, 2024 年占内销的 50.4%。预计 24-28 年复合增速 3.8%, 达到 5400 万台。

图 11: 按城市等级划分的空调内销量

按城市等级划分的中国家用空调销量明细 (2018年至2028年(估计))



资料来源: 弗若斯特沙利文、公司招股书、招商证券

价格方面, 行业均价 2022 年开始下行, 进一步推动空调普及。2018 年行业均价为 3554 元, 达到阶段性顶峰, 2019 年起龙头要份额, 开启价格战, 2021 年行业均价阶段性恢复。2025 行业均价下行较快, 主要系国补因素。后续我们认为长期均价有望缓慢下行, 进一步推动空调普及, 得益于以上讨论的质价比消费+市场下沉, 定位性价比的企业有望在其中受益。

图 12: 空调历年内销均价 (元, 全渠道)

行业大盘: 存量市场深陷价格战, 国补利好规模横盘, 均价触及近五年历史低点, 26年政策倾向线下



资料来源: 奥维、招商证券

二、如何看待奥克斯不断加深的护城河?

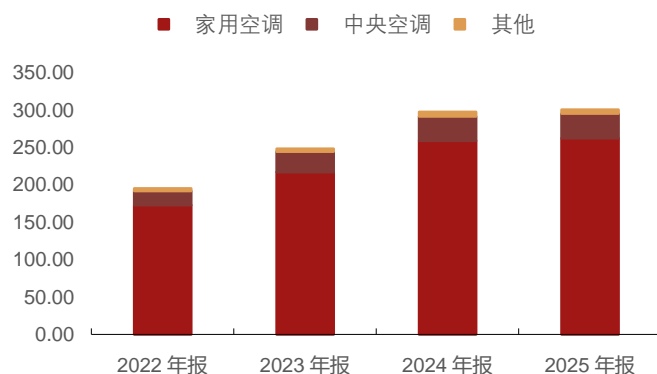
空调行业高度成熟, 双寡头格局持续多年。龙头 top2 在渠道先发优势+供应链深度一体化的优势下, 二线品牌盈利能力通常较差。但奥克斯作为二线品牌, 在

营收、盈利的表现上交出了一份亮眼的答卷。

1) 营收稳健增长: 2025 年公司营收 300 亿元, 22-25 年 CAGR 为 15%。增速快于其他竞争对手, 跑出明显的阿尔法。得益于国内渠道下沉+海外拓展加速。

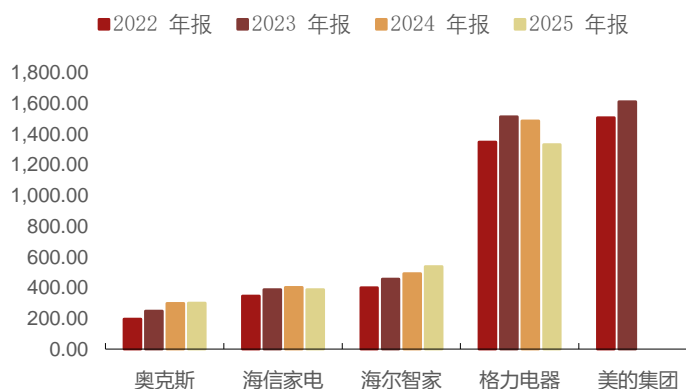
横向比较看, 相较二线品牌海尔、海信的空调, 公司营收仍有充足的增长空间。

图 13: 奥克斯历年营收拆分 (亿元)



资料来源: 公司公告、招商证券

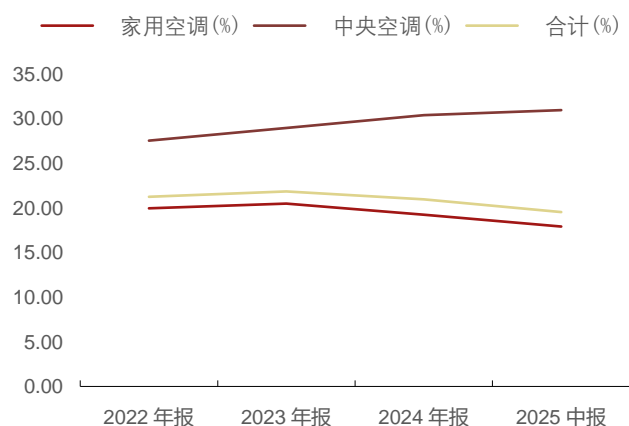
图 14: 空调各龙头营收 (亿元)



资料来源: 公司公告、招商证券 (注: 美的财报 2024 年起不单独披露空调业务营收)

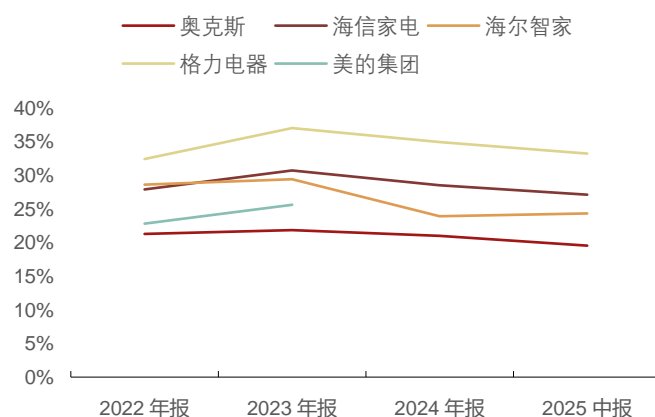
2) 盈利能力强劲: 奥克斯定位大众+中端市场, 毛利率稳定在 20%左右, 低于竞争对手。但净利率角度看, 行业表现十分优异。2023-2024 年公司净利率在 10%左右, 高于海尔、海信整体净利率。与美的集团整体净利率在同一水平。均价上看, 2020-2024 年公司线上销售整体均价下移, 带动份额提升, 背后是公司成本独到的强把控能力。

图 15: 奥克斯毛利率



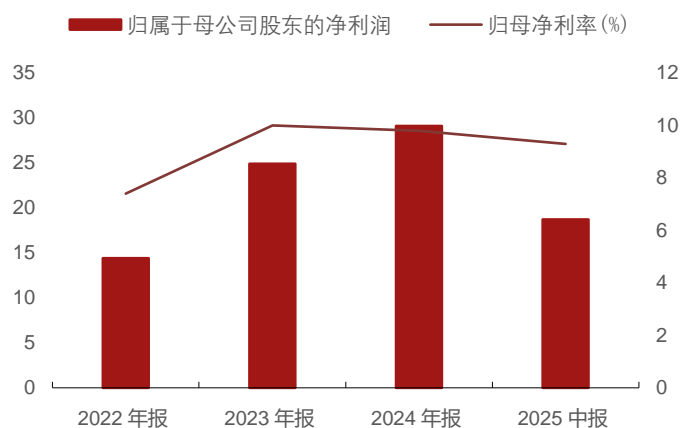
资料来源: 公司公告、招商证券

图 16: 空调各龙头空调业务毛利率



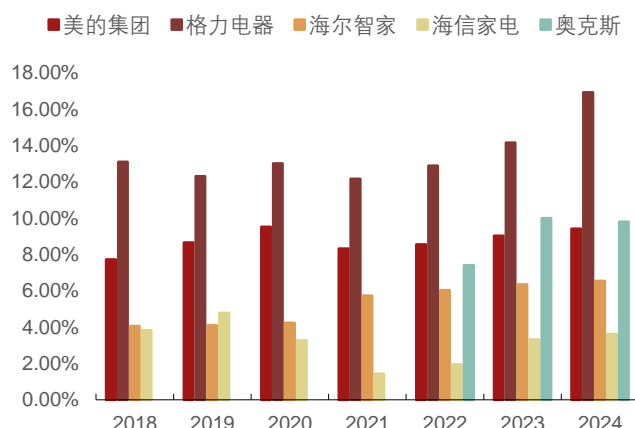
资料来源: 公司公告、招商证券

图 17: 奥克斯归母净利率及归母净利润



资料来源: 公司公告、招商证券

图 18: 空调各龙头整体净利率



资料来源: 公司公告、招商证券

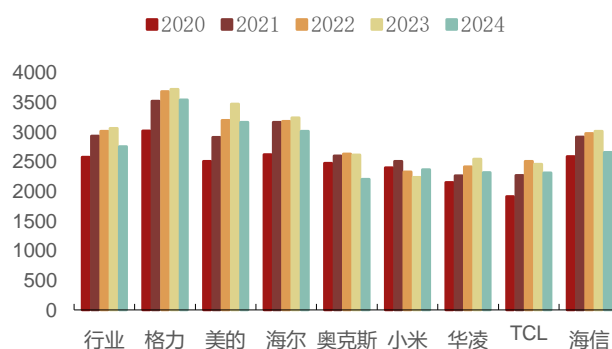
3) 市占率角度, 公司空调业务覆盖 150 多个国家和地区。根据弗若斯特沙利文, 按销量计算, 2024 年公司是全球第五大空调提供商, 市场销量份额达 7.1%。中国市场角度, 公司为大众市场家用空调第一品牌, 2024 年市场销量份额达 25.7%。

图 19: 公司为全球第五大空调生产商



资料来源: 公司招股书、招商证券

图 20: 空调各龙头线上均价变化 (元)



资料来源: 奥维、招商证券

1、优秀的公司治理，民营企业之典范

1) 30 年专注空调，业务聚焦，不断变化引领行业。

公司成立于 1994 年, 创立奥克斯品牌, 与依靠互联网起家的小米等品牌不同。2002 年便发布了《空调成本白皮书》。2013 年在传统品牌以线下销售为主时, 公司带头率先积极采用电商渠道, 开行业先河, 并于 2017 年采用网批新零售模式, 搅动空调行业格局。2019 年日本研发中心成立, 泰国生产基地同年投产, 再次体现出公司的前瞻性。2021 年搭建集成研发平台, 实现模块化设计与数据集成。奥克斯电气目前全部为空调业务。

表 2: 白电龙头全球产能布局概况

年份	发展阶段	关键事件与战略举措
1994 - 2001	初创阶段	- 1994 年成立奥克斯品牌, 正式进入空调行业

		- 专注高性价比产品，快速建立国内市场影响力
		- 积累良好消费者口碑，奠定品牌基础
2001 - 2013	迅速发展阶段	- 2001年起拓展海外市场
		- 发布《空调成本白皮书》，推动行业透明度
		- 2003年起启动全国产能提升战略，在宁波、南昌建立产业基地
		- 进军中央空调领域
		- 持续产品升级与品牌营销，实现快速增长
2013 - 2018	转型升级阶段	- 与京东、天猫等主流电商平台建立长期合作，成为线上畅销品牌
		- 2017年首创“网批新零售模式”，推出“小奥直卖”APP
		- 减少经销层级，赋能经销商，提升渠道效率
		- 在宁波、马鞍山建设智能生产基地，强化智能制造与品控能力
		- 2019年成立日本研发中心，泰国生产基地投产
2018年至 今	全球化、智能化、全产业链化阶段	- 2021年搭建集成研发平台，实现模块化设计与数据集成
		- 2023年推出奥克斯工业互联网平台，覆盖全业务环节
		- 在马来西亚、泰国、美国、阿联酋、越南、沙特等地设立海外销售公司
		- 将“小奥直卖”模式延伸至海外市场
		- 与松下合作研发压缩机，强化核心零部件自研自製能力，推动垂直一体化产业链布局

资料来源：公司招股书，招商证券

图 21：公司聚焦空调业务



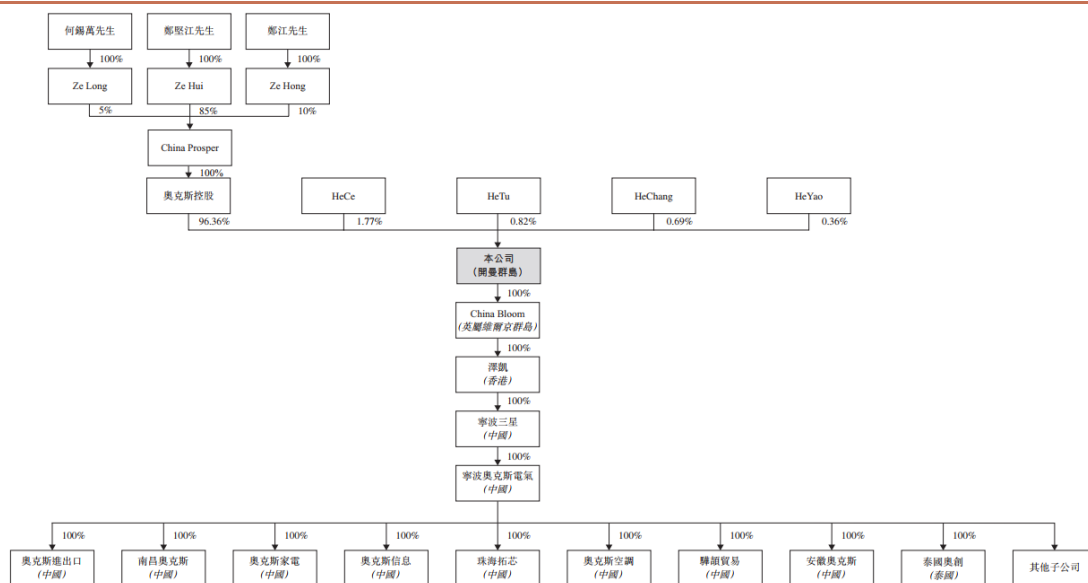
资料来源：公司招股书、招商证券

2) 高管团队极其稳定，创始人掌舵公司，股权架构清晰。

●公司为宁波家族企业，创始人郑坚江先生代表的郑氏家族通过 Ze Hui、China Prosper 及奥克斯控股等主体持股，占公司 82% 的股份。公司激励充分，拥有宁波高汇、宁波高创、宁波众瑞及宁波众美 4 家员工持股平台。

●高管团队经验丰富，在奥克斯任职多年。郑坚江先生为公司创始人，战略眼光前瞻，带领公司多年深耕行业。郑先生 1980 年代开始创业，1991 年创办宁波三星仪表厂，进入电能表市场，两年后成为国内头部企业。随后 1994 年成立奥克斯电气，专注空调。其带领奥克斯集团从乡镇小厂发展为涵盖家电、医疗、地产等领域的跨国集团。公司总裁忻宁总 2011 年进入奥克斯，此后负责财务工作，对公司财务稳健性要求极高。研发总监卓森康先生曾在格力工作，2015 年加入奥克斯，对公司产品研发贡献显著。财务负责人&董秘张波总 2012 年进入公司，经验丰富。

图 22: 公司股权架构



资料来源: 公司招股书、招商证券

表 3: 公司董事长及高管简历

姓名	年龄	职位	职务及职责	首次加入奥克斯时间	获委任为董事/高管时间	从业经历
郑坚江	64岁	董事会主席兼执行董事	负责监督奥克斯整体管理及业务运营、董事会事务、制定战略及营运计划、作出重大业务决策	奥克斯创始人	2024年10月	20世纪80年代开始创业; 1991年创立宁波三星仪表厂(后发展为三星集团); 1994年创立奥克斯品牌; 历任宁波三星集团董事长、董事、总裁; 曾任三星医疗董事长(2007-2020年); 曾任奥克斯国际执行董事(2024年1-11月), 现为其非执行董事(2024年12月起)
忻宁	49岁	总裁	负责监督奥克斯日常业务管理以及战略及经营计划的执行	2011年2月	2019年1月	2011年2月加入宁波奥胜, 担任审计部经理及财务副总监直至2017年9月。其后, 忻先生于三星医疗任职, 于2017年9月至2017年10月担任总裁助理, 于2017年10月至2018年11月担任总裁, 于2017年12月至2020年6月担任执行董事。于2019年1月至2022年10月, 忻先生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。于2022年10月及11月, 忻先生分别获委任为宁波奥克斯电气总裁及董事
卓森康	45岁	研发总经理	负责奥克斯科技策略及研发管理, 包括产品开发、技术转移等	2015年3月	2022年1月	2003-2014年任职于珠海格力电器; 2015年3月加入奥克斯, 任宁波奥腾研发中心总经理助理; 2016年12月起历任奥克斯空调及宁波奥克斯电气研发中心总经理助理、副总经理、总经理; 2003年湖南大学测控技术与仪器学士, 2013年华中科技大学技术工程领域工程硕士
张波	35岁	财务负责人兼董事会秘书	负责奥克斯整体财务管理	2012年7月	2022年10月	逾13年会计及财务管理经验; 2012年7月起在奥克斯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; 2020年9月-2021年9月任奥克斯集团财务副总监; 2012年南京师范大学财务管理学士, 2011年获中级会计师证

资料来源: 招股说明书, 招商证券

2、产业链纵深: 制造端垂直一体化

空调是传统制造业, 产品差异化相对冰洗较弱, 全产业链一体化能力决定公司盈利能力, 这也是奥克斯电气在规模没有进入一线梯队, 却能保持高盈利能力的关键所在。

1) 制造端: 生产基地集中+全球化, 零部件自制率提升, 工业互联网平台加持

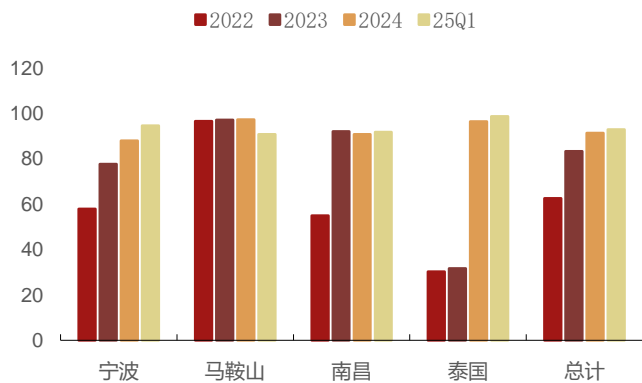
公司四大生产基地实现极强的规模效应, 海外泰国产能前瞻性布局。国内三大基地(宁波、南昌、马鞍山)当前形成核心产能支撑; 泰国基地作为海外桥头堡, 拓展东南亚及北美市场; 芜湖工厂强化核心零部件自制能力; 郑州及宁波新工厂为未来扩产布局, 进一步支撑公司全球化战略。2024年受益于泰国工厂产能爬坡完成, 公司总体产能利用率提升至90%以上。

表 4: 公司现有工厂及在建工厂梳理

基地名称	定位	主要市场	建设/投产状态	详细描述
宁波基地	研发生产一体化枢纽, 核心设施	全球市场	已投产	作为生产网络的核心, 拥有先进设施, 是研发和生产的中心枢纽, 形成创新设计与可规模化生产流程之间的持续协同
南昌基地	支持全球供应	全球市场	已投产	作为核心设施的补充, 配备先进生产技术和高效物流体系, 在满足全球需求方面发挥重要作用, 增强迅速应对市场波动和客户需求的能力
马鞍山基地	支持全球供应	全球市场	已投产	同南昌
泰国基地	海外产能布局, 本地化生产	东南亚及北美市场	已投产	标志着海外产能布局的开始, 旨在优化本地化生产、缩短交付周期及提高运营效率
芜湖工厂	核心部件研发生产	全球市场	一期已投产(2025年6月)	与松下合作研究和生产产品的核心部件——压缩机; 一期已投产并量产压缩机
郑州工厂	家用空调生产	全球市场	建设中, 预计 2026 年完工	正在建设中的制造工厂, 预计将主要用于生产家用空调

资料来源: 招股说明书、招商证券

图 23: 公司各工厂产能利用率



资料来源: 招股说明书、招商证券

图 24: 公司全球范围内拥有四大工厂



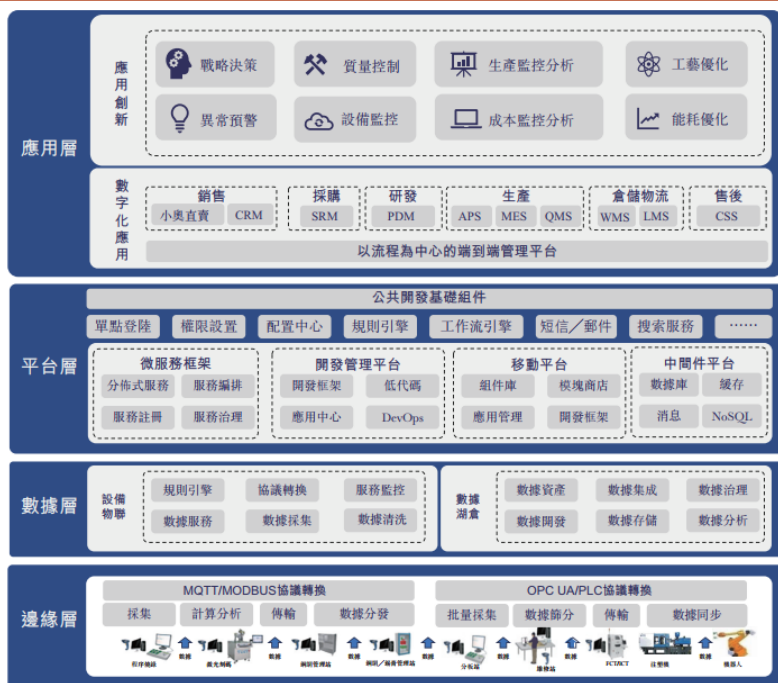
资料来源: 招股说明书、招商证券

公司核心零部件自制能力进一步强化。自 2023 年起, 公司开始战略性强化供应链布局, 目标是“助推垂直一体化产业链的协同和覆盖”:

- 压缩机: 占空调总成本 30%左右, 为空调的心脏。目前国内仅有格力、美的有完全自产化的能力, 也是盈利能力提升的关键。奥克斯目前与行业巨头松下建立战略合作伙伴关系, 共同进行压缩机的研发和生产。2023 年 11 月 2 日, 奥克斯空调股份有限公司与松下.万宝(广州)压缩机有限公司(以下简称松下)签署合作协议, 一期投资超 22 亿元, 芜湖工厂一期已于 2025 年 6 月正式投产并开始量产压缩机。
- 零部件平台化研发战略: 通过“Smart AUX”系统驱动生产流程优化与成本效率提升, Smart AUX 通过推进材料标准化、结构设计一体化与产品组件模块化, 重塑产品设计与生产流程。使得公司能够在产品开发源头实现通用化设计, 简化生产工艺、减少零部件种类、提升原材料利用率。

公司工业互联网平台对制造端进一步助力: 构建起“感知-分析-执行”的闭环系统: 通过边缘层感知生产现场, 通过数据层分析优化策略, 最终通过平台协同实现精准执行。工业互联网提升了生产效率和设备利用率, 也为公司推行“机器人+”应用提供了数字化的基础设施。公司被评为 2023 年浙江省“机器人+”应用标杆企业。

图 25: 公司工业互联网平台



资料来源: 公司招股书、招商证券

3、渠道：内销全渠道覆盖，开创网批新模式

电商渠道步步为营。公司率先拥抱电商，2013 年当空调行业以线下渠道为主时，公司便开始与京东、天猫等主流电商平台建立长期合作，成为线上畅销品牌。2017 年首创“网批新零售模式”，推出“小奥直卖”APP，减少经销层级，赋能经销商，提升渠道效率。公司线上销售占内销比超过 4 成，根据招股书，2024 年相较 2022 年增速在 50%左右。

表 5: 公司内销渠道拆分 (左边为营收, 右边为占总收入比重, 单位: 亿元)

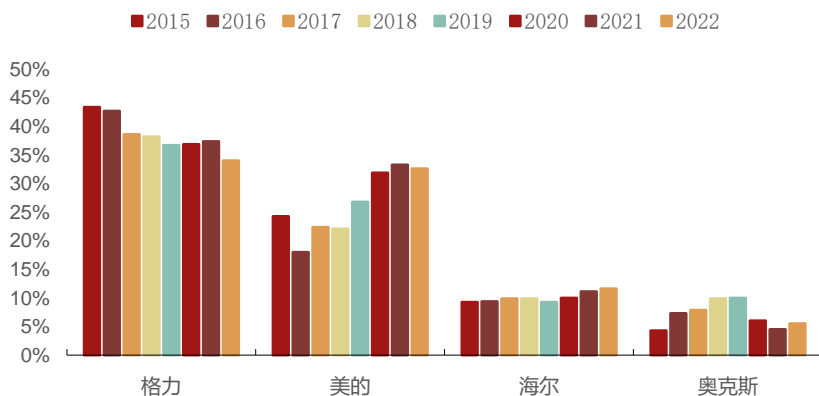
	2022	2023	2024	2025Q1	2022	2023	2024	25Q1
国内销售总计	111.4	144.2	150.8	40.2	57%	58%	51%	43%
*线上销售总计	45.9	60.0	66.7	15.0	24%	24%	22%	16%
***线上经销	34.9	50.2	56.3	12.9	18%	20%	19%	14%
*****买断式经销	10.2	26.9	27.5	5.9	5%	11%	9%	6%
*****电商平台仓	18.2	19.5	22.5	6.0	9%	8%	8%	6%
*****直发模式	6.5	3.9	6.3	1.1	3%	2%	2%	1%
***线上直销	11.0	9.8	10.4	2.1	6%	4%	4%	2%
*****第三方旗舰店	7.8	6.4	9.3	2.0	4%	3%	3%	2%
*****自有平台	3.2	3.5	1.1	0.1	2%	1%	0%	0%
*线下销售总计	65.5	84.2	84.1	25.2	34%	34%	28%	27%
***线下经销	65.1	83.2	82.7	25.0	33%	34%	28%	27%
***线下直销	0.4	0.9	1.4	0.2	0%	0%	1%	0%

资料来源: 招股说明书、招商证券

奥克斯网批模式：核心是去层级、扁平化，实现了奥克斯到销售终端（经销商/直卖店）的直接连接（工厂 - 中小零售商 - 消费者的整体扁平化零售模式）。1）减少了中间流转环节，整个渠道的运行效率更高。2）价格透明：厂家直接对接

终端，有助于管控和稳定市场价格，实现线上线下同价。3) 赋能经销商：通过数字化工具“小奥直卖”，为经销商提供从进货、销售到服务的全方位支持。得益于网批模式，奥克斯 2018 年空调内销份额曾大幅提升，首次超过 10%，短暂超越海尔。

图 26: 空调行业竞争格局变化



资料来源：产业在线、招商证券

配合云网批，“小奥直卖”经销商数字化管理系统极大提升效率和透明度。小奥直卖的功能：1) 销售渠道：精简经销渠道，提升物流效率；推出“一台起送”交付选项，降低门槛；通过让利和激励营销举措，吸引更多经销商加入。2) 精准高效的营销推广：帮助经销商轻松触达产品，解决传统渠道复杂、效率低的问题；实时获取最新销售政策、产品资料等营销信息；营销人员可实时跟踪订单及库存，精准指导下单频率，实现高效沟通与管理。

截止 25Q1，7,283 家中国经销商在过去 12 个月期间通过“小奥直卖”应用程序向公司下达订单，约占中国经销商总数的 98.4%。公司已将网批新零售模式及小奥直卖生态系统的覆盖范围逐步扩展至海外销售。

图 27: 奥克斯内销渠道



资料来源：公司招股书、招商证券

线下方面公司势头正劲，得益于云网批模式推广，渠道不断下沉。公司线下销售约占内销的 6 成，与内销增速基本匹配。2020 年之前公司线上销售占比较高，

线下曝光度低，近年线下渠道不断加码。我们认为公司下沉空间巨大，公司目前国内网点数量在 6000 家左右，与美的、海尔等头部厂商（3w 家以上）相比还有明显差距。

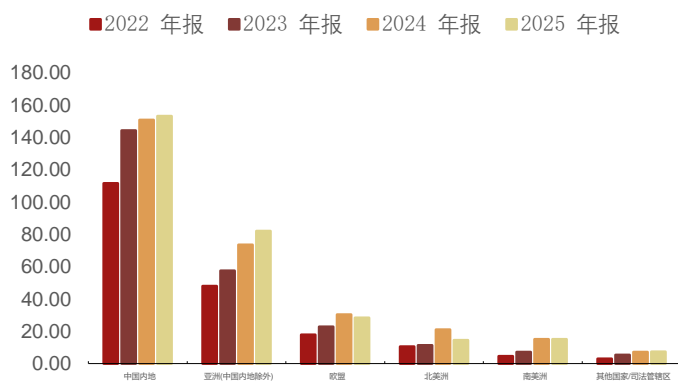
4、海外：增速快于内销，因地制宜灵活应变

海外突飞猛进。公司海外收入由 2022 年的 84 亿元增长至 2025 年的 147 亿元。至 2025 年第一季度，海外收入占比已提升至 57.1%，超越中国本土市场。横向比较看，公司外销占比在可比龙头公司中最高，由于外销利润率高于内销，成为公司利润率的支撑。

公司对各个市场因地制宜，快速响应变化，充分体现出民营企业的灵活，形成海外增长的可持续动力

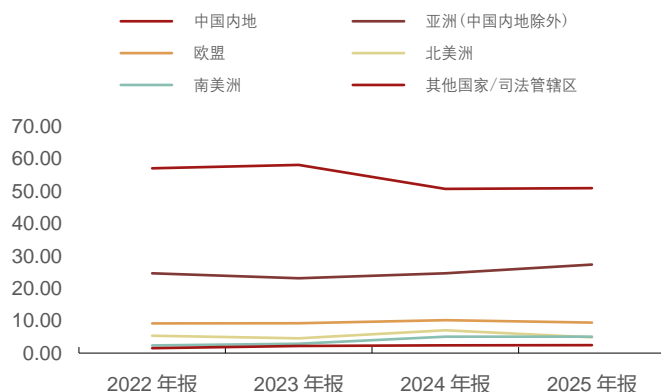
- 亚洲（不含中国）：作为公司最大的海外市场，2025 年贡献收入 82 亿元，占总收入 27%。由于东南亚销售渠道和中国 20 年前类似，公司通过在泰国、马来西亚、越南等地设立销售公司和本地团队，成功复制国内高效的“网批新零售模式”，推动 2023 年至 2024 年期间泰马市场的收入实现数倍增长。
- 欧洲：市场表现稳健，2025 年收入达 28 亿元（收入占比 9%）。增长动力主要来自对热泵等符合当地能效标准（如 A+++ 级）产品的成功推广+对便携式移动空调等细分需求的把握。
- 北美洲：2025 年收入 15 亿元。该区域收入主要来自墨西哥，公司利用其高性价比产品+快速交付能力，快速响应当地市场需求。
- 南美洲：2025 年收入达到 15 亿元。增长主要源于与巴西等国的重点 ODM 客户深化技术合作，通过散件而非整机的形式进行出口，赋能客户提升其生产效率，有效应对整机出口的关税冲击。
- 中东及其他地区：公司针对中东地区对高温空调解决方案的特定需求，推出创新性变频产品，在阿联酋、沙特阿拉伯等市场实现了收入的大幅增长。

图 28：公司外销各区域拆分



资料来源：招股说明书、招商证券

图 29：公司收入各区域占比



资料来源：招股说明书、招商证券

公司海外业务成功构建了“OBM+ ODM”双轮驱动的成熟模式，ODM 实现现有优

势充分发挥，提供持续稳定的收入和较高的盈利，OBM 提供新增长点：

- **ODM 业务（压舱石）：**依托制造能力、可靠的交付和成本优势收入占比由 2022 年的 35.2% 提升至 25 年的 50% 左右。公司与全球知名品牌的长期合作，订单流稳定。除了整机代工外，公司创新的采用散件代工+提供模具的方式，进一步降低关税影响，并提升了用户粘性。
- **OBM 业务（增长极）：**关键在国内验证成功的网批模式向海外输出，目前 OBM 收入主要在东南亚和中东非地区。2024 年，海外 OBM 业务收入达到 27 亿元，同比增长 43.7%，占比提升至总收入的 9%。

表 6：公司外销 ODM 和 OBM 拆分（左边为营收，右边为占总收入比重，单位：亿元）

	2022	2023	2024	2025Q1	2022	2023	2024	25Q1
海外销售总计	84	104	147	53	43%	42%	49%	57%
其中-海外 OBM	15	19	27	10	8%	8%	9%	10%
其中-海外 ODM	69	85	119	44	35%	34%	40%	47%

资料来源：招股说明书、招商证券

三、首次覆盖给予“增持”投资评级

1) 家用空调：公司产品在质价比+海外突破+内销下沉的推动下，市占率不断提升。价格方面，2026 年大宗原材料涨价明显，行业普遍开启涨价，后续公司质价比优势进一步发挥，均价小幅下移。销量方面，2025 年内销国补拉动明显，2026 年有所减弱，公司出口仍延续快速增长，总体来看 2027 年增速将回到增长中枢。毛利率方面，短期原材料涨价或对公司降本增效有一定影响，中长期盈利将进一步上行。

2) 中央空调：公司近年开始快速增长，势头有望延续，全球中央空调 5000 亿以上的规模，提升空间明显。2026 年短期受国补减弱影响增速下降，盈利短期受原材料涨价影响，中长期在规模效应+提效推动下保持上行。

盈利预测与投资评级。我们预计公司 2026-2028 年收入分别同比+4%、+7%、+7%，保持较快增长；预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 23/25/29 亿元，当前股价对应 2026 年 PE 仅为 6 倍，估值处于低位，首次覆盖给予“增持”评级。

表 7：公司收入拆分（亿元）

	2022 年报	2023 年报	2024 年报	2025 年报	2026E	2027E	2028E
营业收入	195	248	298	300	313	336	361
yoy		27%	20%	1%	4%	7%	7%
毛利	41	54	62	57	57	63	70
毛利率	21.3%	21.8%	21.0%	18.8%	18.3%	18.8%	19.3%
家用空调	173	217	259	262	273	291	311
yoy		25%	19%	1%	4%	7%	7%
销量（百万台）	10.2	14.0	17.1	18.7	18.7	20.4	22.2
yoy		37%	22%	9%	0%	9%	9%
均价（元）	1,695	1,549	1,515	1,403	1,459	1,430	1,401
yoy		-9%	-2%	-7%	4%	-2%	-2%

毛利	34	44	50	42	44	48	52
毛利率	20.0%	20.5%	19.2%	16.0%	16.0%	16.4%	16.7%
中央空调	19	28	32	33	34	38	42
yoy		46%	17%	2%	5%	11%	11%
毛利	5	8	10	10	11	12	14
毛利率	27.5%	28.9%	30.4%	31.0%	31.0%	32.0%	33.0%
其他	4	4	6	5	6	6	7
yoy		11%	58%	-16%	10%	10%	10%
毛利	2	2	3	4	3	3	4
毛利率	50.5%	46.8%	44.5%	82.4%	50.0%	50.0%	50.0%

资料来源：招股说明书、招商证券

四、风险提示

- 1) 终端需求不及预期风险。2026 年起国补力度减弱，若整体消费不景气，行业大盘降速，可能影响公司收入。
- 2) 市场竞争加剧风险。空调行业头部效应明显，公司目前份额全球第五。若头部公司出现价格竞争，将对公司份额造成一定影响
- 3) 原材料进一步上涨风险。2026 年以来，铜、铝等大宗商品涨价明显，空调产品铜铝占比较高，利润可能会受到一定侵蚀。
- 4) 关税变动影响。2025 年以来，地缘政治变动加剧，公司外销占比在 50%以上，若变动进一步加剧，会影响公司经营稳定性。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	15783	21972	22875	24659	26864
现金及现金等价物	2908	6879	7171	7973	9117
交易性金融资产	0	1673	1673	1673	1673
其他短期投资	0	0	0	0	0
应收账款及票据	3968	2997	3123	3353	3599
其它应收款	1448	2074	2161	2320	2490
存货	5879	6431	6747	7195	7682
其他流动资产	1580	1918	1999	2146	2304
非流动资产	8388	9447	10032	10446	10610
长期投资	332	305	305	305	305
固定资产	4954	5855	6439	6853	7018
无形资产	1592	1872	1872	1872	1872
其他	1511	1415	1415	1415	1415
资产总计	24171	31419	32906	35105	37475
流动负债	18253	19620	20527	21875	23284
应付账款	10537	9633	10107	10778	11507
应交税金	416	127	127	127	127
短期借款	658	860	850	900	900
其他	6642	9000	9443	10070	10751
长期负债	2083	1841	1841	1841	1841
长期借款	896	603	603	603	603
其他	1187	1238	1238	1238	1238
负债合计	20335	21461	22368	23716	25125
股本	0	0	0	0	0
储备	3836	9958	10538	11389	12350
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	3836	9958	10538	11389	12350
负债及权益合计	24171	31419	32906	35105	37475

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2518	2887	2538	2907	3318
净利润	2910	2235	2264	2548	2872
折旧与摊销	561	649	703	774	823
营运资本变动	(987)	189	306	315	347
其他非现金调整	34	(186)	(735)	(730)	(725)
投资活动现金流	(208)	(4162)	(488)	(388)	(188)
资本性支出	(1030)	(1820)	(1300)	(1200)	(1000)
出售资产获得的现金	3	12	12	12	12
投资增减	20782	28603	0	0	0
其它	149	855	800	800	800
筹资活动现金流	(4521)	3473	(1759)	(1718)	(1986)
债务增减	(1166)	(125)	(10)	50	0
股本增减	499	3687	0	0	0
股利支付	3794	0	1684	1698	1911
其它筹资	(61)	(90)	(65)	(70)	(75)
其它调整	(7587)	0	(3367)	(3395)	(3822)
现金净增加额	(2195)	2145	292	802	1144

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总营业收入	29759	30049	31315	33614	36086
主营业务收入	29759	30049	31315	33614	36086
营业成本	23519	24389	25589	27289	29133
毛利	6240	5660	5726	6325	6954
营业支出	3264	3515	3539	3765	3969
营业利润	2977	2145	2187	2560	2984
利息支出	45	57	65	70	75
利息收入	0	0	0	0	0
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	618	797	800	800	800
非经常项目损益	0	5	5	5	5
除税前利润	3549	2890	2927	3296	3714
所得税	639	655	664	747	842
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	2910	2235	2264	2548	2872
EPS(元)	1.83	1.41	1.43	1.60	1.81

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业收入	20%	1%	4%	7%	7%
营业利润	9%	-28%	2%	17%	17%
净利润	17%	-23%	1%	13%	13%
获利能力					
毛利率	21.0%	18.8%	18.3%	18.8%	19.3%
净利率	9.8%	7.4%	7.2%	7.6%	8.0%
ROE	75.9%	22.4%	21.5%	22.4%	23.3%
ROIC	54.7%	19.9%	19.3%	20.2%	21.1%
偿债能力					
资产负债率	84.1%	68.3%	68.0%	67.6%	67.0%
净负债比率	6.4%	4.7%	4.4%	4.3%	4.0%
流动比率	0.9	1.1	1.1	1.1	1.2
速动比率	0.5	0.8	0.8	0.8	0.8
营运能力					
资产周转率	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0
存货周转率	5.5	4.0	3.9	3.9	3.9
应收账款周转率	6.9	5.7	6.0	6.1	6.1
应付账款周转率	2.8	2.4	2.6	2.6	2.6
每股资料(元)					
每股收益	1.83	1.41	1.43	1.60	1.81
每股经营现金	1.59	1.82	1.60	1.83	2.09
每股净资产	2.42	6.27	6.64	7.17	7.78
每股股利	0.00	1.06	1.07	1.20	1.36
估值比率					
PE	4.5	5.8	5.7	5.1	4.5
PB	3.4	1.3	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	7.1	8.2	8.0	7.1	6.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

- 强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上
- 增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间
- 中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

- 推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数
- 中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。