

## 中央空调撑起 7 成利润，3 成海外业务只够看热闹：集齐八大品牌，海信家电却无力召唤神龙！

导语：手握八大品牌：海信、容声、科龙、日立“HITACHI”、约克“YORK”、  
作者：市值风云 App：白猫

2018-23 年中国家电行业销售数据显示：国内家电市场需求疲弱、零售额整体呈下滑态势。

出海是破局的一大关键，2024 年 1-7 月，我国家用电器出口额达 4091.9 亿元，同比增长 18.1%，家用电器出口呈现出高速增长势头。

注：2020年出口数据品类不含彩电						
年度	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
家用电器内销零售额	1.90%	-2.20%	-9.20%	3.40%	-9.50%	1.70%
家用电器出口额	未见披露	未见披露	24.20%	14.10%	-10.90%	9.90%

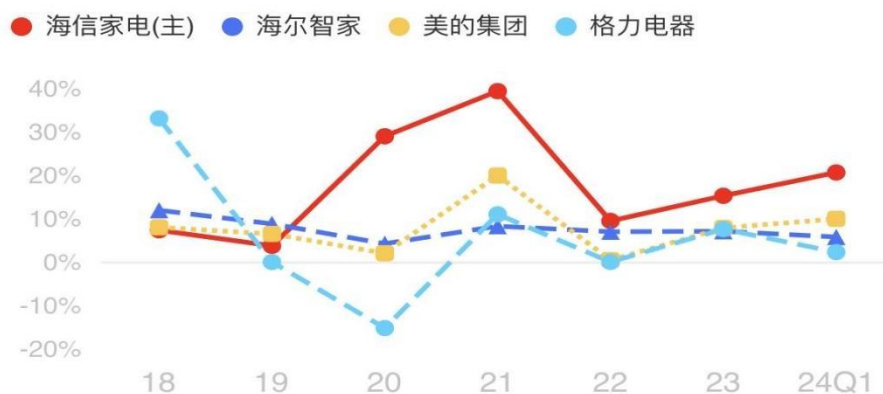
(来源：中国家用电器研究院、全国家用电器工业信息中心——中国家电行业年度报告,制图：市值风云 APP)

在内卷加剧的压力下，三大巨头的日子并不好过，2018-23 年三大白电巨头的营收 CAGR 均为个位数，其中主要依靠国内市场的格力仅为 0.5%。

尽管第一梯队的增长有所放缓，但令风云君惊讶的是，第二梯队代表海信家电 (000921.SZ) 竟实现了逆势增长。

**2018-23 年，海信家电的营收 CAGR 为 18.9%，2023 年海信家电的营收为 856 亿，今年一季度继续增长 20.9%，远快于三大白电巨头。**

2023 年美的集团营收为 3737 亿，海尔智家为 2614 亿，格力电器为 2050 亿。



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
●	7.6%	4.0%	29.2%	39.6%	9.7%	15.5%	20.9%
●	12.2%	9.0%	4.5%	8.5%	7.2%	7.3%	6.0%
●	8.2%	6.7%	2.3%	20.2%	0.7%	8.1%	10.2%
●	33.3%	0.2%	-15.0%	11.2%	0.3%	7.8%	2.5%

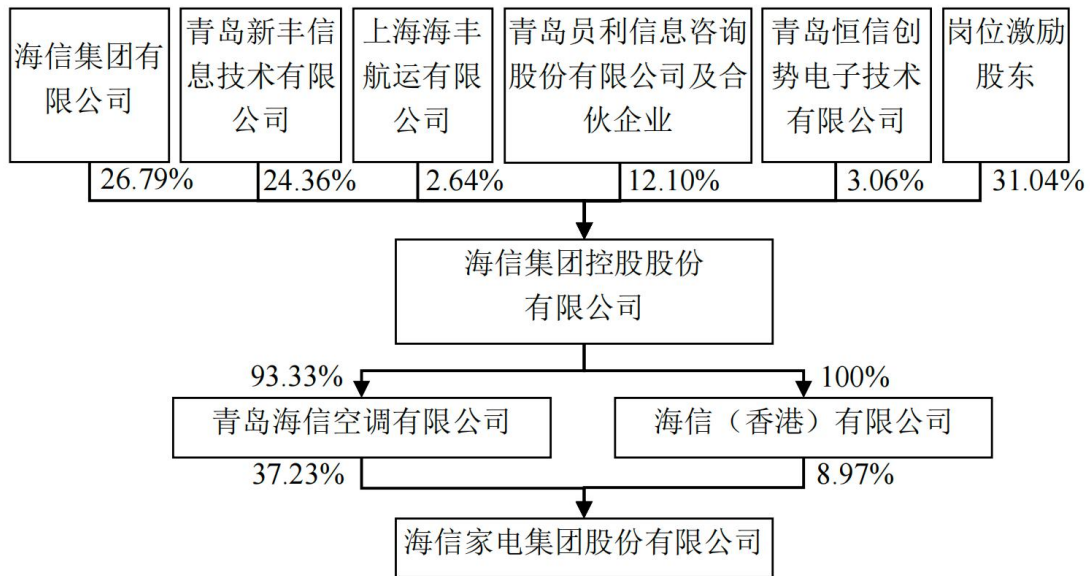
(来源: 市值风云 APP)

这中间到底发生了什么？在了解这个之前先来看公司的发展背景和基本情况。

## 一、海信日立并表，基建拉动市场

海信家电是一家地方国有企业，2020 年完成混改后，股权结构进一步分散，不存在实际控制人。截至 2024 年 8 月 6 日，控股股东青岛海信空调有限公司（以下简称“海信空调”）持股 37.2%。

海信家电同海信视像（600060.SH）是“兄弟”关系，控股股东都是海信集团控股股份有限公司（以下简称为“海信集团”）。



(来源：海信家电 2023 年报)

海信家电源于 2006 年海信空调收购的家电企业 ST 科龙, 2007 年科龙电器更名为海信科龙。2010 年海信空调又通过认购海信科龙定向发行股份的方式将其旗下的白电资产注入到海信科龙。2018 年公司更名为海信家电。

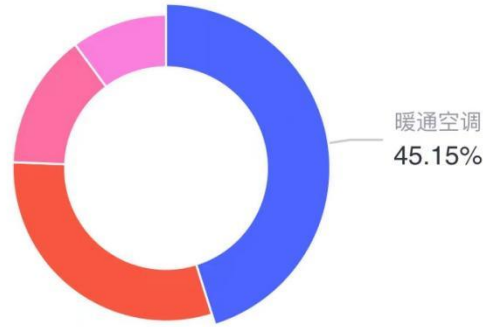
科龙电器前身是 1984 年创立的广东顺德珠江冰箱厂, 2005 年因前大股东涉嫌经济犯罪使得公司生产经营受到严重打击, 后被海信空调收购。

科龙昔日掌舵者顾雏军和那位白嫖空姐 3 年的郎姓教授的故事后来也成为我国资本市场的重大标志性案件, 被反复研究和提及。

郎教授那句“你惹火了一个文化人, 我要让你付出代价!” 时至今日仍旧回荡在风云君耳边, 随后他和空姐对簿公堂, 打赢了官司, 要回了钱财, 还倒赚 900 万, 让人直呼不愧是教授级操作, 可以写入法学院和商学院教科书。

咳咳, 先把瓜放一边.....公司产品简单概括为 3 个板块: 暖通空调、冰洗以及其他, 涵盖海信、容声、科龙、日立“HITACHI”、约克“YORK”、古洛尼“gorenje”、ASKO、三电这八个品牌。

暖通空调包含中央空调、家用空调, 冰洗包含冰箱、冷柜和洗衣机, 其他包含厨房电器、汽车空调压缩机以及汽车综合热管理系统等业务。



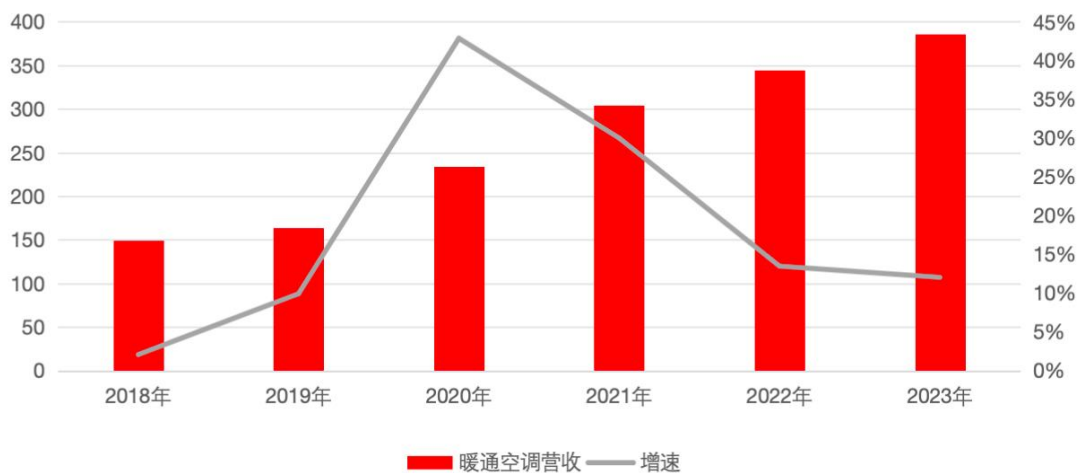
名称	营业收入	占比
● 暖通空调	386.52亿	45.15%
● 冰洗	260.70亿	30.46%
● 其他	122.37亿	14.30%
● 其他产品(计算所得)	86.41亿	10.09%

(来源: 市值风云 APP)

空调是公司营收最大增长引擎, 2018-23年, 空调营收 CAGR 为 21%, 2023年空调营收 387 亿, 占比 45.2%, 为第一大营收板块, 其中央空调增长明显, 家空增长较小。2023 年中央空调营收 387 亿, 家用空调营收约 165 亿。

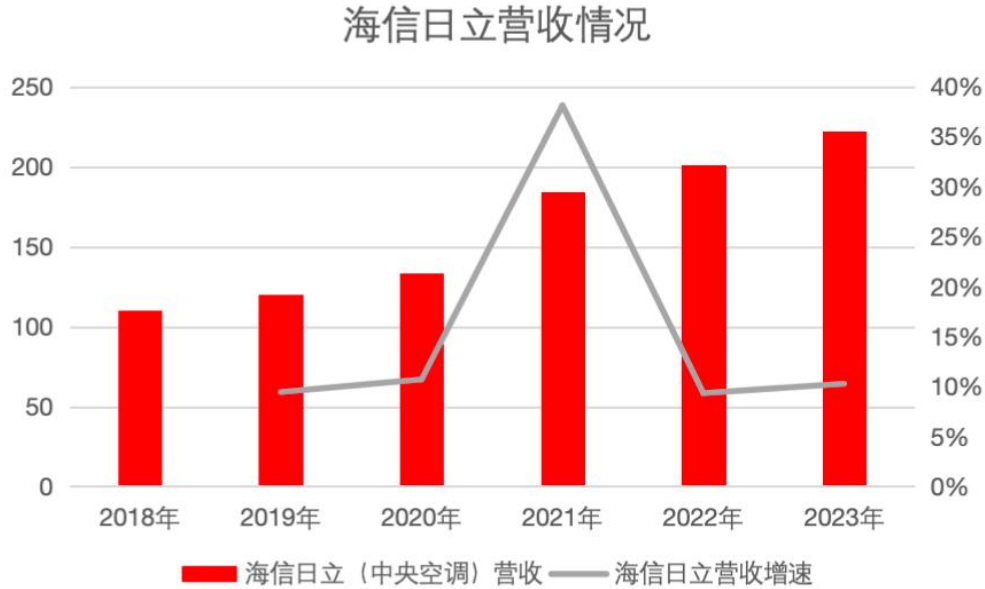
**2020 年, 公司空调营收大增 43%, 靠的是海信日立并表带来的增量, 海信日立负责生产经营中央空调, 2020 年海信日立营收 133 亿, 占当期空调营收的 57%。**

海信家电暖通空调营收 (亿元) 及增速



(来源: Choice 终端, 制图: 市值风云 APP)

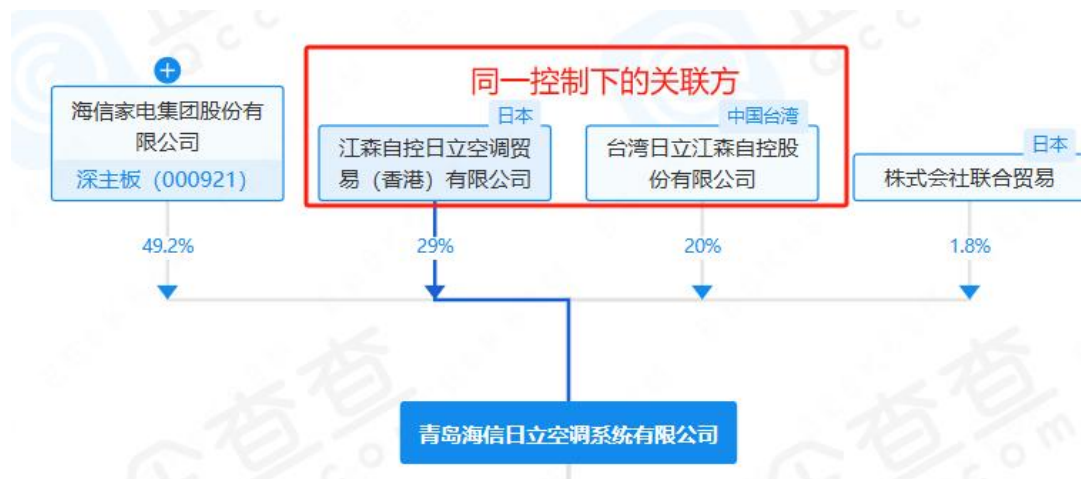
并表后的 2020-2023 年, 海信日立 4 年营收 CAGR 为 16.5%, 成长性不错。



(来源: 海信家电年报, 制图: 市值风云 APP, 2019 年 10 月开始并表)

海信日立成立于 2003 年, 是由海信集团与江森日立共同投资的合资公司。其中日立集团是一家全球 500 强的跨国集团, 在中央空调领域具备过硬的技术实力和品牌影响力, 借助海信的渠道、服务成功进入中国市场。

2019 年公司以 2500 万元人民币受让联合贸易持有的海信日立 0.2% 股权后, 持股比例上升至 49.2%, 由此当年 9 月 30 日海信日立才被纳入合并范围。



(来源: 企查查)

根据艾肯空调制冷网统计数据，2019 年度海信日立下的“日立”、“海信”、“约克”三个品牌多联机中央空调市场占有率合计位居行业第一，海信日立的并表直接提升了公司的资产规模和整体实力。

受房地产调控的影响，2018 年中央空调市场规模受家装零售市场低迷的影响出现增速放慢，2019-20 年连续下滑，但其中仍有一些细分市场成为增长亮点，这是公司中央空调营收能保持增长的一大原因。

2019-20 年主要受益于精装房政策的推进，精装修楼盘配套市场成为中央空调市场最大的增长亮点。

同时在中央空调非住宅应用领域，周期性小于住宅部分，与基建投资相关性更大，受益于医疗、轨道交通、数据中心、政府公建、文教娱乐等下游细分市场基建投资的增加持续增长，而且这些细分领域长期保持较高增长的确定性强。

来看，根据产业在线数据显示，2023 我国中央空调不含税销售收入为 1,429 亿元，同比增长 11%，其中内销占比约为 88%，过去 3 年复合增长率为 13%；中央空调应用领域主要分为住宅、商业、工业、公共建筑等，按业务类型分，ToB 业务销售占比在 70% 以上，2023 年年度收入规模超过千亿元，从产业发展来看，中央空调非住宅部分周期性要小于住宅部分，与基建投资更相关，政府公建、交通运输、数据中心、文教娱乐、医疗等下游细分领域仍保持着较好的增长态势，长期保持较高增长的确定性强；根据国家统计局数据显示，2023 年，国内电梯、自动扶梯及升降机的产量为 15

(来源：美的 2023 年报)

此外在双碳和新基建的背景下，高端制造、光伏、新能源等新兴产业规模的增长助推中央空调工装市场的增长。

在双碳和新基建背景下，国家持续加大对新兴产业的扶持，新兴产业助推工装市场增长，2023 年工装市场实现强劲反弹，规模同比增长 5.7%。工装市场逐渐向高端制造、数据中心、光伏、锂电、储能、新能源等新兴工业制造领域拓展，年内，全国公建项目投资增幅 8%，其中轨道交通增长近 10%，新兴工业制造领域迎来 18% 的高速增长。

(来源：海信家电 2023 年报)

到 2023 年，公司中央空调在行业内主要领域仍然占据优势。其中多联机中央空调是最主要的细分市场，2023 年占比 48.7%，行业市场规模同比提升 3.3%，2023 年公司的多联机市场份额在 20% 以上，市场地位领先。



此外近些年家装零售市场中的两联供表现优异，2023 年海信系两联供产品市占率提升至 20%以上。

家装零售市场受房地产市场疲软及需求减弱影响，2023年家装市场规模同比增长2.1%，仍面临一定挑战。同时，用户需求持续围绕“健康、舒适、节能、智能”方向迭代升级，改善型市场增长明显。两联供成为行业中增长最快的产品，增长率达14%，带动行业从中央空调向空调、地暖、净化、新风综合系统解决方案转型升级。

(来源：海信家电 2023 年报)

## 二、冰箱发力嵌入式，以价取胜

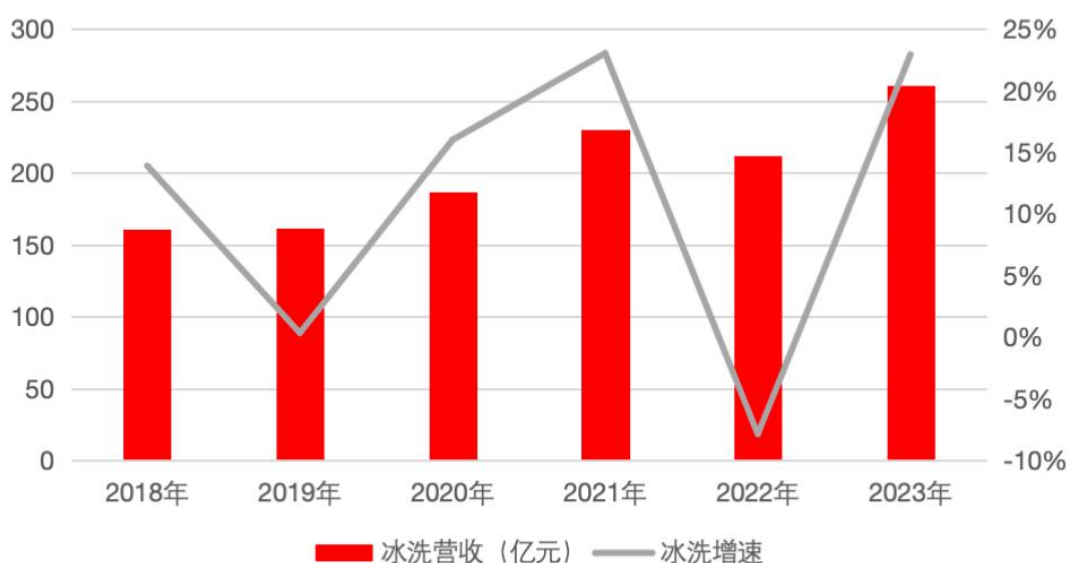
接着来看冰洗业务，2023 年营收 261 亿。公司未披露目前冰箱、冰柜、洗衣机各自权重，但从年报披露的侧重点来看，冰箱为主。

公司 2015 年披露冰洗营收合计 116 亿，而 2014 年冰箱营收就有 98 亿。

综合来看 2018-23 年，冰洗营收 CAGR 为 10%，整体增长态势良好，其中 2022 年，营收下降 8%，这一定程度和当年海外市场不景气有关。

2022 年受地缘政治引发能源危机、主要经济体通胀加剧、海外房地产景气度下行、渠道库存高企等因素影响，2022 年冰箱出口量下降 21.6%，洗衣机出口量下降 7.1%。

海信家电冰洗营收情况



(来源: Choice 终端, 制图: 市值风云 APP)

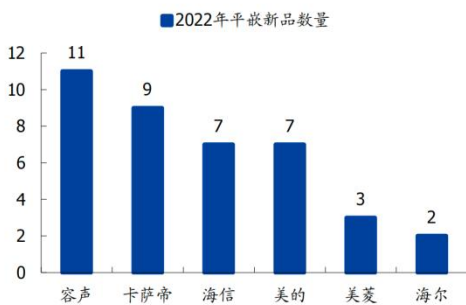
在高保有量、换新需求主导的市场格局下, 冰箱产品持续向高端化、平嵌化和家居场景化发展。

**其中嵌入式冰箱成为行业突破点, 此类产品溢价能力较大, 而相较同类竞品, 公司的嵌入式产品具备价格及容积率优势, 公司将此类冰箱作为产品结构升级的一大突破点。**

对大容量化、健康化的冰箱产品需求更加迫切。另外, 厨房场景下嵌入式冰箱产品亦成为冰箱行业溢价突破点。大容量、绿色节能、智能化、套细化、高端化产品仍是冰箱市场发展的趋势。同时, 冰冷市场细分

(来源: 海信家电 2022 年报)

图表 22: 海信平嵌新品数量位于行业第一



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

图表 23: 海信系嵌入式冰箱较同业性价比更高

基本参数	海信系	美的	美菱	海尔
产品名称	容声502一级零嵌超薄冰箱	薄锦缎白冰箱	无忧嵌503升超薄嵌入冰箱	461升白巧系列零嵌冰箱
价格	4999元	5539元	5148元	5149元
容积	502L	483L	503L	461L
尺寸	深600mm, 宽835mm, 高1920mm	深600mm, 宽836mm, 高1912mm	深599mm, 宽837mm, 高1912mm	深622mm, 宽830mm, 高1775mm
口碑	4.94	4.96	4.94	4.94

资料来源: 京东, 国盛证券研究所

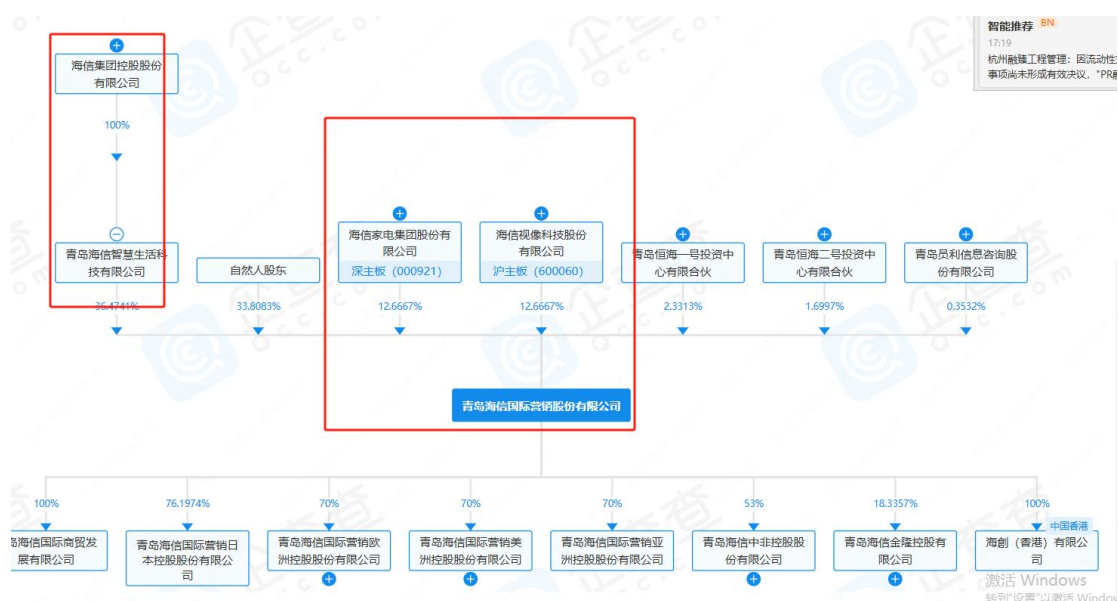
**因此公司平嵌概念冰箱线下市场份额得到提升。2023 年公司的容声冰箱引领嵌入式、高容积率、极致养鲜新趋势, 60CM 平嵌概念冰箱在线下市场零售量占比高达 36%, 稳居行业榜首。**

此外, 公司同步发力线上渠道, 2023 年公司冰箱在抖音、快手等新渠道规模同比提升 151%。

### 三、3 成以上海外营收, 毛利率个位数

出海方面, 海信集团最初也是做代工的, 2006 年开始转变思路, 通过联营公司——海信国际营销构建海外销售平台。海信国际营销的股东以海信系各公司为主, 通过在海外各地区设立分支机构开展具体业务。





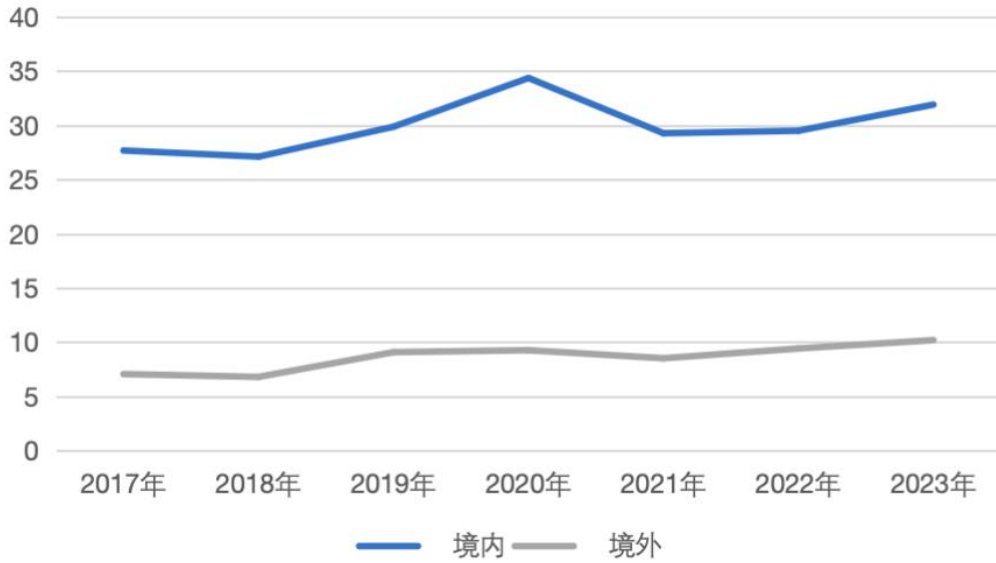
(来源：企查查)

常年看，海信家电有 3 成以上的营收来自境外，近两年在美洲及亚太地区加速扩张，2018-23 年境外营收 CAGR 为 21%，增长较快，2023 年境外营收 279 亿元，占比 33%，境内占比 57%。

但海外销售毛利率常年仅个位数，2023 年为 10%，和 10 年前没有差别，将近比境内毛利率低 22 个百分点，此外公司声称 2023 年海信自有品牌业务比例已超过 80%，可见就算卖的是自有品牌，也是一样便宜，含金量太低。

公司称由于境外业务是买断模式，不承担市场拓展费用，因此毛利率较低，再次说明公司在海外市场品牌地位较低，话语权弱。

境内、境外毛利率 (%)



(来源: Choice 终端, 制图: 市值风云 APP)

五、公司海外销售毛利为个位数，远低于国内水平，也远低于海尔等品牌的外销毛利率，主要原因是什么，未来公司打算采取哪些手段提高外销毛利率。

答：因销售模式不同，海信家电的海外业务为买断模式，不承担海外拓展费用，所以毛利率较低。公司将通过提升产品力、优化产品结构等措施，提升海外业务盈利能力。

(来源: 2022 年海信家电投资者关系活动记录表)

说到海外市场，就不得不提到公司对日本上市公司三电控股的收购。公司为了向新能源汽车产业延伸，2021 年以 13 亿元并购三电控股，产生商誉 0.9 亿，这也是当年公司营收增长近 40%的原因之一，目前持有三电控股约 75%的表决权。

三电控股是全球知名的汽车空调压缩机和汽车空调系统一级制造供应商，其车载空调压缩机 2019 年全球销量占有率排名第二，主营产品在新能源汽车得到大量应用，但三电在 2020 年经营就出现恶化、亏损。

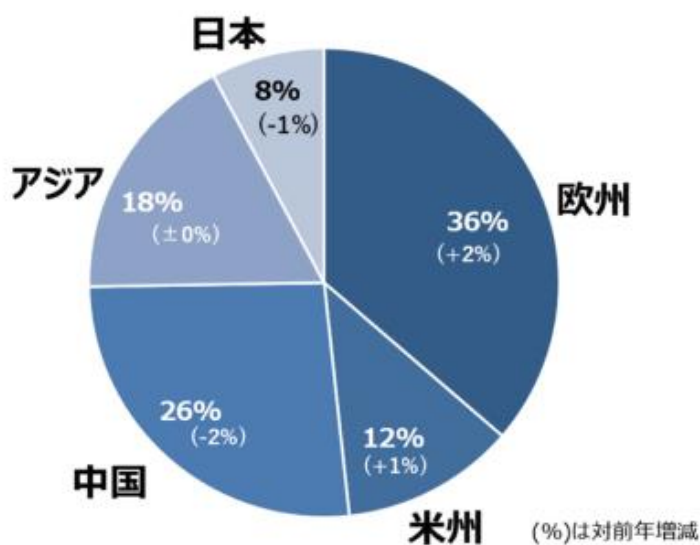
协议》”），本公司拟认购三电控股定向增发的股份。三电控股是全球领先的汽车空调压缩机和汽车空调系统一级制造供应商，因受新冠疫情全球蔓延等不利因素影响导致资金链紧张，为寻求商业转机，采用事业再生ADR程序（指日本企业根据日本法律法规向日本事业再生专业协会申请的特定企业复兴计划程序），通过公开程序选择投资方，并通过向投资方定向增发股份、向参与ADR程序的金融机构债权人（以下简称“ADR债权人”）申请债务（以下简称“ADR债务”）免除以及利用投资方提供连带责任担保等方式，获取经营与发展资金，稳固企业的持续经营和改善当前财务状况，并利用投资方的产业协同与互补，提升企业盈利能力并实现根本性改革。

项目	2019财年（2019年4月1日至2020年3月31日） （经审计）	最近一期（2020年4月1日至2020年12月31日） （未经审计）
营业收入	204,880	94,496
营业利润	-3,401	-9,697
净利润	966	-17,251
经营活动产生的现金流量净额	7,219	--

（来源：海信家电关于认购三电控股株式会社定向增发股份的公告）

2023年三电的汽车空调压缩机及综合热管理板块合计营收占公司总营收的10.6%，为90.5亿元，同期三电在中国市场营收占比为26%。

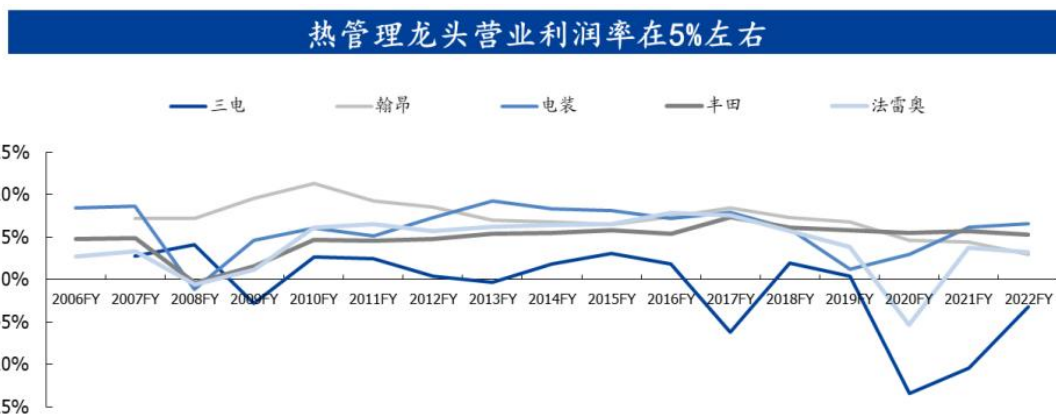
### ■地域別の構成



（来源：三电控股 2023 年报）

虽然 2023 年三电营收较 2021 年增长 50%，但还未扭转亏损态势，其官网预测 2024 年将继续亏损 16 亿日元，按当下汇率折算大概是 0.8 亿元。

从同行的情况来看，目前盈利水平都很低。全球热管理龙头的营业利润率仅在 5% 左右。国内的空调压缩机市场同样竞争激烈，北特科技 (603009.SH) 2022 年以及 2023 年的空调压缩机毛利率分别为 11.3%、7.6%。

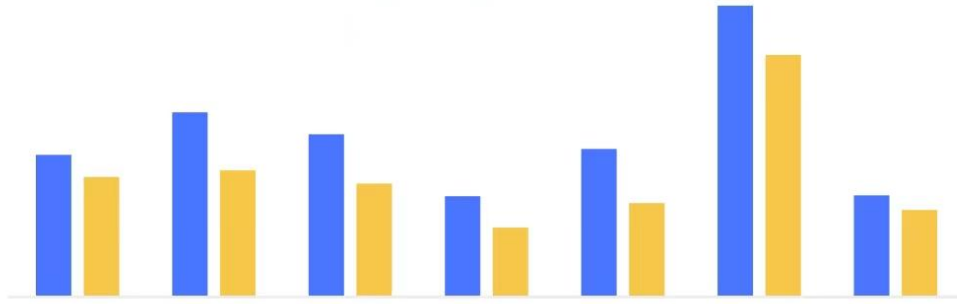


(来源：国盛证券)

#### 四、利润连续两年下滑后反弹，低基数下翻倍长

利润方面，2020-21 年，公司净利润连续下滑，2021 年归母净利润仅 9.7 亿，2022 年有所反弹但仍处于较低水平，2023 年归母净利润增长 98%，为 28.4 亿，今年一季度继续增长 59%。

● 归母净利润（元） ● 扣非归母净利润（元）



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
●	13.8亿	17.9亿	15.8亿	9.7亿	14.3亿	28.4亿	9.8亿
●	11.6亿	12.3亿	11.0亿	6.7亿	9.1亿	23.6亿	8.4亿

(来源：市值风云 APP)

**分业务来看，公司 2020-2021 年业绩下滑主要是受到家用空调和冰洗产品的拖累，此外还有三电的亏损因素。**

2019 年国内家用空调市场价格战异常激烈，部分产品市场均价大幅下滑，企业利润空间大幅压缩。

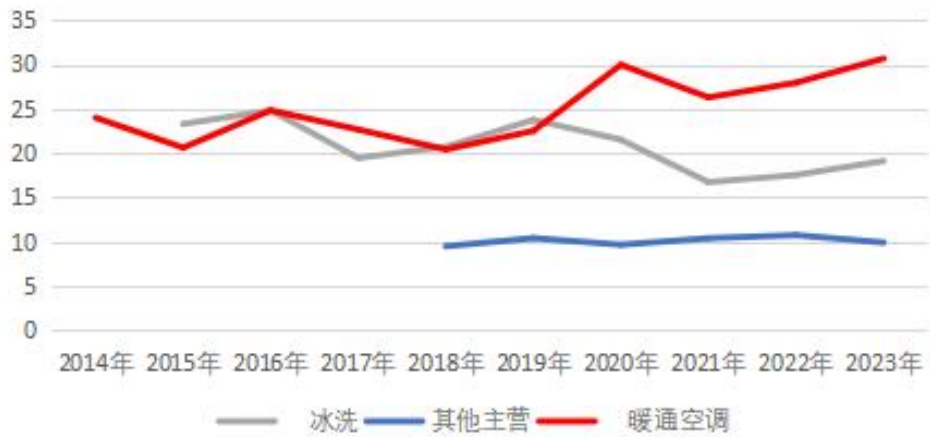
到 2020-21 年，公司空调业务竟然是亏损的，这中间还有一大原因来自大宗原材料铜、铝价格、海运费的上涨。公司的成本有 9 成以上来自原材料，所以冰洗的日子也不好过，从毛利率来看，2021 年起冰洗业务的毛利率下降至 20% 以下。

2022 年公司称通过在制造降费、供应链整合上发力，有效对冲了 2022 年大宗原材料带来的成本上涨影响，加上销售结构、渠道结构的改善，近两年毛利率以及净利率均有所回升。

**2023 年公司综合毛利率为 22%，净利率为 3.3%，这个净利率水平是差不多是海尔的 1/2，格力的 1/4，用外强中干来形容公司不为过。**

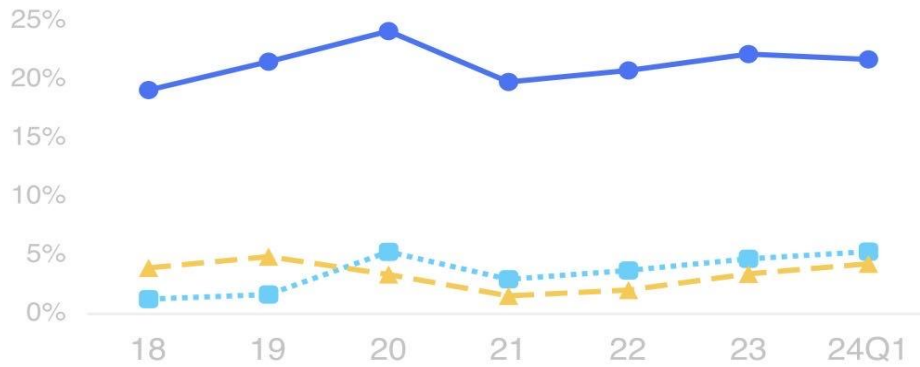
而从净利润贡献来看，公司中央空调竞争力较为显著，随着收入的增长，利润持续增长，2023 年海信日立净利润 32.4 亿元，占比 67.6%，撑起公司近 7 成利润。

毛利率 (%)



(来源: Choice 终端, 制图: 市值风云 APP)

● 毛利率 ● 经调整营业利润率 ● 净利率



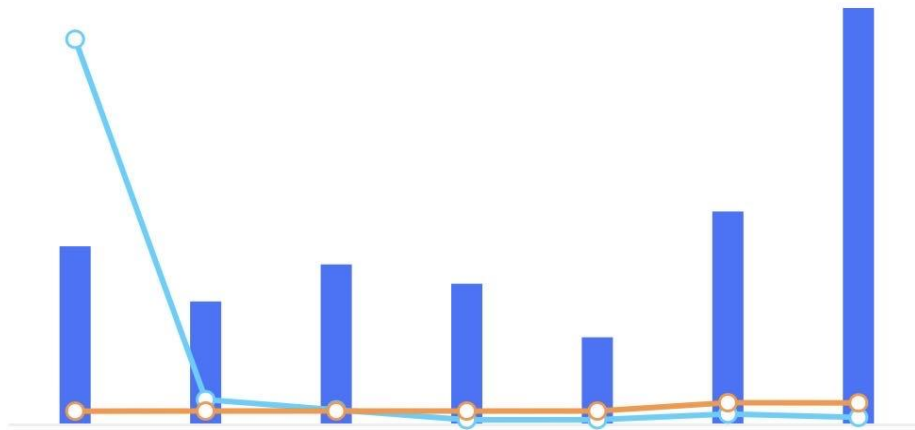
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
● 毛利率	19.0%	21.4%	24.0%	19.7%	20.7%	22.1%	21.6%
● 经调整营业利润率	1.2%	1.6%	5.2%	2.9%	3.6%	4.6%	5.2%
● 净利率	3.8%	4.8%	3.3%	1.4%	1.9%	3.3%	4.2%

(来源: 市值风云 APP)

公司上市 25 年, 累计分红募资比接近 2.3, 2022-23 年随着业绩的回升, 现金分红率为 50%。



● 现金分红 (元) ● 占自由现金流比重 ● 分红率

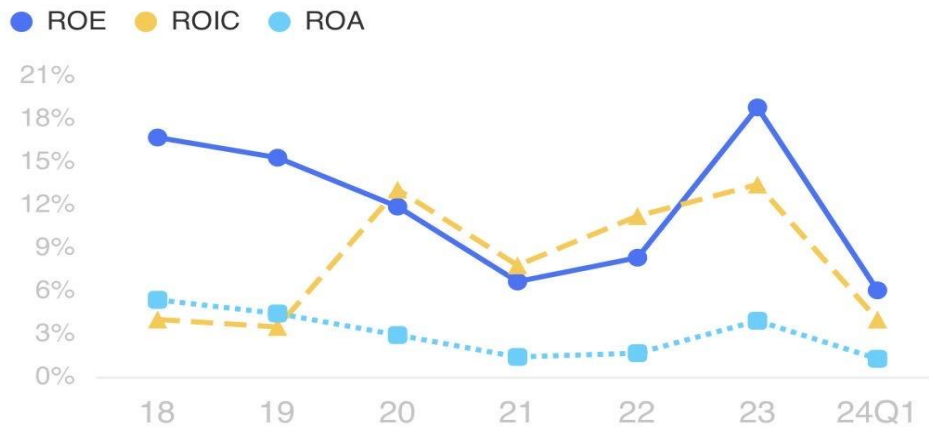


	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
● 6.0亿	6.0亿	4.1亿	5.4亿	4.7亿	2.9亿	7.2亿	14.1亿
● 924.8%	924.8%	57.4%	32.8%	8.8%	9.1%	22.8%	14.6%
● 29.7%	29.7%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	50.0%	49.6%

(来源: 市值风云 APP)

ROE 在 2021-22 年仅为个位数, 其他年度在 10%以上, 2023 年为 18.8%, 相当不错。

截至 8 月 19 日收盘, 公司的 PB 为 2.4 倍。



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
● ROE	16.7%	15.3%	11.8%	6.6%	8.3%	18.8%	6.0%
● ROIC	4.0%	3.5%	13.0%	7.8%	11.2%	13.4%	4.0%
● ROA	5.3%	4.4%	2.9%	1.4%	1.6%	3.9%	1.2%

(来源: 市值风云 APP)