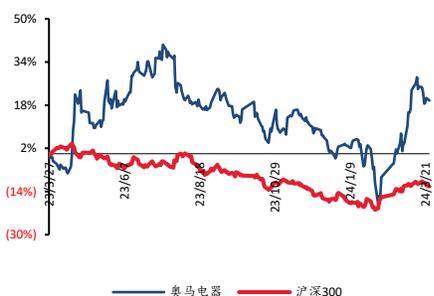


奥马电器：出口红利+以旧换新催化，冰冷 ODM 龙头整合 TCL 白电焕发新生

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	10.84/10.84
总市值/流通(亿元)	83.58/83.58
12个月内最高/最低价(元)	9.14/5.03

相关研究报告

<<奥马电器：2023Q4 业绩高增，战略整合 TCL 合肥家电深化协同>>—2024-03-24

证券分析师：孟昕

E-MAIL: mengxin@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190524020001

研究助理：赵梦菲

E-MAIL: zhaomf@tpyzq.com

一般证券业务登记编号：S1190124030006

研究助理：金桐羽

E-MAIL: jinty@tpyzq.com

一般证券业务登记编号：S1190124030010

报告摘要

一、公司介绍：厚积薄发精益求精，奥马电器回归冰箱主业。1) **发展历程：**奥马电器于2002年成立，专注于ODM出口，经历“双主业”模式探索，在TCL入主后完成业务互联网金融业务剥离，重新聚焦冰箱主业。2) **业务模式：**海外ODM出口龙头，国内ODM+OBM共同驱动，收购TCL合肥家电后或进行TCL品牌白电海外拓展。

二、行业分析：出口迎来新一波增长，新兴市场具备较大潜力。1) **行业规模：**全球冰冷市场规模稳健增长，2023年产量2.17亿台（同比+5.9%），销量2.08亿台（同比+4.6%）。2) **竞争格局：**全球冰冷市场海尔、惠而浦、三星份额领先；国内集中度较高，海尔、美的、海信CR3 72.2%。3) **细分市场：**海外新兴市场需求增长较快，国内冰箱消费需求升级带动行业增长。

三、奥马电器：出海需求+少数股权回购+TCL合并，把握公司成长的三条逻辑线。1) **短期：a) 出海：**冰箱行业出海需求较为旺盛，公司作为ODM头部企业有望享受行业增长红利，叠加红海事件催化渠道补库存需求，或引领短期成长。**b) 内销：**新一轮“以旧换新”或拉动内销市场TCL及奥马自主品牌增长。2) **中期：**少数股权回购有望增厚公司业绩，维持对重大经营决策的实际控制。3) **长期：**收购TCL合肥家电，有望复刻家电行业国企海信系、长虹系改革逻辑，实现降本增效；奥马生产赋能TCL白电出海，或可在拉美等市场挖掘成长机遇。

投资建议：奥马电器主要品类冰箱出海需求旺盛，TCL并表后降本增效有望实现底部反转，TCL品牌白电品类出海有望把握新兴市场机遇实现增长。我们预计，2024-2026年公司归母净利润分别为8.76/10.05/12.87亿元，对应EPS分别为0.81/0.93/1.19元，当前股价对应PE为9.58/8.35/6.52倍。维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险、汇率波动风险、少数股权回购风险等、宏观经济因素波动风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	15,180	16,877	18,876	21,236
营业收入增长率(%)	30.15%	11.18%	11.84%	12.50%
归母净利润(百万元)	787	876	1,005	1,287
净利润增长率(%)	69.37%	11.34%	14.74%	28.08%
摊薄每股收益(元)	0.73	0.81	0.93	1.19
市盈率(PE)	9.05	9.58	8.35	6.52

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 公司介绍：厚积薄发精益求精，冰箱出口龙头再启航.....	4
(一) 发展历程：廿二年秉持初心，聚焦冰箱奋力行	4
(二) 主营业务：出口 ODM 为主，专注家用冰箱冰柜研发制造.....	5
(三) 财务分析：回归主业+行业出口利好，公司盈利能力明显改善.....	6
二、 行业分析：出口迎来新一波增长，新兴市场具备较大潜力	9
(一) 行业规模：全球冰冷市场规模稳健增长，中国市场为主要生产/消费市场.....	9
(二) 竞争格局：全球冰冷市场海尔、惠而浦、三星份额领先，国内集中度较高.....	10
(三) 细分市场：海外新兴市场需求增长较快，国内冰箱消费需求升级带动行业增长.....	11
三、 奥马电器：出口+少数股权回购+TCL 家电合并，三条逻辑线看公司不同阶段增长动力	15
(一) 短期：冰箱行业出口红利+外部因素催化渠道补库存+新一轮“以旧换新”，ODM 龙头企业有望充分受益.....	15
(二) 中期：少数股权回购维持经营稳定，有望进一步增厚利润	19
(三) 长期：收购 TCL 合肥家电进一步协同，白电出海开启新篇章	20
四、 盈利预测与估值	22
(一) 关键假设	22
(二) 盈利预测与估值	24
五、 风险提示.....	25

图表目录

图表 1: 奥马电器发展历程.....	5
图表 2: 奥马电器专注冰冷产销.....	6
图表 3: 2023 年公司收入为 151.80 亿元 (+30.15%).....	7
图表 4: 境外业务营收是公司的主要收入来源, 2023 年占公司营收的 67.44%.....	7
图表 5: 2022 年归母净利润扭亏为盈, 2023 年同比高增 (+69.37%).....	8
图表 6: 2023 年毛、净利率双升, 分别为 23.68/10.13% (追溯后同比+3.77/1.91pct).....	8
图表 7: 2023 年全球冰冷市场零售额同比增长 3.04%.....	9
图表 8: 2023 年全球冰冷市场零售量小幅下降 0.58%.....	9
图表 9: 2023 年中国冰冷市场产量增长 13.3%.....	10
图表 10: 2023 年中国冰冷市场出口增幅大于内销.....	10
图表 11: 2023 年中国冰冷市场零售额增长 1.67%.....	10
图表 12: 2023 年中国冰冷市场零售量增长 0.19%.....	10
图表 13: 2023 年全球冰冷市场以海尔、惠而浦、三星等家电龙头为主.....	11
图表 14: 2023 年中国冰冷市场以海尔、美的、海信等白电龙头为主.....	11
图表 15: 2023 年亚太/北美/西欧为全球冰冷主要市场.....	12
图表 16: 2023 年非洲市场同比增长达 25.9%.....	12
图表 17: 2023 年非洲/俄罗斯/巴西冰冷同比增长 30%/31.3%/24.6%.....	12
图表 18: 2023 年中国冰箱市场消额/销量分别同比增长-2.8%/+6.3%.....	13
图表 19: 线上均价同比上移 4.6%.....	13
图表 20: 线下均价同比上移 5.6%.....	13
图表 21: 欧洲、亚洲、北美为冰箱冷柜主要出口市场.....	14
图表 22: 出口巴西/非洲等新兴市场实现较大幅度增长.....	14
图表 23: 2024M1 我国冰箱出口 395.8 万台 (+32.9%).....	15
图表 24: 欧洲为公司出口的第一大市场, 收入占比 23%.....	16
图表 25: 公司在德国、法国、意大利、波兰、西班牙五大欧洲冰箱出口市场中排名居首.....	17
图表 26: 上轮以旧换新明显驱动成长, 新一轮政策有望拉动存量更新.....	18
图表 27: 2024M3 冰箱内销排产同比增长 12.2%.....	18
图表 28: 以旧换新测算 (利用更新比例与需求价格弹性交叉检验, 我们判断政策周期为 3 年时年均拉动冰箱销量增长 739-924 万台, 政策落地共拉动冰箱销量增长 2217-2772 万台).....	19
图表 29: 2019 年奥马电器将冰箱子公司 49% 的股权出售.....	20
图表 30: 2019 年 TCL 完成资产重组.....	21
图表 31: 收入预测表.....	23
图表 32: 可比公司估值表.....	24

一、公司介绍：厚积薄发精益求精，冰箱出口龙头再启航

厚积薄发精益求精，奥马电器回归冰箱主业。公司成立于 2002 年，成立之初专注于 ODM 出口，经历“双主业”模式探索，在 TCL 入主后完成业务互联网金融业务剥离，重新聚焦冰箱主业。**业务范围方面**，公司自成立以来专注于家用冰箱、冷柜的研发与制造，依托资深管理团队，在研发技术、产品品质等方面均保持行业领先水平。**业务模式方面**，海外采用 ODM 模式，国内 ODM+OBM 共同驱动，收购 TCL 合肥家电后或进行 TCL 品牌白电海外拓展。**行业地位方面**，至 2024M3 公司全球累计销量超 1 亿 2 千万台，是全球冰箱产销 4 强企业、全球冰箱前 5 大经销商、中国冰箱出口冠军企业。

（一）发展历程：廿二年秉持初心，聚焦冰箱奋力行

廿二年秉持初心，奥马电器聚焦冰冷主业，收购 TCL 合肥家电再迎发展机遇。自 2002 年蔡拾贰先生与志同道合的同业者创立奥马起，从冰箱代工业务到 ODM+OBM 共同拓展，TCL 收购再次注入新活力，我们将奥马电器的发展历程划分为 ODM 出口（2002-2015 年）、双主业经营（2015 初-2020 年末）、TCL 赋能（2021 年-至今）3 个阶段：

第一阶段：ODM 出口（2002-2015 年）：从 0 到 1，奥马发力欧洲市场。2002 年 10 月 55 岁的蔡拾贰先生与志同道合的同业者另起炉灶创立奥马，2003 年 5 月奥马第一分厂成立，2003 年 10 月奥马第一台冰箱下线。2008 年起，奥马冰箱保持出口欧洲第一；2009 年起，奥马冰箱出口全球第一。2012 年 4 月，奥马电器登陆深圳证券交易所上市，步入资本市场为业务发展提供动力。以制造能力为基，管理团队丰富产业经验为翼，奥马冰箱出口龙头地位不断稳固。

第二阶段：双主业经营（2015-2021 年）：冰箱产销+互联网金融，开启双主业模式。原京东副总裁赵国栋入主奥马电器，拓展互联网金融业务，开启奥马双主业时代。受政策影响，2018H2 以来奥马电器互联网金融业务较大幅度下滑，公司面临短期经营困境。

第三阶段：TCL 赋能（2021 年-至今）：剥离风险事项，深度绑定 TCL，聚焦冰箱主业再启航。2021 年 5 月，奥马电器的控股股东变更为 TCL 家电集团，实际控制人变更为李东生先生。2021 年，奥马电器公司完成互联网金融业务中止、资产剥离。顺应行业发展趋势，公司全力推动冰箱主业发展，TCL 家电提供支持，奥马电器现金流困难纾解，经营质量显著提升。2023 年 10 月，公司与实业控股、合肥家电签署股权转让协议，收购 TCL 家电冰洗业务，未来有望持续协同。

图表1：奥马电器发展历程



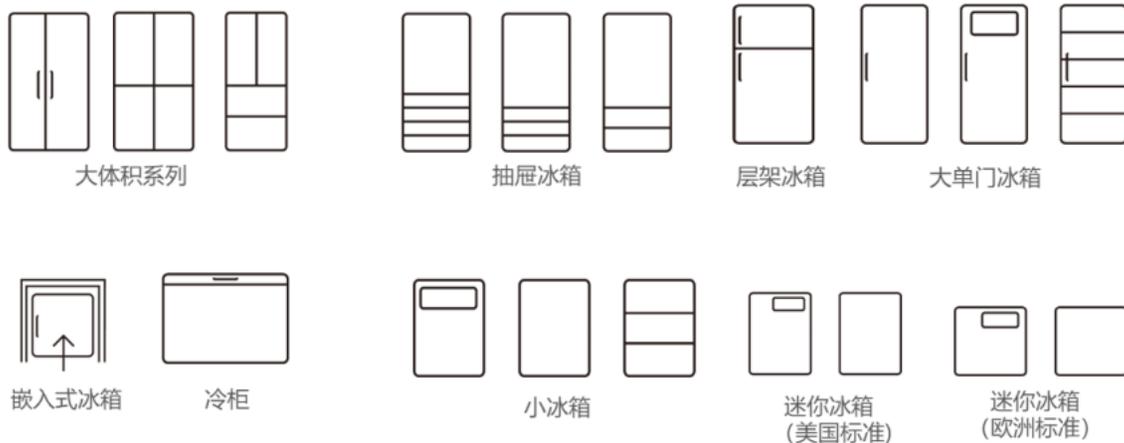
资料来源：公司官网，太平洋证券整理

（二） 主营业务：出口 ODM 为主，专注家用冰箱冰柜研发制造

以出口 ODM 业务为主，专注冰冷研发生产。业务范围方面，公司自成立以来专注于家用冰箱、冷柜的研发与制造，拥有覆盖大体积系列、抽屉冰箱、层架冰箱、大单门冰箱、嵌入式冰箱、冷柜、小冰箱等冰箱产品的丰富矩阵。业务模式方面，公司在海外市场采用 ODM 模式，以欧洲为主战场，收购 TCL 合肥家电后或进行 TCL 品牌白电海外拓展。国内则有 ODM+OBM 共同驱动，2007 年正式以自主品牌“Homa 奥马”进入国内家电市场。目前在全国设立 30 多个省级销售管理中心，拥有 5200 多家经销商，以及遍布全国的售后服务网络。

长期代工积累了丰富的研发经验，强劲的产品力为巩固代工龙头优势及自主品牌建设奠定基础。截至 2022 年，奥马研发人员超过 700 名，国家授权专利超过 410 项，获得 300 多项资质认证，2021 年研发投入 3.6 亿元，2022 年研发投入 3.2 亿元，研发投入强度业内领先。2021 年 TCL 入主为奥马带来了流动性、物流体系资源与客户业务体系支撑。公司 2023 年产品结构持续优化、产品质量稳步提升，强大的产品力及不断优化的经营体系为长期发展奠定良好基础。

图表2：奥马电器专注冰冷产销

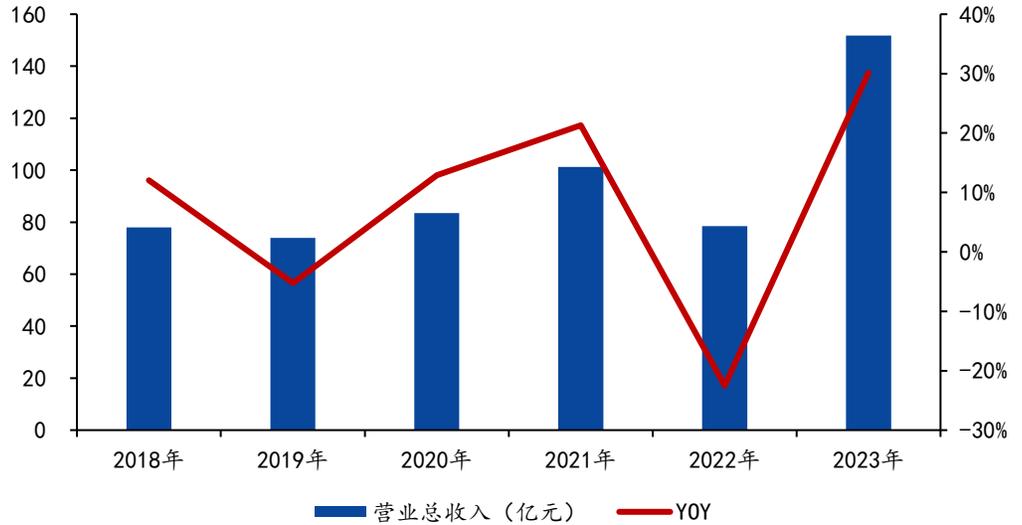


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(三) 财务分析：回归主业+行业出口利好，公司盈利能力明显改善

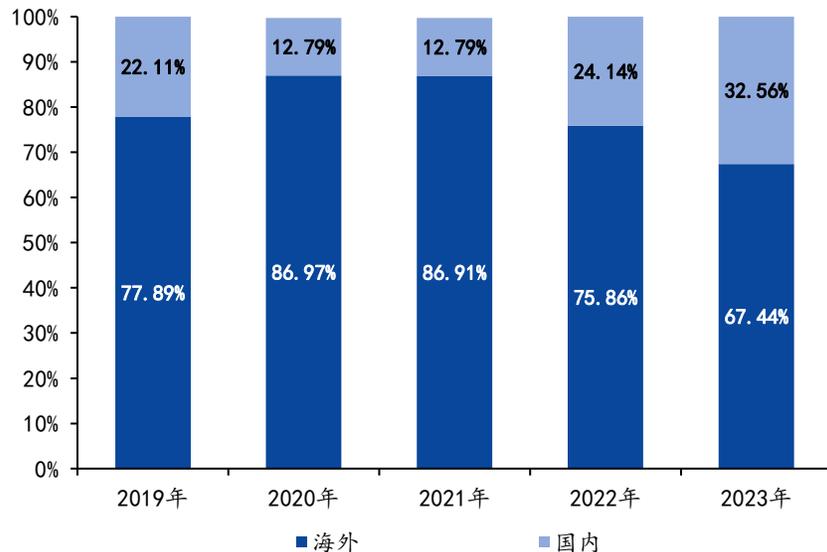
收入端：1) 从整体来看，公司收入整体趋势向好，2022 年受俄乌冲突、全球通胀等外部环境影响，公司收入短期承压，营业收入 78.43 亿元（-22.52%），但仍高于疫情前水平，2023 年公司收入 151.80 亿元（合并 TCL 追溯调整后同比+30.15%）。2) 分主体看，2023 年奥马冰箱/TCL 合肥家电营收分别约 109.34/43.66 亿元，分别同比+39.41%/+12.40%，均实现快速增长。3) 分地区看，公司收入以海外为主，2023 年海外/国内营收分别为 102.38/49.42 亿元，分别同比+51.95%/+0.33%，海外收获高增；2023 年海外/国内分别占比 67.44%/32.56%，国内占比提升主系收购 TCL 所致，其业务以自主品牌内销为主，未来国内外有望双轮驱动成长。（注：2023Q4 奥马电器发生非同一控制下的企业合并，进行追溯调整，2023A 的营收/归母净利润及同比数据均按调整后的口径计算）

图表3：2023 年公司收入为 151.80 亿元 (+30.15%)



资料来源：同花顺，太平洋证券整理

图表4：境外业务营收是公司的主要收入来源，2023 年占公司营收的 67.44%

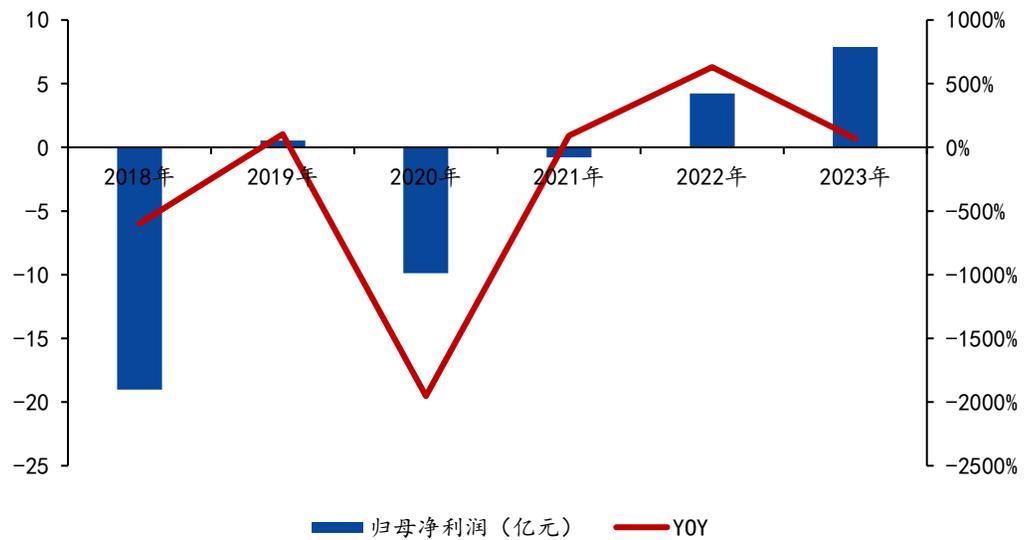


资料来源：同花顺，太平洋证券整理

利润端：2022 年公司业绩逐步扭亏为盈，盈利能力持续改善。1) 自 2021 年 TCL 入主以来，奥马电器亏损明显下降，2022 年扭亏为盈，2023 年实现归母净利润 7.87 亿元（同比+69.37%）。2) 受益于原材料和海运费回落及市场需求提振，叠加公司发力中高端市场产品结构改善、降本增

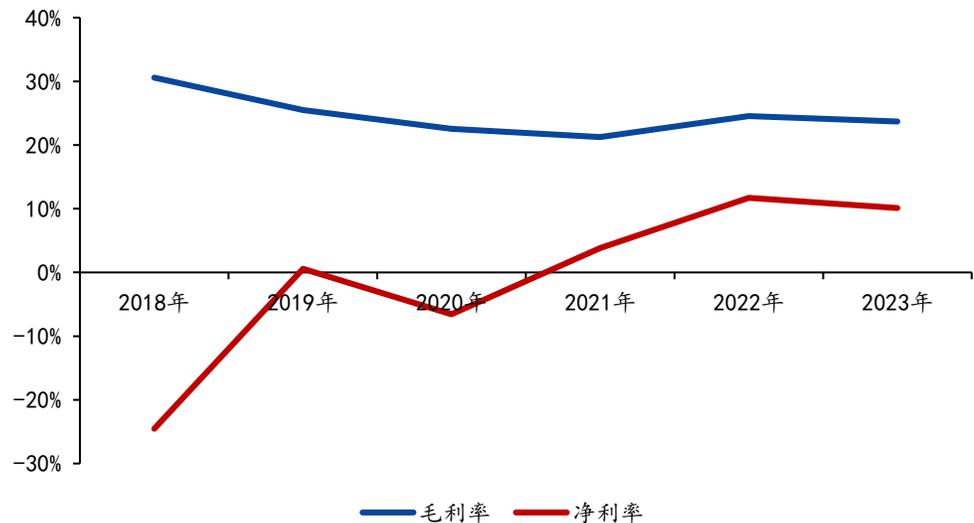
效运营效率提升及同期低基数等多重因素，2023 年公司毛/净利率为 23.68/10.13%，（考虑 TCL，追溯后）分别同比+3.77/1.91pct，盈利能力持续改善。

图表5：2022 年归母净利润扭亏为盈，2023 年同比高增（+69.37%）



资料来源：同花顺，太平洋证券整理

图表6：2023 年毛、净利率双升，分别为 23.68/10.13%（追溯后同比+3.77/1.91pct）



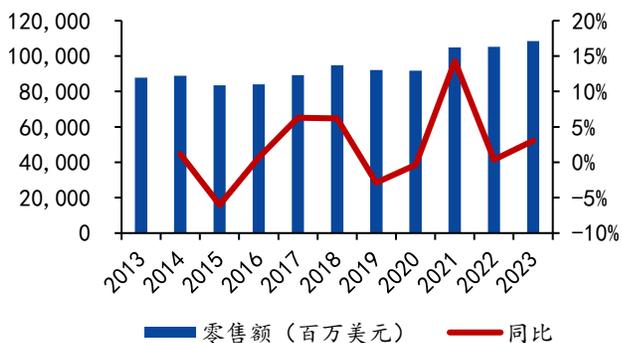
资料来源：同花顺，太平洋证券整理（注：图中选择实际披露数据，即 2022 年不考虑 TCL；但为保证数据可比性，毛、净利率同比数据以追溯后口径计算）

二、 行业分析：出口迎来新一波增长，新兴市场具备较大潜力

(一) 行业规模：全球冰冷市场规模稳健增长，中国市场为主要生产/消费市场

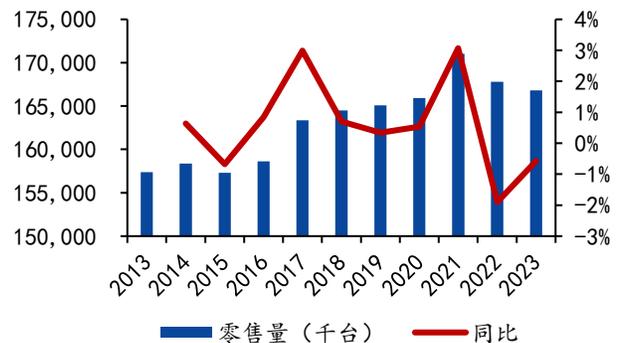
全球：行业规模稳健增长，冰冷单价有所上升。产销方面，2023 年全球冰箱冷柜产量为 2.17 亿台（同比+5.9%），销量为 2.08 亿台（同比+4.6%），产销规模实现恢复性增长。零售方面，2023 年全球冰箱冷柜市场实现零售额 1084.58 亿美元（同比+3.04%）；实现零售量 1.67 亿台（同比-0.58%），行业规模平稳增长。2013-2023 十年零售额 CAGR 为 2.14%，零售量 CAGR 为 0.58%，行业整体增长较为稳健，冰冷单价有所提升。

图表7：2023 全球冰冷市场零售额同比增长 3.04%



资料来源：欧睿国际，太平洋证券整理

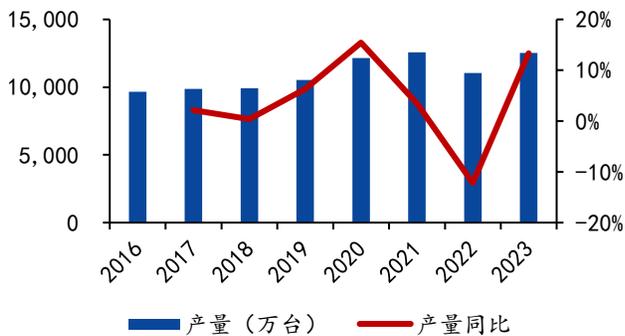
图表8：2023 全球冰冷市场零售量小幅下降 0.58%



资料来源：欧睿国际，太平洋证券整理

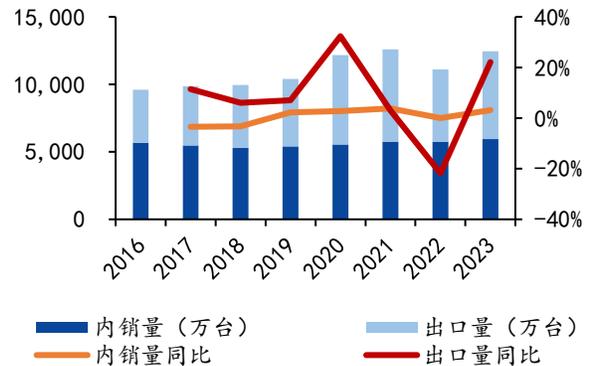
中国：冰冷市场 2023 产销同比双增，出口好于内销，零售额稳定增长。产销方面，2023 中国冰箱冷柜行业产量为 1.25 亿台（同比+13.3%），销量为 1.25 亿台（同比+12.2%），产销同比均实现双位数增长。其中，内销市场受促销政策影响同比小幅增长 3.1%，出口市场增长 22.1%，出口增幅大于内销。零售方面，2023 年中国冰冷市场实现零售额 216.22 亿美元（同比+1.67%）；实现零售量 4460.56 万台（同比+0.19%），销量、销额均稳定增长。2013-2023 十年零售额 CAGR 为 -0.32%，零售量 CAGR 为 -1.56%，存量市场下行业规模基本保持稳定。

图表9：2023 中国冰冷市场产量增长 13.3%



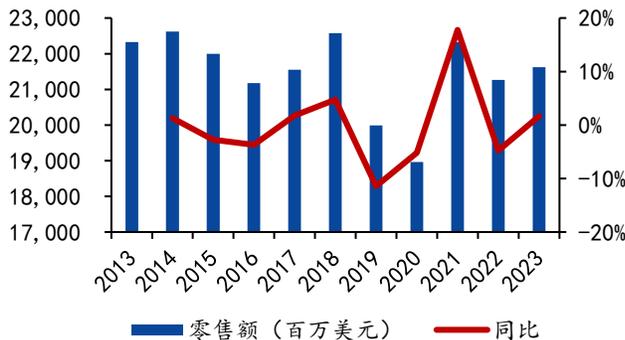
资料来源：产业在线，太平洋证券整理

图表10：2023 中国冰冷市场出口增幅大于内销



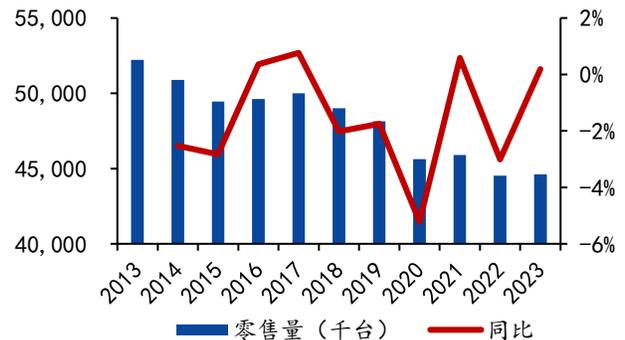
资料来源：产业在线，太平洋证券整理

图表11：2023 中国冰冷市场零售额增长 1.67%



资料来源：欧睿国际，太平洋证券整理

图表12：2023 中国冰冷市场零售量增长 0.19%



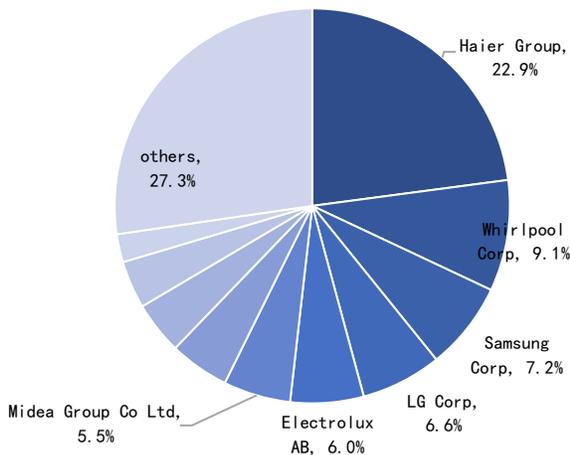
资料来源：欧睿国际，太平洋证券整理

(二) 竞争格局：全球冰冷市场海尔、惠而浦、三星份额领先，国内集中度较高

全球冰冷市场海尔、惠而浦、三星份额领先，国内市场集中度较高，海尔、美的、海信 CR3 达 72.2%。1) 全球：根据欧睿数据，2023 年冰冷市场以海尔、惠而浦、三星等家电龙头为主，CR 5 为 51.8%。2) 中国：冰冷市场以海尔、美的、海信等白电龙头为主；2023 年国内冰冷市场 CR 5

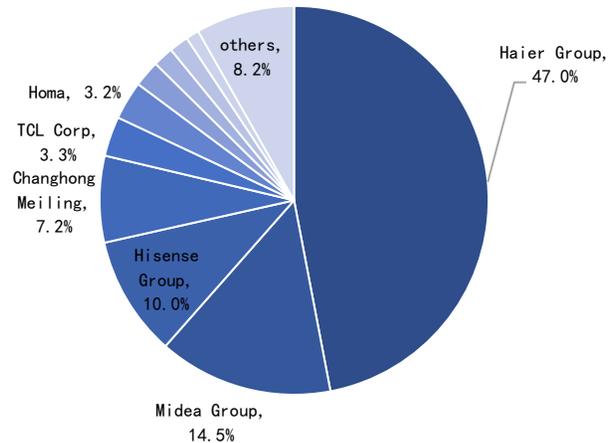
为 82.7%，其中海尔、美的、海信三巨头占比达 72.2%，行业集中度较高。

图表13：2023 年全球冰冷市场以海尔、惠而浦、三星等家电龙头为主



资料来源：欧睿国际，太平洋证券整理

图表14：2023 年中国冰冷市场以海尔、美的、海信等白电龙头为主



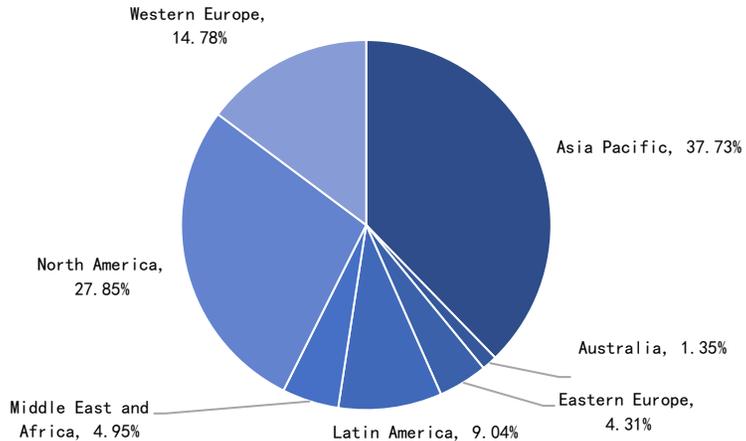
资料来源：欧睿国际，太平洋证券整理

(三) 细分市场：海外新兴市场需求增长较快，国内冰箱消费需求升级带动行业增长

➤ 全球产销分布

亚太/北美/西欧为主要市场，中国市场产量/消费分别为全球 58/20%。根据欧睿数据，2023 年亚太/北美/西欧零售额市场份额分别为 37.73/27.85/14.78%，为冰箱冷柜主要市场。产销方面，中国冰冷市场产量占全球 57.71%，销量占比 60.01%，为全球最大的冰冷生产商；零售方面，中国市场零售额占比达 19.99%，在全球消费市场中占据较大份额。

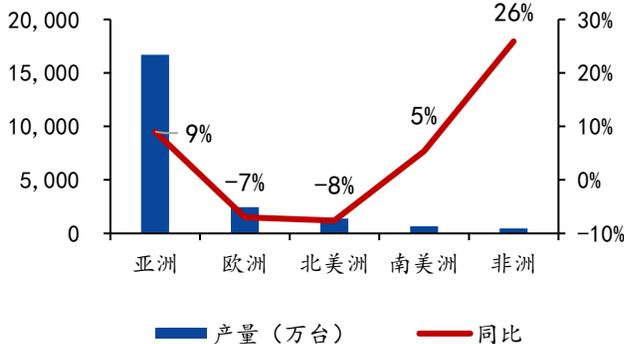
图表15：2023 年亚太/北美/西欧为全球冰冷主要市场



资料来源：欧睿国际，太平洋证券整理

新兴市场快速发展空间广阔，非洲/亚太市场有望持续增长。2023 年冰箱冷柜市场中亚洲市场占据最大份额，总产量为 16695 万台，在中印两国的增长驱动下同比增长 9%；非洲市场同比增长达 25.9%，实现快速增长。2023 非洲/俄罗斯/巴西冰冷销售规模分别同比增长 30+/31.3/24.6%，消费需求较为强劲。北美、欧洲等传统市场受高通胀及货币紧缩政策影响，产量同比小幅下滑，总体消费有待提振。

图表16：2023 非洲市场同比增长达 25.9%



资料来源：产业在线，太平洋证券整理

图表17：2023 非洲/俄罗斯/巴西冰冷同比增长 30+/31.3/24.6%



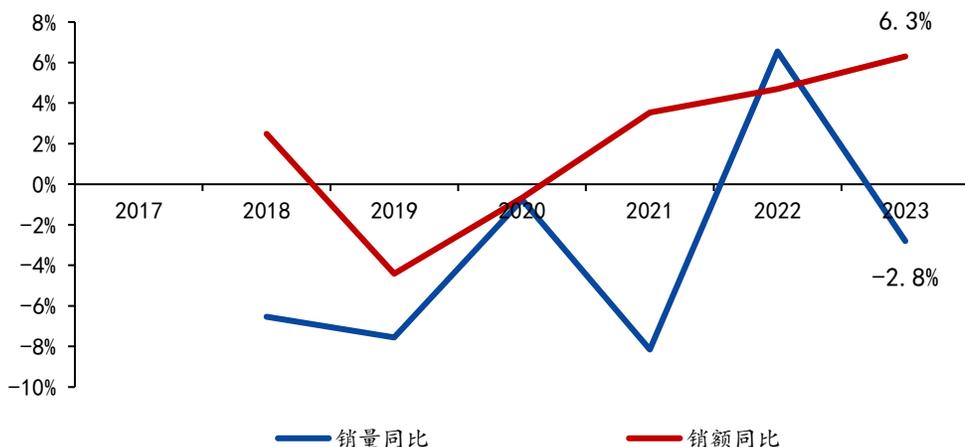
资料来源：产业在线，太平洋证券整理

➤ 中国内销与出口

国内市场出口好于内销，内销市场受促销费政策影响同比小幅增长 3.1%，出口市场增长 22.1%，增速较快。消费需求升级拉动内销增长，南美/非洲等新兴市场需求增长拉动出口增速提升。

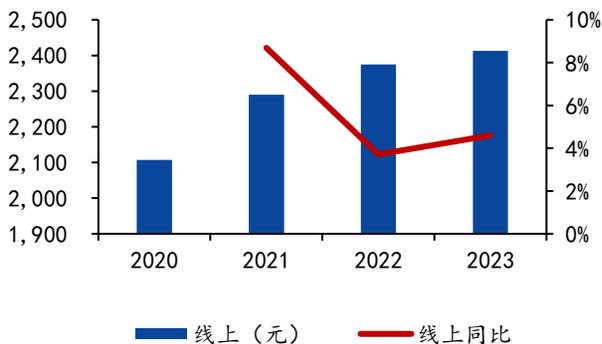
内销：全渠道均价同比上移，消费需求升级、产品结构持续优化。2023 中国冰箱市场消额/销量分别同比增长-2.8/+6.3%，销售额增长显著大于销售量，体现出冰箱市场在存量期下消费需求与产品结构升级的特点。同时，2023 年冰箱市场线上/线下均价同比上移 4.6/5.6%，全渠道均价上移。

图表18：2023 中国冰箱市场消额/销量分别同比增长-2.8/+6.3%



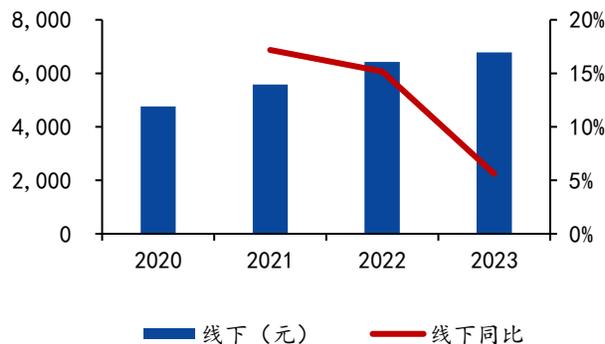
资料来源：产业在线，太平洋证券整理

图表19：线上均价同比上移 4.6%



资料来源：产业在线，太平洋证券整理

图表20：线下均价同比上移 5.6%



资料来源：产业在线，太平洋证券整理

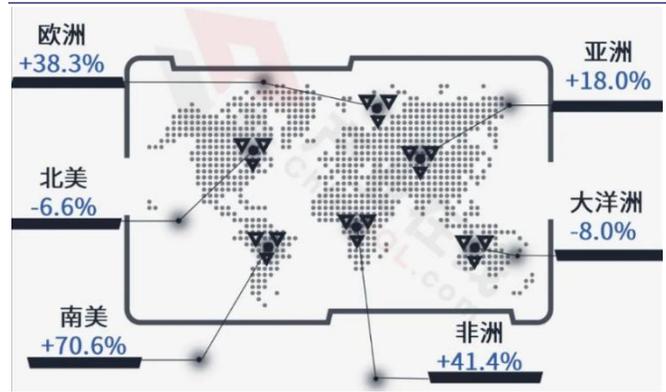
出口：出口市场增长较快，南美/非洲等新兴市场需求增长迅速。根据产业在线数据，2023 年冰箱冷柜总外销量为 6507.3 万台（同比+21.9%），外销额为 99.5 亿美元（同比+5.4%），销量表现好于销额主因外销单价双位数下滑（同比-13.6%）。其中，出口巴西/非洲等新兴市场实现较大幅度增长，欧洲/亚洲主要出口市场出口同比增速达到 38.3/18.0%。

图表21：欧洲、亚洲、北美为冰箱冷柜主要出口市场



资料来源：产业在线，太平洋证券整理

图表22：出口巴西/非洲等新兴市场实现较大幅度增长



资料来源：产业在线，太平洋证券整理

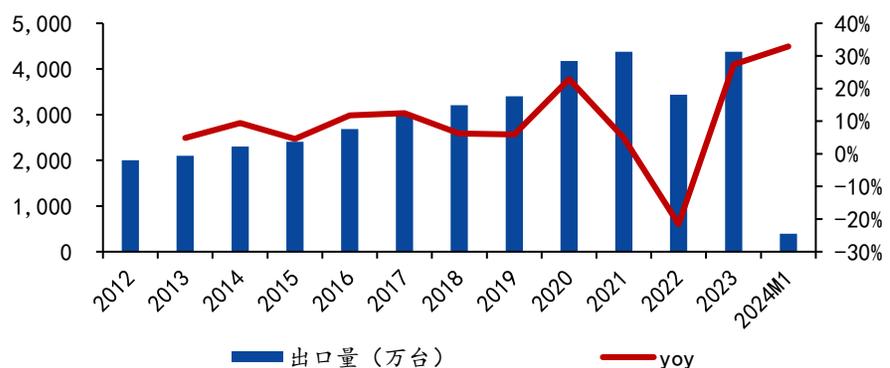
三、奥马电器：出口+少数股权回购+TCL 家电合并，三条逻辑线看公司不同阶段增长动力

出海需求+少数股权回购+TCL 合并，把握公司成长的三条逻辑线。1) 短期来看：冰箱行业出海需求较为旺盛，公司作为 ODM 头部企业有望享受行业增长红利，叠加红海事件催化渠道补库存需求，或引领短期成长。2) 中期来看：少数股权回购有望增厚公司业绩，维持对重大经营决策的实际控制。3) 长期来看：收购 TCL 合肥家电，有望复刻家电行业国企海信系、长虹系改革逻辑，实现降本增效，迎来底部反转；奥马生产赋能 TCL 白电出海，或可在拉美等市场挖掘成长机遇。

(一)短期：冰箱行业出口红利+外部因素催化渠道补库存+新一轮“以旧换新”，ODM 龙头企业有望充分受益

行业端：2024M1-M3 我国冰箱出口产销增长，行业迎来短期红利。根据产业在线数据，2012-2021 年冰箱出口数量从 2003 万台逐年升至 4379 万台；2022 年由于俄乌冲突引发能源危机、海外各国经济刺激政策推出导致全球通胀加剧等影响而有所回落，但整体规模仍高于疫情前水平；2023 年全球制造业有所恢复，冰箱出口数量为 4374 万台 (+27.36%)，公司出口主要目标市场欧洲地区成为中国冰箱冷柜出口第一大市场 (2023 年占比 29.3%)，出口量同比快速增长 (+38.3%)。2024M1 我国冰箱外销 395.8 万台 (+32.9%)，2024M3 冰箱出口排产 412 万台 (+21.7%)，行业出口迎来短期红利。

图表23：2024M1 我国冰箱出口 395.8 万台 (+32.9%)

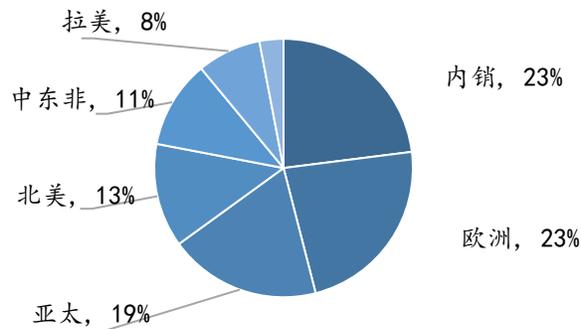


资料来源：产业在线，太平洋证券整理

国际局势不确定性催化渠道补库存需求,ODM 企业短期排产有望受益。2023 年红海危机再起,亚非欧交通要道受阻,迫使亚欧航线上的集装箱船绕行,导致商品交付周期延长。随着红海局势日益紧张,此前欧洲企业采取低库存供应链模式,现为避免海运等潜在风险或增加采购计划。

公司端:深耕冰箱 ODM 出口业务,奥马电器作为龙头或将受益于行业增长。公司主营冰箱 ODM 出口业务,2022 年外销收入占比高达 75.85%;公司以高性价比产品及稳定的供货能力赢得众多客户信赖,合作客户包括伊莱克斯、Candy、惠而浦、Fagor、GGV、KESA 等;欧洲为公司出口的第一大市场,出口规模占比达 23%,其中,在德国、法国、意大利、波兰、西班牙五大欧洲冰箱出口市场中排名居首。我们认为,基于冰箱出口整体和分市场增长态势、红海事件催化渠道补库存需求,叠加公司自身冰箱出口业务的高占比和优质客户资源,奥马电器未来短期有望受益于行业增长红利。

图表24: 欧洲为公司出口的第一大市场,收入占比 23%



资料来源:公司官网,太平洋证券整理

图表25：公司在德国、法国、意大利、波兰、西班牙五大欧洲冰箱出口市场中排名居首

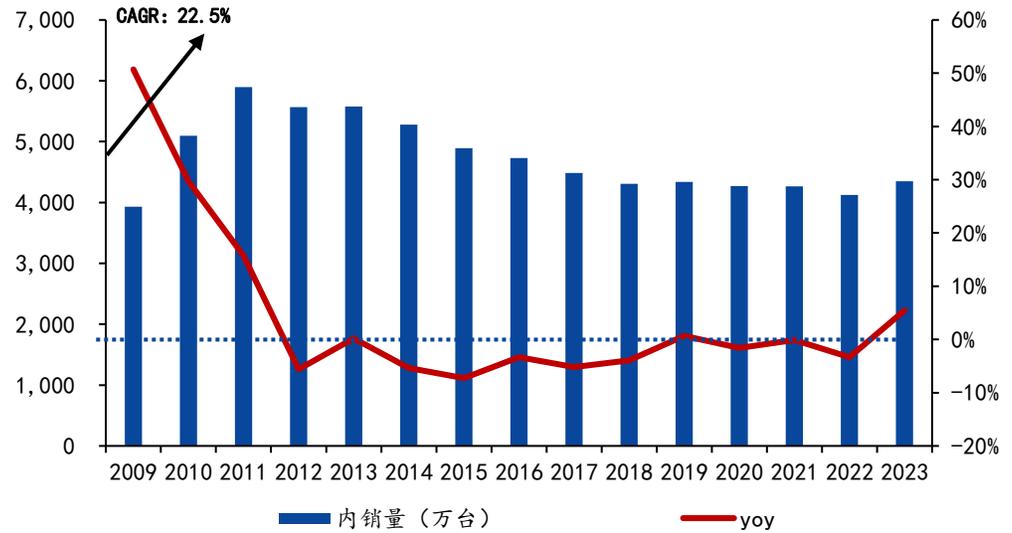


资料来源：公司官网，太平洋证券整理

内销：以旧换新政策刺激冰箱内销市场更新需求，奥马 OBM+ODM 共同驱动有望获新增长。1)

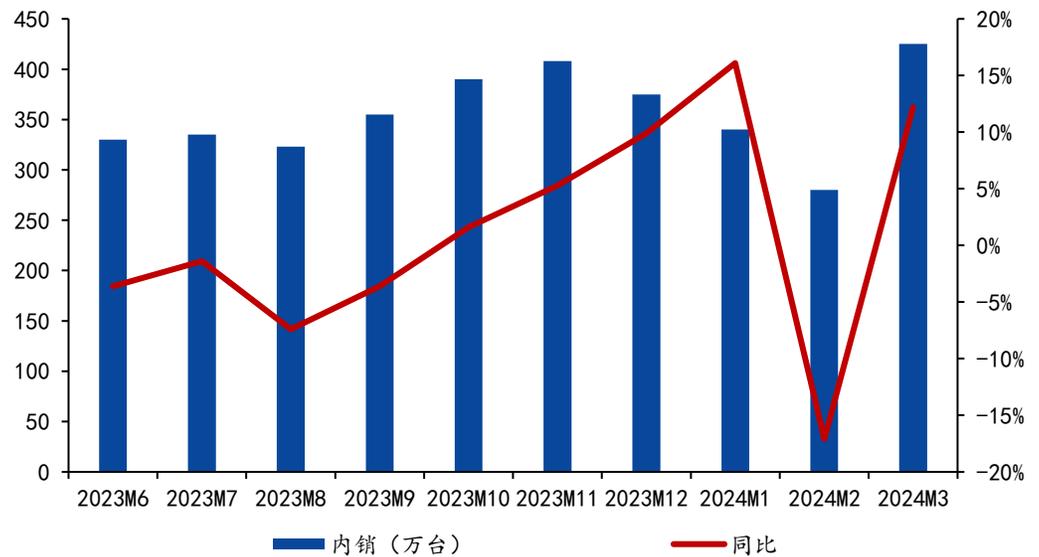
行业端：2024 年 2 月中央财经委会议强调鼓励引导新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新，政策有望拉动白电行业更新需求。据产业在线冰箱排产报告显示，2024M3 冰箱内销排产 425 万台，较上年同期增长 12.2%。回顾 2009 年上轮以旧换新政策，根据商务部数据，至 2011M11 政策累计拉动销量 8130 万台，销额 3004 亿元。我们测算，政策落地或拉动我国冰箱存量更新 2217-2772 万台（详见行业点评《“以旧换新”再度催化，更新需求引领成长》）。

图表26：上轮以旧换新明显驱动成长，新一轮政策有望拉动存量更新



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表27：2024M3 冰箱内销排产同比增长 12.2%



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表28：以旧换新测算（利用更新比例与需求价格弹性交叉检验，我们判断政策周期为3年时年均拉动冰箱销量增长739-924万台，政策落地共拉动冰箱销量增长2217-2772万台）

保有量 (万台)	2023年	存量市场更新比例									
		1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
家用空调	76,521	255	510	765	1,020	1,275	1,530	1,785	2,041	2,296	2,551
冰箱	55,420	185	369	554	739	924	1,108	1,293	1,478	1,663	1,847
洗衣机	54,253	181	362	543	723	904	1,085	1,266	1,447	1,628	1,808
彩电	63,363	211	422	634	845	1,056	1,267	1,478	1,690	1,901	2,112
总计	总保有量	年均增长									
	249,558	832	1,664	2,496	3,327	4,159	4,991	5,823	6,655	7,487	8,319

资料来源：产业在线，国家统计局，欧睿，太平洋证券整理（详见行业点评《“以旧换新”再度催化，更新需求引领成长》）

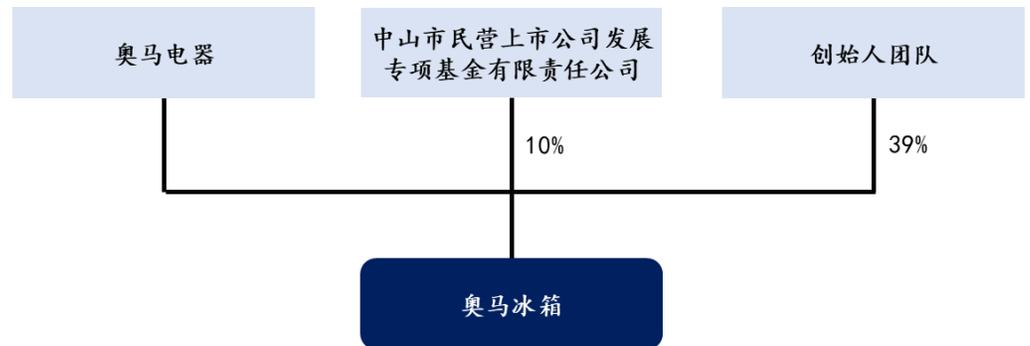
2) 公司端：国内市场 OBM+ODM 双布局，奥马有望受益。公司在国内生产和销售自主品牌“Homa 奥马”牌冰箱和冷柜，长期代工积累产品优势不断赋能品牌力提升，2023M7 推出的超大对开系列 705 冰箱获中国电冰箱行业高峰论坛“鲜储守护先锋”奖、第十九届中国家用电器创新成果推介活动年度产品创新成果奖等。子公司奥马冰箱是国内最大的冰箱 ODM 生产商，在国内主要为小米、创维等代工，下游品牌端销量提升拉动上游需求。我们认为，新一轮以旧换新政策拉升冰箱更新需求，叠加公司内销 OBM+ODM 共同布局，内销市场亦有望增长。

（二）中期：少数股权回购维持经营稳定，有望进一步增厚利润

回购少数股权加强经营主导权，有望增厚核心利润。1) 回购背景：2019 年出于纾困目的，奥马电器将冰箱子公司奥马冰箱 49%的股权出售给中山市民营上市公司发展专项基金有限责任公司（10%）和以蔡拾贰为首的创始人团队（39%）。此股权转让缓解了公司的资金压力，但使得公司净利润与归母净利润之间出现分化。根据协议，奥马电器享有在 3 年后回购这部分股权的权利。2) 回购方案：2023M3，公司按约定以董事会决议形式通过了回购奥马冰箱 49%股权的议案。本次回购交易需在股权转让登记日后的 60 个月内完成，即最终完成期限为 2025 年 4 月 29 日。回购完成后，奥马电器将持股奥马冰箱 100%的股权。

我们认为，奥马电器行使此次股权回购权利，不仅有利于公司重新掌握对奥马冰箱的经营管理主导权，同时奥马冰箱系公司冰箱业务主体和核心利润来源，随着回购计划的推进，公司未来有望进一步增厚利润。

图表29：2019年奥马电器将冰箱子公司49%的股权出售

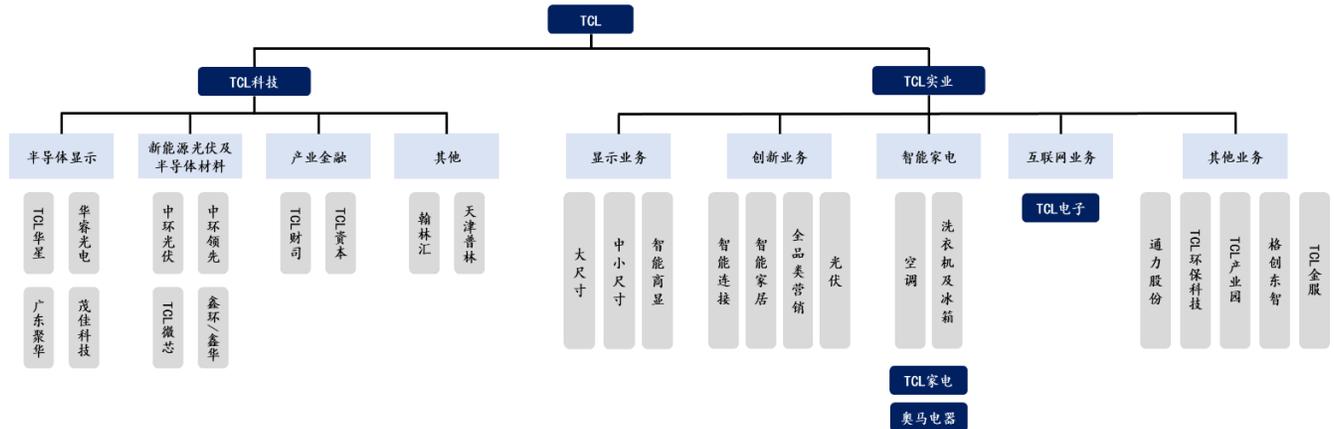


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(三)长期：收购 TCL 合肥家电进一步协同，白电出海开启新篇章

奥马电器与 TCL 相互协同，整合白电业务增强经营实力。1) **TCL 业务**：2018 年 TCL 拟向 TCL 控股出售所持有的 TCL 实业、惠州家电、合肥家电等 9 家公司股权，剥离消费电子、家电等智能终端业务及相关配套业务。2019 年 TCL 完成资产重组，拆分为 TCL 科技集团股份有限公司和 TCL 实业控股股份有限公司。“惠州家电”更名为 TCL 家电集团有限公司，主营空调业务。“合肥家电”即 TCL 家用电器（合肥）有限公司，主营冰箱及洗衣机业务。2) **奥马电器**：2021 年 TCL 家电集团控股奥马电器，2022 年 9 月 TCL 主动承担奥马电器业务 3 亿元历史隐性债务的兜底偿付责任，至此奥马电器回归冰箱主业。3) **收购事项**：2023 年奥马电器完成收购 TCL 家用电器（合肥）有限公司，整合冰箱和洗衣机业务，于 12 月实现并表。我们认为，收购完成后，公司可避免同业竞争，实现业务互补并获得白电协同效应，增强国内外经营实力。

图表30：2019 年 TCL 完成资产重组



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

深化改革逻辑，降本增效提升利润率。参考国企海信系、长虹系发生收购重组后，借助品牌优势，通过国际营销进行海外销售，双方实现产业协同和市场协同，可减少重复投入，降低费用率，通过供应商整合、内部标准化推进，有望实现降本增效。我们认为，奥马电器收购 TCL 白电业务后，将能充分利用自身品牌优势和制造能力，帮助 TCL 冰箱提升生产效率、降低成本，并逐步提高其毛利率和净利率水平。

奥马赋能 TCL 把握海外机遇，加速渗透海外新兴市场。1) **TCL 白电出海：**自有品牌冰箱、洗衣机已在国具有较高知名度，为寻求新的市场机遇，TCL 正积极推进“一国一策”战略，其海外品牌业务实现阶段性突破，2022 年白电海外收入同比增长 103%。借助海外黑电知名度，海外白电布局或能高效拓展。2) **奥马赋能：**公司作为冰箱出口 ODM 龙头企业，在海外市场积累了丰富经验，2022 年公司通过积极协助外销客户开展活动促进终端销售，并大力拓展欧洲以外市场，获得亚太区域收入逆势增长近 10%，成功经验或可助力 TCL 白电海外拓展。3) **市场定位：**我们判断，TCL 白电或采取避免与海外一线白电品牌正面竞争的方式，重点布局拉美、亚太等消费者品牌认知度较低的新兴市场，取得渗透率较快提升。

四、盈利预测与估值

(一) 关键假设

1) 奥马原有业务：

收入端：假设 2024-2026 年奥马原有业务收入实现双位数增长，分区域看，假设 2024-2026 年奥马外销收入持续增长，在欧洲区域收入占比约 30%并略有上升，亚太区域超 15%且占比不断提升，北美区域约 10%并略有下降。

利润端：2024 年内外销毛利率或受到铜价等上游原材料价格影响而微降，2025-2026 年实现微增；2024-2026 年归母净利率逐年微增。

2) 收购 TCL 合肥家电业绩承诺：参考 2023 年 TCL 合肥家电业绩 43.66 亿元（高于业绩承诺），假设未来实际业绩均高于业绩承诺（即 2023/2024/2025 年该分部实现扣除非经常性损益后的归母净利润分别不低于人民币 3562.21/3793.96/4133.35 万元）；TCL 合肥家电原业务以家电内销自有品牌为主，后续开拓外销市场。

3) TCL 合肥家电利润率：假设合并带来经营模式优化及效率提升，TCL 合肥家电归母净利润率逐年微增，毛利率在低基数之下逐年提升，2024-2026 年分别约 13%/14%/15%。

图表31：收入预测表

奥马冰箱（分地区）	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
奥马内销					
收入（亿元）	18.93	17.98	20.05	22.50	24.97
YOY	42.88%	-5.00%	11.50%	12.20%	11.00%
毛利率	26.19%	28.55%	28.20%	28.55%	28.85%
毛利（亿元）	4.96	5.13	5.65	6.42	7.21
奥马外销					
收入（亿元）	59.50	91.35	101.95	114.49	129.38
YOY	-32.37%	53.55%	11.60%	12.30%	13.00%
毛利率	24.04%	28.00%	27.40%	28.00%	28.30%
毛利（亿元）	14.30	25.58	27.93	32.06	36.61
欧洲					
收入（亿元）	18.04	32.80	37.82	43.84	49.39
YOY		81.85%	15.30%	15.91%	12.67%
亚太					
收入（亿元）	14.90	18.59	21.96	25.34	29.33
YOY	10.00%	24.74%	18.15%	15.40%	15.72%
北美					
收入（亿元）	10.20	12.03	10.98	10.96	12.35
YOY		17.97%	-8.70%	-0.19%	12.67%
其他（拉美，中东非等）					
收入（亿元）	16.36	27.94	31.19	34.35	38.31
YOY		70.76%	11.64%	10.14%	11.52%
奥马总计					
收入（亿元）	78.43	109.34	122.01	136.99	154.35
YOY	-22.52%	39.42%	11.58%	12.28%	12.67%
毛利率	24.56%	28.09%	27.53%	28.09%	28.39%
毛利（亿元）	19.26	30.71	33.59	38.48	43.82
TCL合肥家电（略高于业绩承诺）					
收入（亿元）	38.84	43.66	46.76	51.77	58.01
YOY		12.40%	7.11%	10.70%	12.06%
毛利率		12.00%	13.00%	14.00%	15.00%
毛利（亿元）		5.24	6.08	7.25	8.70
归母净利润（亿元）	0.41	0.55	0.60	0.67	0.76
总计（合并报表）					
总收入（亿元）	117.27	151.80	168.77	188.76	212.36
YOY		29.44%	11.18%	11.84%	12.50%
毛利率		23.68%	23.50%	24.23%	24.73%
毛利（亿元）		35.95	39.67	45.73	52.52

资料来源：Wind，太平洋证券（黄色底色为预测数据）

(二) 盈利预测与估值

我们预计，2024-2026 年公司归母净利润分别为 8.76/10.05/12.87 亿元，对应 EPS 分别为 0.81/0.93/1.19 元，当前股价对应 PE 为 9.58/8.35/6.52 倍。

估值方面，我们选择与公司业务布局相似的白电企业美的集团、海尔智家、格力电器、海信家电、长虹美菱作为可比公司。考虑到主要品类冰箱出海需求旺盛；TCL 并表后降本增效，有望实现底部反转；TCL 品牌出海，或将在东南亚及拉美等消费者品牌认知度不强的地区实现增长；且公司估值处于较低水平，具备广阔的成长空间，我们预计公司 PE 为 9.58/8.35/6.52 倍。维持“买入”评级。

图表32：可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE (倍)				EPS			
			2022A	2023A/E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
000333.SZ	美的集团	62.72	3.43	13.59	7.98	10.81	11.94	13.02	12.06	10.88	4.34	4.82	5.20	5.76
600690.SH	海尔智家	23.59	12.48	14.44	13.86	13.06	15.71	13.23	11.62	10.27	1.56	1.78	2.03	2.30
000651.SZ	格力电器	38.10	6.26	12.89	8.33	7.87	7.43	7.76	7.16	6.64	4.35	4.91	5.32	5.74
000921.SZ	海信家电	28.78	47.54	98.78	15.53	14.65	12.51	14.00	12.12	10.57	1.05	2.06	2.37	2.72
000521.SZ	长虹美菱	8.45	371.19	190.25	18.96	14.56	17.73	12.26	10.31	9.00	0.24	0.69	0.82	0.94
			平均				13.06	12.05	10.65	9.47				
002668.SZ	奥马电器	7.74	630.18	69.37	11.34	14.74	13.59	9.05	9.58	8.35	0.39	0.73	0.81	0.93

资料来源：Wind，太平洋证券（注：截至2024年3月26日，除奥马电器、美的集团外，其余均采用Wind一致预期；除奥马电器外，其余均未披露2023年年报；奥马电器2023-2025年考虑TCL家电合并报表，暂不考虑少数股权回购影响）

五、 风险提示

- 1) **原材料价格波动风险：**公司业务以冰箱 ODM 为主，成本受到大宗原材料价格波动影响，若未来原材料价格上涨，公司利润会因成本上升而承压。
- 2) **汇率波动风险：**公司冰箱出口等业务主要以美元和欧元报价及结算，汇率波动或将影响人民币口径下公司收入的确认。
- 3) **少数股权回购风险：**若公司未在 2025 年 4 月 29 日前完成少数股权回购，将丧失收回权利，或影响公司对重大经营决策的实际控制权。
- 4) **宏观经济因素波动风险：**国际局势具有不确定性，地缘政治、文化摩擦等外部因素变化或对公司经营带来风险。

资产负债表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,485	2,415	2,444	3,503	5,702
应收和预付款项	2,764	3,610	4,014	4,488	5,049
存货	1,256	1,541	1,717	1,902	2,126
其他流动资产	1,135	2,121	3,577	5,040	6,511
流动资产合计	7,640	9,687	11,753	14,933	19,388
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	1,398	1,972	1,781	1,381	595
在建工程	392	116	153	185	116
无形资产开发支出	273	269	325	372	434
长期待摊费用	0	0	0	0	0
其他非流动资产	8,032	10,215	12,315	15,521	20,004
资产总计	10,096	12,572	14,575	17,460	21,149
短期借款	805	619	433	246	60
应付和预收款项	6,050	7,871	8,771	9,717	10,859
长期借款	46	213	213	213	213
其他负债	1,284	1,491	1,612	1,747	1,913
负债合计	8,186	10,193	11,029	11,922	13,045
股本	1,084	1,084	1,084	1,084	1,084
资本公积	1,914	1,584	1,584	1,584	1,584
留存收益	-1,793	-1,006	-722	283	1,570
归母公司股东权益	969	1,414	1,698	2,703	3,990
少数股东权益	940	965	1,848	2,835	4,115
股东权益合计	1,909	2,379	3,546	5,537	8,104
负债和股东权益	10,096	12,572	14,575	17,460	21,149

现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	433	2,798	2,496	3,212	4,539
投资性现金流	-1,038	-2,059	-1,651	-1,939	-2,132
融资性现金流	492	-581	-223	-215	-207
现金增加额	-95	224	687	1,058	2,199

利润表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	11,663	15,180	16,877	18,876	21,236
营业成本	9,342	11,585	12,911	14,303	15,984
营业税金及附加	50	69	85	94	100
销售费用	430	617	692	774	828
管理费用	486	643	697	776	807
财务费用	-111	-103	-1	-1	-33
资产减值损失	-57	-62	16	5	7
投资收益	110	-23	67	23	55
公允价值变动	3	13	0	0	0
营业利润	1,110	1,787	2,012	2,290	2,944
其他非经营损益	-25	-9	0	0	0
利润总额	1,085	1,778	2,012	2,290	2,944
所得税	126	241	253	299	377
净利润	959	1,538	1,759	1,991	2,567
少数股东损益	495	751	883	986	1,280
归母股东净利润	464	787	876	1,005	1,287

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	19.91%	23.68%	23.50%	24.23%	24.73%
销售净利率	3.98%	5.18%	5.19%	5.32%	6.06%
销售收入增长率	15.23%	30.15%	11.18%	11.84%	12.50%
EBIT 增长率	100.90%	91.79%	18.70%	13.80%	27.21%
净利润增长率	681.21%	69.37%	11.34%	14.74%	28.08%
ROE	47.91%	55.63%	51.58%	37.18%	32.26%
ROA	4.60%	6.26%	6.01%	5.76%	6.09%
ROIC	27.10%	44.11%	40.87%	32.59%	29.91%
EPS (X)	0.43	0.73	0.81	0.93	1.19
PE (X)	12.35	9.05	9.58	8.35	6.52
PB (X)	5.94	5.07	4.94	3.10	2.10
PS (X)	0.49	0.47	0.50	0.44	0.40
EV/EBITDA (X)	3.38	2.86	2.27	1.48	0.61

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。