



家电行业 2026 年度策略

买入（维持评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

国金证券研究所

分析师：王刚（执业 S1130524080001）
wang_g@gjzq.com.cn

分析师：赵中平（执业 S1130524050003）
zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：蔡润泽（执业 S1130525090001）
cairunze@gjzq.com.cn

拥抱龙头，重视出海

板块复盘与展望

内需方面，2025 年家电在政策延续及消费旺季驱动下呈现“前高后稳”态势。分品类看，1) 白电：量增为主，前三季度空调景气优于冰洗。据产业在线，25Q1-Q3 空调、冰箱、洗衣机出货量同比分别+8.4%、+2.4%、+4.1%，季度节奏来看，Q1 存在国补资金的短暂空窗，后续在补贴落地后增速维持在正常水平，Q2 在国补+618 催化下有所提速，Q3 由于部分地区国补出现退坡，增速环比降速。2) 黑电：在国补催化下结构继续升级，Mini LED 进展超预期。据奥维云网，25Q2 Mini 渗透率达到 33%，同比翻倍以上增长，25Q3 虽然存在国补退坡的扰动，但 Mini LED 渗透率依然保持在 28.3% 的相对高位，同时保持了相对于 LCD 产品的持续溢价。3) 展望：对于 26 年，国补的延续有望在一定程度上对冲高基数+透支压力。我们针对三种情形下的国补假设，对 26 年家电大盘及各品类增速进行测算，我们预计在“同规模补贴”、“规模减半”及“无补贴”的情况下家电大盘分别同比-4%、-5.7%、-7.3%。分品类看，在“规模减半”的中性情形下，在我们预计 26 年白电品类下滑小个位数至中个位数，黑电下滑小个位数，其中上半年为基数压力集中释放的阶段，进入 Q3 预计将迎来修复，下半年增速有望回正。此外，针对电视品类我们通过 Mini 渗透率、价格降幅进行敏感性分析，在 26 年 Mini LED 均价-3%、-6%，渗透率提升至 45% 的假设情况下，预计电视整体均价同比+6%、+4%，价格端存在较强的韧性。整体来看，我们认为 26 年行业压力可控，龙头凭借品牌+产业链优势有望保持稳健增长。

外需方面，25 年初至今，受关税政策扰动及全球供应链格局重塑影响，今年家电累计出口数量增速有所放缓，但仍展现出强劲的韧性与结构性亮点。分品类看，1) 25 年冰洗出口好于空调。我们预计主要受天气因素影响，一方面 25 年东南亚夏季雨季时间明显长于往年、南美天气偏冷等因素对今年海外空调需求有所压制，另一方面 24 年海外高温也造成了较高的基数（24 年空调出口同比+28%），多种因素叠加下空调出口增速有所承压。2) 黑电韧性凸显。25 年虽有关税扰动，但拉平来看出口数据表现好于预期，进入 Q3 黑电出口已有明显回温，7 月以来，从我国出口的电视增速环比出现明显改善，预计主要系关税阶段性缓解下，海外渠道恢复补库所带动。3) 展望后续，参考海外白电龙头的财报，25 年全年全球家电需求预计整体保持相对稳定，伊莱克斯对于北美、南美、欧亚的景气判断分别是中性/消极、中性、中性；惠而浦对于北美、南美、亚太的行业预期分别为-3%~0%、-5%~0%、0%~3%。对于 26 年，美国进入降息周期，地产对家电的拉动效果有望增强，欧洲消费有望保持缓慢修复的态势，新兴市场在渗透率提升、人口红利逻辑下需求延续性较强，我国企业在研产销系统本土化建设逐步完善，OBM 出海大有可为。

投资主线

投资主线一：黑电全球叙事转变，从“份额追赶”迈向“利润与定价权”之争。近年韩系电视份额持续流失，25Q3 三星、LG OPM 均出现下滑，复盘日系黑电在竞争力下降时亦出现过盈利率先触底的情况，我国企业凭借垂直整合的产业链优势与工程师红利，在成本控制与技术迭代效率上构建起系统性优势，有望将份额向转化为更丰厚的利润，推荐海信视像、TCL 电子。

投资主线二：红利属性+出海成长，白电潜力依旧。白电历史上多次穿越周期，龙头一体化优势凸显，研产销本土化进一步强化了出海的竞争力，存在业绩确定性+良好的现金流&高分红意愿+安全边际高三个支撑维度，是高股息+红利配置的优选方向，推荐美的集团、海尔智家，建议关注海信家电。

投资主线三：全球竞争显著占优的新消费出海。看好成长性突出&国产品牌全球竞争显著占优的智能影像和扫地机赛道，推荐影石创新、石头科技，建议关注科沃斯。

风险提示

海内外需求波动、行业竞争加剧、原材料价格波动、汇率波动、关税波动风险。



内容目录

1、板块复盘与展望：以旧换新提振内销，新兴市场拉动外销	5
1.1、家电板块	5
1.2、家电内销	6
1.3、家电出口	10
2、投资主线	14
2.1、投资主线一：黑电全球叙事转变，从“份额追赶”迈向“利润与定价权”之争	14
2.2、投资主线二：红利属性+出海成长，白电潜力依旧	19
2.3、投资主线三：全球竞争显著占优的新消费出海	26
3、投资建议	30
4、风险提示	31

图表目录

图表 1： 家电板块 2025 年累计收益率为+8.0%	5
图表 2： 家电细分板块年初至今涨跌幅，家电零部件表现优异	5
图表 3： 年初至今家电 PE 逐步回升，但仍处于 10 年均值以下（单位：倍）	5
图表 4： 家电细分赛道 PE TTM 估值水平分化（单位：倍）	5
图表 5： 25Q3 家电重仓比例为 2.46%，环比继续回落	6
图表 6： 25 年 9 月、10 月、11 月家电社零同比分别+3.3%、-14.6%、-19.4%	6
图表 7： 25 年 9 月、10 月、11 月我国社零总额同比分别+3.0%、+2.9%、+1.3%	6
图表 8： 25 前三季度空冰洗累计出货均实现增长	7
图表 9： Q2 为季度出货节奏的高峰，Q1、Q3 增速类似	7
图表 10： 25Q2 空调价格竞争最为激烈	7
图表 11： 前三季度海尔、美的空调线上份额提升	7
图表 12： 国补延续有望对冲高基数+透支影响，预计 26 全年家电大盘下滑 4%~6%（单位：亿元）	7
图表 13： 25Q4 及 25 全年空冰洗出货测算（单位：万台）	8
图表 14： 不同情景下 2026 年空冰洗出货及增速测算（单位：万台）	8
图表 15： 25 年 Mini LED 渗透率大幅提升	8
图表 16： 25Q3 Mini LED 与 LCD 产品价差稳定	8
图表 17： 本轮国补期间海信系结构提升最为明显	9
图表 18： 前三季度海信线上份额提升 1.3pct	9
图表 19： 我们测算 25Q4、25 年电视销量同比分别-11.0%、-5.6%	9
图表 20： 不同情形下电视出货规模测算（单位：万台）	9
图表 21： 26 年 Mini LED 渗透率及均价变化对电视整体均价的敏感性分析	10



图表 22:	25 年初至今我国家电出口量累计同比-0.4%.....	10
图表 23:	25 冷年新兴市场延续更快的增速表现.....	10
图表 24:	Q3 以来白电出口增速已出现修复迹象.....	11
图表 25:	年初至今空调东南亚、南美需求承压，或主要系天气因素影响.....	11
图表 26:	从历史数据来看，美国成屋销量与利率高度敏感，滞后期约在 2 个季度左右.....	11
图表 27:	25 年 7 月起美国成屋销量同比已经实现转正，9 月增速提升至 4.1%.....	12
图表 28:	25 年欧洲家电市场需求基本稳定，Q3 略增 1%.....	12
图表 29:	25 年东西欧核心大家电累计出货量均实现正增长.....	12
图表 30:	24 年以来欧洲消费者信心保持缓慢修复态势.....	13
图表 31:	惠而浦、伊莱克斯 Q3 财报中对 25 年需求展望基本维持中性悲观判断.....	13
图表 32:	Q2 受关税影响电视出口增速出现下滑，Q3 以来明显改善.....	14
图表 33:	近五年来我国黑电龙头全球份额持续提升，韩系出现明显下滑.....	14
图表 34:	25Q1 韩系在高端电视的市场开始失守.....	14
图表 35:	中资厂商已经掌握 LCD 面板定价权.....	15
图表 36:	Mini LED 渗透率领先的优势持续扩大.....	15
图表 37:	海信引领 RGB-Mini LED 技术、产品快速迭代.....	15
图表 38:	1997 年三星开启体育营销，品牌价值加速提升（单位：百万美元）.....	16
图表 39:	三星电视所在部门 Q3 OPM 转负.....	16
图表 40:	LG 电视所在部门 Q3 OPM 环比进一步降至-6.5%.....	16
图表 41:	2003 年左右韩系液晶面板全球占有率超过日本.....	17
图表 42:	Sony 电视部门 2000 年起 OPM 走弱，表现弱于三星.....	17
图表 43:	Sony 电视业务 2009 年之后规模下滑明显.....	17
图表 44:	三星电视所在部门 2004-2011 年间营收持续保持增长.....	18
图表 45:	LG 电视所在部门 2009 年之后营收保持增长.....	18
图表 46:	三星电视所在部门 25Q3 OPM 处于近十年来的底部.....	18
图表 47:	Q2 以来海信系线上零售额占比保持增长.....	19
图表 48:	海信在海外产品结构、价格指数均实现较好提升.....	19
图表 49:	25 年 TCL 海外出货保持较好增长.....	19
图表 50:	海外主要区域均实现较好增长.....	19
图表 51:	白电龙头能够穿越周期，净利率水平保持提升趋势.....	20
图表 52:	白电龙头维持较高的分红率，近年分红率有所上升.....	20
图表 53:	白电估值处于历史偏低位置.....	21
图表 54:	受益于研产销体系的不断完善，25H1 海尔在海外增速大幅跑赢行业.....	21
图表 55:	近十年海尔在北美多个品类份额均保持快速增长，显著优于外资竞对.....	22
图表 56:	海尔、海信在东欧市场中份额快速提升，海尔在东欧空调市场份额已居绝对领先地位.....	22



图表 57: 海尔、海信在东欧市场中份额快速提升, 海尔在东欧空调市场份额已居绝对领先地位.....	23
图表 58: 美的、海尔在东南亚重点市场中多个品类份额持续提升, 抢夺日系份额	23
图表 59: 2021 年以来新兴市场在我国白电出口增长中贡献明显提升	23
图表 60: 新兴市场对白电的需求已经占海外 (不含中国) 需求的半数以上	24
图表 61: 五年维度来看, 预计中资在海外空、冰、洗市场的复合增速有望达到 7.5%、6.4%、5.5%	25
图表 62: 美的 toB 业务保持较快增长	25
图表 63: 美的的全球产业布局完善, 抗风险力强	25
图表 64: 25 年以来海尔空调增速大幅跑赢行业	26
图表 65: 降息后美国成屋交易有所好转	26
图表 66: 海信冰箱外销自关税以来有所修复	26
图表 67: 25 年美的前高管殷必彤入职海信, 负责空气事业整合	26
图表 68: 全球扫地机市场成长提速	27
图表 69: 中国品牌主导全球扫地机市场	27
图表 70: 石头&科沃斯 25 年国内扫地机份额进一步提升	27
图表 71: 全球运动相机&全景相机 25 年迎来爆发	28
图表 72: 影石和大疆份额快速赶超 Go pro 并主导全球运动相机市场	28
图表 73: 影石创新全景相机 10 月扩大领先优势	28
图表 74: 影石创新推出全景无人机	28
图表 75: 影石创新保持高成长势能	29
图表 76: 影石创新影石创新在研项目	29
图表 77: 石头科技净利率底部企稳	29
图表 78: 石头科技全球扫地机份额位居榜首	29
图表 79: 科沃斯 25 年营收提速	30
图表 80: 科沃斯净利率 25 年迎来明显修复	30
图表 81: 科沃斯国内扫地机份额 25 年稳中有升	30



1、板块复盘与展望：以旧换新提振内销，新兴市场拉动外销

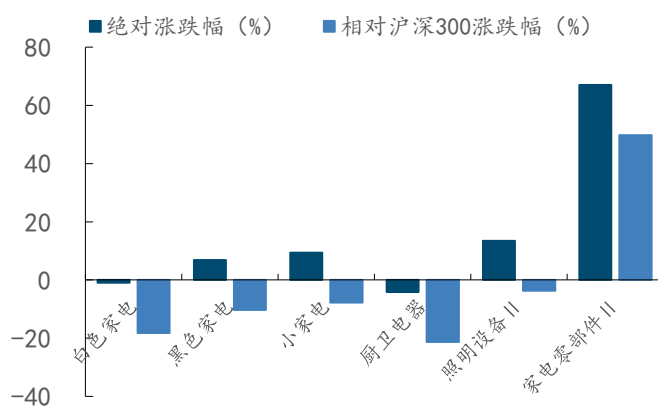
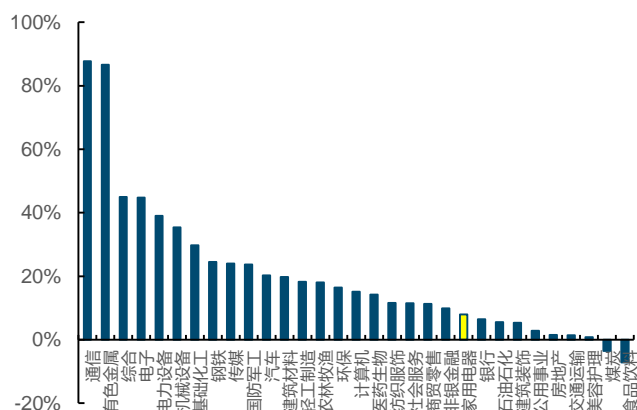
1.1、家电板块

年初至今家电板块整体表现稳健：截至 2025 年 12 月 22 日，申万家用电器行业指数上涨 8.0%，相对沪深 300 指数-9.2%。

细分赛道表现分化，家电零部件表现突出：截至 2025 年 12 月 22 日，细分赛道涨跌幅从高到低排序为家电零部件(+67.0%)、照明设备(+13.5%)、小家电(+9.4%)、黑电(+6.9%)、白电(-1.0%)、厨电(-4.1%)。

图表1：家电板块 2025 年累计收益率为+8.0%

图表2：家电细分板块年初至今涨跌幅，家电零部件表现优异

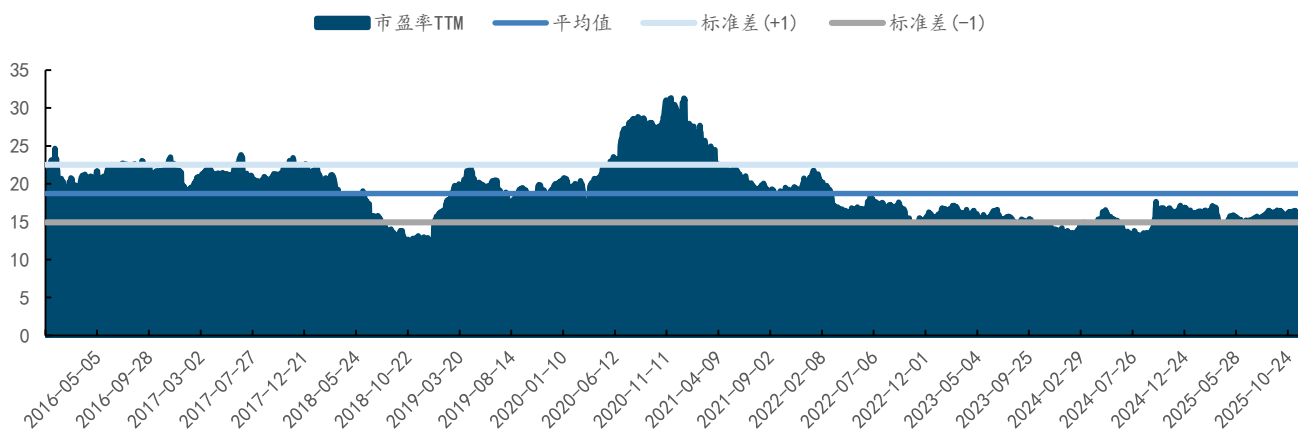


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

年初至今家电估值逐步提升，但仍处于 10 年期均值以下。截至 2025 年 12 月 22 日，家用电器（申万）PE TTM 为 16.27 倍，较年基本持平，处于 10 年期 32.8%分位水平。

图表3：年初至今家电 PE 逐步回升，但仍处于 10 年均值以下（单位：倍）



来源：Wind，国金证券研究所

图表4：家电细分赛道 PE TTM 估值水平分化（单位：倍）

	区间 20 分位市盈率 (PE, TTM)	区间 80 分位市盈率 (PE, TTM)	最新市盈率
白色家电	11.61	19.36	11.22
黑色家电	17.76	29.21	25.94
小家电	22.76	32.63	24.07

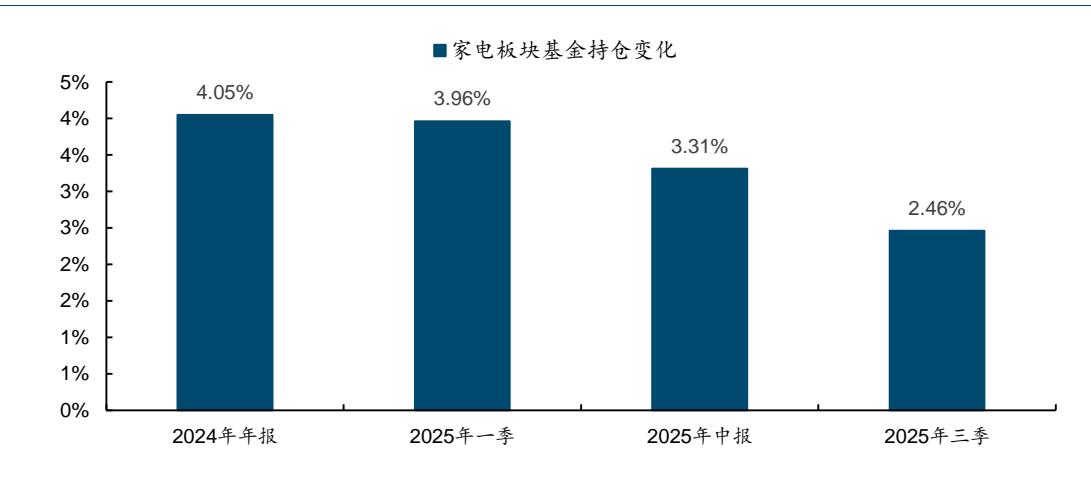


	区间 20 分位市盈率 (PE, TTM)	区间 80 分位市盈率 (PE, TTM)	最新市盈率
厨卫电器	16.24	27.31	16.39
照明设备 II	19.77	25.59	25.37
家电零部件 II	27.31	46.14	39.64

来源：Wind，国金证券研究所 注：数据截止 2025 年 12 月 22 日，均为剔除负值后

家电板块基金持仓变化：2025 年三季度，公募基金对家电行业的配置比例延续回落态势。三季度家电行业公募基金重仓比例为 2.46%，环比较 25 年中进一步回落，主要系国补退坡预期下，对行业 26 年需求有所担忧。

图 5：25Q3 家电重仓比例为 2.46%，环比继续回落



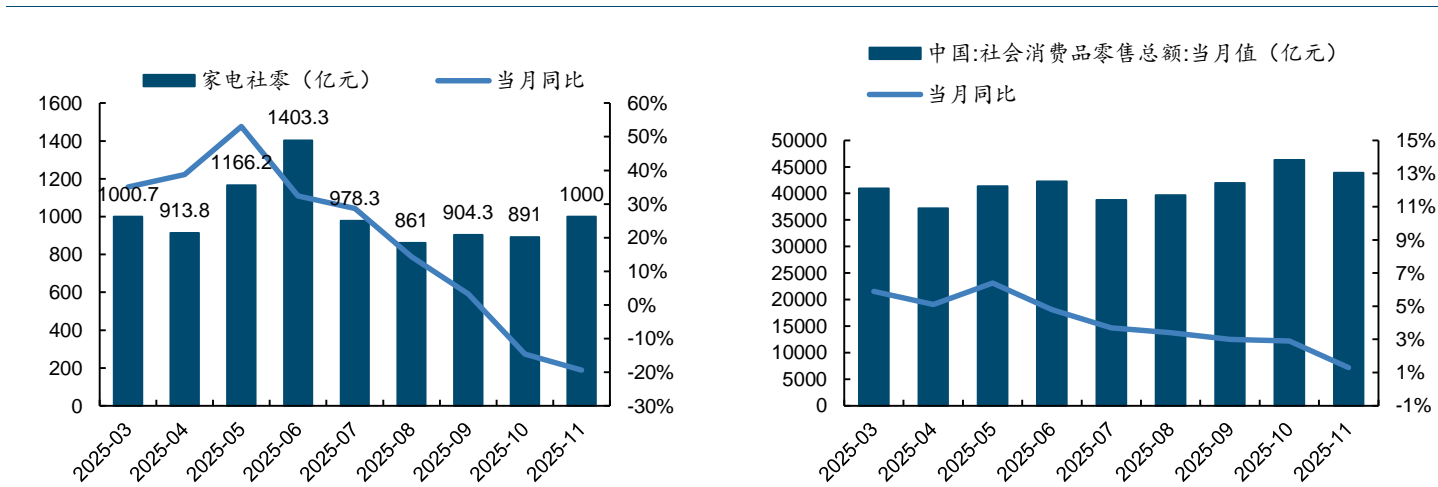
来源：Wind，国金证券研究所

1.2、家电内销

2025 年家电社零在政策延续及消费旺季驱动下呈现“前高后稳”态势。上半年家电社零保持强劲增长，在 618 大促带动下，5 月当月同比增速高达 53.0%，累计同比增速于 6 月达到 30.7% 的年内高点。三季度随着促销节奏变化及消费需求阶段性回落，7-8 月环比出现明显下滑，但同比仍维持双位数增长，9 月、10 月增速回落至 3%、-15%。

图 6：25 年 9 月、10 月、11 月家电社零同比分别 +3.3%、-14.6%、-19.4%

图 7：25 年 9 月、10 月、11 月我国社零总额同比分别 +3.0%、+2.9%、+1.3%



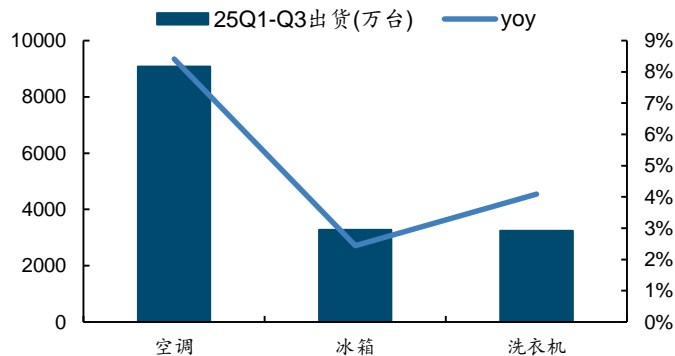
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

白电内销复盘：量增为主，前三季度空调景气优于冰洗。据产业在线，25Q1-Q3 空调、冰箱、洗衣机出货量同比分别为 9018、3276、3236w 台，同比分别+8.4%、+2.4%、+4.1%。季度节奏来看，Q1 存在国补资金的短暂空窗，后续在补贴落地后增速维持在正常水平，Q2 在国补+618 催化下有所提速，Q3 由于部分地区国补出现退坡，增速环比降速，整体呈现中间高、两头低的基数走势。

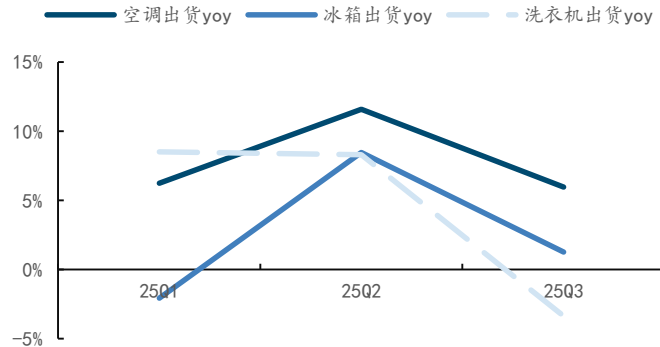


图表8: 25 前三季度空冰洗累计出货均实现增长



来源: 产业在线, 国金证券研究所

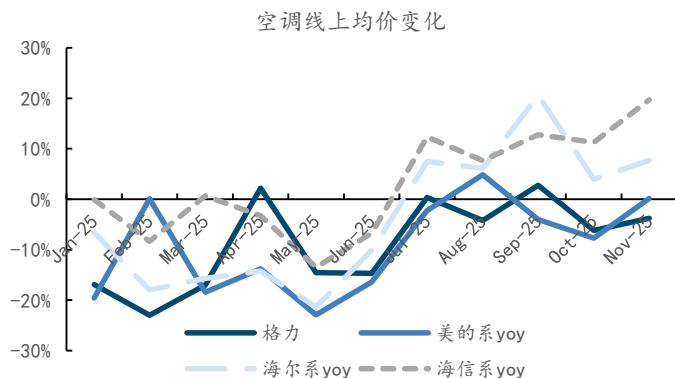
图表9: Q2 为季度出货节奏的高峰, Q1、Q3 增速类似



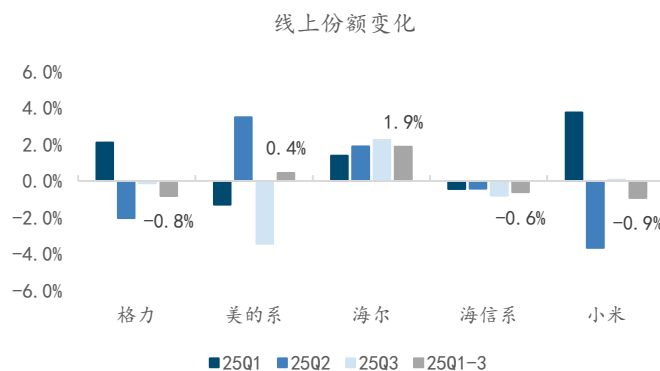
来源: 产业在线, 国金证券研究所

线上格局来看, 龙头公司美的、海尔表现更优。从前三季度整体来看, 海尔、美的线上份额同比实现 1.9pct、0.4pct 的增长, 格力、海信、小米略有下滑, 其中小米下滑最多, 或主要受竞争加剧+国补环境利好高端等因素影响。季度节奏上, 今年 Q2 线上价格竞争最为激烈, 美的价格策略效果良好, 单 Q2 份额提升 3.5pct, 海尔跟进相对及时, 线上份额同样增长 1.9pct。

图表10: 25Q2 空调价格竞争最为激烈



图表11: 前三季度海尔、美的空调线上份额提升



来源: 奥维云网, 国金证券研究所

来源: 奥维云网, 国金证券研究所

家电整体展望: 对于 26 年, 国补的延续有望在一定程度上对冲高基数+透支压力。据奥维云网, 2020-2023 年家电大盘 CAGR 为-1.7%, 假设在无国补的情况下, 家电行业 24-26 年自然增速等于-1.7%, 则计算得出 25 全年国补对于家电大盘的额外拉动规模为 593 亿, 每百亿补贴带动家电消费增量约 52 亿, 考虑到 26 年国补的效果边际会减弱, 国补拉动效果假定弱化每百亿带动 30 亿家电消费, 在三种情形下预计家电大盘分别同比-4%、-5.7%、-7.3%。

图表12: 国补延续有望对冲高基数+透支影响, 预计 26 全年家电大盘下滑 4%~6% (单位: 亿元)

年份	家电市场规模	规模增速及预测	国补资金规模	无国补情况下的规模假设	国补增量	每百亿国补拉动增量
2024	9330	5.0%	24 实际	500	8737	59
2025E	9102	-2.4%	25 实际	1000	8586	52
2026 情形一	8738	-4.0%	有补贴, 同力度	1000	8438	30
2026 情形二	8588	-5.7%	有补贴, 假设减半	500	8438	30
2026 情形三	8438	-7.3%	无补贴	0	8438	0

来源: 奥维云网, 国金证券研究所 注: 此处无国补情况下的行业规模按照 2020-2023 年期间 CAGR 增速-1.7%预测

白电分品类展望: 25Q4 由于各地区国补处于实际性退坡阶段, 行业增速有所承压, 而近期国家表示 26 年以旧换新补贴有望延续, 26 年表现或迎来修复。针对 25Q4, 由于国补已经实质性暂停, 我们在无国补的情形下进行测算, 思路



如下，以 23 年同期为基数，以 2018-2023 年的复合增速为自然增长速度计算 24Q4-25Q3 的理论出货量，与实际出货的差为 24Q4-25Q3 国补覆盖期间的透支总规模，假定透支的需求在未来 3 年内消化，以此推测各个季度的出货量。

图表13：25Q4 及 25 全年空冰洗出货测算（单位：万台）

	2018-2023 年 CAGR	24Q4-25Q3 理论出货	24Q4-25Q3 实际出货	透支总量	单季度透支 量	25Q4 出货量 预测	yoy	25 全年 出货量	yoy
空调	1.4%	9637	10525	888	74	1614	-20.8%	10695	2.7%
冰箱	0.2%	3972	4174	202	17	1184	-7.9%	4460	-0.5%
洗衣机	1.5%	3883	4215	332	28	1221	-10.7%	4457	-0.4%

来源：产业在线，国金证券研究所测算

对于 26 年，我们假设国补的规模与 25 年相同，国补对各个品类的拉动效果等同于“24Q4-25 前三季度拉动量的均值减去期间产生的透支规模”，同样按照 3 年维度处理透支影响。

在“有补贴，同力度”、“有补贴，规模减半”、“无补贴”三种情形下我们分别对空冰洗出货进行测算，在情景二的假设下，预计空、冰、洗 26 年出货同比分别-6.4%、-1.2%、-3.2%；季度节奏上来看，与我们上文提及的“26 年出货基数压力主要集中在二三季度”一致，上半年为明年基数压力集中释放的阶段，进入 Q3 我们预计白电出货将迎来修复，预计下半年增速有望回正。

图表14：不同情景下 2026 年空冰洗出货及增速测算（单位：万台）

		空调出货预测	yoy	冰箱出货预测	yoy	洗衣机出货预 测	yoy
情景一：有补 贴，同力度	26H1	5955	-10. 5%	2127	-2. 8%	2069	-3. 3%
	26H2	4500	11. 4%	2379	4. 8%	2416	6. 2%
	26 全年	10455	-2. 2%	4507	1. 0%	4485	1. 6%
情景二：有补 贴，规模减半	26H1	5733	-13. 8%	2077	-5. 1%	1962	-8. 2%
	26H2	4278	5. 9%	2329	5. 6%	2310	6. 7%
	26 全年	10011	-6. 4%	4406	-1. 2%	4271	-3. 2%
情景三：无补贴	26H1	5511	-17. 2%	2026	-7. 4%	1855	-13. 2%
	26H2	4056	0. 4%	2278	0. 3%	2203	-3. 2%
	26 全年	9567	-10. 5%	4304	-3. 5%	4058	-8. 1%

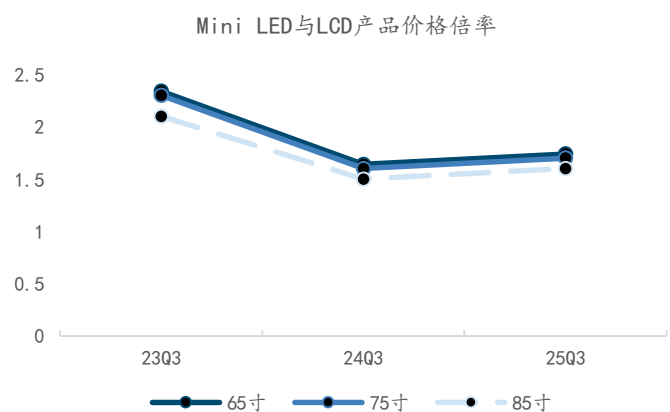
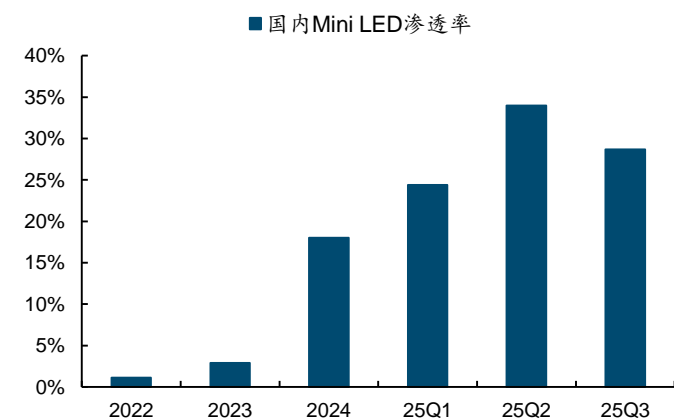
来源：产业在线，国金证券研究所测算

黑电内销复盘：国补催化结构升级，Mini LED 进展超预期

国补拉动下 Mini LED 出货占比已达 1/3，补贴退坡的环境下 Mini LED 维持溢价。据奥维云网，25Q2 Mini 渗透率达到 33%，同比翻倍以上增长，环比继续提升 8pct。25Q3 虽然存在国补退坡的扰动，但 Mini LED 渗透率依然保持在 28.3%的相对高位，同时保持了相对于 LCD 产品的持续溢价，Q3 65、75、85 寸 Mini LED 维持 70%、70%、60%的价差。

图表15：25 年 Mini LED 渗透率大幅提升

图表16：25Q3 Mini LED 与 LCD 产品价格价差稳定





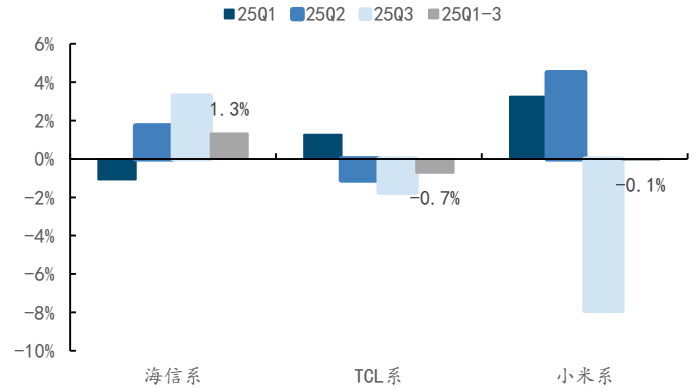
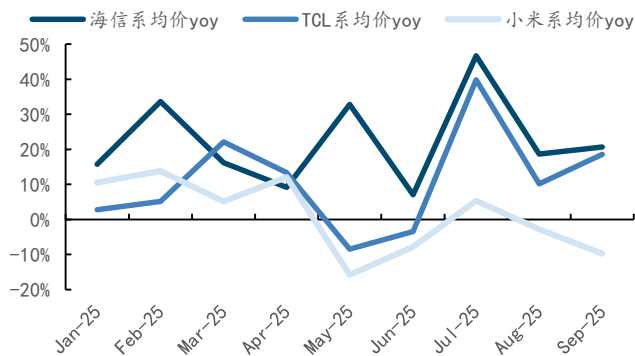
来源：奥维云网，国金证券研究所

来源：奥维云网，国金证券研究所

从格局来看，海信做为国内龙头在本轮结构升级中受益最为明显。前三季度线上销额份额提升 1.3pct，TCL 系、小米系均有不同程度的下滑，分别-0.7pct、-0.1pct。季度节奏上看，海信系 Q2、Q3 线上份额分别提升 1.7pct、3.3pct，与国补节奏基本一致，其中 Q3 份额提升提速预计与 24Q3 基数偏低有关。TCL 系 Q1 线上份额+1.3pct，但 Q2、Q3 有所下滑，预计主要系雷鸟拖累。

图表17：本轮国补期间海信系结构提升最为明显

图表18：前三季度海信线上份额提升 1.3pct



来源：九谦，国金证券研究所

来源：九谦，国金证券研究所

黑电展望：25 年在国补的环境下电视销量的增长相对平稳，而消费结构实现了明显的变化与升级。LCD 电视较同期的均价变化不大，Mini LED 无论是渗透率还是均价较同期均有明显的变化，因此对于 26 年的预测我们认为核心需要关注 Mini LED 渗透率的提升速度以及均价的降幅。

1) 首先，我们对 25Q4 及 26 年电视销量的增速进行测算。2018-2023 年电视内销 CAGR 为-8%，考虑到 Mini LED 带动消费者换机意愿提升，我们假定 24 年以来的行业自然增速为-6%，参考上文思路，我们测算 24Q4-25Q3 期间国补对于电视的透支总量为 195w 台，同样按照 3 年去消化透支，单季度透支量 16w 台，考虑透支后 25Q4 出货量预计在 922w 台，同比-11.0%，对应 25 全年出货 2913w 台，同比-5.6%。

图表19：我们测算 25Q4、25 年电视销量同比分别-11.0%、-5.6%

	2018-2023 年 CAGR	24Q4-25Q3 实际出货	24Q4-25Q3 理论出货	透支总量	单季度透支 量	25Q4 考虑透 支后的出货 量	yoy	25 全年出货 量	yoy
电视	-8.4%	3027	2831	195	16	922	-11.0%	2913	-5.6%

来源：奥维云网，国金证券研究所测算 注：考虑到 Mini LED 带动的换机意愿提升，我们假定行业自然增速为-6%

对 26 年来说，以同样的思路处理补贴拉动及透支问题，我们针对三种情形分别进行测算：预计 26 年三种情形下电视出货同比分别+1.1%、-2.3%、-5.6%，其中预计 Q2 为季度压力高点，主要系国补+618 造成的高基数影响，其他季度之间波动相对有限。

图表20：不同情形下电视出货规模测算（单位：万台）

	情景一：有补贴，同力度		情景二：有补贴，规模减半		情景三：无补贴	
	电视出货预测	yoy	电视出货预测	yoy	电视出货预测	yoy
26Q1	710	2.8%	686	-0.7%	662	-4.3%
26Q2	660	-3.5%	636	-7.1%	611	-10.6%
26Q3	660	7.1%	635	3.1%	611	-0.8%
26Q4	914	-0.9%	890	-3.5%	865	-6.2%
26 全年	2944	1.1%	2847	-2.3%	2749	-5.6%

来源：奥维云网，国金证券研究所测算

2) 此外，我们针对 Mini 渗透率、价格降幅对 26 年电视均价整体的影响程度进行敏感性分析。其中假定 LCD 电视价格同比持平（25 年前三季度均价涨幅 2%，此处假设 26 年同比持平），考虑 Mini 结构下移+模组降本推进下厂商可能会选择部分让利消费者，因此我们给出不同情境下，电视 26 年均价变化的可能性。



在 26 年 Mini LED 均价-3%、-6%，渗透率提升至 45%的假设情况下，预计电视整体均价同比+6%、+4%，价格端存在较强的韧性。考虑到 Mini LED 背光模组本身也存在持续的降本空间，能够进一步弱化价格对企业毛利端的影响，电视龙头厂商预计仍然能够保持比较强的内销经营韧性。

图表21：26 年 Mini LED 渗透率及均价变化对电视整体均价的敏感性分析

26年电视整体均价增速测算	26年Mini LED渗透率						
	0%	35%	40%	45%	50%	55%	60%
26年Mini LED均价降幅	3%	4%	7%	9%	12%	15%	18%
	0%	3%	5%	8%	10%	13%	15%
	-3%	1%	3%	6%	8%	11%	13%
	-6%	0%	2%	4%	6%	8%	10%
	-9%	-2%	0%	2%	4%	6%	8%
	-12%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%

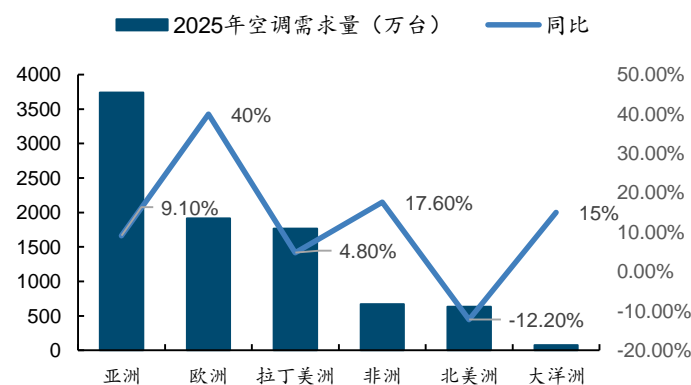
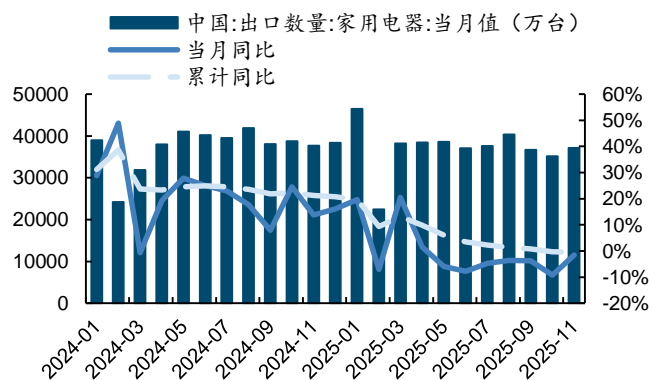
来源：奥维云网，国金证券研究所测算

1.3、家电出口

25 年初至今，受关税政策扰动及全球供应链格局重塑影响，今年 1-11 月家电累计出口数量增速放缓至-0.4%，但家电出口仍展现出强劲的韧性与结构性亮点：一方面，三季度以来在渠道补库驱动下出口已步入明确的恢复通道，另一方面，新兴市场家电渗透率仍在提升，人口红利下需求延续增长，为我国家电出口提供了稳定的贡献。

图表22：25 年初至今我国家电出口量累计同比-0.4%

图表23：25 冷年新兴市场延续更快的增速表现



来源：海关总署，国金证券研究所

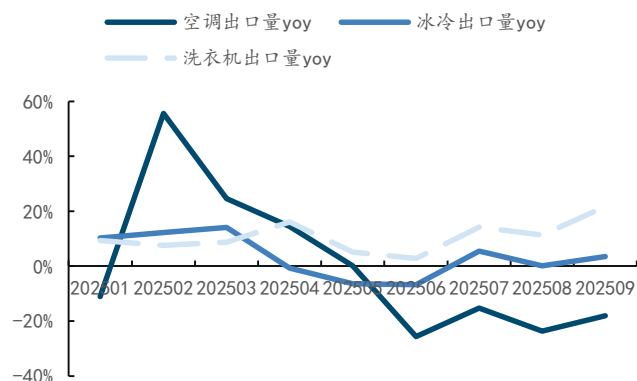
来源：产业在线，国金证券研究所

白电外销：

- 1) 分品类：25 年空调出口增速弱于冰洗。我们预计主要受天气因素影响，一方面 25 年东南亚夏季雨季时间明显长于往年、南美天气偏冷等因素对今年海外空调需求有所压制，另一方面 24 年海外高温也造成了较高的基数（24 年空调出口同比+28%），多种因素叠加下空调出口增速有所承压。
- 2) 分地区：新兴延续更快的增速表现。从冰洗出口数据来看，25 年新兴延续了近几年的表现，增长明显快于成熟市场。
- 3) 分季度：从季度节奏来看，25 开年延续了 24 年以来的出口景气，但进入 Q2，受关税扰动，订单及发货均有所延迟，Q3 以来随着关税影响的阶段性放缓，出口步入恢复通道。



图表24: Q3以来白电出口增速已出现修复迹象



图表25: 年初至今空调东南亚、南美需求承压, 或主要系天气因素影响

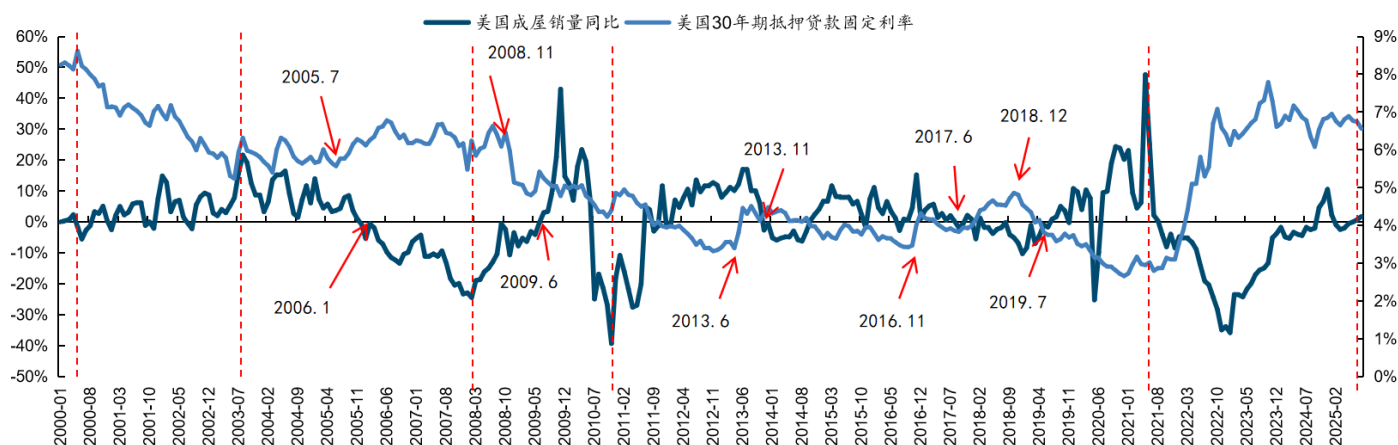
	空调出口 年累增速	冰冷出口 年累增速	洗衣机出口 年累增速
北美	-13%	-25%	-9%
欧洲	22%	-4%	15%
东南亚	-20%	25%	1%
南美	-11%	17%	18%
中东	-5%	-7%	8%
非洲	8%	41%	32%

来源: 海关总署, 国金证券研究所

来源: 海关总署, 国金证券研究所

美国市场: 有望受益于降息带来的需求提振。家电作为地产后周期属性较强的耐用消费品, 与成屋销量存在强相关性, 从历史来看, 降息对美国成屋销售有明显提振效果。复盘 2000 年至今的数据, 美国抵押贷款利率走势发生转向后的两个季度左右, 成屋销量同比会出现比较明显的变化, 进而有望传导至家电需求侧。

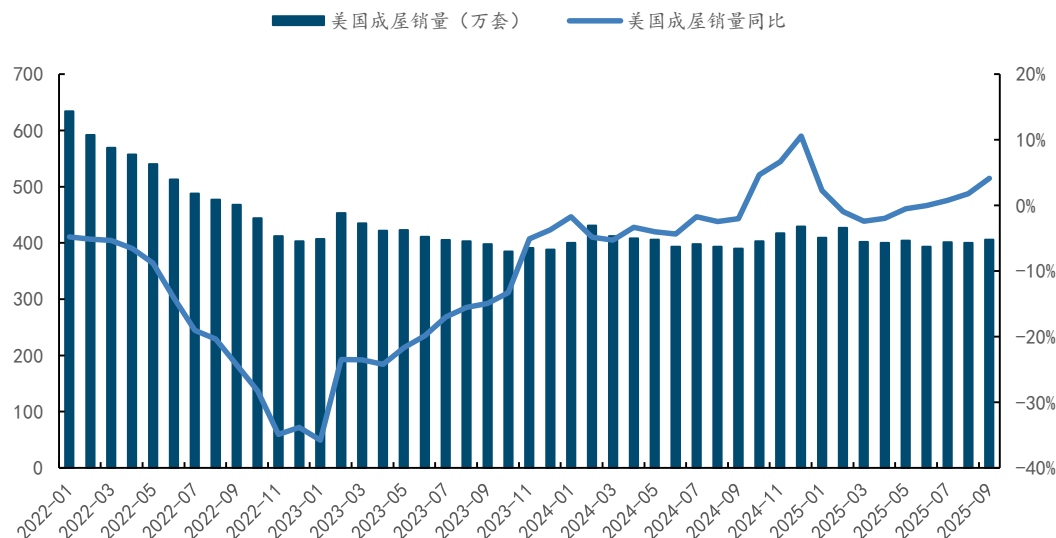
图表26: 从历史数据来看, 美国成屋销量与利率高度敏感, 滞后期约在 2 个季度左右



来源: Wind, 国金证券研究所



图表27: 25 年 7 月起美国成屋销量同比已经实现转正, 9 月增速提升至 4.1%



来源: Wind, 国金证券研究所

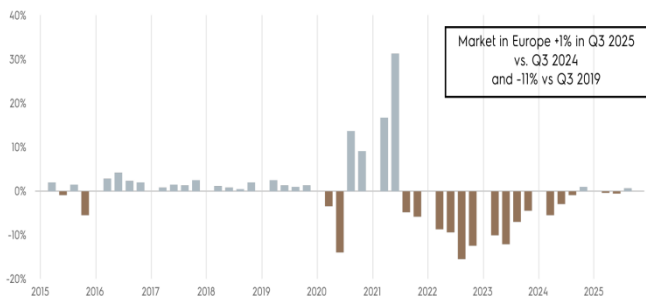
欧洲市场: 有望保持缓慢修复态势。2025 年初至今欧洲家电市场消费基本稳定, 需求表现与欧洲消费者信心指数趋势相似, 据 Electrolux 数据, 三季度欧洲大家电市场实现 1% 的正增长。参考 Electrolux 与 Arçelik 的公告, 22Q3 以来欧洲大家电出货持续好转, 2024 年增速转正, 25 年保持基本稳定, 其中东欧增速受基数影响回归稳健水平, 西欧持续修复, 增速环比略有加快。考虑到欧洲通胀缓解后也处于降息周期, 经济活力有望逐步提升, 预计 26 年欧洲需求有望保持缓慢修复态势。

图表28: 25 年欧洲家电市场需求基本稳定, Q3 略增 1%

图表29: 25 年东西欧核心大家电累计出货量均实现正增长

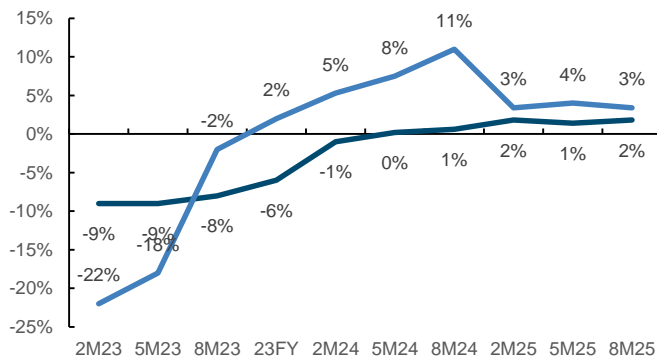
Overall market demand in Europe increased slightly

European core appliances market - total European shipments, quarterly unit comparison y-o-y



来源: Electrolux 公司公告, 国金证券研究所

—— 西欧核心大家电市场累计增速 —— 东欧核心大家电市场累计增速

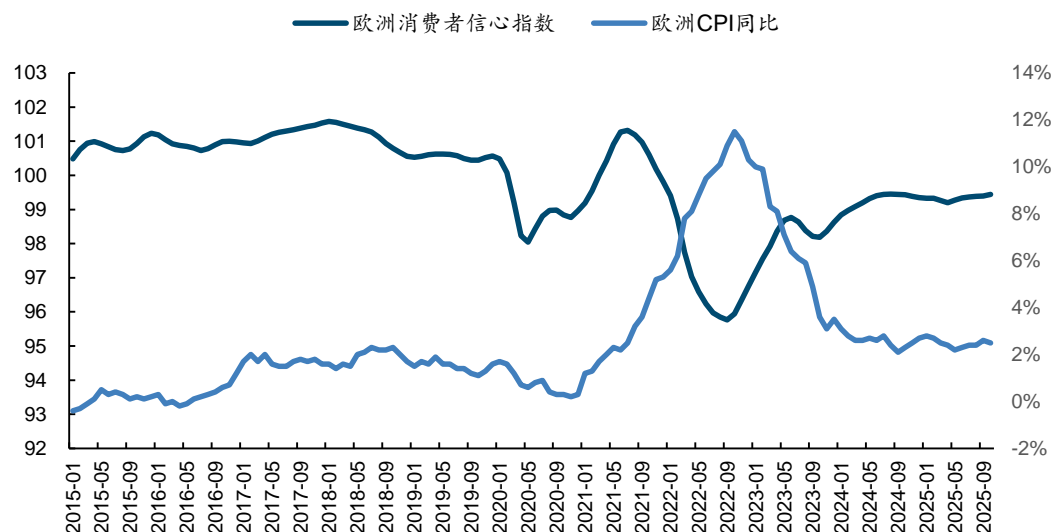


来源: Arçelik 公司公告, 国金证券研究所

注: 核心大家电指 Arçelik 统计的家电品类中核心六类产品, 此处为量增速



图表30：24年以来欧洲消费者信心保持缓慢修复态势



来源：Wind，国金证券研究所

参考海外白电龙头的财报，25年全年全球家电需求预计整体保持相对稳定，伊莱克斯对于北美、南美、欧亚的景气判断分别是中性/消极、中性、中性；惠而浦对于北美、南美、亚太的行业预期分别为-3%~0%、-5%~0%、0%~3%，综合来看，预计美国在关税的扰动下需求略有下滑，其他区域大概率保持稳健。

图表31：惠而浦、伊莱克斯 Q3 财报中对 25 年需求展望基本维持中性偏悲观判断

	北美	南美	亚洲/欧亚
惠而浦	-3%~0%	-5%~0%	0%~3%
伊莱克斯	中性/消极	中性	中性

来源：惠而浦、伊莱克斯财报，国金证券研究所

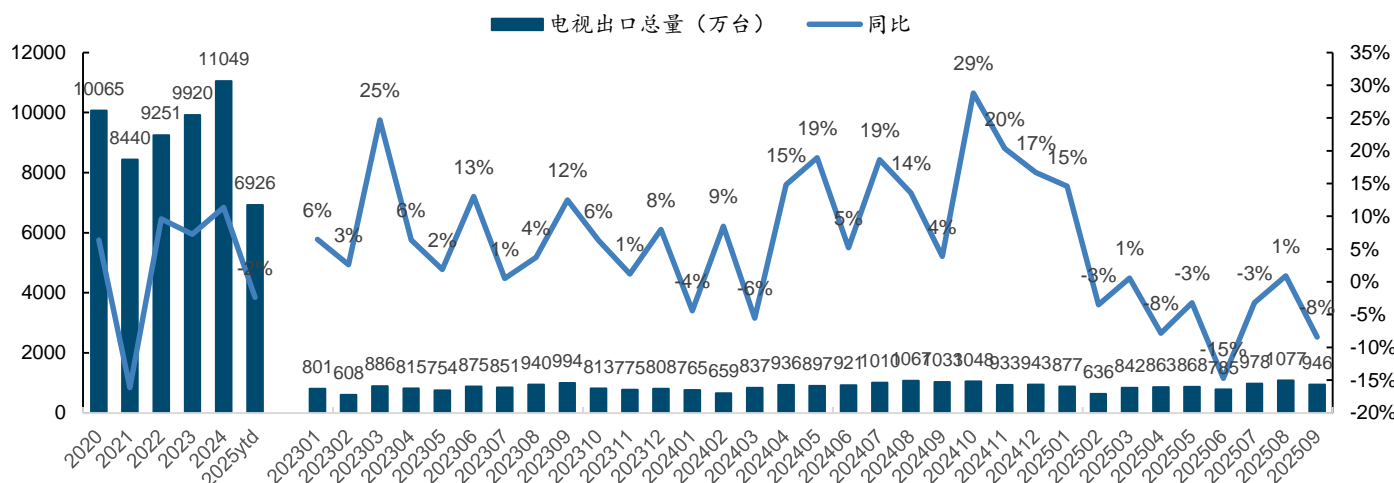
黑电外销：

25 年虽有关税扰动，但全年拉平来看出口数据表现好于预期，年累计同比在高基数下仅下滑 2%，考虑到国内厂商在关税背景下已将部分产品转移至海外生产，电视的实际出货或好于海关口径，充分体现了我国黑电产业在全球的强竞争力。进入 Q3 黑电出口已有明显回温，7 月以来，从我国出口的电视增速环比出现明显改善，预计主要系关税阶段性缓解下，海外渠道恢复补库所带动。

从更长时间跨度来看，22-24 年我国电视出口已经连续增长了三年，产业链一体化优势带来的竞争力可见一斑。随着美国进入降息周期、叠加中美关系近期有所缓和、26 年作为体育大年需求支撑性强，电视出口有望继续保持逐季修复的态势。



图表32: Q2 受关税影响电视出口增速出现下滑, Q3 以来明显改善



来源: 海关总署, 国金证券研究所

2、投资主线

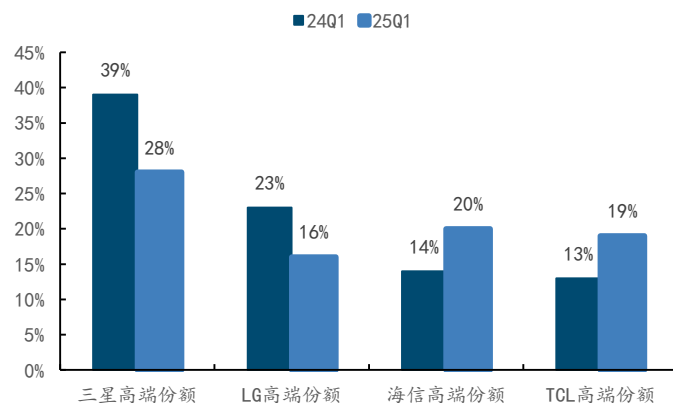
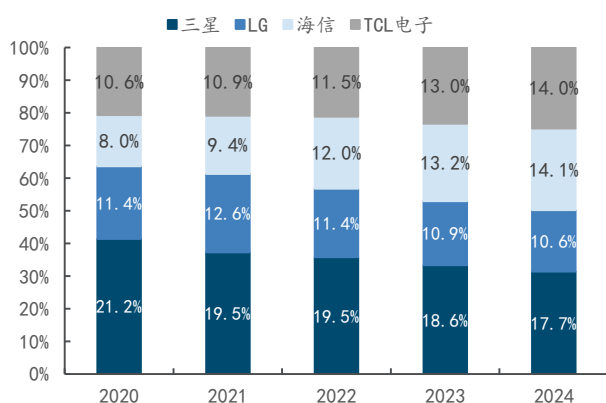
2.1、投资主线一: 黑电全球叙事转变, 从“份额追赶”迈向“利润与定价权”之争

从近些年的出货量数据来看, 不难发现我国黑电企业在全世界已稳坐全球 top2、top3 的位置。从份额变化来看, 相较于韩系出货增长的优势正在不断扩大, 25 年前三季度海信、TCL 全球出货同比+4.3%、4.1%, 韩系龙头三星、LG 分别-3.5%、-9.6%。

今年我们同样观察到, 在中资份额继续追赶三星的过程中, 在高端市场同样出现了突破, 据 Counterpoint, 25Q1 三星+LG 全球高端电视份额首次跌破 50%, 降至 44%, 海信+TCL 由 27%大幅上升至 39%。我们认为高端市场的份额变化至关重要, 反映了海外消费者对于中资黑电品牌的认可度在提升, 我国黑电龙头在全球市场有望将份额优势向转化为更丰厚的利润。

图表33: 近五年来我国黑电龙头全球份额持续提升, 韩系出现明显下滑

图表34: 25Q1 韩系在高端电视的市场开始失守



来源: 奥维云网, 国金证券研究所

来源: Counterpoint, 国金证券研究所

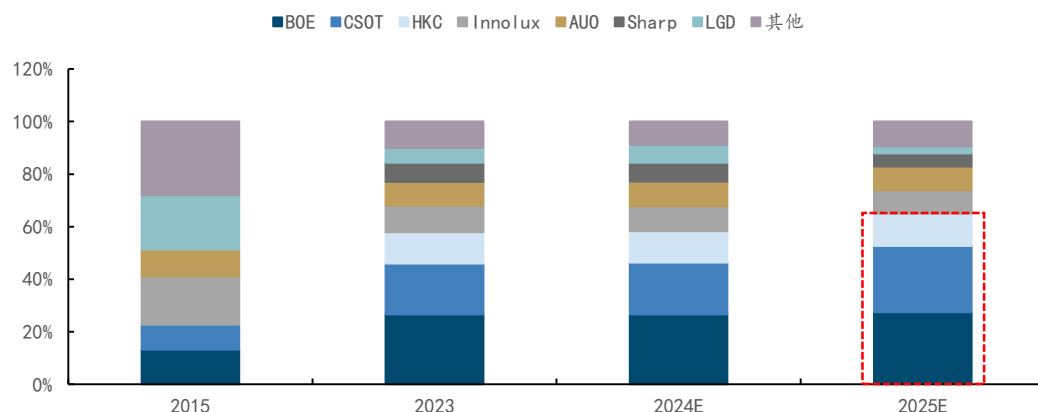
分析背后的原因, 我们认为从产业链供给至产品&技术, 再到品牌的认可度, 我国黑电产业链的正在全面追赶韩系:

1) 从供给角度来看, 我国黑电的产业链集群优势非常突出。虽然在近年 Mini LED 技术快速发展的背景下, 面板提供的技术附加值占比在降低, 但其仍然是电视成本端最重要的环节, 是构成黑电产业竞争力的基础。

而从面板供给的格局来看, 我国企业在多年逆周期的 CAPEX 投入下, 已经基本掌握了对于全球 LCD 面板市场的定价权。映射到电视厂商, 则意味着我国企业可以第一时间享受到最尖端的面板技术, 并与背光模组供应商、芯片供应商实现更强的集群效应, 进一步降低上游成本。



图表35：中资厂商已经掌握LCD面板定价权

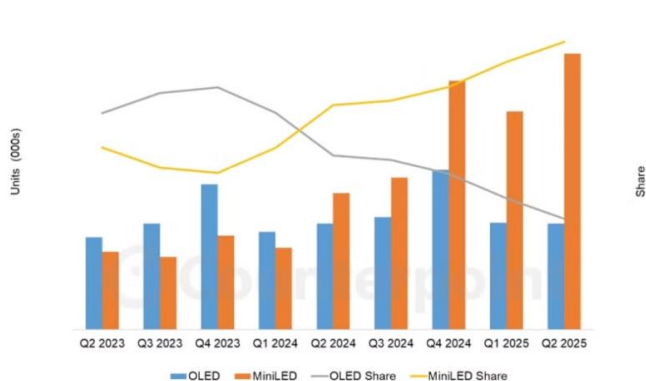


来源：群智咨询，国金证券研究所

- 2) 从技术迭代的角度来看，Mini LED 路线的出现实现了高端电视显示技术的“平权”。显示效果不输 OLED 的同时，在价格、尺寸上更易做到更平衡的解决方案，快速补齐了我们曾经在电视高端显示技术层面与韩系的差距。并且从近期技术的迭代情况来看，我国龙头海信视像、TCL 电子已经走在了 Mini LED 路线的领先位置，率先推出 RGB Mini LED、SQD 等方案，引领新一轮技术迭代方向。

图表36：Mini LED 渗透率领先的优势持续扩大

图表37：海信引领 RGB-Mini LED 技术、产品快速迭代



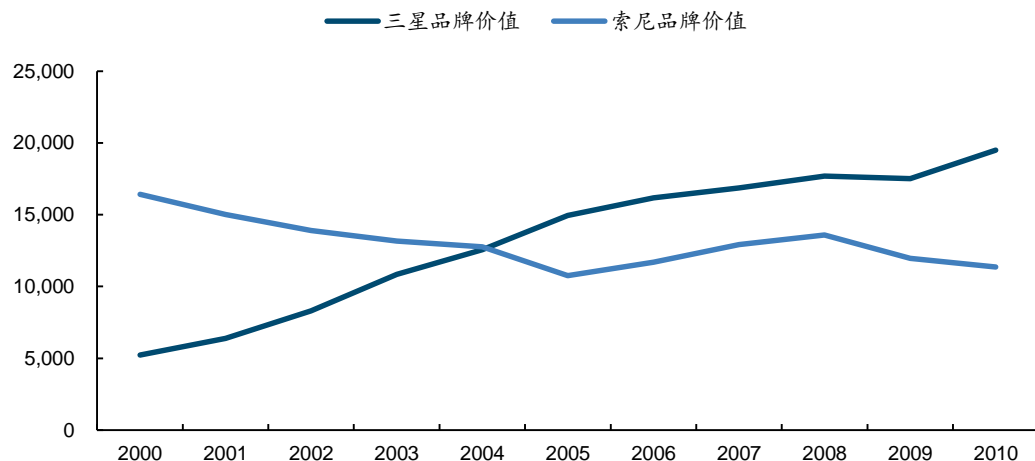
来源：Counterpoint，国金证券研究所

来源：海信视像公众号，国金证券研究所

- 3) 从品牌的角度来看，我国黑电品牌仍在快速扩张在全球市场的影响力。海外消费者对世界杯等大型体育赛事关注度非常高，体育营销是扩大品牌影响力的重要手段，我们认为韩系反超日本的过程中，体育营销对于提升品牌的知名度与认可度也起到了关键助益。



图表38：1997年三星开启体育营销，品牌价值加速提升（单位：百万美元）

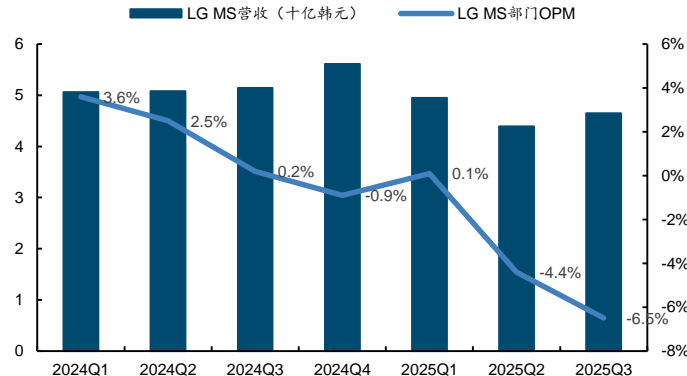
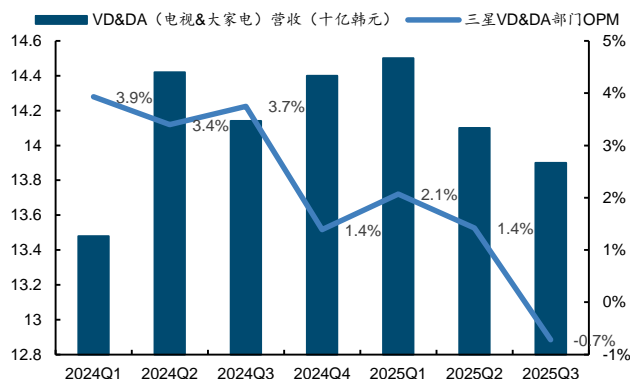


来源：Interbrand，国金证券研究所

25年以来，三星、LG电视业务所在部门盈利能力逐季下滑。三星电视所在部门VD&DA三季度OPM转负，同比-4.3pct至-0.7%，环比-2.1pct，LG电视所在部门MS三季度OPM同比-6.7pct、环比-2.1pct至-6.5%，反映出在终端价格竞争加剧、面板成本压力之下，韩系企业在供应链效率与费效上的相对劣势正在放大。

图表39：三星电视所在部门Q3 OPM转负

图表40：LG电视所在部门Q3 OPM环比进一步降至-6.5%



来源：三星公司公告，国金证券研究所

来源：LG电子公告，国金证券研究所

韩系黑电龙头的成长路径与我国高度相似。LG、三星分别在1966、1970年进入电视行业，90年代前主要以给日本企业代工为主，1993年“新经营运动”的开展，使得韩国企业开始注重“数量”向“质量”的转变，2000年-2010年在全球市场成功颠覆日系黑电地位。

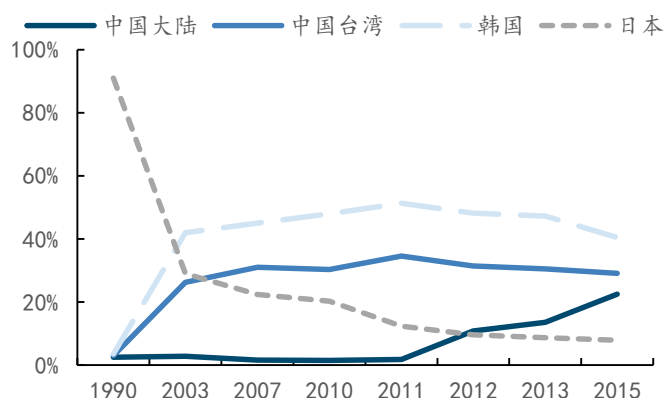
复盘日系、韩系曾经的表现，在龙头竞争优势发生更迭的阶段，我们观察到相似的特征，即索尼电视在走向衰落前其电视业务盈利能力先出现了下滑，

- 1) 韩系：1995-1997年左右韩系逆势投资LCD产线，开始在LCD的供给格局中逐步占据优势地位；1997年三星借助摩托罗拉与奥委会谈判失败的契机，正式加入顶级赞助商计划（TOP计划），绑定奥运会进行体育赛事营销，并延续至今，是其品牌高端化、全球化的标志性事件；2000年左右，三星宣布进行高端化转型，并在后续几年内逐步退出沃尔玛渠道，转向Bestbuy等专业渠道，2003年起随着LCD电视需求放量，逐步反超日系成为全球黑电top1的品牌。
- 2) 日系：在2000年-2010年之间逐渐失去全球黑电霸主的地位。从公司来看，Sony、松下、夏普各自出现了经营决策的失误，其中Sony作为1980年代的电视霸主，其衰落的原因主要在于过度依赖CRT的技术，在90年代错失了液晶面板产线的投资机会，因而导致2000年左右在需求结构发生变化的关键阶段，产品竞争力开始逐步弱于韩系。

Sony盈利能力在2000年初开始出现走弱的情况，主要由于Sony参与LCD面板投资的时间较晚，在LCD电视需求爆发期面板产能供应受到韩系供应限制，且成本端存在劣势，2000年之后Sony电视部门的OPM持续承压，从1997年6.7%的高点持续下滑，至2005年转负。

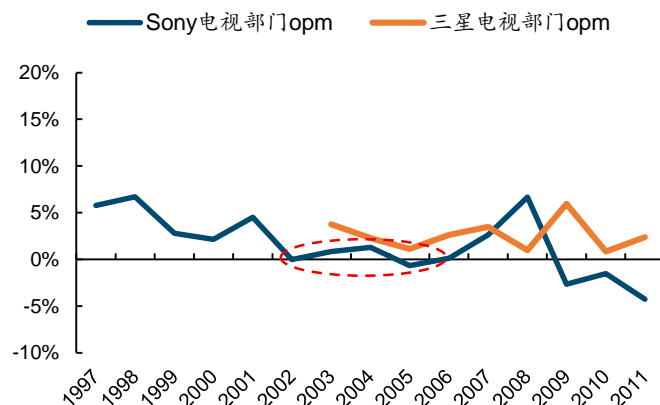


图表41: 2003 年左右韩系液晶面板全球占有率超过日本



来源: 广东材料谷, 国金证券研究所

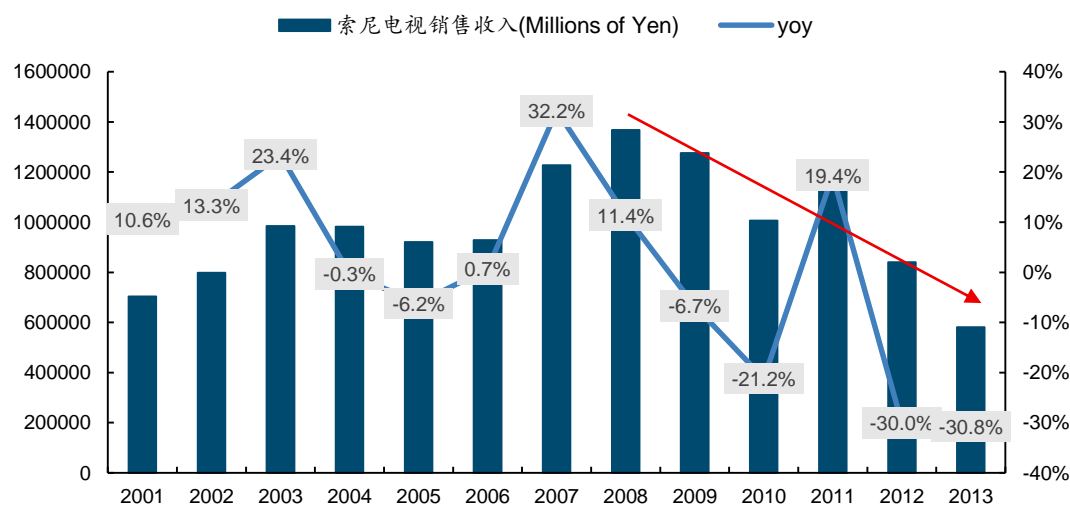
图表42: Sony 电视部门 2000 年起 OPM 走弱, 表现弱于三星



来源: Sony 公告、三星电子公告, 国金证券研究所

曾经强势的电视业务的盈利走弱或预示着业务竞争力的下降, 索尼自金融危机后电视业务收入逐年下跌, 而韩系受益于 LCD 需求的爆发式增长及产品综合实力的提升, 电视部门营收持续保持增长。受全球金融危机的冲击下+LCD 对其他电视品类加速替代等因素影响, Sony 电视业务在 2009 年后出货规模出现持续萎缩, 2010、2012、2013 年分别-21%、-30%、-31%。对比韩系来看, 三星、LG 受益于 LCD 爆发增长, 表现相当强劲, 其中三星即使在金融危机期间其电视规模仍然保持高速增长。

图表43: Sony 电视业务 2009 年之后规模下滑明显

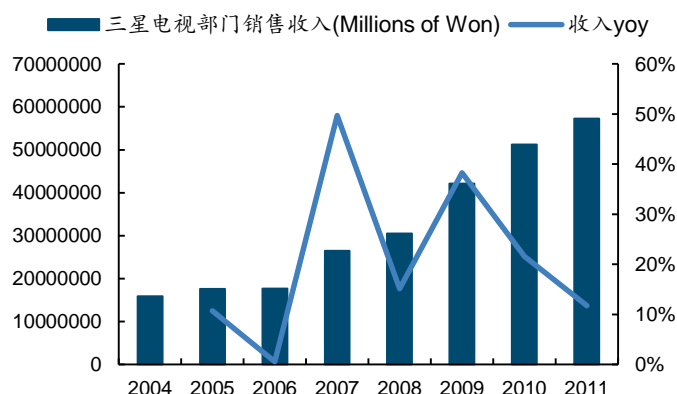


来源: Sony 财报, 国金证券研究所

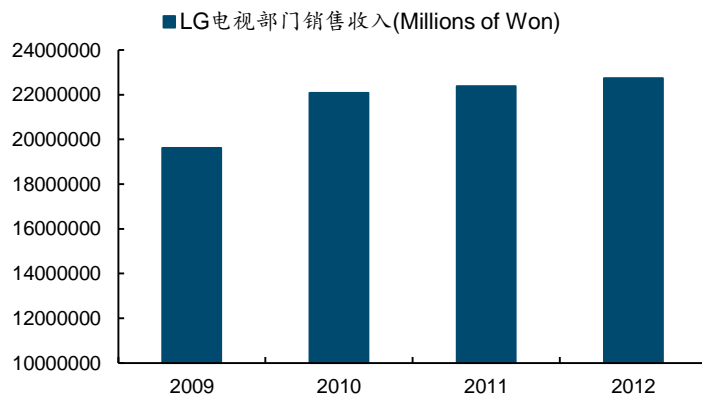


图表44：三星电视所在部门2004-2011年间营收持续保持增长

图表45：LG电视所在部门2009年之后营收保持增长



来源：三星电子财报，国金证券研究所

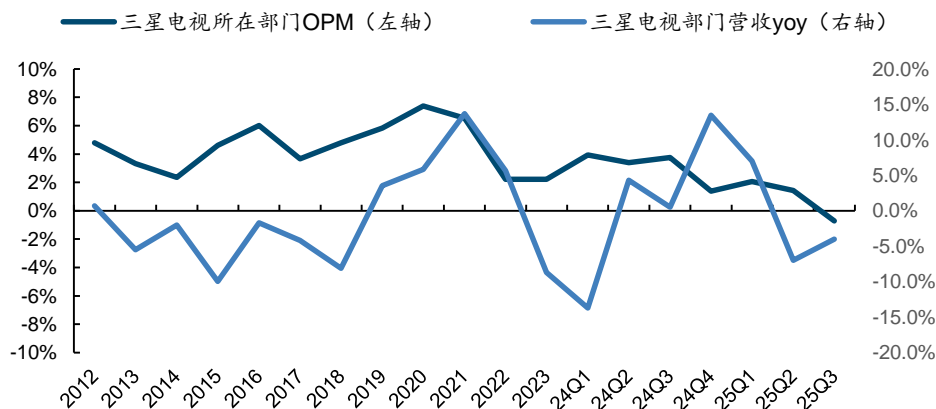


来源：LG电子财报，国金证券研究所，注：2009年LG电子将电视业务所在部门重新分类，因此2008年及之前数据不可比

展望：短期韩系策略上或有反扑，但中资凭借更好的质价比有望逐步蚕食市场，份额、结构有望实现长期提升。从25Q1-Q3三星、LG电子的财报中提及的应对措施来看，将通过推出更具市场竞争力的产品来应对我国品牌冲击的策略已较为明确，但考虑到三星目前经营重心更偏向于半导体产业等，黑电作为成熟的品类，成长性有限的情况下或许对利润的诉求更强，或无法支撑长期的进攻性策略。

我国企业凭借垂直整合的产业链优势与显著的工程师红利，已在成本控制与技术迭代效率上构建起系统性优势，在同等性能产品上能实现更优的定价，或在同等价格下提供更高配置，从而持续挤压韩系品牌的份额及利润空间。

图表46：三星电视所在部门25Q3 OPM处于近十年来的底部



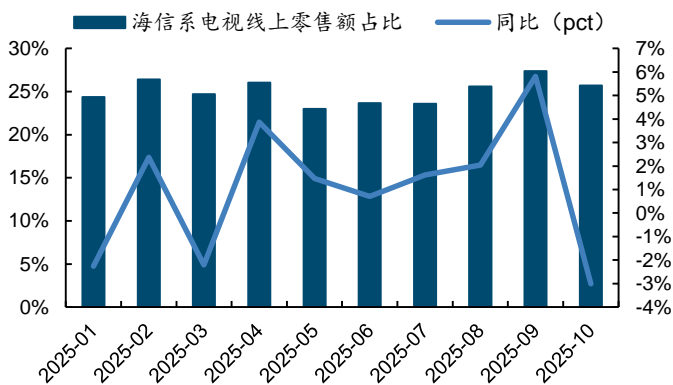
来源：三星电子财报，国金证券研究所

海信视像：

内销业绩稳健+海外预计持续提速。国内业务：海信作为国内黑电 top1，是黑电中最受益于产品结构升级的企业，根据我们的拆解，海信上半年均价实现双位数增长，Q3均价延续增长、销额增速大幅跑赢行业，龙头地位凸显。海外业务：25H1发货受美国关税+国际营销库存影响，出货有所波动，但目前库存已消化到位，美国出货缺口持续回补，进入7月已开始提速。展望26年，降息周期+体育大年，出海会贡献稳定的增长，一方面美国降息有望拉动地产后周期消费，另一方面体育大年本身对海外电视消费具有不错的刺激性，26年美加墨世界杯刺激下上半年的备货需求预计保持旺盛。



图表47: Q2 以来海信系线上零售额占比保持增长



来源: 海信视像公告, 国金证券研究所

图表48: 海信在海外产品结构、价格指数均实现较好提升

25H1海外市场表现梳理	
北美	北美市场出货中 Mini LED 产品占比达 5.9%，同比提升 2.1 个百分点； 品牌价格指数同比提升 7.4，销量排名前三
欧洲	欧洲市场出货中 Mini LED 产品占比 9.5%，同比提升 1.6 个百分点； 欧洲市场品牌价格指数同比提升 8，销量排名前三
日本	日本市场出货中 Mini LED 产品占比达 7.9%，同比提升 1.8 个百分点； 日本市场品牌价格指数同比提升 3，市场占有率排名第一
东盟	公司在东盟市场业务规模同比增长 20%以上，其中 65 英寸及以上产品出货量同比增长 30%
中东非	2025 年上半年海信系电视在中东非市场销量排名第二

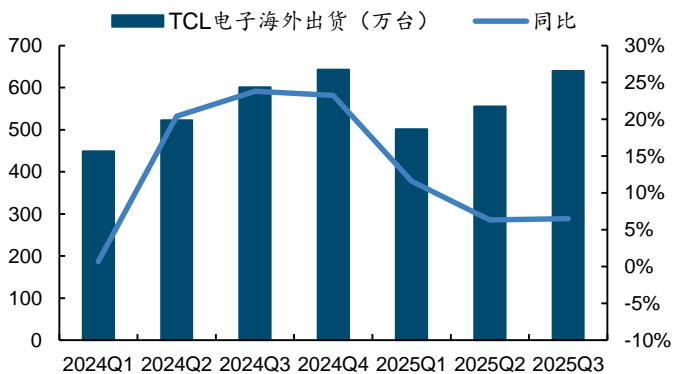
来源: 海信视像公告, 国金证券研究所

TCL 电子:

海外持续提速，业绩确定性强。TCL 今年在海外表现亮眼，前三季度海外出货量增长接近 8%，其中欧洲渠道突破后带来持续的增量，Q3 增长 30%以上，预计门店铺货+其他渠道突破下有望持续高增。北美方面，渠道调整良好，利润有望持续修复，TCL 主动减少沃尔玛等低端渠道的布局，加速进驻 Bestbuy、Costco 等渠道，高端渠道占比提升带动北美出货结构显著优化，均价从 25H1 增长 13%提速到 25Q3 的 20%，盈利有望进一步修复。

22-25H1TCL 电子归母净利率分别为 0.6%、0.9%、1.8%、2.0%，实现持续修复，但对标海信 4%左右的归母净利率仍有充足的提升空间。展望明年，我们预计海外渠道突破带来的内生性增长动能将会延续，国内市场有望凭借 TCL 品牌带动结构及均价增长，业绩确定性强。

图表49: 25 年 TCL 海外出货保持较好增长



来源: TCL 电子投资者关系公众号, 国金证券研究所

图表50: 海外主要区域均实现较好增长



来源: TCL 电子公告, 国金证券研究所

2.2、投资主线二: 红利属性+出海成长, 白电潜力依旧

对于 26 年, 虽然面临在国补退坡的情况下的行业透支压力, 但我们认为龙头品牌凭借一体化优势、强大的行业定价权及深厚的蓄水池预计仍然能够实现稳健的增长。此外, 自主品牌出海同样值得注意, 25 年在面临高基数+关税等负面因素的扰动下我国白电依然表现出极强的韧性, 冰洗依然保持良好的增长。

跳出扰动之外, 我们认为企业的竞争最终仍需回归以效率为核心的综合竞争力, 而我国白电龙头拥有领先于全球的产业链一体化带来的制造优势, 近些年在海外的产能布局及渠道拓展又进一步强化了出海的竞争力, 因此对于明年我们认为白电龙头依然有望保持稳健的增长及慷慨的分红, 是高股息+红利配置的优选方向。

高股息+红利属性: 白电是能够“穿越周期”的稳健资产

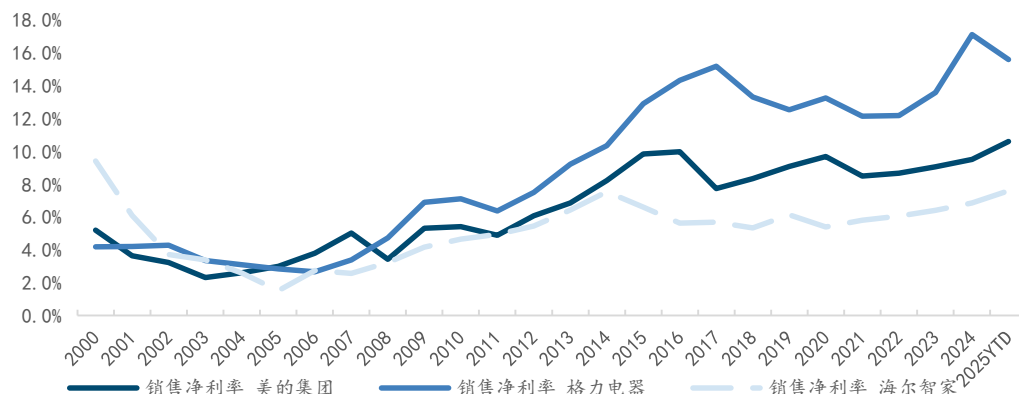
白电历史上多次穿越周期, 当前仍然是优质的红利资产, 存在业绩确定性+良好的现金流&高分红意愿+安全边际高三个支撑维度:

1) 稳定的业绩提供红利根基: 白电行业已进入成熟期, 内需虽受“以旧换新”政策前置效应影响短期承压, 但更新需求主导下具备较强刚性。从格局上看, 虽有小米等新玩家加入的扰动, 但龙头凭借产业链一体化优势定价权与



盈利稳定性突出，如美的集团 ROE 长期维持在 20% 以上，净利率每年稳步提升。

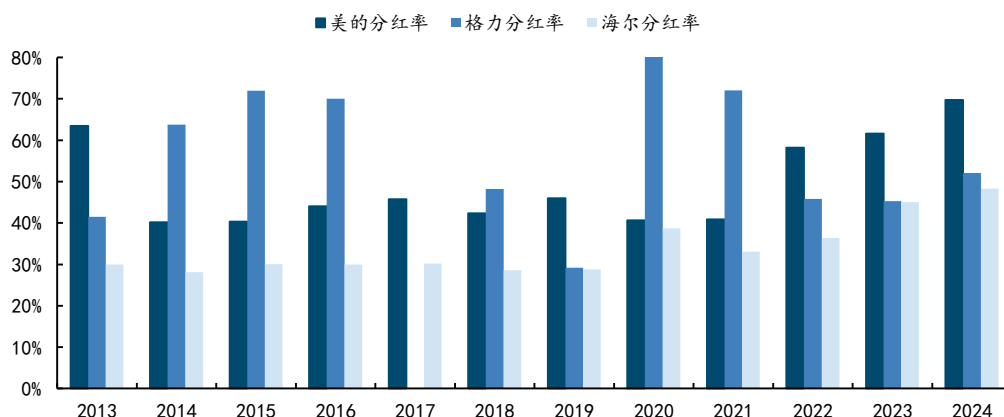
图表51：白电龙头能够穿越周期，净利率水平保持提升趋势



来源：Wind，国金证券研究所

- 2) 充沛现金流+较强的分红意愿：一方面，白电龙头账上现金十分充裕，资本开支需求随着产业布局逐步完善趋于下降，自由现金流有充分保障。另一方面，龙头普遍有较强的分红意愿与股东回报意识，美的、海尔均宣布 25 年中期分红。

图表52：白电龙头维持较高的分红率，近年分红率有所上升

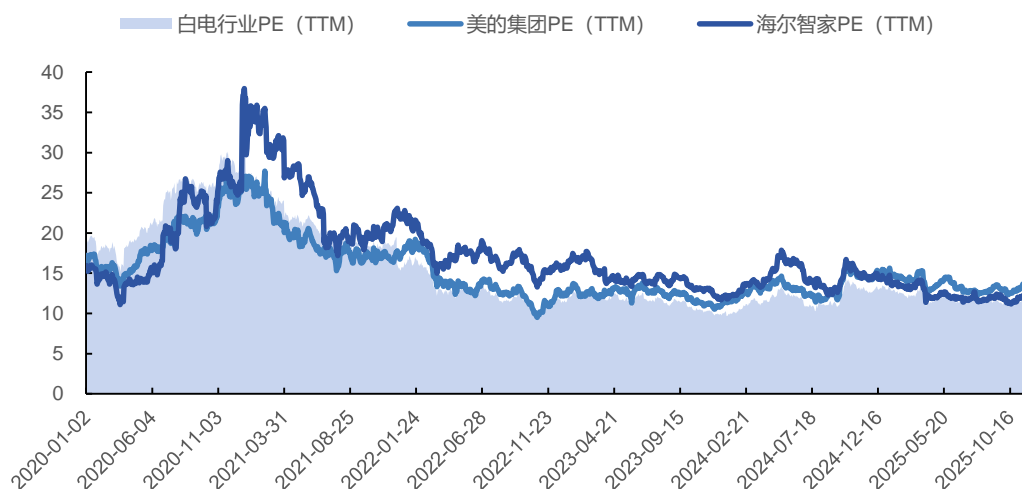


来源：Wind，国金证券研究所

- 3) 估值安全边际充足：白电板块整体仍然处于历史估值的低位，以 10/5 年纬度来看，申万白色家电指数目前 PE(TTM) 处于历史的 16%/32% 的水平，美的、海尔 PE (TTM) 也分别处于十年期/五年期 53%/41%、12%/6% 的估值水位，较低的估值或一定程度上已经反应对于明年基数压力的预期，若后续内需政策持续发力或外销环境好于预期，板块有望迎来业绩与估值的双重修复。



图表53: 白电估值处于历史偏低位置

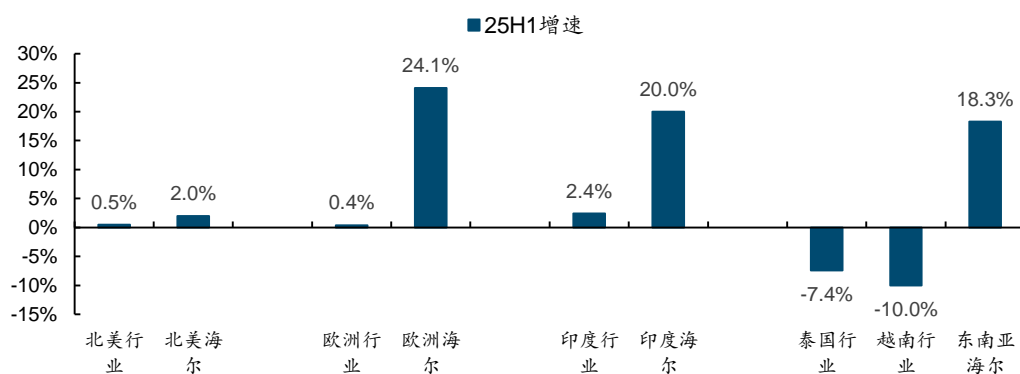


来源: Wind, 国金证券研究所

出口贡献长期成长: 本土研产销体系逐步完善带动出海提速, 确保业绩中长期稳健增长

回顾 25 年白电海外经营情况, 出口虽然受到关税的影响, 但同样不乏亮点, 尤其是以海尔、美的、海信为代表的 OBM 出口均实现了有韧性的增长。我们认为主要得益于海外研产销一体化建设带来的产品+渠道等综合竞争力的提升, 前期的投入进入加速兑现周期, 长期来看, 研产销本土化带来的品牌出海潜力值得重视。

图表54: 受益于研产销体系的不断完善, 25H1 海尔在海外增速大幅跑赢行业



来源: 海尔智家公告, 国金证券研究所

从更长的周期来看, 我国白电企业在全球的竞争力及份额呈现稳步提升的态势。北美市场中, 凭借 GEA 与海尔双品牌运营, 海尔近十年年均份额提升超过 2pct, 在空调、冰箱、厨电市场已稳居 top1。美的在强势的空调品类中表现同样亮眼, 近十年北美份额平均年提升 1.1pct, 目前份额已接近 12%。



图表55：近十年海尔在北美多个品类份额均保持快速增长，显著优于外资竞对

企业份额 (%)			2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	平均年提升	24年行业出货 (千台)	近10年CAGR
北美	空调	海尔	6.4	20.4	21.7	28.4	27	27.9	28	30	30.9	31.1	2.5	11507	3.5%
		美的	1.1	2.3	2.9	3.8	4.8	7.3	10.1	10.4	10.9	11.7	1.1		
		海信	0.1	0.1	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.1		
		外资龙头-LG	8.9	9.8	9.6	9.7	10.4	10.5	10.5	10.7	10.5	10.5	0.2		
	冰箱	海尔	8.9	18.3	18.3	19.8	22.4	23.3	25	25.3	25.8	26	1.7	18392	0.8%
		美的	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6	0.7	0.6	0.6	0.0		
		海信	0.4	0.7	1.4	1.6	1.6	1.6	1.4	1.5	1.4	1.4	0.1		
		外资龙头：惠而浦	20.2	20.4	20.9	21	22.1	19.7	18.7	18.5	19.5	19.8	0.0		
	洗衣机	海尔	0.4	13.1	13.1	16.1	18.2	19.9	20.5	21.9	22	22.1	2.2	19584	1.1%
		美的	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0		
		海信	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
		外资龙头：惠而浦	35.3	35.9	36.3	36.7	37	35.1	34.8	33.8	33.7	33.8	-0.2		
	厨电	海尔	0.1	22.2	23	24	26.5	29.2	30.7	30.5	30.4	30.4	3.0	13425	0.8%
		美的	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.0		
		海信	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
		外资龙头：惠而浦	21.2	21.5	22.1	21.6	21.8	21.1	20.1	19.5	19.9	19.9	-0.1		

来源：欧睿，国金证券研究所

东欧市场偏好质价比产品，我国品牌在东欧通过本土产能布局与供应链优势产品精准匹配东欧消费者需求，通过品牌收购进一步打通了当地渠道与销售网络，24年海尔在空调领域份额已达到33.9%，大幅领先竞对，冰箱、洗衣机、厨电份额近年也保持大幅提升的趋势；海信通过收购古洛尼获得优质的渠道及工厂资源，同样保持较快的份额提升趋势，24年冰、洗、厨市场中份额已达双位数左右。

图表56：海尔、海信在东欧市场中份额快速提升，海尔在东欧空调市场份额已居绝对领先地位

企业份额 (%)			2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	平均年提升	24年行业出货 (千台)	近10年CAGR
东欧	空调	海尔	2.5	12.6	22.1	21.5	19.3	19.2	21.1	27.7	31.7	33.9	3.1	3625	7.9%
		美的	4.9	7.4	6.9	6.1	6.4	5.4	4.9	6	5.5	5.8	0.1		
		海信	2.7	2.4	1.6	3.9	4.3	3.7	3.5	4.1	5.1	5.5	0.3		
		外资龙头-大金	7.5	7.5	7.1	7	7.3	7.5	7.8	7.8	8.1	8.4	0.1		
	冰箱	海尔	2.5	2.5	3.9	5.4	7.6	9.1	9.5	12	13.9	15.8	1.3	9262	2.7%
		美的	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
		海信	0.2	1.5	1.4	3.7	3.7	3.3	3.2	4.6	7	8.9	0.9		
		外资龙头-Beko	-	-	-	-	-	-	-	-	-	28.2	-		
	洗衣机	海尔	3.3	3.5	3.2	5.9	11.5	11.3	12	14.5	16.3	17.9	1.5	8816	2.5%
		美的	0.5	1.7	1.7	1.6	1.8	2	2.2	2.5	3.7	5.2	0.5		
		海信	0.1	0.1	0.3	2.4	2.4	2.2	2	3.8	7.2	9.5	0.9		
		外资龙头-Beko	-	-	-	-	-	-	-	-	-	26.6	-		
	厨电	海尔	-	-	-	0.4	4.2	3.9	4.8	6.4	8.5	9.2	1.3	10902	0.6%
		美的	-	-	1	0.9	1	1.1	1.1	1.2	1.4	1.8	0.1		
		海信	-	-	-	9.2	9.3	8.9	8.7	9.3	9.9	10.5	0.2		
		外资龙头-Beko	-	-	-	-	-	-	-	-	-	14.5	-		

来源：欧睿，国金证券研究所

拉美市场存在较高的结构性壁垒，美的受益于较早的在当地建设工厂、成立合资公司，在优势品类空调中份额接近20%，表现优异，冰洗品类近年增长提速，年均份额提升0.5-0.8pct，占据个位数及以上的市场份额。



图表57: 海尔、海信在东欧市场中份额快速提升, 海尔在东欧空调市场份额已居绝对领先地位

企业份额（%）			2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	平均年提升	24年行业出货 （千台）	近10年CAGR
拉丁美洲	空调	海尔	-	0.5	0.5	0.7	0.7	0.7	0.6	0.7	1	1	0.1	9914	-0.1%
		美的	17.1	15.2	14.4	15.6	15.9	16.7	16.7	16.9	18.8	19.2	0.2		
		海信	0.8	1.4	1	1.2	0.9	0.8	0.6	0.8	0.6	0.6	0.0		
		外资龙头-GE	12.3	13.8	14.1	14.9	15.5	16.1	16.6	16.5	16.2	16.4	0.4		
	冰箱	海尔	1.5	4.3	4	3.8	2.7	2.6	2.5	2.7	2.7	2.7	0.1	20008	1.5%
		美的	0.2	0.2	0.3	0.9	1.6	3	3.8	3.8	4.8	5.4	0.5		
		海信	0.4	0.7	0.7	1	1.1	1.2	1.4	1.4	1.4	1.5	0.1		
		外资龙头-惠而浦	23.5	24.5	23.8	24.6	25.5	23	22.1	23.3	25.2	25.7	0.2		
	洗衣机	海尔	-	3.8	2.9	2.5	2.1	1.9	1.6	1.7	1.6	1.7	-0.2	16362	0.0%
		美的	0.1	0.1	2	3	4.1	6.3	7.5	7.1	7.8	8.5	0.8		
		海信	0.3	0.5	0.4	0.5	0.7	0.8	0.9	0.9	1	0.9	0.1		
		外资龙头-惠而浦	18.8	18	17	17.3	17.4	17.1	16.7	16.3	15.7	16	-0.3		
	厨电	海尔	-	1.2	1.1	1.1	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	0.0	16982	-0.9%
		美的	-	-	-	-	-	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0		
		海信	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
		外资龙头-惠而浦	12.3	13.1	15.3	15.1	14.9	13.7	13.3	13.1	12	12.3	0.0		

来源: 欧睿, 国金证券研究所

东南亚作为我国本土产能能够高效辐射, 且消费者习惯与我国重合度较高的市场, 美的、海尔已建立起一定的优势, 过去十年间, 在空调、冰箱等主要品类中, 中国品牌份额持续提升, 而日系企业份额呈现结构性下滑。这一趋势的背后, 是我国供应链效率、产品性价比及渠道下沉能力的综合体现, 反映出区域市场格局在持续重塑。

图表58: 美的、海尔在东南亚重点市场中多个品类份额持续提升, 抢夺日系份额

企业份额 (%)			2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	平均年提升	24年行业出货 (千台)	近10年CAGR
印尼	空调	海尔	2.6	4.7	5	5.5	5.3	5.7	6.2	6.8	7.5	7.6	0.5	3878.5	3.3%
		美的	2.9	3.1	3.3	3.3	3.5	4	4.5	5	5.6	6.2	0.3		
		外资龙头-大金	10.2	11.7	13.7	15.8	17.8	17.9	18.1	18.2	18.1	18.2	0.8		
	冰箱	海尔	13.5	13.9	15.1	15.9	15.9	16.5	17	15.5	14.8	14.6	0.1	5087	1.1%
		美的	2.7	8.1	6.7	4.9	4.6	4.6	4.6	4.6	4.7	4.9	0.2		
		外资龙头-夏普	-	23.7	24.4	25.7	26.3	26.1	26.3	27.6	28.3	28.6	0.5		
	洗衣机	海尔	12.7	12	11.9	11.2	12.1	13	13.6	13.7	13.9	14.1	0.1	3167.7	2.9%
		美的	-	1.2	1.5	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	1.9	0.1		
		外资龙头-夏普	-	24	24.2	24.7	24.6	23.1	21.6	21.5	20.6	19.9	-0.5		
菲律宾	空调	海尔	1.8	3.9	4	3.7	4.6	5.2	4.7	5.8	6.2	6.5	0.5	1490.6	4.7%
		美的	-	-	-	-	-	1	2.1	3	3.7	4.3	0.8		
		外资龙头-松下	16.8	17.4	17.5	17.4	17.3	16.9	17	16.5	16.3	16.2	-0.1		
	冰箱	海尔	14.7	14.7	14.7	14.4	13.8	13.6	13	12.2	11.5	11	-0.4	1737.3	2.6%
		美的	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
		海信	-	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.0		
		外资龙头-松下	20.5	20.9	21.6	21.8	22	21.5	21.7	21.5	21.4	21.2	0.1		
	洗衣机	海尔	6.9	6.4	6.3	6.2	5.9	6.7	7.2	7.1	7.1	7.1	0.0	1188.9	2.6%
		美的	3.7	7.9	7.8	7.7	7.6	8	8.2	8.1	8.1	8	0.4		
		海信	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
外资龙头-夏普		-	15.9	15.8	15.4	14.4	14.2	13.4	12.9	12.6	12.5	-0.4			

来源: 欧睿, 国金证券研究所

新兴市场正在接力成熟市场成为我国家电出海的新增长动能。一方面, 从出货量的数据来看, 新兴市场对白电的消费量已经占到全球需求的半数以上, 另一方面, 从我国白电出口的增长来源来看, 新兴市场已经成为增量贡献的主力, 2023 年以来持续贡献正增长, 在人口+渗透率红利的拉动下有望贡献长期、稳定的增长。

图表59: 2021 年以来新兴市场在我国白电出口增长中贡献明显提升

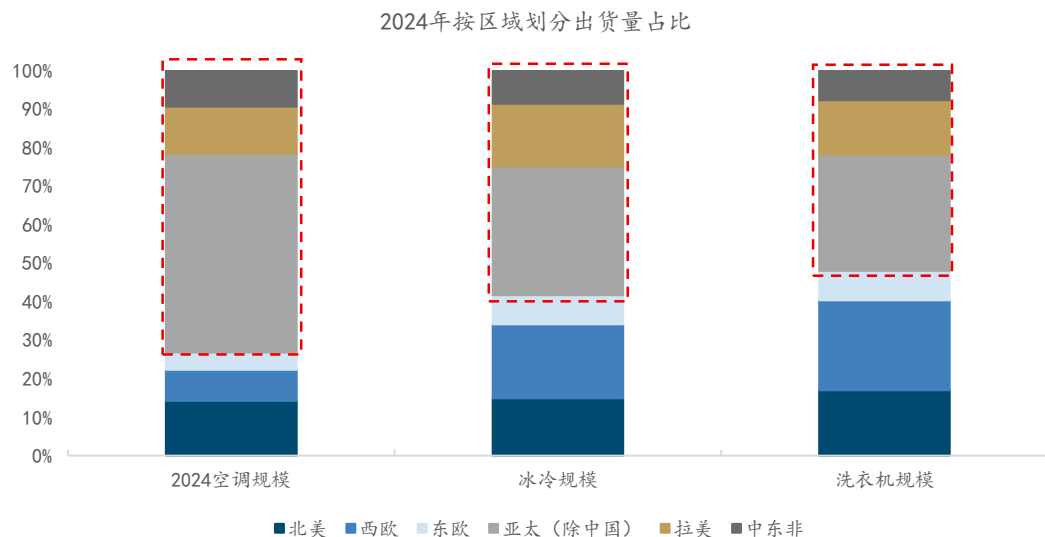
	空调出口增量		冰冷出口增量		洗衣机出口增量	
	成熟市场贡献	新兴市场贡献	成熟市场贡献	新兴市场贡献	成熟市场贡献	新兴市场贡献
2021	122%	-22%	23%	77%	72%	28%
2022	-70%	30%	-83%	-17%	-51%	-49%
2023	-66%	166%	40%	60%	43%	57%



	空调出口增量		冰冷出口增量		洗衣机出口增量	
2024	21%	79%	53%	47%	40%	60%
2025YTD	84%	16%	-244%	344%	34%	66%

来源：海关总署，国金证券研究所

图表60：新兴市场对白电的需求已经占海外（不含中国）需求的半数以上



来源：欧睿，国金证券研究所

中长期看海外市场提供坚实成长基础，我们测算未来 5 年我国企业在海外有望实现中个位数的复合增速。以五年维度，我们对中资企业未来的出货情况进行测算，预计空调未来 5 年中资品牌出货 CAGR 有望达到 7.5%，增速快于冰（6.4%）、洗（5.5%）。拆分市场来看，空调增长中成熟市场、新兴市场的贡献度类似，预计均有 7% 以上的符合增速，主要系近年欧洲天气炎热，空调渗透率持续保持提升，预计未来也将会形成较强贡献；冰洗则由新兴市场为主要贡献，有望实现中个位数的复合增速，主要受益于人口红利+渗透率提升带来的持续性增长。



图61：五年维度来看，预计中资在海外空、冰、洗市场的复合增速有望达到7.5%、6.4%、5.5%

单位：千台		历史数据						预测数据					贡献拆解 其中Alpha贡献 (份额提升)
		24年行业销量	24年国牌销量	行业十年CAGR	国牌十年CAGR	24年国牌份额	近五年均份额 增长	国牌份额增速 预测	2030国牌份额 预测	2030行业出货 预测	2030国牌出货 预测	国牌出货总量 CAGR预测	
空调	北美	11507	5029	3.5%	25.4%	43.7%	2.2%	1.0%	49.6%	14181	7038	6%	2.2%
	西欧	6554	1448	7.6%	22.0%	22.1%	1.0%	1.0%	28.1%	10157	2854	12%	4.4%
	东欧	3625	2215	7.9%	29.9%	61.1%	4.5%	1.5%	70.1%	5733	4019	10%	2.5%
	亚太(除中国)	41739	8210	4.4%	10.3%	19.7%	0.8%	0.8%	24.8%	54181	13412	9%	4.1%
	拉美	9914	2617	-0.1%	3.6%	26.4%	0.7%	0.7%	30.4%	9864	2995	2%	2.4%
	中东非	7605	2966	0.9%	14.0%	39.0%	4.0%	2.5%	54.0%	8034	4338	7%	5.6%
	成熟市场平均			4.8%	24.6%	35.9%			40.6%			7.3%	2.5%
	新兴市场平均			3.3%	10.7%	25.5%			31.8%			7.5%	4.3%
冰箱	北美	18392	5168	0.8%	13.2%	28.1%	0.7%	0.7%	32.2%	19255	6196	3%	2.3%
	西欧	23693	3175	0.1%	9.7%	13.4%	0.2%	0.3%	15.2%	23905	3634	2%	2.1%
	东欧	9262	2288	2.7%	31.3%	24.7%	2.7%	2.5%	39.7%	10865	4313	11%	8.5%
	亚太(除中国)	41396	9965	2.3%	6.1%	24.1%	0.8%	0.8%	28.6%	47326	13529	5%	3.0%
	拉美	20008	420	1.5%	1.5%	9.6%	0.8%	0.8%	14.6%	21813	3185	40%	38.7%
	中东非	10618	1858	0.4%	0.4%	21.2%	-1.2%	0.0%	21.2%	10874	2305	4%	3.3%
	成熟市场平均			0.4%	11.7%	19.8%			22.8%			2.8%	2.4%
	新兴市场平均			1.8%	6.5%	17.9%			25.7%			8.2%	6.4%
洗衣机	北美	19584	4328	1.1%	46.2%	22.1%	0.7%	0.5%	25.1%	20924	5252	3%	2.2%
	西欧	26908	4036	1.0%	19.5%	15.0%	0.0%	0.5%	18.0%	28607	5149	4%	3.1%
	东欧	8816	2865	2.5%	29.7%	32.5%	3.4%	3.0%	50.5%	10219	5161	10%	7.8%
	亚太(除中国)	34819	7273	3.5%	5.9%	20.9%	0.4%	0.4%	23.4%	42830	10037	6%	2.0%
	拉美	16362	1816	0.0%	44.6%	11.1%	1.0%	1.0%	17.0%	16346	2776	7%	7.3%
	中东非	8866	1330	1.4%	13.6%	15.0%	-1.2%	0.0%	15.0%	9644	1447	1%	0.0%
	成熟市场平均			1.1%	27.3%	18.0%			21.0%			3.7%	2.6%
	新兴市场平均			2.2%	11.2%	19.3%			24.6%			6.5%	4.4%
整体				1.6%	15.2%	20.3%			23.2%			5.5%	3.8%

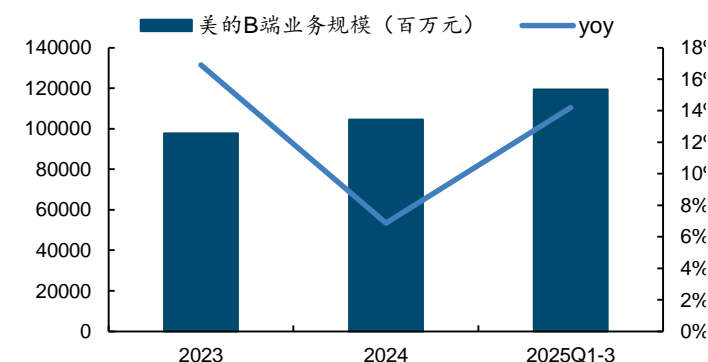
来源：欧睿，国金证券研究所测算

美的集团：

经营最为稳健的红利型资产。25Q3 营收实现双位数增长，我们预计 toC、toB 业务均实现较好表现。其中，C 端业务在海外 OBM 带动下实现高质量增长，预计海外增速快于国内，DTC+海外研产销体系推进下长期增长可期。B 端业务延续较好增长，前三季度新能源工业与技术、智能建筑科技、机器人与自动化分别收入同比分别+21%、+25%、9%，行业高成长+份额提升打开长期空间。此外，美的保持高分红+回购，注重提升股东回报。

图62：美的 toB 业务保持较快增长

图63：美的的全球产业布局完善，抗风险力强



来源：美的集团公告，国金证券研究所

海尔智家：

经内销方面，25 年国内数字化改革深化，数字营销+数字库存已经在费用端带来正向贡献，预计 26 年费用端的正贡献会更明显；此外，海尔压缩机自制率提升带动产业链一体化能力增强，叠加 SKU 进一步精简优化，空调业务有望继续保持高增长。

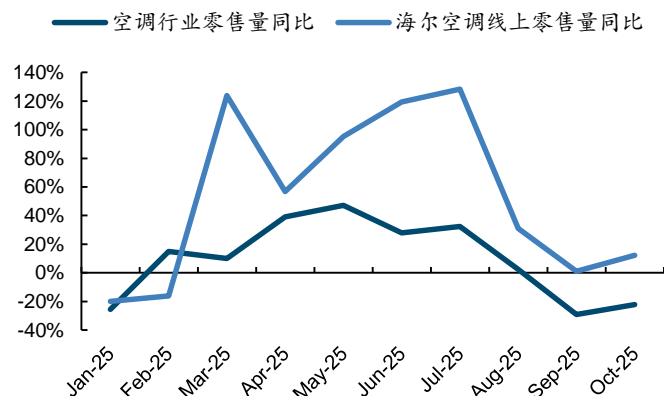
外销方面，北美降息带动需求回温，海尔是白电企业中美国市场占比最高的公司，降息周期带动北美地产触底回升后有望带来白电需求的增长，北美本土供应链的投产也会进一步带动盈利能力提升。



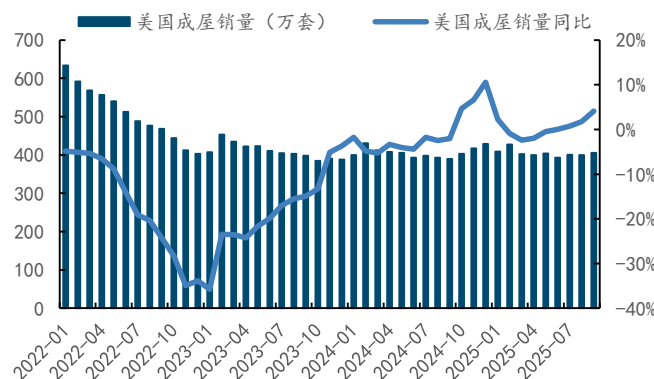
来源：美的集团官网，国金证券研究所



图表64：25年以来海尔空调增速大幅跑赢行业



图表65：降息后美国成屋交易有所好转



来源：奥维云网，国金证券研究所

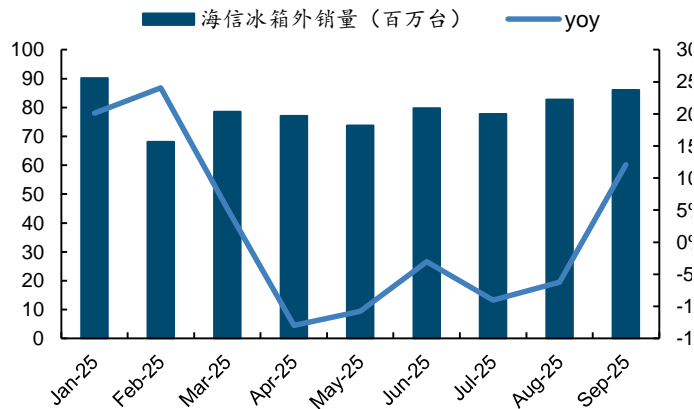
来源：Wind，国金证券研究所

海信家电：

经营改善下具备长期潜力。25年在行业环境影响下经营短期承压，行业竞争加剧、国补退坡、地产端需求疲软对海信的业务存在不同程度的拖累，展望后续，海信空气事业部有望统一调动中央空调、家空资源，实现生产+运营效率的双提升，26年表现值得期待；外销方面，抢出口短期节奏影响消退后外销有望逐步恢复。此外，黑白电上市公司近年协同效果良好，后续有望进一步加深合作。

图表66：海信冰箱外销自关税以来有所修复

图表67：25年美的前高管殷必彤入职海信，负责空气事业整合



	在海信任职日期	简历
殷必彤	2025/7/30	<p>历任美的空调国内营销公司总经理助理、市场总监，无锡小天鹅股份有限公司董事、总经理，美的集团股份有限公司董事、高级副总裁、家用空调事业部总裁、中国区总裁、智能家居事业群联席总裁。</p> <p>现任海信家电集团股份有限公司职工董事，空气事业部总裁、空气事业部党委书记、空气事业部国内营销中心总经理。</p>

来源：产业在线，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

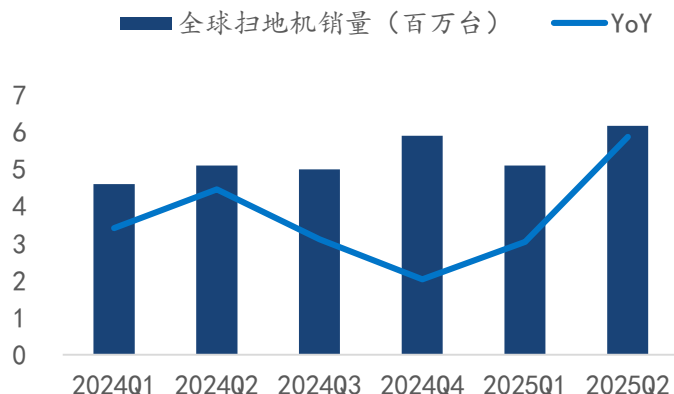
2.3、投资主线三：全球竞争显著占优的新消费出海

扫地机：25年全球市场成长提速，国内受益国补，海外基站产品周期持续演绎。

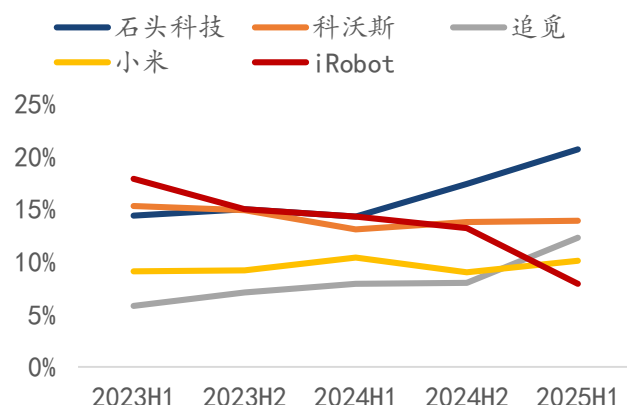
海外市场预计成长性有望延续，中国品牌在全球市场的领先优势持续扩大。石头科技、科沃斯、追觅、小米等企业凭借产品迭代、智能化优势和供应链效率持续抢占份额，而iRobot面临渠道压力及产品竞争力下降，其全球份额进一步下滑至7.9%，中国品牌海外份额有望加速提升。



图表68：全球扫地机市场成长提速



图表69：中国品牌主导全球扫地机市场

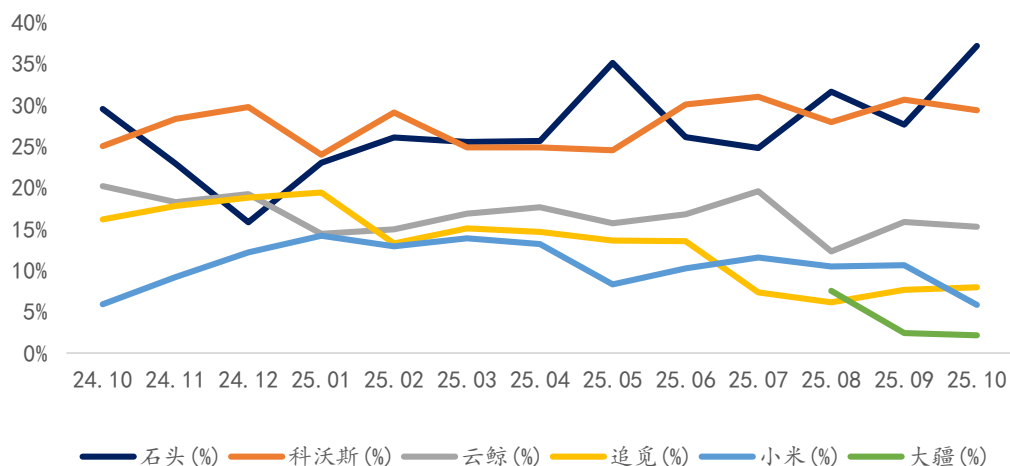


来源：IDC，国金证券研究所

来源：IDC，国金证券研究所

国内市场方面，双龙头集中度进一步提升，石头积极竞争策略下维持提升态势，科沃斯依靠滚筒扫地机器人先发优势迎来份额明显修复。26 年需关注各家新品策略以及石头滚筒洗地机器人降本节奏。格局端，国内市场内卷&低盈利下，追觅战略收缩，云鲸也呈现一定颓势，大疆入局后目前市场表现较为一般。

图表70：石头&科沃斯 25 年国内扫地机份额进一步提升

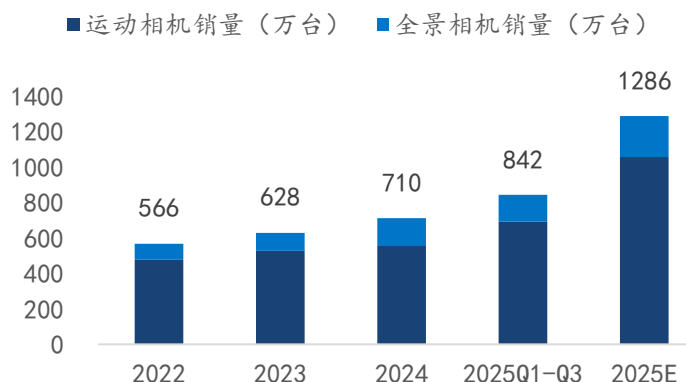


来源：奥维云网，国金证券研究所

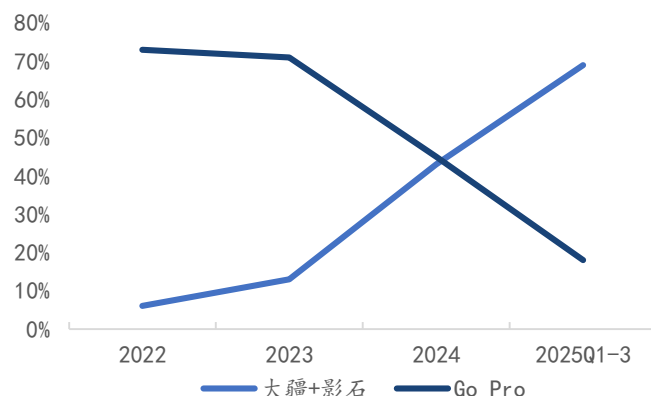
智能影像：25 年全球市场在影石&大疆加快产品迭代和营销加码下迎来爆发增长。中国品牌 25 年大幅领先海外龙头品牌，影石、大疆份额持续提升，GoPro 份额呈下降趋势。影石与大疆的新品迭代速度较快，占领全球绝大部分市场份额。



图表71：全球运动相机&全景相机 25 年迎来爆发



图表72：影石和大疆份额快速赶超 Go pro 并主导全球运动相机市场

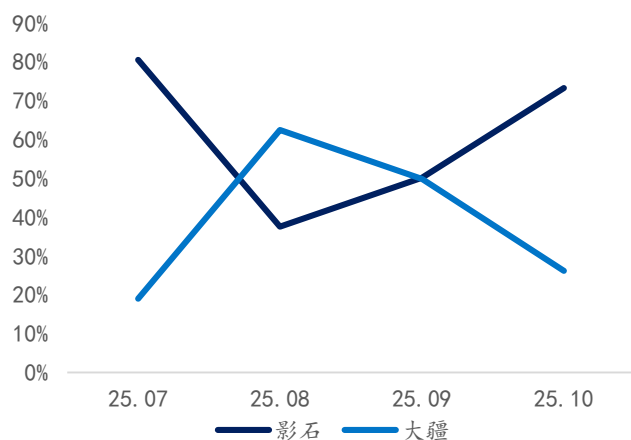


来源：久谦，国金证券研究所

来源：IDC，国金证券研究所

此前市场过度担心大疆价格竞争对于影石的冲击，我们认为一方面大疆入局全景相机赛道会带来赛道扩容，另一方面影石凭借自身差异化产品优势能够较好的应对大疆的价格竞争。同时，竞争强度提升也会带来产品更快的迭代，作为供给创作需求的新品类，产品迭代加速预计会迎来渗透率加速提升。影石作为全景相机起家的新锐，产品线也持续扩充，股价催化主要会系新品类开拓和新品表现。

图表73：影石创新全景相机 10 月扩大领先优势



图表74：影石创新推出全景无人机



来源：久谦，国金证券研究所

来源：影石官网，国金证券研究所

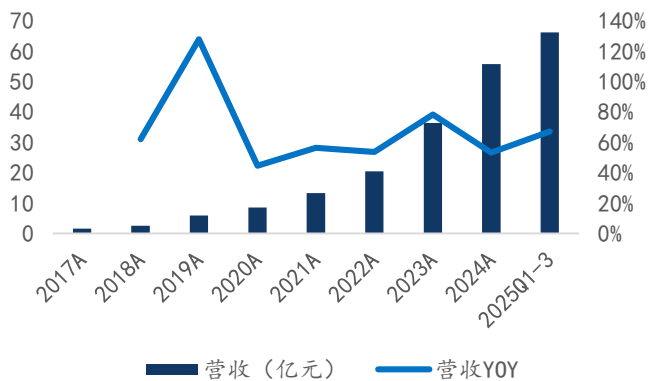
影石创新：

产品+品牌领先享受行业红利，增长势能强劲。当前智能影像赛道处于渗透率提升的成长期，公司凭借领先的产品定义和创新能力维持临县优势并持续开拓新品类，有望维持高速增长。17-24 年公司营收复合增速 66%，25Q1-3 依然保持高速增长，营收同比+67%。

底层技术储备完备，平台型公司未来可期。公司在技术研发方面，在加强全景技术、防抖技术、AI 技术和机械自动化等核心技术的同时，也储备了机械控制技术、机器视觉感知技术和飞行控制技术等。建议重点关注公司新品类上市节奏和股价催化。



图表75：影石创新保持高成长势能



图表76：影石创新影石创新在研项目

项目名称	项目进展
基于云计算的视频管理和剪辑技术	开发阶段
基于多传感器融合的感知避障导航系统	测试阶段
基于全景的安防相机	开发阶段
新一代运动相机	开发阶段
新一代一体化全景相机	开发阶段
新一代手机云台	开发阶段
智能数码相机	预研阶段
新一代穿戴式相机	开发阶段

来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

石头科技：

利润率预计触底回升，营收保持高增。积极竞争策略下石头科技 25Q1-3 营收同比+72%，扫地机维持全球龙一地位且份额进一步提升，利润率 25Q1 触底后企稳。预计在新业务减亏+竞争策略转向后，利润率有望迎来上行周期。

图表77：石头科技净利率底部企稳



图表78：石头科技全球扫地机份额位居榜首

	公司	25H1 扫地机份额
1	石头科技	20.70%
2	科沃斯	13.90%
3	追觅	12.30%
4	小米	10.10%
5	iRobot	7.90%

来源：Wind，国金证券研究所

来源：IDC，国金证券研究所

科沃斯：

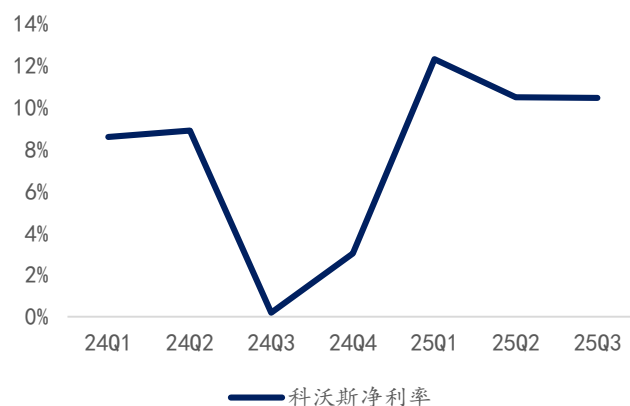
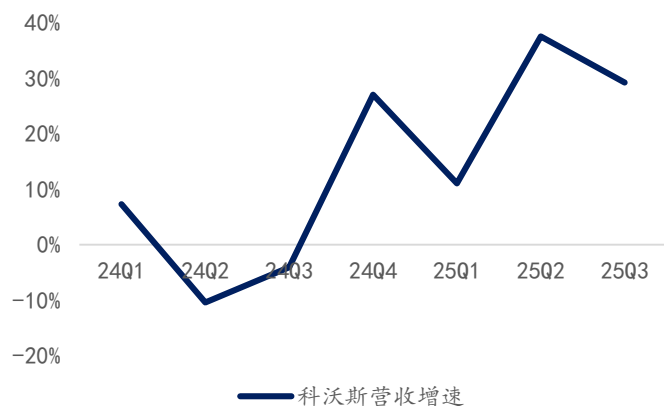
25 年科沃斯经营迎来明显修复。在行业高景气+滚筒扫地机先发优势+供应链降本下，25 年公司营收提速，净利率也迎来明显修复，扫地机国内份额也稳中有升。

割草等新品类有望贡献新成长曲线。展望 26 年，公司经营势能有望延续，割草、擦窗等新品类有望进一步放量。



图表79：科沃斯25年营收提速

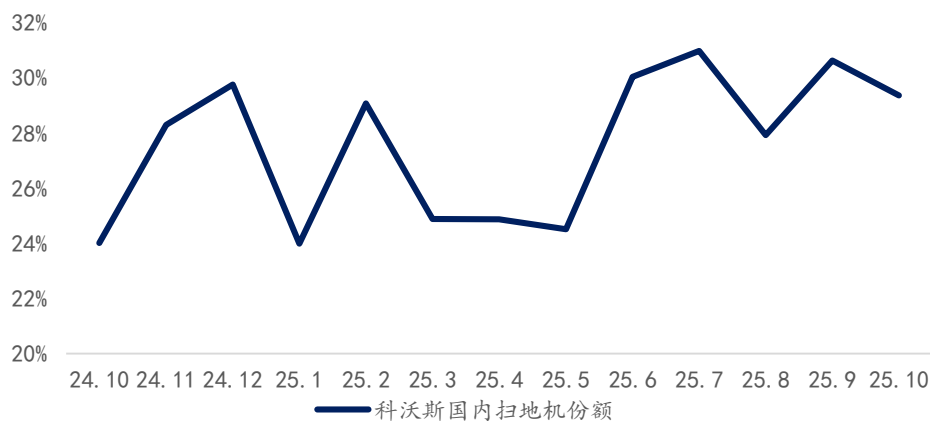
图表80：科沃斯净利率25年迎来明显修复



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

图表81：科沃斯国内扫地机份额25年稳中有升



来源：奥维云网，国金证券研究所

3、投资建议

展望26年，内销方面，国补的延续有望在一定程度上对冲高基数+透支压力，龙头品牌凭借一体化优势、强大的行业定价权及深厚的蓄水池预计仍然有望实现稳健的增长。外销方面，美国进入降息周期，地产对家电的拉动效果有望增强，欧洲消费有望保持缓慢修复的态势，新兴市场在渗透率提升、人口红利逻辑下需求延续性较强，我国企业在研产销系统本土化建设逐步完善，OBM出海有望维持较快的增长速度，建议把握三条主线，

1) 投资主线一：黑电全球叙事转变，从“份额追赶”迈向“利润与定价权”之争。25年前三季度海信、TCL全球出货同比+4.3%、4.1%，韩系龙头三星、LG分别-3.5%、-9.6%，单三季度韩系双雄电视所在部门盈利均出现了不同程度的下滑，OPM均转负，对比日系曾经的表现来看，Sony电视业务出现明显衰弱的阶段盈利能力也存在提前触底的情况。长期来看，我国企业凭借垂直整合的产业链优势与工程师红利，在成本控制与技术迭代效率上构建起系统性优势，有望将份额优势向转化为更丰厚的利润，推荐海信视像、TCL电子。

2) 投资主线二：红利属性+出海成长，白电潜力依旧。白电历史上多次穿越周期，我国白电龙头拥有领先于全球的产业链一体化带来的制造优势，近些年在海外的产能布局及渠道拓展又进一步强化了出海的竞争力，存在业绩确定性+良好的现金流&高分红意愿+安全边际高三个支撑维度，对于明年我们认为白电龙头依然有望保持稳健的增长及慷慨的分红，是高股息+红利配置的优选方向，推荐美的集团、海尔智家，建议关注海信家电。



3) 投资主线三：全球竞争显著占优的新消费出海。运动相机、全景影像与扫地机器人在全球需求复苏、内容创作增长及智能家居渗透提升的带动下持续保持高景气。影像领域中影石创新与大疆凭借产品力和技术优势持续提升份额，已在多期数据中反超 GoPro；扫地机领域中石头科技、科沃斯、追觅、小米凭借智能化与供应链优势持续扩张，而 iRobot 份额明显下滑。整体来看，中国品牌在海外的成长性与竞争力显著增强，推荐影石创新、石头科技，建议关注科沃斯。

4、风险提示

海内外需求波动的风险：供给端新品推新力度不足、叠加下游需求在宏观环境影响下转弱，行业有可能出现增长不及预期甚至下滑的风险，进而影响上市公司的盈利状况。

行业竞争加剧：若行业发生价格战等情况，或对公司经营情况产生负面影响，进而影响公司利润水平。

汇率波动风险：汇率的大幅波动会导致公司产生汇兑损益变动与外销毛利率变动，进而影响公司利润水平。

关税风险：当前全球宏观经济环境复杂，如果海外国家关税政策出现变化，会对我国出口企业利润产生一定影响。

原材料价格波动风险：如果未来原材料价格出现大幅波动，可能导致企业的毛利率出现大幅波动，对企业的盈利能力造成不利影响。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究