

家电行业深度研究报告

**If 加关税? “三不”+新兴, 家电出口必达**

- 当下家电出口链囿于中美关税过度担忧而偏离价值, 我们复盘本次出口周期, 直面关税命题推演应对及影响, 明晰出口新兴增量主导与供给确定性。
- **复盘外销周期: 美国去库结束回温, 新兴增量凸显。**2020 年以来家电外销历经订单国内集中→运输吃紧堆高→到达港高位去库→低温温和补库, 其中海运“在途库存”隐性堆高造成 22Q3 起在美高库存周期, 历经近两年波动在美库存已至稳定, 24H1 出口增速 12.3%, 去除基数 3.4pcts 影响, 新兴增量明晰。
- **中国家电, 供给端构筑全球不可替代性。**出海是内销量端近顶后的必由之路, 中国家电已具两大供给壁垒: **1.技术创新引领。**在全球家电智能化背景下(14 年 1%→23 年 25%), 中国工程师红利引领海外(智能化 19 年 34%→23 年 47%)。近年上游 MCU 国产补齐(约 40%)、扫地机竞速赶超均可证明家电品类级创新跑赢。**2.产业链供给主导。**考虑全球供给占比及国别竞争, 家电或可称出海最具供给壁垒的产业。23 年中国空冰洗产能/彩产量全球占比 81%/58%/50%/84%, 核心上游 23 年活塞/转子压缩机/20 年空调电机全球占比 85%/95%/90%, 即使短板彩电面板 22 年也已近 60%。导致性价比突出, 白电品牌价格指数优势、龙头企业盈利优势、各具体案例可充分交叉验证。
- **If 关税升级, 中国家电产业“三不”保障确定性。**关税担忧当前无法落地, 假设加征 60%关税做压力测试, 家电出口美国具远高于认知的韧性与信心。
  - **不能: 美国市场难以剥离中国系供给。**23 年北美空冰洗剩余产能仅 0.3%/5.6%/4.8%, 且近 8 年本地供给比例持续退坡, 至 24H1 北美空冰洗中国生产直供达 51%/50%/12%。美国家电进口近 9 年东南亚墨西哥占比+29pcts, 细究传递背后仍为中国。空调中国-泰国出口 18-23 年间增加 115 万台, 空调零部件 17-23 年间增加 3.4 万吨, 而泰国-美国出口则增加 198 万台。中泰越联合在美进口份额近十年不降反增保持 90%+, 中国家电全球影响难以剥离。
  - **不值: 美国家电产业微末, 本地投产事倍功半。**拆解美国 GDP 中家电制造业占比估算低于 0.1%。家电大致产园建设期 2-3 年, 至回本需约 5-6 年, 产业链长、投入高、回报周期长, 于美国企业不利。且美国产能不具跨洲出口延展空间, 其仅有的洗衣机产业出口 23 年不足本土零售 5%, 且出口地以加拿大墨西哥为主合计 68%, 高成本+跨洲运输费使他国难以承受。
  - **不惧: 寡头价值传递, 对美业务实际影响有限。**加关税可类比上游成本涨落, 龙头证明价格向下传递能力, 全球中国集中度不输白电链条龙头, 关税可传导。18-19 年加关税后家电海外业务毛利率提升, 验证价格压力成功传递。且递推三层, 出口占比—美国占比—中产美销占比, 多数龙头实际营收影响低于 10%。高关联以安克为例, 有限提价(15%对冲、25%毛利率稳定)且有能力传递。
- **新兴拓展才是星辰大海。**23H2 以来中国家电出口增速迅猛, 除基数外新兴增量才是主力。剥离短期, 19-24H1 出口量额 CAGR 保持近 10%。不同于 24H1 出口美欧 8%/9%, 拉美/非/大洋出口增速 42%/18%/21%, 尤其东盟、东盟等占比拉升, 北美出口占比仅 14%, 可见家电出口增量本就不依赖美国。一带一路沿线人口结构极具潜力, 白电未普及、消费力增长, 以空调测算新兴市场户均普及的更新销量为 8341 万台, 较 21 年+186%, 实现普及后占海外市场 75%。更健康公平的国际关系下, 新兴市场布局进行时。白电各洲产能/销量比多在 60%以下(空调<20%), 中国出口各洲销量占比则在半数上下, 出口+当地布局双管齐下。同时边际开拓自主品牌, 空调海外自主品牌占比 28.1%→35%(21-23 冷年), 细分新兴区域白电国牌份额 2.6%→5.7%, 新兴市场的品牌突破是家电龙头们下一代际重心。
- **行业投资策略:**关税过度悲观导致家电出口链价值凸显, 对美“三不”验证家电制造确定性, 新兴区域庞大增量保障成长性, 比较各出口产业家电极具优势。高度关注出口链家电头部企业, 海尔智家、美的集团、海信家电、长虹美菱、TCL 智家、TCL 电子, 及主力出口龙头安克创新、春风动力、石头科技等。
- **风险提示:**国际关系大幅变化, 龙头海外布局不及预期, 相关测算数据误差。

**推荐 (维持)**

华创证券研究所

证券分析师: 秦一超

邮箱: qinyichao@hcyjs.com

执业编号: S0360520100002

行业基本数据

|          |           | 占比%  |
|----------|-----------|------|
| 股票家数(只)  | 80        | 0.01 |
| 总市值(亿元)  | 14,934.11 | 1.85 |
| 流通市值(亿元) | 13,507.73 | 2.15 |

相对指数表现

|      | %     | 1M   | 6M    | 12M |
|------|-------|------|-------|-----|
| 绝对表现 | -1.0% | 0.4% | 4.4%  |     |
| 相对表现 | 2.6%  | 5.1% | 16.8% |     |



相关研究报告

《家电行业周报 (20240819-20240823): 美国户储市场高增, 安克入局前景广阔》

2024-08-26

《家电行业周报 (20240812-20240816): 关注欧洲市场 EBike 行业景气度修复进度》

2024-08-19

《家电行业周报 (20240805-20240809): 复盘美国对韩国洗衣机加征关税历程》

2024-08-12

## 投资主题

### 报告亮点

本篇报告直面市场担忧的加关税问题，将当前无法落地的政策不确定性，以压力测试的方式给予充分推演，对市场判断家电出口的韧性应有增量价值。我们总结对美的“三不”，既是理顺投资逻辑，也是期望能为家电产业在这一战役中的胜出提供一定借鉴参考。

此外，出口链往往有着庞杂的混乱数据，口径差异、国别统计问题比比皆是，导致过去家电出口链缺乏系统性的完整版图，本篇也极尽全团队之能将数据统筹梳理，并尽量点面兼备，这一过程中抽丝剥缕地落实库存的定位、海外产业链的传递与最终对美影响、横比各标的影响拆分，以及新兴市场各维度被忽略的快速成长，都是过去较少梳理清楚的，以此为家电出口链夯实产业研究基石。

### 投资逻辑

复盘 2020 年以来中国家电出口周期及归因，落实当下出口链的回温定位，并使新兴区域的增量主导浮出水面。

总结家电各赛道各企业出口的共性壁垒，以技术迭代和产业链集中度切入，验证中国家电制造的主导优势。

聚焦加关税命题，产业层验证美国实际难以割裂中国依赖，对手盘推演美国企业做家电制造回流得不偿失，最终直面如果真的加关税，一方面实际美国业务在中国家电龙头中占比有限，另一方面作为产业链寡头具备强价格传递能力也在历史中确实实现了传递，综合解决市场的过度担忧。

纠偏市场对出口链的关注偏差，美国业务并非出口核心，近年真实增量来自新兴市场，且权重逐步增强，中国家电出口+当地产能布局双管齐下，且海外自主品牌仍处初级阶段，纵深成长性庞大。

落实到出口链的各赛道企业，高度关注出口链家电头部企业，海尔智家、美的集团、海信家电、长虹美菱、TCL 智家、TCL 电子，及主力出口龙头安克创新、春风动力、石头科技等。

# 目 录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 一、复盘本轮家电外销周期，去库结束新兴增量凸显 .....      | 7  |
| 二、中国家电制造，供给端具备不可替代性 .....          | 11 |
| （一）技术创新迭代，中国引领全球产业 .....           | 13 |
| （二）生产及上游集中，保障中国家电全球供给主导 .....      | 15 |
| 三、If 关税升级，中国家电有“三不”以得确定性 .....     | 19 |
| （一）中美关税复盘 .....                    | 19 |
| （二）中国家电系对美“三不”，对美出口地位难以撼动 .....    | 21 |
| 1、不能：美国家电需求难以剥离中国系供给 .....         | 21 |
| 2、不值：美国家电制造规模微末，美企本地投产事倍功半 .....   | 24 |
| 3、不惧：中国家电阵营寡头价值传递，美国业务实际影响有限 ..... | 26 |
| 四、新兴区域蓬勃拓展，是家电出口的增量底气与星辰大海 .....   | 30 |
| （一）出海贡献实际以新兴区域增量为主 .....           | 30 |
| （二）新兴市场潜力庞大，推演未来将成为出口链主力 .....     | 32 |
| （三）出口+当地产能布局，中国家电新兴市场布局进行时 .....   | 34 |
| 五、风险提示 .....                       | 38 |

## 图表目录

|       |  |    |
|-------|--|----|
| 图表 1  | 复盘 2020 年以来中国家电外销变化趋势 .....            | 7  |
| 图表 2  | 疫情下欧美财政政策刺激消费恢复 .....                  | 8  |
| 图表 3  | 复盘 2020 至今海运费变化趋势 .....                | 8  |
| 图表 4  | 欧美在港停留运力显著上涨（百万 TEU） .....             | 8  |
| 图表 5  | 海运集运环节链条长，供给陷入恶性循环导致“在途库存”超过正常水平 ..... | 9  |
| 图表 6  | 22Q3 美国家电库销比达高位 .....                  | 9  |
| 图表 7  | 22Q3 美国家电库存达历史峰值（百万美元） .....           | 9  |
| 图表 8  | 分品类出口额同比（美元口径） .....                   | 10 |
| 图表 9  | 中国空冰洗内销量基本见顶（万台） .....                 | 11 |
| 图表 10 | 中国保有量仅农村空调部分空间（台/百户） .....             | 11 |
| 图表 11 | 中国消费者信心指数收入、消费意愿下降 .....               | 11 |
| 图表 12 | 中国居民消费支出占可支配收入下降 .....                 | 11 |
| 图表 13 | 大金在中国、欧洲、美国市场实现 0 到 1 .....            | 12 |
| 图表 14 | 至 22 财年大金海外占比达 83% .....               | 12 |
| 图表 15 | 93-23 财年大金总营收实现约 11 倍增长 .....          | 12 |
| 图表 16 | 93-23 财年大金营业利润实现约 141 倍增长 .....        | 12 |
| 图表 17 | 2020 年中国工科毕业生数约占 4 成 .....             | 13 |
| 图表 18 | 中国 PCT 专利申请量全球第一 .....                 | 13 |
| 图表 19 | 智能家电在全球家电市场份额持续提升 .....                | 13 |
| 图表 20 | 实用仍是家电吸引消费者购买的最重要因素 .....              | 13 |
| 图表 21 | 各地区智能家电占总家电销售份额 .....                  | 14 |
| 图表 22 | 中国 MCU 芯片国产占比大幅提升 .....                | 14 |
| 图表 23 | 清洁电器为例，国牌技术创新和产品迭代遥遥领先 .....           | 15 |
| 图表 24 | 对美出口额增幅靠前的产品是未被定义的新型产品 .....           | 15 |
| 图表 25 | 中国家电产业链概览 .....                        | 16 |
| 图表 26 | A 股申万行业海外营收占比中家电位居第 2（2023） .....      | 16 |
| 图表 27 | 中国空调产能牢牢占据全球 8 成以上 .....               | 17 |
| 图表 28 | 中国冰箱冷柜产能占比全球近 6 成 .....                | 17 |
| 图表 29 | 中国洗衣机产能占比全球约超 5 成 .....                | 17 |
| 图表 30 | 中国彩电产量占比全球超 8 成（万台） .....              | 17 |
| 图表 31 | 中国白电上游核心部件产量占比全球主导 .....               | 18 |
| 图表 32 | 中国彩电上游面板产能占比全球 6 成 .....               | 18 |
| 图表 33 | 中国品牌凭借性价比优势扩张份额 .....                  | 18 |

|       |                                      |    |
|-------|--------------------------------------|----|
| 图表 34 | 国内白电龙头毛利率高于海外白电龙头 .....              | 18 |
| 图表 35 | 意大利分体式空调市场中，中国家电极具性价比优势 .....        | 19 |
| 图表 36 | 2018-2020 年美对中四轮加征关税 .....           | 20 |
| 图表 37 | 当前美国对中国家电产品进口关税 .....                | 20 |
| 图表 38 | 全球白电 2023 年产能分布 .....                | 22 |
| 图表 39 | 美国洗衣机产量/零售量 .....                    | 22 |
| 图表 40 | 美国冰箱产量/零售量 .....                     | 22 |
| 图表 41 | 北美 2023 空冰、2024H1 洗衣机供需情况 .....      | 23 |
| 图表 42 | 中国占美国家电进口比重有所下降 .....                | 23 |
| 图表 43 | 中国空调向泰国出口持续提升 .....                  | 24 |
| 图表 44 | 泰国空调向美国出口持续提升 .....                  | 24 |
| 图表 45 | 中国对泰国、越南空调零部件出口量（吨） .....            | 24 |
| 图表 46 | 中泰越占美国大家电进口比重 .....                  | 24 |
| 图表 47 | 美国 GDP 中家电相关产业占比极低（2022） .....       | 25 |
| 图表 48 | 飞科厂房投资项目 .....                       | 25 |
| 图表 49 | 美国洗衣机出口市场分布（2023） .....              | 26 |
| 图表 50 | 空调成本指数与龙头均价同比变化 .....                | 26 |
| 图表 51 | 冰箱成本指数与龙头均价同比变化 .....                | 27 |
| 图表 52 | 2018、2019 海外业务收入增速受部分影响 .....        | 27 |
| 图表 53 | 2018、2019 海外业务毛利率未受影响 .....          | 27 |
| 图表 54 | 出口链相关标的受美国业务影响比例估算 .....             | 28 |
| 图表 55 | 极端假设下公司提价 15%或基本能够抵消关税加征成本（亿元） ..... | 29 |
| 图表 56 | 对于相似商品，海外消费者更倾向于选择知名品牌 .....         | 29 |
| 图表 57 | 2024H1 我国白电出口同比增长 14% .....          | 30 |
| 图表 58 | 24H1 各月相较 19H1 的出口五年 CAGR .....      | 30 |
| 图表 59 | 欧洲/北美洲白电出口规模（亿美元） .....              | 31 |
| 图表 60 | 亚洲/非洲/拉美/南美白电出口（亿美元） .....           | 31 |
| 图表 61 | 疫情后南美/拉美/非洲白电出口复合增速提升 .....          | 31 |
| 图表 62 | 按国别组合看中国家电出口份额变化（销额） .....           | 31 |
| 图表 63 | 24H1 欧洲/北美洲白电出口占比已较小 .....           | 32 |
| 图表 64 | 非北美区域白电出口占比持续提升 .....                | 32 |
| 图表 65 | 中非/南美/中亚人口结构更优 .....                 | 32 |
| 图表 66 | 部分一带一路国家空调百户保有量 .....                | 33 |
| 图表 67 | 部分一带一路国家冰箱百户保有量 .....                | 33 |
| 图表 68 | 部分一带一路国家洗衣机百户保有量 .....               | 33 |

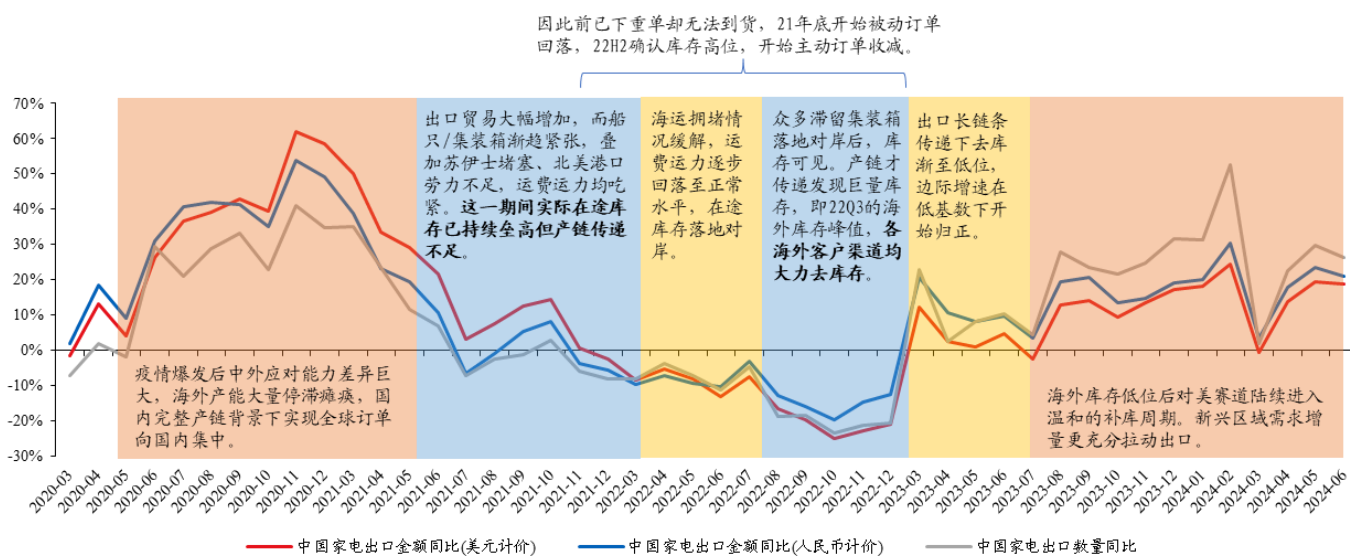
|       |                       |    |
|-------|-----------------------|----|
| 图表 69 | 部分一带一路国家人均消费支出/美元     | 33 |
| 图表 70 | 新兴市场家用空调预期增长空间测算      | 33 |
| 图表 71 | 中巴经济走廊项目地图            | 34 |
| 图表 72 | 中企签约突尼斯最大桥梁建造项目       | 34 |
| 图表 73 | 我国签订的部分自由贸易协定         | 34 |
| 图表 74 | 各洲空冰洗产能/当地销量比例        | 35 |
| 图表 75 | 中国出口各洲量/当地销量比例        | 35 |
| 图表 76 | 中国家电产能全球布局            | 36 |
| 图表 77 | 中国空调出口中 OEM/自主品牌占比    | 36 |
| 图表 78 | 新兴白电市场（不含中日韩北美）品牌份额   | 36 |
| 图表 79 | 越南 AQUA 空调价格优势明显（VND） | 37 |
| 图表 80 | 越南 AQUA 冰箱价格优势明显（VND） | 37 |
| 图表 81 | 海尔东南亚区域营收（单位：亿元）      | 37 |
| 图表 82 | 海尔埃及产业园奠基             | 37 |
| 图表 83 | 海尔旗下 AQUA 品牌越南冰洗工厂    | 38 |
| 图表 84 | 海尔巴基斯坦工业园             | 38 |

强化出海是近两年来我们家电行业的核心话题，也是龙头企业的必由之路。近年我组已系列性考察日本家电至今巨擘大金的困境反转之路、东南亚问卷调研及诸多家电出口龙头/消费电子/休娱短途/工具类龙头的公司深度汇整。而在海外库存已近尾声的当下时点，中美贸易带来的关税疑云成为市场焦点，此刻关税既无法落地又未能消解，我们推出此篇出口链深度：盘整中国家电出海的定位，并直面假设——if 特朗普上任并执行 60% 关税，中国家电出口如何应对并预期造成多大影响？“三不”+新兴增量，保驾护航。

### 一、复盘本轮家电外销周期，去库结束新兴增量凸显

首先简单复盘出口链，以库存周期看，2020-2024H1 经历了一波较完整的外销库存周期。历经订单供给国内集中→运输吃紧产品堆积中程→到达港高库存下的去库周期→至低位库存下温和补库周期，目前美国家电库存大致稳定，而新兴区域需求拉动出口增量。

图表 1 复盘 2020 年以来中国家电外销变化趋势

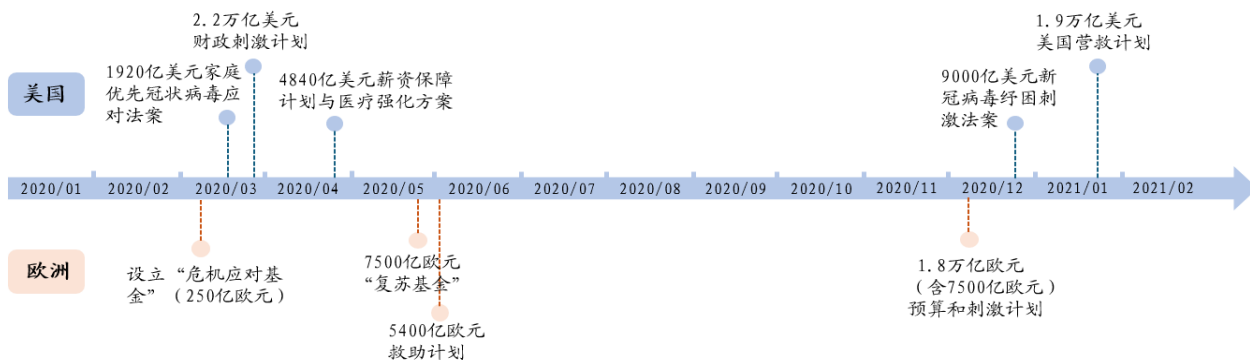


资料来源：海关总署，华创证券（注：剔除一二月份异常值影响）

本轮周期起点在疫情下全球供给向国内集中。2020 年疫情后，一方面海外需求受补贴刺激释放，但另一方面海外如美欧等地工人短缺、关键部件和原材料短缺，导致供给大幅受损乃至退出。而我国 2020 年短时间控制住疫情，迅速复工复产，造成了中外供给的明显偏差，直接导致全球订单向国内家电制造链条集中。因此 2020 年 6 月起的一年内，中国家电出口量保持高位增速月均 30%+，此外值得注意的是，以美元口径这一期间家电出口月频均价同比上涨在 4-36%，这一期间全球家电产业链里中国制造占据强势议价地位。

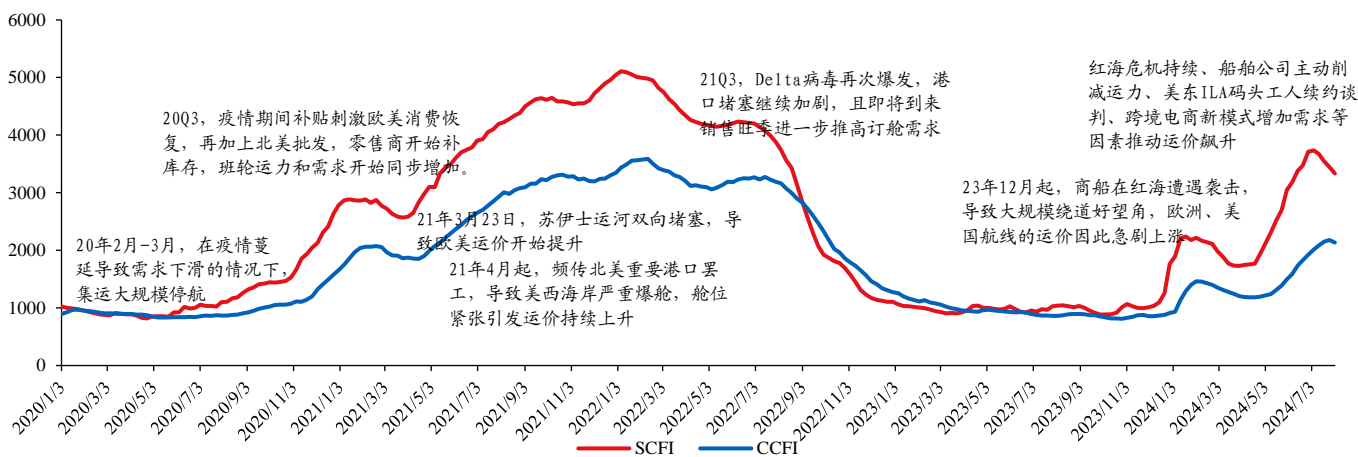
2021 年运输环节逐步承压乃至停滞。尽管 21 年中国家电出口金额仍实现 987.2 亿美元（+22.3%），但 21H1 的持续高出口贸易下运输环节负荷承压+到达港劳力紧缺，代表事件 21 年 3 月苏伊士运河拥堵事件，及随后运力大幅紧张，21H2 洛杉矶堵港事件，不但运价上翻最高约 5 倍，且运力旺季极度紧缺，国内一箱难求，到达港集装箱货柜又周转困难无法返回，造成供应链恶性循环。国内供给向海外释放也受制于此而边际放缓。

图表 2 疫情下欧美财政政策刺激消费恢复



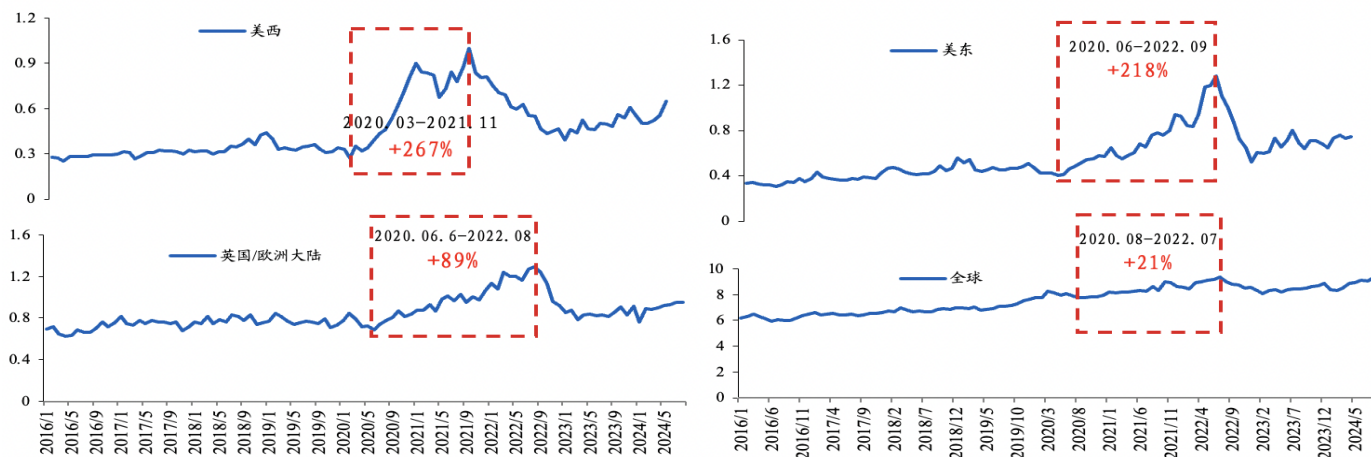
资料来源：CIFER，北京日报，第一财经，观察者网，人民网，澎湃新闻，国际金融报，界面新闻，华尔街见闻，华创证券整理

图表 3 复盘 2020 至今海运费变化趋势



资料来源：Wind，华创证券整理

图表 4 欧美在港停留运力显著上涨（百万 TEU）



资料来源：Clarkson，华创证券

此间“在途库存”隐性高企，是消费国供应链管理巨大偏差点，为后续高库存埋下伏笔。海运拥堵期间市场忽略了在途库存的累积隐忧。出口链环节较长，理论库存包括出发港库存、在途库存、到达后库存等环节。正常时期可将“在途库存”即在船上/集装箱里的货品视为一个相对稳定动态平衡的值，但21H2-22Q1的承运高压期，运输卸货点劳力紧缺，本就导致“在途库存”堆高，而因各环节数据未打通叠加产品未到货，客户端未充分意识库存堆积，超量下订单进一步垒高了隐性的“在途库存”。

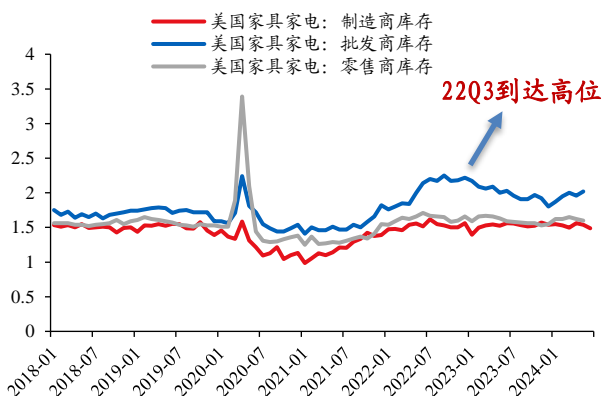
图表 5 海运集运环节链条长，供给陷入恶性循环导致“在途库存”超过正常水平



资料来源：华创证券整理

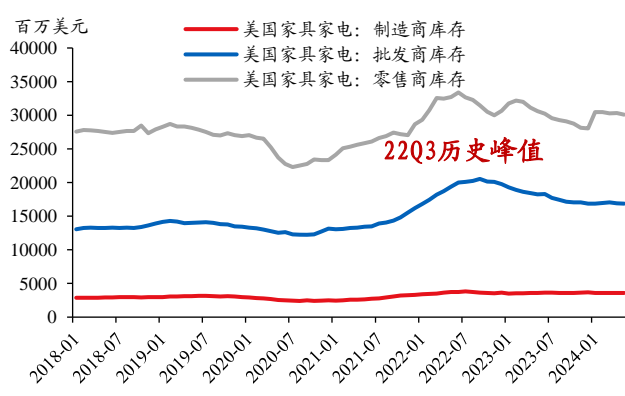
拥堵缓解后，在途库存→当地库存，至美国历史库存峰值。22Q2开始港口拥堵缓解、运河通行能力提升、非海运联盟运力增加、新船供给过剩等因素共同作用下，至23年初，海运费用回落。这一期间，垒高的“在途库存”转化为海外的“当地库存”，而被客户端意识到巨量的库存压力。至22Q3美国库销比、库存量达到历史峰值，家电制造商/批发商/零售商的库销比峰值分别达1.62/2.25/1.71，库存额峰值较17-19年均值溢出31.5%/53.4%/20.8%。由此美国家电22H2进入了主动去库存周期。

图表 6 22Q3 美国家电库销比达高位



资料来源：美国人口普查局，华创证券

图表 7 22Q3 美国家电库存达历史峰值（百万美元）



资料来源：美国人口普查局，华创证券

去库再度至低位后，23H2开始美国家电多赛道陆续库存稳定、进入温和补库周期。22Q3开始诸多美国消费品同步进入去库，但具体赛道的消化节奏及供需调整并不一致。以家电整体看，美国制造商库存规模较小、出口链关联较弱、近两年较平稳暂可忽略，权重较高的批发商、零售商库销比低位分别为1.8（23M12）、1.53（23M11），随后均略有反弹。且零售商库存额24年初以来水位明显环比上提，虽然库存指标未完全回至疫情前，但考虑销售规模及渠道结构带来的库存水位变化，可以说美国家电已结束去库陆续进入温和补库周期。

从中国出口看，23H2 以来增量表现已远超库存修复范畴。仅从美国库存端看似 23H2 后是温和修复，但中国出口端增速远高于此。从中国出口供给角度，21 年底开始因高基数、缺船缺箱、客户超量订单后回落，主要品类出口数据均转负，22H2 的美国去库存进一步加剧中国供给的压力，但 23 年中开始各主要品类增速陆续转正，先后顺序大致为洗衣机—冰箱、黑电—空调—部分小电—油摩—全地形车等。美国去库期间对中国出口是负向因素，这一因素前文论述已基本消失，23H1 基数影响 24H1 增速仅为 3.4%，但实际 24H1 家电出口增速达 12.3% 已远超基数变化，也不是单纯温和补库所能充分解释的，归结主要有几方面原因：

- **当地库存转入温和补库，少量影响。**前文所提 23H2 批发及零售商去库转温和补库有限拉动了中国出口，在此前去库期也造成了中国出货端的低基数，数据表现基数增速反转贡献约 3.4% (以过去三年同期均值为线)。这尤其在 23 年中前后体现明显。

图表 8 分品类出口额同比 (美元口径)

|         | 家用电器 | 空调   | 冰箱   | 洗衣机  | 微波炉  | 液晶电视 | 吸尘器  | 电扇   | 吹风机  | 电动剃须刀 | 电熨斗 | 电磁炉  | 电饭锅  | 电烤箱  | 饮水机  | 咖啡机  | 电动两轮车 | 燃油摩托车 | 全地形车 | 高尔夫球车 | 耳机   | 灯具&照明 |      |
|---------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|-----|------|------|------|------|------|-------|-------|------|-------|------|-------|------|
| 2022-01 | 1%   | 16%  | 1%   | -4%  | 3%   | -4%  | -16% | 12%  | 25%  | 21%   | 24% | 20%  | 12%  | -19% | -2%  | 29%  | 38%   | 10%   | 56%  | 129%  | -6%  | 5%    |      |
| 2022-02 | -9%  | 15%  | -12% | -6%  | 16%  | -20% | -25% | 8%   | -5%  | -4%   | -6% | 1%   | -2%  | -30% | -1%  | 6%   | 3%    | -3%   | 29%  | 77%   | -28% | -23%  |      |
| 2022-03 | -9%  | 0%   | -7%  | -14% | 4%   | -20% | -21% | 1%   | 24%  | -4%   | 9%  | 10%  | -1%  | -17% | -4%  | 3%   | 13%   | 9%    | 33%  | 96%   | -11% | 10%   |      |
| 2022-04 | -5%  | 1%   | -11% | -20% | 22%  | -11% | -21% | 6%   | 32%  | -10%  | 28% | 22%  | -4%  | -26% | 14%  | 36%  | -7%   | 0%    | 20%  | 110%  | 3%   | 10%   |      |
| 2022-05 | -8%  | -8%  | -15% | -16% | 10%  | -13% | -25% | -1%  | 31%  | -2%   | 12% | 32%  | 14%  | -25% | 0%   | 19%  | 5%    | -4%   | -4%  | 71%   | -1%  | 3%    |      |
| 2022-06 | -13% | -21% | -21% | -13% | 1%   | -21% | -22% | 1%   | 15%  | -2%   | 3%  | 30%  | 16%  | -28% | -15% | 8%   | 0%    | 2%    | -9%  | 154%  | -13% | 6%    |      |
| 2022-07 | -6%  | -5%  | -23% | 14%  | -13% | -23% | -1%  | 5%   | 23%  | -1%   | 20% | 34%  | 22%  | -26% | 7%   | 11%  | 21%   | 17%   | 1%   | 236%  | -8%  | -1%   |      |
| 2022-08 | -17% | -12% | -29% | 0%   | -15% | -24% | -22% | 7%   | -1%  | 22%   | 2%  | 30%  | 14%  | -26% | 7%   | -7%  | 13%   | -4%   | 18%  | 79%   | -12% | -13%  |      |
| 2022-09 | -20% | -1%  | -34% | 4%   | -29% | -35% | -18% | 8%   | 24%  | 12%   | -8% | 9%   | 12%  | -37% | -14% | -14% | 4%    | -19%  | -29% | 102%  | 57%  | -15%  |      |
| 2022-10 | -25% | -25% | -41% | -8%  | -35% | -38% | -30% | 16%  | 15%  | -4%   | 4%  | 3%   | 8%   | -46% | -22% | -28% | -17%  | -23%  | -36% | 14%   | 20%  | -16%  |      |
| 2022-11 | -23% | -12% | -42% | -13% | -30% | -20% | -16% | 8%   | 13%  | -6%   | -1% | 4%   | 5%   | -34% | -17% | -30% | -17%  | -17%  | -32% | 17%   | -20% | -18%  |      |
| 2022-12 | -21% | -23% | -41% | -12% | -36% | -15% | -22% | -1%  | 3%   | 2%    | -7% | 11%  | -6%  | -35% | -16% | -33% | -34%  | -36%  | -26% | -15%  | -12% | -12%  |      |
| 2023-01 | -11% | -3%  | -27% | 2%   | -19% | -1%  | -13% | 9%   | -2%  | -4%   | -1% | -5%  | -8%  | -16% | -17% | -30% | -14%  | -17%  | -21% | -17%  | -16% | -8%   |      |
| 2023-02 | -16% | -15% | -25% | -2%  | -15% | -3%  | -23% | -13% | 14%  | 10%   | -7% | -9%  | -9%  | 20%  | -29% | 2%   | -35%  | -43%  | -19% | -21%  | 0%   | 37%   | -35% |
| 2023-03 | 12%  | -9%  | -19% | 20%  | -7%  | 7%   | 8%   | 43%  | 63%  | 85%   | 55% | 19%  | 57%  | 5%   | 13%  | 18%  | -5%   | 7%    | 2%   | 32%   | 53%  | 38%   |      |
| 2023-04 | 2%   | -5%  | -4%  | 37%  | -18% | 0%   | 5%   | 12%  | 26%  | 55%   | 16% | 2%   | 21%  | 2%   | 3%   | -24% | 9%    | 8%    | -15% | 29%   | 1%   | 7%    |      |
| 2023-05 | 1%   | -6%  | 6%   | 36%  | -7%  | 0%   | 3%   | 1%   | 15%  | 32%   | 22% | -3%  | -4%  | 3%   | 12%  | -11% | -7%   | 18%   | -2%  | 28%   | 11%  | -3%   |      |
| 2023-06 | 4%   | -1%  | 10%  | 36%  | 0%   | 17%  | -3%  | 3%   | 14%  | 27%   | 23% | -10% | 2%   | 4%   | 10%  | -16% | -9%   | 8%    | -19% | -4%   | 24%  | -10%  |      |
| 2023-07 | -4%  | -15% | 10%  | 4%   | 2%   | 8%   | -10% | -11% | 8%   | 10%   | 14% | -15% | -17% | 19%  | -7%  | -19% | -27%  | -8%   | -24% | -16%  | 10%  | -11%  |      |
| 2023-08 | 11%  | 12%  | 20%  | 23%  | -2%  | 13%  | 19%  | -9%  | 29%  | 21%   | 35% | -8%  | 5%   | 24%  | 3%   | -7%  | -12%  | 11%   | -11% | 13%   | 0%   | -6%   |      |
| 2023-09 | 12%  | 7%   | 35%  | 24%  | 8%   | 22%  | 30%  | -10% | -2%  | 27%   | 27% | -11% | -12% | 24%  | -8%  | -12% | 23%   | 23%   | 2%   | 41%   | -11% | -6%   |      |
| 2023-10 | 8%   | 26%  | 37%  | 13%  | 22%  | 21%  | 8%   | -10% | -4%  | 14%   | 11% | -7%  | 2%   | 26%  | 23%  | -10% | -20%  | 14%   | 10%  | -9%   | -37% | -15%  |      |
| 2023-11 | 12%  | 2%   | 42%  | 23%  | 7%   | 15%  | 6%   | 6%   | -5%  | 11%   | 29% | 2%   | 0%   | 12%  | 28%  | 2%   | -21%  | 11%   | -6%  | -1%   | -15% | -6%   |      |
| 2023-12 | 15%  | 5%   | 46%  | 25%  | 11%  | 15%  | 14%  | 11%  | -2%  | 26%   | 22% | 7%   | 12%  | 29%  | 40%  | 8%   | 2%    | 30%   | 1%   | 19%   | -17% | 1%    |      |
| 2024-01 | 15%  | 14%  | 35%  | 30%  | 21%  | 2%   | 18%  | 12%  | 22%  | 31%   | 22% | 4%   | 17%  | 17%  | 56%  | 13%  | -2%   | 32%   | 1%   | 42%   | 0%   | -1%   |      |
| 2024-02 | 21%  | 2%   | 33%  | 23%  | -5%  | 13%  | 25%  | 37%  | 28%  | 9%    | 53% | 24%  | -1%  | 27%  | 19%  | 27%  | 81%   | 40%   | 19%  | 17%   | -6%  | 72%   |      |
| 2024-03 | -5%  | -7%  | 20%  | 10%  | -6%  | 4%   | 3%   | -12% | -17% | 14%   | -8% | -2%  | -27% | -7%  | 7%   | -25% | -6%   | -14%  | 9%   | 2%    | -16% | -32%  |      |
| 2024-04 | 11%  | 7%   | 19%  | 8%   | 2%   | 24%  | 4%   | 15%  | -6%  | 8%    | 8%  | 10%  | -11% | 12%  | 16%  | 0%   | 12%   | 5%    | 41%  | 10%   | -3%  | -12%  |      |
| 2024-05 | 18%  | 24%  | 14%  | 8%   | -6%  | 23%  | 13%  | 31%  | 13%  | 20%   | 16% | 19%  | 0%   | 12%  | 16%  | 8%   | 20%   | 4%    | 37%  | 4%    | 0%   | 0%    |      |
| 2024-06 | 18%  | 39%  | 24%  | 3%   | 7%   | 11%  | 13%  | 15%  | 17%  | 38%   | 27% | 9%   | 0%   | 10%  | 21%  | 14%  | 40%   | 23%   | 45%  | 52%   | -7%  | -2%   |      |
| 2024年累计 | 12%  | 12%  | 23%  | 13%  | 2%   | 13%  | 12%  | 13%  | 8%   | 20%   | 16% | 10%  | -5%  | 11%  | 21%  | 4%   | 22%   | 19%   | 26%  | 27%   | -5%  | -3%   |      |

资料来源：海关总署，华创证券

- **运费再次高企，在途库存有限增加。**历经今年红海危机/欧线绕行、船舶公司主动削减运力、美东 ILA 码头工人续约谈判、跨境电商新模式增加需求等因素推动运价重新飙升，且在途库存再次部分推高，但与上一轮的影响差距很远。
- **具体品类需求驱动，以海外高温驱动空调出口为代表。**主要家电品类中的短期需求影响以空调为代表，24 年上半年全球极端高温持续，海外高温远胜于国内，也是造成出口量增的原因之一。
- **新兴区域的增量贡献得以凸显。**事实上自 2020 年以来，中国家电出口的非美区域——主要指中东非拉美等地区的规模占比持续提升，只是此前囿于美国去库存下的负向波动而未充分体现，伴随美国库存稳定修复，新兴区域的增量拉力才更充分的体现出来，而这也是中国家电出口更广阔的星辰大海。我们放在最后一章进阶展开。

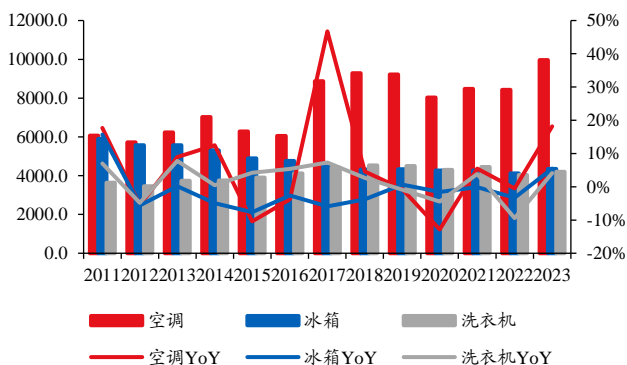
综合看 24H2 家电出口，美国库存周期影响逐步到尾声，去库低基数影响至三季度仍略有边际影响。而国际环境变化导致在途库存增加有持续性，更值得重视的新兴区域增量影响加强则是持续正向拉力，出口链愈发成为家电龙头重心。而当下市场最关注的特朗普与他的加征 60% 关税宣言，是 24H2 这段时间的最大变量，且短期难以验明真伪。基于此，我们首先以充分考虑国际竞争的压力假设，去论述当下中国家电制造在全球产业链的不可替代性，进而推演其对美和对新兴区域的出口确定性。

## 二、中国家电制造，供给端具备不可替代性

首先需要达成一致的是，家电出海是当下中国龙头增量的必由之路。一方面来自国内放缓，另一方面则可由海外龙头历程证明。

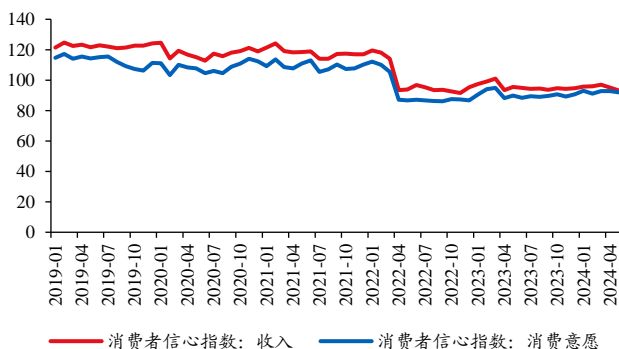
- **内销空冰洗在量端已近天花板。**冰洗量端触顶已基本达成共识，13-23 年十年间 CAGR 为-2.5%/1.2%，边际 19-23 年 4 年 CAGR 则为 0.1%/-1.7%，近年基本稳定在 4000-4500 万台的更新波动，这与农村存量基本普及的节奏相一致。而空调 23 年内销斩获 9960 万台的峰值，这与 20-22 年夏季销量不旺（积累待更新量）、23 年热夏爆发、23 年安装上门正常化等因素叠加直接相关，尽管一户多机下农村空调仍有存量普及空间，但仅以增量（销量）看，**23 年空调内销值或已近新增+更新的巅峰。**
- 摆在中国家电龙头面前的行业增量只有三条，**1.国内价端；2.国内长尾品类；3.海外量端。**第一点，国内价端逻辑近两年已逐步放缓，从 22 年 4 月起消费者对收入及消费意愿的信心下降至今，居民消费支出占比降至 68%，而最重要的是高收入人群的数量难以增加，国内价端就难有规模性增量。第二点长尾覆盖也直接导致诸多赛道内卷，各相关龙头为寻求增量而拥挤细分小赛道，近年的清洁电器、高速吹风机等供给过剩尤为代表，疫情期间的部分品类透支，加上厂商“卷产品”、“卷营销”、“卷促销”，有效赛道价值被迅速挤压，且对龙头体量而言边际增量长尾递减。排除来看，**当下海外量端是中国家电龙头们未来持续三五年都必打的仗。**

图表 9 中国空冰洗内销量基本见顶（万台）



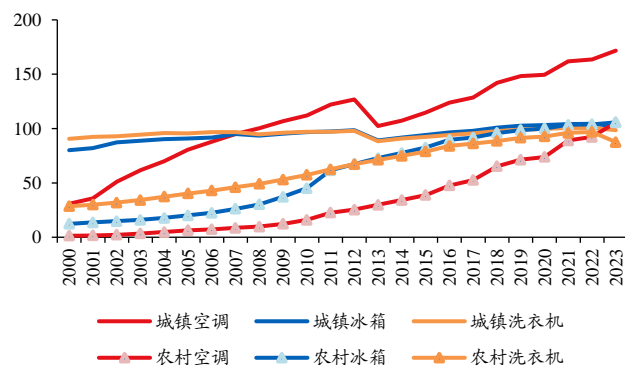
资料来源：产业在线，华创证券

图表 11 中国消费者信心指数收入、消费意愿下降



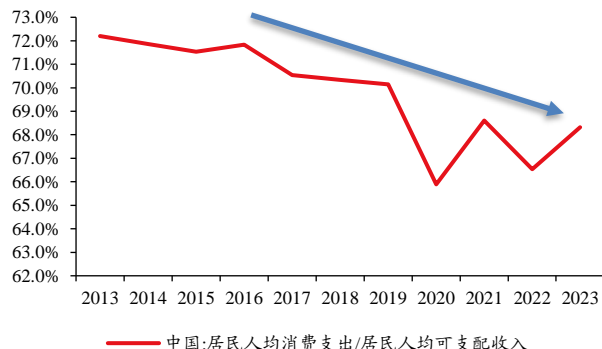
资料来源：Wind，华创证券

图表 10 中国保有量仅农村空调部分空间（台/百户）



资料来源：Wind，华创证券

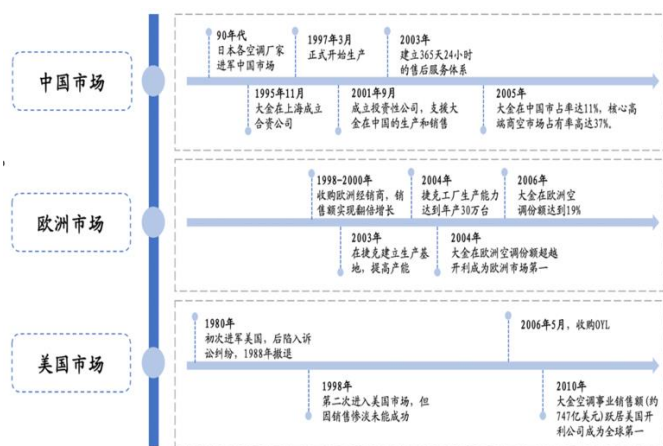
图表 12 中国居民消费支出占可支配收入下降



资料来源：Wind，华创证券

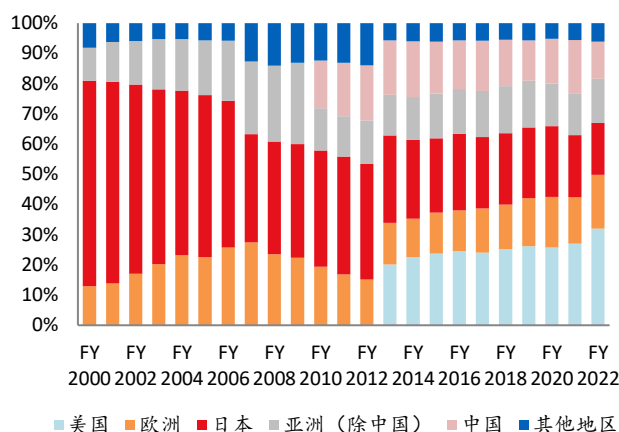
从国际卓越案例看，内销天花板后出海是必然出路。日本大金的成功证明了企业出海正确性。我们在去年调研拜访诸多曾经日本明星家电企业，复盘发现仍以家电主业且龙头规模增长的，仅有大金工业。其面对困局的决策、战略、企业经营极为值得当下中国借鉴，经深度追溯，撰写了《大金的井上礼之时代：困境重生，变革开拓》一文。彼时日本国内空调量平而价减，复盘看非出海无以成活，当时井上社长 94 年启动全球化，先后在中国、欧洲、美国等核心市场（我们称之为三拓）实现迥异的质的突破，2010 年起成为全球空调第一，2000-2022 年间大金日本本土业务从 68% 降至 17%，即外销占比 83%，以 93 财年困局起点计，大金至 23 财年 30 年间营收/利润分别实现 11 倍/141 倍增长。

图表 13 大金在中国、欧洲、美国市场实现 0 到 1



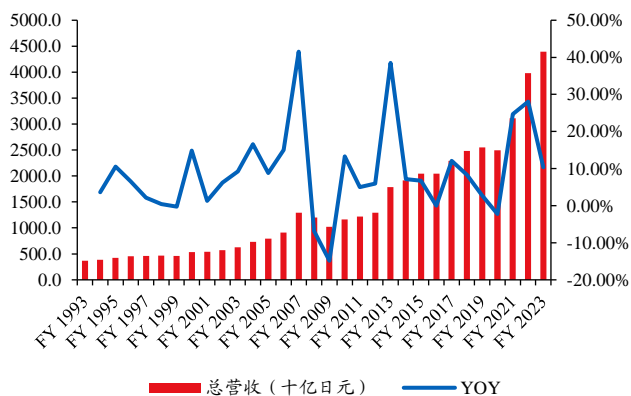
资料来源: 井上礼之《我的自传》, 华创证券

图表 14 至 22 财年大金海外占比达 83%



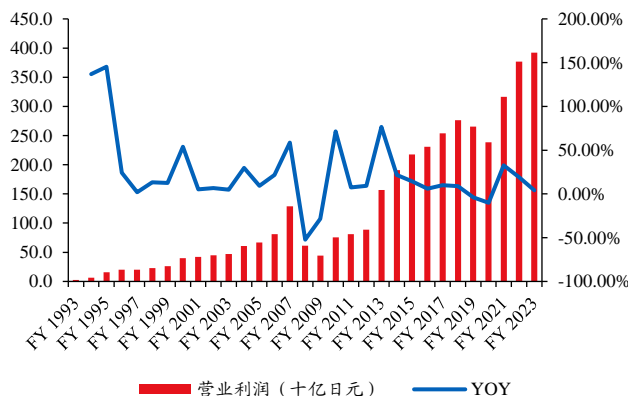
资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 15 93-23 财年大金总营收实现约 11 倍增长



资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 16 93-23 财年大金营业利润实现约 141 倍增长



资料来源: Bloomberg, 华创证券

既然出海势在必行，但全球经济又充满博弈与竞争，就要思考中国家电出海的核心竞争力是什么？我们认为，工程师红利下技术创新优势+高度完整且集中的产业链主导，保障了中国家电在全球供给端不可替代的地位。

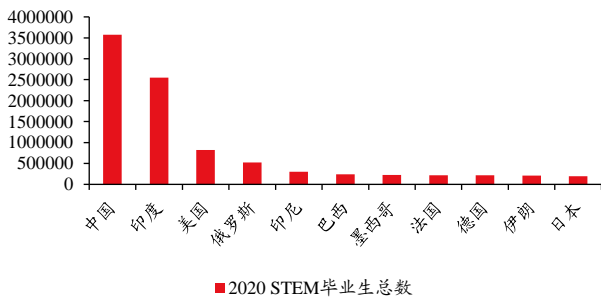
(一) 技术创新迭代, 中国引领全球产业

家电作为耐用消费品, 并不具备太高技术壁垒(相较 TMT), 因此其创新除了少而重大的赛道技术级突破(如扫地机全局+LDS), 更多是对消费需求的敏感挖掘对应功能、设计乃至细节微创新, 后者更多重在创新的勤勉耕耘。

中国当下工程师红利成就产业创新壁垒。近年中国由人口红利向工程师红利转变, 可拆两方面看:

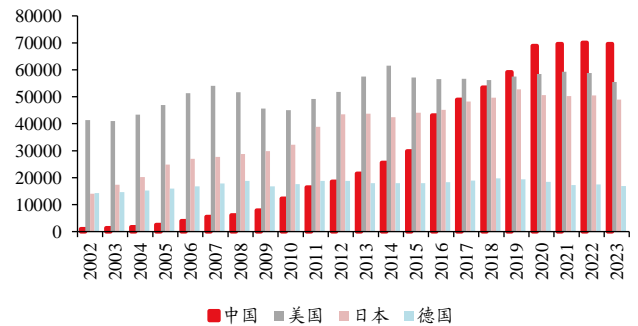
- 教育基础看, 2020 年我国工科毕业生总量 357 万人, 约占世界工科毕业生总数 4 成, 且可预见时期内, 仍保持高位;
- 产业化应用看, PCT 专利申请量是衡量一国研发能力和创新能力的重要指标, 自 2019 年中国 PCT 专利申请量成为全球第一, 至 2023 年中国 PCT 专利申请量约是美国/日本/德国的 1.3/1.4/4.1 倍。
- 美的、华为、字节跳动、小米、大疆等闻名全球的中国企业均受益于工程师红利。因此工程师红利是家电应对全球化挑战, 技术持续引领创新的核心基石。

图表 17 2020 年中国工科毕业生数约占 4 成



资料来源: CSET 《The Global Distribution of STEM Graduates: Which Countries Lead the Way?》, 华创证券

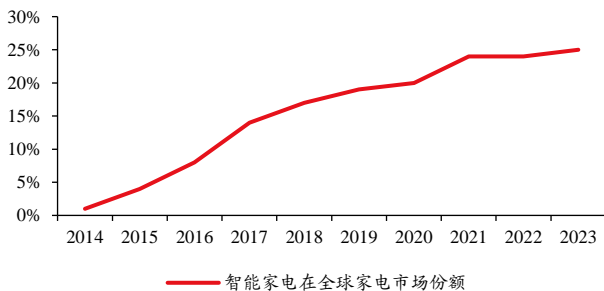
图表 18 中国 PCT 专利申请量全球第一



资料来源: Wind, 华创证券

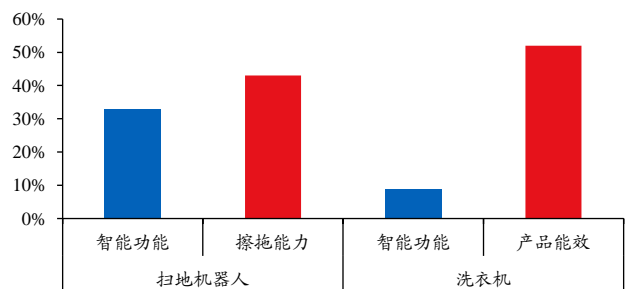
主要家电品类中, 智能化与功能创新推动全球产品迭代。欧美日韩等大家电市场以存量为主, 近年全球产品矩阵增量代表即智能化。全球家电市场的智能家电份额自 2014 年 1% 提至 2023 年 25%。而更新需求背后本质在劳动替代、便捷、使用舒适, 功能创新是主导, 更匹配潜在痛点的智能实用是吸引消费的关键。

图表 19 智能家电在全球家电市场份额持续提升



资料来源: Gfk 《全球智能家电市场的发展及机遇》, 华创证券

图表 20 实用仍是家电吸引消费者购买的最重要因素

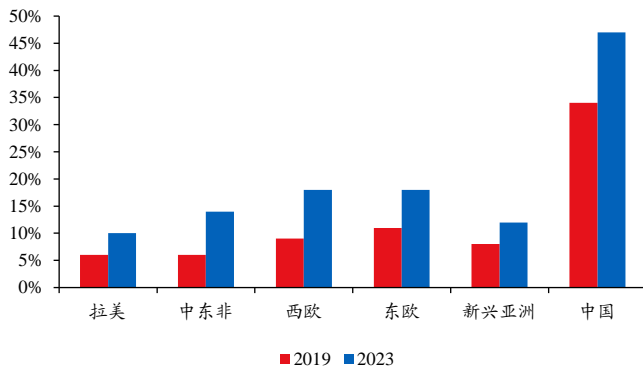


资料来源: Gfk 《全球智能家电市场的发展及机遇》, 华创证券

中国引领全球智能家电产品输出，上游“卡脖子”MCU芯片国产占比提升。

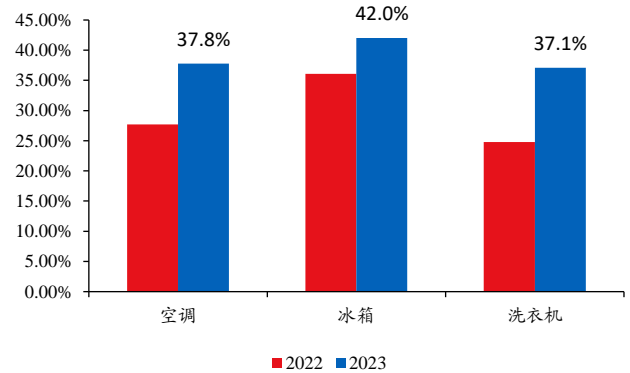
- 在全球各区域家电智能份额提升背后，中国智能化引领产业。在各地区智能家电占比提升的趋势下，中国家电智能比例由19年34%提至23年47% (+13pcts)，不论各时点国内外横向份额对比还是四年间智能份额增幅，中国产业均引领全球，由此带来高性能产品的降维输出。且高性能背后中国兼具价格优势，以四门以上冰箱为例，中东非/西欧/中国分别售价为2702美元/2705美元/898美元，海外价格约为中国价格的3倍，产品输出的高性价比可见一斑。
- 智能化上游核心芯片国产自主性持续增强，国产占比已约40%。智能推进离不开上游芯片，过去白电MCU芯片主要依赖如瑞萨、TI等国外厂商，近年在“缺芯潮”影响及电子产业创新下，家电厂商们纷纷寻求国产替代。根据产业在线数据，2023年空冰洗MCU国产占比分别达到37.8%/42%/37.1% (+10.1pcts/5.9pcts/12.3pcts)。

图表 21 各地区智能家电占总家电销售份额



资料来源: Gfk 《全球智能家电市场的发展及机遇》，华创证券

图表 22 中国 MCU 芯片国产占比大幅提升



资料来源: 产业在线《中国白色家电MCU市场简述——2023年》，华创证券

从成长赛道迭代能力看，以清洁电器为例，中国品牌产品迭代强度遥遥领先，凭借产品绝对优势赶超全球龙头 iRobot。我们在《海外逐鹿：国牌扫地机的星辰大海》深度复盘，全球扫地机龙头 iRobot 近年先后掉队于导航技术、清扫性能上的技术更新。反观国牌，16 年石头“LDS+类”导航避障产品的突破带动行业发展；19 年云鲸为引，自清洁、全基站、自动上下水等创新功能层出不穷。直观对比头部厂商旗舰新品节奏，石头科沃斯近年基本保持每年 2 款以上迭代，反观 iRobot 迭代强度减半、时点落后，且核心功能也无明显亮点，与国牌技术差距愈发明显。

图表 23 清洁电器为例，国牌技术创新和产品迭代遥遥领先



资料来源：各公司官网，华创证券整理 注：时间截止 2024.01.17

从品类级创新看，输美产品中海关“未定义”的新型品类快速扩张，代表中国品类创新输出的活力。在近年对美出口快速增长的前排产品中，许多是未被定义的新型品类（即 others），24年1-6月6类未定义新品占出口北美白电比重达70.6%，同比增速基本在20%以上。未被定义即创新节奏跑在海关分类前面/过去偏长尾小众，这一高增证明中国在家电品类级创新上的强大优势。

图表 24 对美出口额增幅靠前的产品是未被定义的新型产品

| 商品       | 编码解释           | 2024H1(产品/北美白电) | %同比(2024H1/2023H1) |
|----------|----------------|-----------------|--------------------|
| 85098090 | 其他家用电动器具       | 30.2%           | 29%                |
| 85167990 | 未列名电热器具        | 14.8%           | 19%                |
| 85163200 | 其他电热理发器具       | 7.5%            | 18%                |
| 84186990 | 未列名制冷设备        | 8.7%            | 42%                |
| 84145191 | 输出功率≤125 瓦的台扇  | 4.4%            | 29%                |
| 84145192 | 输出功率≤125 瓦的落地扇 | 5.0%            | 34%                |

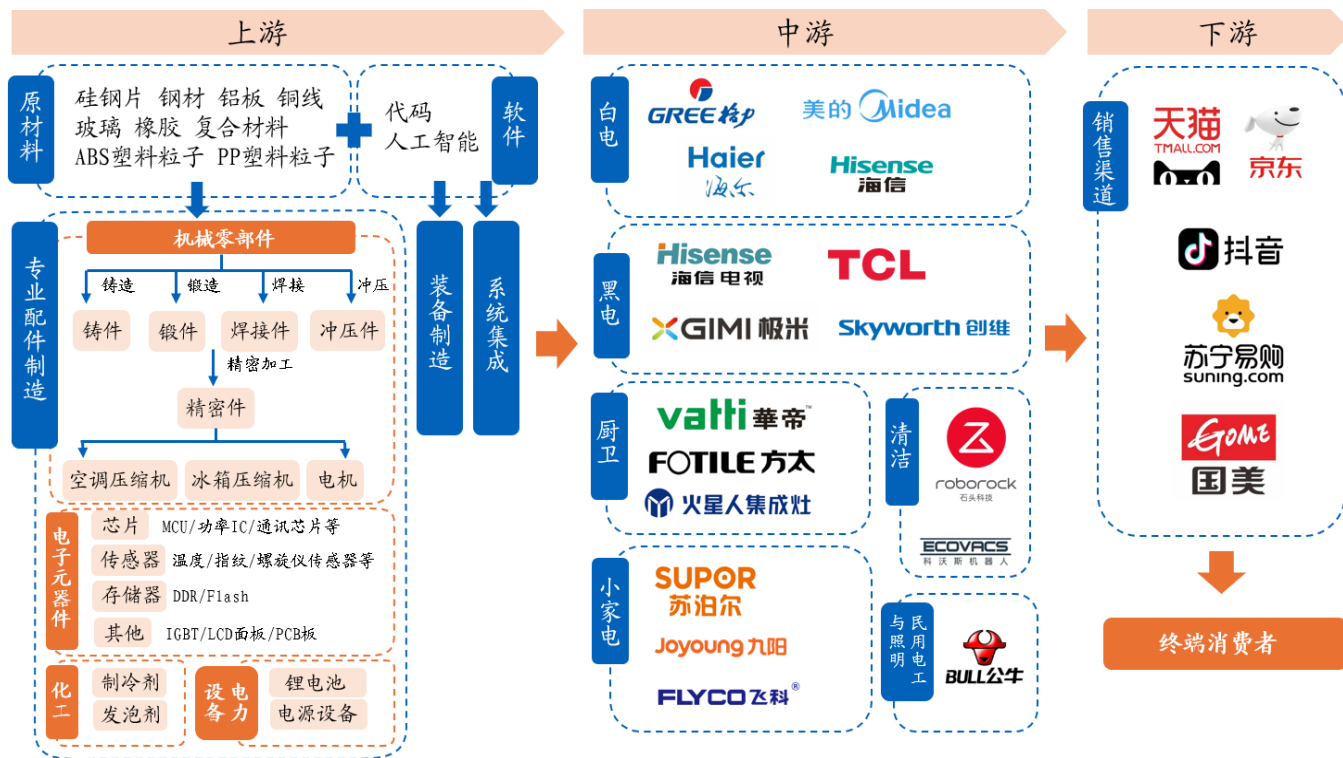
资料来源：海关总署，华创证券

## （二）生产及上游集中，保障中国家电全球供给主导

我国以家电代表的耐用品产业链完整度之高，已形成上游核心部件+整机组装的全球供给高度主导优势。中国有当前世界上最完善的制造业体系，已拥有41个工业大类、207个工业中类、666个工业小类，是全世界唯一拥有联合国产业分类中全部工业门类的国家。这对于家电耐用品而言（技术天花板较TMT有限而更重于工艺产业链效率），庞大规模

模下的完整且不断优化的上下游供应链体系，体现出的就是强大产链效率、综合成本优势及最终的产链话语权。

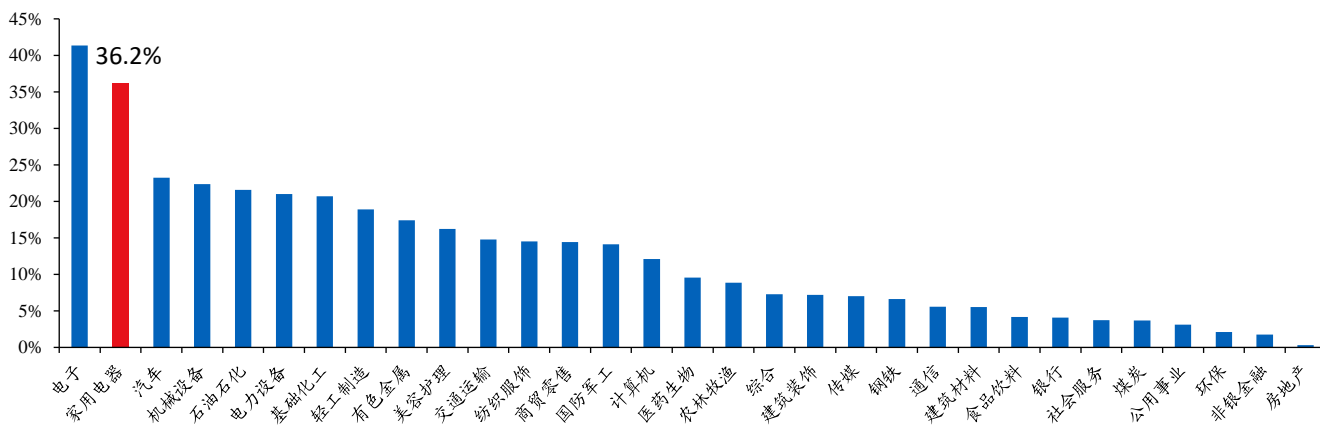
图表 25 中国家电产业链概览



资料来源：华创证券整理

行业间横向比较，家电板块出口营收占比位居第二。按申万行业划分，家电板块 23 年海外营收占比达 36.2%，高居 2/31，并与后续板块拉开断崖式差距。家电属性天然具备出海优势，其制造工艺技术成熟、核心产链完成度高（较医疗器械、机器人、航空装备等），其消费属性侧重性价比、不涉国家安全风险、单件产值有限易成交（较光伏、通信、电动车等），且标品属性强、市场为功能创新买单（较轻工、餐饮等）。如果考虑全球各产业总供给及国别供给竞争能力，家电或可称为中国出海中最具供给壁垒优势的产业。

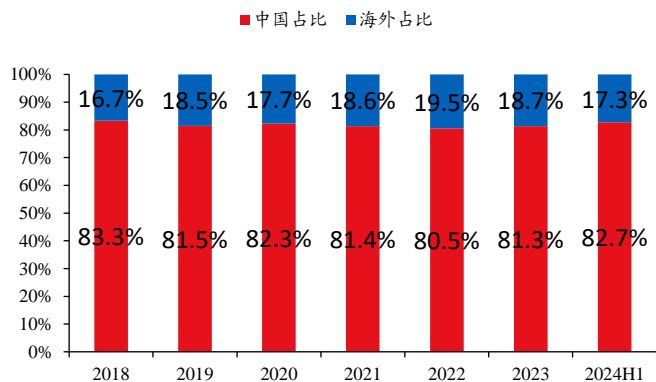
图表 26 A 股申万行业海外营收占比中家电位居第 2（2023）



资料来源：Wind，华创证券

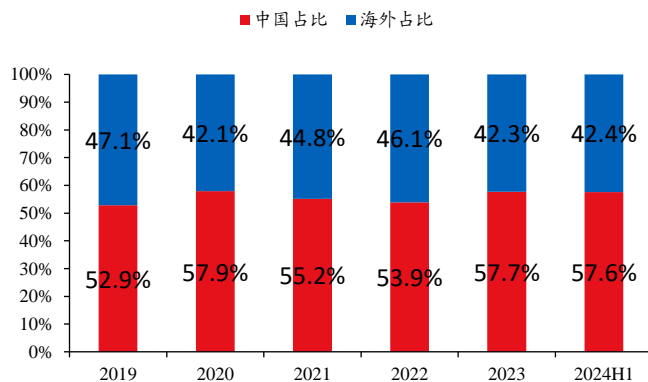
中国拥有全球过半的家电产能，是全球供给的主导国，疫情三年更有集中。中国家电供给的全球主导地位已难以撼动，至 2023 年中国空冰洗产能/彩电产量占全球产能的比例分别为 81%/58%/50%/84%，是实际意义上的家电制造主导国。且值得一提的是，历经疫情三年我国家电供给的主导能力得到显著集中，除了空调近八年来始终保持 80%以上产能占比外，23 年中国冰洗全球产能占比分别较 19 年（疫情前）提升了 5pcts/9pcts，彩电 23 年产量占比也较 2020 年提升 6pcts。可以说，如果不选择中国家电制造，则没有合适替代生产国。

图表 27 中国空调产能牢牢占据全球 8 成以上



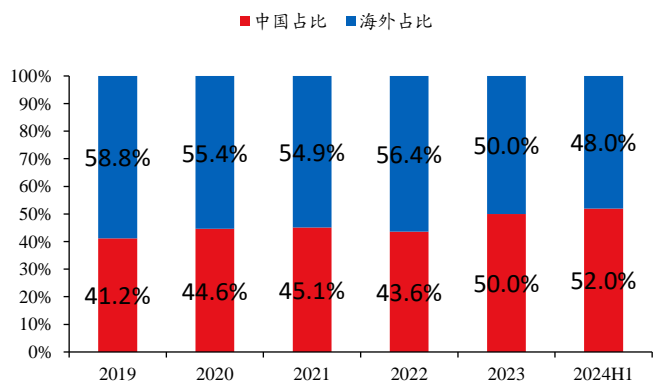
资料来源：产业在线《家电出海空调全球篇》，华创证券

图表 28 中国冰箱冷柜产能占比全球近 6 成



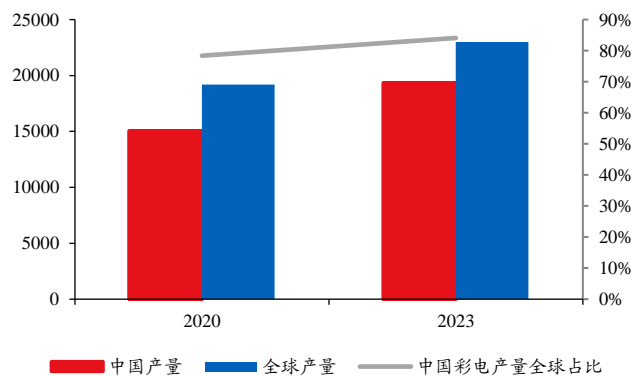
资料来源：产业在线《家电出海冰箱冷柜全球篇》，华创证券

图表 29 中国洗衣机产能占比全球约超 5 成



资料来源：产业在线《家电出海洗衣机全球篇》，华创证券

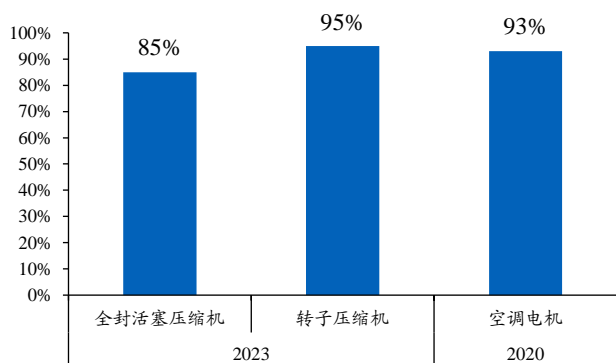
图表 30 中国彩电产量占比全球超 8 成（万台）



资料来源：国家统计局，网易财经智库，第一财经，华创证券

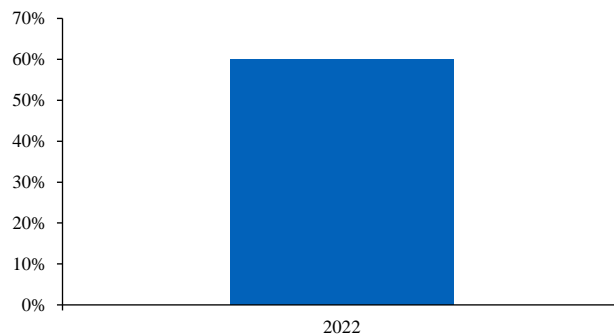
中国家电产业不但在组装生产环节绝对主导，多类上游核心部件份额更堪称垄断。以白电上游为例，2023 年中国活塞压缩机（冰压为主）/转子压缩机（空压）产量分别达 2.58 亿台/2.61 亿台，分别占全球产量的 85%/95%；2020 年中国空调电机产能占全球 90%。可以很有底气地说，如果现在某个国家要自行生产空调，绝大部分核心件都需依赖中国供给。哪怕过去中国家电中相较短板的彩电面板领域，至 2022 年国内面板产能也超过 2 亿平方米，占全球产能约 60%，其他面板核心配件或先进技术面板产能国产率也在持续提升。

图表 31 中国白电上游核心部件产量占比全球主导



资料来源：产业在线公众号，华创证券

图表 32 中国彩电上游面板产能占比全球 6 成

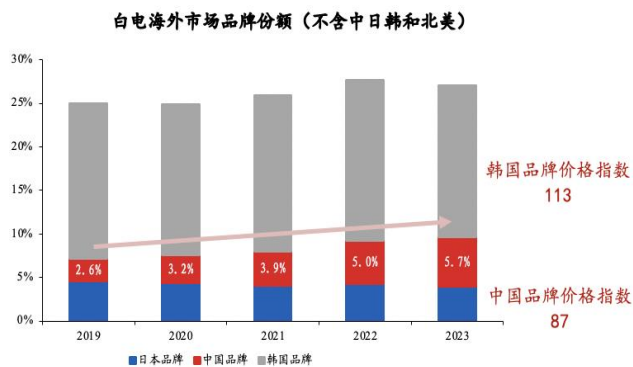


资料来源：湖里头条公众号，华创证券

**超强的产业链规模效应，与中国家电全球领先的性价比相辅相成。**我国卓越的生产集中度，是多年家电人自我优化的成果，对比过去家电组装劳动密集型模式，近年家电龙头们深度数智化革新，围绕消费者全生命周期全链路数智化运营，结合智能制造、工业互联网、5G、大数据等技术，在企业过程管控、用户服务、需求挖掘、柔性生产、资源协同、价值延伸等各方面全面效率提升。仅以美的数智化为例，至 2020 年智能制造系统投入超 120 亿元，12-20 年间存货占比从 17.6%降至 8.6%，人均创收提升 42.1%。（参考我们团队的“精研美的”系列）可以说正是家电产业兢兢业业地不断自我优化的奋斗精神，实现当下全球生产话语权。简单举例证明我国卓越性价比：

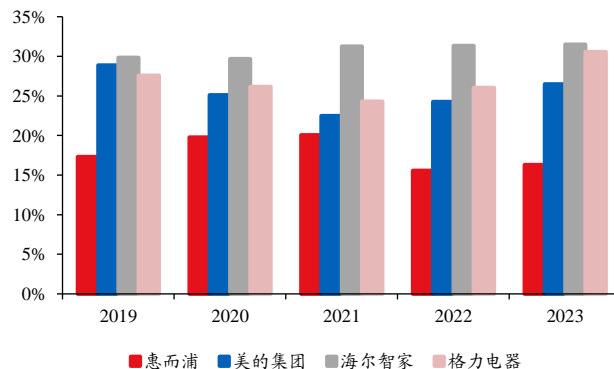
- **中国白电品牌在海外价格占优：**根据 Gfk 数据，2023 年海外市场（不含中日韩和北美）中国白电品牌价格指数 87，显著低于韩国 113，价格优势为白电龙头带来强大竞争优势。（此处为自主品牌价格，国内生产叠加海外品牌利润也是国外品牌价格较高的原因之一）
- **中国家电龙头毛利率显著高于海外家电企业：**海外白电龙头以惠而浦为代表，19-23 年间毛利率在 15%-20%之间，对应我国白电龙头海尔、美的、格力等毛利率则在 25%-30%之间。

图表 33 中国品牌凭借性价比优势扩张份额



资料来源：Gfk 《2024 上半年家电内销市场及出海趋势分析》，华创证券

图表 34 国内白电龙头毛利率高于海外白电龙头



资料来源：Wind，华创证券

- **简单以意大利空调市场具体案例证明价格优势：**我们尽量选取意大利当地一致性能的分体式变频带热泵空调品牌，以日本大金、意大利 CLIVET、日本 AKAI、中国 TCL、中国海信为样本，其中 CLIVET 和 TCL 制冷量略高（18000BTU）但影响定价较小，且同能效等级下，海外品牌价格均高于中国品牌，较 TCL 价格高出 4-64%，较海信更是高出 40%-120%。类似海外市场同类产品的价格案例比比皆是，充分证明中国家电产业的性价比能力。

图表 35 意大利分体式空调市场中，中国家电极具性价比优势

| 类型         | 分体式  | 分体式  | 分体式  | 分体式  | 分体式  |
|------------|--|--|--|--|--|
| 品牌         | 大金   | CLIVET   | AKAI (雅佳)  | TCL  | 海信   |
| 品牌国家       | 日本   | 意大利  | 日本   | 中国   | 中国   |
| 型号         | 变频热泵, 12000 Btu  | EZCOOL 53M 单体分体<br>18000 Btu R32   | MISTRAL12300<br>MONOSPLIT 带热泵<br>12000Btu  | Elite F2 系列 18000<br>BTU, 变频器单体分体<br>式, 热泵   | Easy 智能空调<br>12000 Btu R32   |
| 价格<br>(欧元) | 879  | 840  | 560  | 536  | 399  |
| 能效等级       | A++/A+   | A++  | A++  | A++/A+   | A++  |
| 图片         |  |  |  |  |  |

资料来源：亚马逊，华创证券注：截止时间 2024.08

由技术创新引领+产链供给主导两维度来看，至少在家电领域的中国制造，我们不但是制造大国，同样是制造强国。当然也谨慎客观来说，我们在海外自主品牌竞争上仍有不足，空间庞大。历经 2008 年之前以 OEM 代工及低端定位生产出海，在近年已凭借产链制造优势，并逐步通过海外并购、自主建厂等方式加速品牌出海，其中由以海尔 100%海外自主品牌为代表。但根据中国电子报，整体家电行业海外自主品牌比例仅约 30%，伴随龙头在全球区域的本地化运营推进，品牌突破将是持续性话题。

### 三、If 关税升级，中国家电有“三不”以得确定性

#### (一) 中美关税复盘

“特朗普交易”卷土重来？回到当下，中美贸易的担忧在 7 月 13 日特朗普竞选枪击事件后达到新高度，推动美国大选预期变化，市场再次出现并提前上演“特朗普交易”。其与我们耐用品行业相关的核心为，特朗普主张更大程度地提高关税、更注重传统制造业，尤其以加征 60%关税的竞选宣言及其后更大范围的打击中国系制造业，成为出口链担忧焦点。

简要复盘中美关税近年变化。特朗普上一任期内自 2018 年起实行惩罚性关税，美国先后对华加征 4 次关税，涉及贸易金额分别为 340、160、2000 和 3000 亿美元，导致美国对中国产品平均进口关税从原来 3%提高至约为 19%。其加征顺序先高端再低端、先低进口依赖再高进口依赖，加征产业也是由新兴制造业到中国传统优势产业。可见美国针对博

竞争激烈的中高科技制造业,以机械、通讯设备、电机电气设备为主,加征税率均为 25%,关税覆盖率几乎 100%。而美国对华依赖度高的传统优势制造业(消费电子、家具、轻工)和美国本身绝对优势行业(石油石化、农林牧渔、医药业)加征倾向及力度偏低。

**图表 36 2018-2020 年美对中四轮加征关税**

|     | 商品价值     |          | 加征时间       | 加征税率             | 到期时间 | 主要产品                         |
|-----|----------|----------|------------|------------------|------|------------------------------|
| 第一批 | 340 亿美元  |          | 2018/7/6   | 25%              | 仍有效  | 机械设备、电机及电气设备、精密仪器、汽车零部件      |
|     |          |          | 2019/10/15 | 暂停上调至 30%，维持 25% |      |                              |
| 第二批 | 160 亿美元  |          | 2018/8/23  | 25%              | 仍有效  | 电机及电气设备、机械设备和塑料制品            |
|     |          |          | 2019/10/15 | 暂停上调至 30%，维持 25% |      |                              |
| 第三批 | 2000 亿美元 |          | 2018/9/24  | 10%              | 仍有效  | 机械设备、电机及电气设备、家具、钢铁制品、塑料制品、皮革 |
|     |          |          | 2019/5/10  | 25%              |      |                              |
|     |          |          | 2019/10/15 | 暂停上调至 30%，维持 25% |      |                              |
| 第四批 | 3000 亿美元 | 1200 亿美元 | 2019/9/1   | 15%              | 仍有效  | 电机及电气设备、机械设备、玩具、服装、塑料制品、钢铁制品 |
|     |          |          | 2020/2/14  | 降至 7.5%          |      |                              |
|     |          | 1800 亿美元 | 2019/12/15 | 暂停加征             |      | 手机、计算机、玩具、服装等消费品             |

资料来源: USTR, 华创证券

其中家电产品关税探讨集中在第三批 2000 亿美元商品清单中,且 2022 年 352 项产品(空气炸锅、部分清洁电器、净水、环境电器以及部分零部件)豁免政策已于 2024 年 5 月 31 日到期,目前来看,以空调、冰箱、洗衣机、彩电为代表的大家电品类,关税比例皆保持为 25%。

**图表 37 当前美国对中国家电产品进口关税**

|                 | HTS 编码     | 原始征税率 | 加征关税  | 总体关税率 |
|-----------------|------------|-------|-------|-------|
| <b>大家电</b>      |            |       |       |       |
| 空调              | 8415.10.30 | 0.0%  | 25.0% | 25.0% |
| 冰箱              | 8418.21.00 | 0.0%  | 25.0% | 25.0% |
| 冰柜              | 8418.30.00 | 0.0%  | 25%   | 25.0% |
| 洗衣机             | 8450.11.00 | 1.4%  | 7.5%  | 8.9%  |
| 干洗衣机            | 8451.10.00 | 0.0%  | 25.0% | 25.0% |
| 烘干机             | 8451.21.00 | 3.4%  | 25.0% | 28.4% |
| 洗碗机             | 8422.11.00 | 2.4%  | 7.5%  | 9.9%  |
| 电热水器            | 8516.10.00 | 0.0%  | 7.5%  | 7.5%  |
| 屋顶电风扇           | 8414.51.30 | 4.7%  |       | 4.7%  |
| <b>黑电及视听设备</b>  |            |       |       |       |
| LCD 电视          | 8524.11.10 | 0.0%  | 25.0% | 25.0% |
| OLED 电视         | 8524.92.00 | 0.0%  | 25.0% | 25.0% |
| 电视机顶盒           | 8525.50.10 | 0.0%  |       | 0.0%  |
| 电视机顶盒: 接受电视卫星转播 | 8525.50.30 | 0.0%  | 25.0% | 25.0% |
| 投影仪             | 8528.62.00 | 0.0%  | 7.5%  | 7.5%  |

|                |               |      |       |       |
|----------------|---------------|------|-------|-------|
| 无线扬声器          | 8518.21.00    | 0.0% | 7.5%  | 7.5%  |
| <b>清洁及生活电器</b> |               |      |       |       |
| 吸尘器            | 8508.11.00    | 0.0% | 25.0% | 25.0% |
| 扫地机器人          | 8508.19.00    | 0.0% | 25.0% | 25.0% |
| 净水器            | 8421.21.00    | 0.0% | 25.0% | 0.0%  |
| 空气净化设备         | 8421.39.01.15 | 0.0% | 25.0% | 0.0%  |
| <b>厨房小电</b>    |               |      |       |       |
| 榨汁机、搅拌机、研磨机    | 8509.40.00    | 4.2% |       | 4.2%  |
| 微波炉            | 8516.50.00    | 2.0% |       | 2.0%  |
| 烤箱、炉灶          | 8516.60.40    | 0.0% | 25.0% | 25.0% |
| 咖啡机及茶具         | 8516.71.00    | 3.7% | 7.5%  | 11.2% |
| 烤面包机           | 8516.72.00    | 5.3% |       | 5.3%  |
| 厨余处理设备         | 8509.80.20    | 0.0% | 25.0% | 25.0% |
| 奶油分离机          | 8421.11.00    | 0%   | 25%   | 25%   |
| <b>个护电器</b>    |               |      |       |       |
| 电吹风            | 8516.31.00    | 3.9% |       | 3.9%  |
| 电动牙刷           | 8509.80.50.45 | 4.2% |       | 4.2%  |
| 剃须刀            | 8510.10.00    | 0.0% | 7.5%  | 7.5%  |
| 脱毛器            | 8510.30.00    | 0.0% | 4.2%  | 4.2%  |

资料来源：USITC，华创证券

向后看，特朗普的 60%关税宣言会否落地？在当前时点无法作答。这里涉及特朗普会否竞选获胜、如果获胜会否真的执行宣言、如果加征会否充分落地到家电板块等多重概率，充满不确定性。但因为悬而未决，当下出口链信心有过度悲观担忧的趋势。这也是我们这篇深度撰写的初衷，我们暂不去期待利好结果，**直面这个命题，如果就是加征 60%，我们家电出口链会有哪些影响又会发生哪些推演应对？**让我们来为家电出口链做一次压力测试，考虑最悲观的情境下的托底，则剩余变量均由此底部向上。也考虑中美贸易竞争后续不论美国谁执政仍存博弈讨论的反复，这一研究也具备超越这次竞选的中长期意义。也再次强调，我们无法在当下判断后续政坛政策结果，此篇更多为假设之下的理论工具，如果数月之后发现出口贸易形势远比这一命题假设要利好，那便当是我们用这段时间的研究积累下居安思危的后盾，功不唐捐。

所幸，即使在加征 60%的假设下看中国家电出口链的演变，我们判断**家电出口美国具备远高于市场的韧性与信心，所得结论可归结为：不能，不值，不惧。**

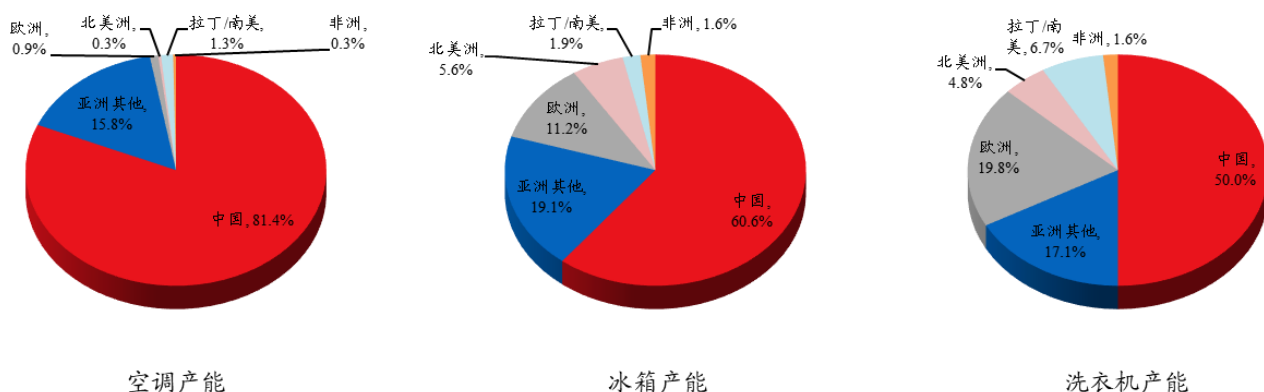
## （二）中国家电系对美“三不”，对美出口地位难以撼动

### 1、不能：美国家电需求难以剥离中国系供给

在上一节产业链积累中已反复论述中国在大家电生产、上游核心部件上的全球产能主导地位，而聚焦美国市场，诚然近年美国家电进口有流向东南亚、墨西哥等地，但支撑新产地的供给者仍为中国系，事实上是，**极高的全球家电产业链集中度导致美国想剥离中国企业影响，已难以实现。**

以全球产能视角，中国家电产能高度集中，北美剩余产能很少。以产业在线口径，至23年空冰洗全球产能中国占比81.4%、60.6%、50%。非中国区产能里空调仅亚洲其他有15.8%，主为东南亚、日本；冰箱海外产能亚洲其他、欧洲各19.1%、11.2%；洗衣机亚洲其他、欧洲产能为17.1%、19.8%。而仍在北美的空冰洗产能分别仅0.3%、5.6%、4.8%，这是自1960s以来，全球家电产业由欧美→日本→韩国→中国的长期传递结果，并非美国制造回流就能迅速跨越的。

图表 38 全球白电 2023 年产能分布

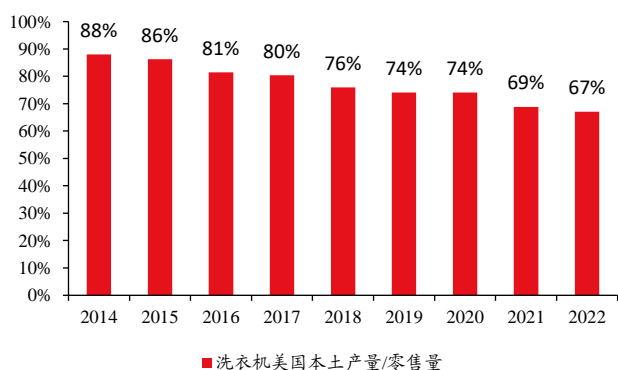


资料来源：产业在线《家电出海——空调/洗衣机/冰箱冷柜全球篇》，华创证券

以冰洗为例，美国产能退坡，本地供给内需的比例逐步减小。空调则基本依赖进口。

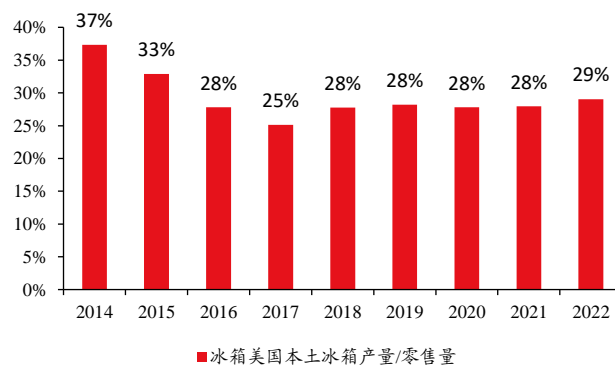
- 我们按美国当地产量/零售量来代表本地生产供给能力，洗衣机本地生产占比由14年88%下降至22年的67%，事实上考虑美国较广泛的公共洗衣房多为to B订单，真实需求应大于表观零售量，调整后本地供给应为60%上下。而冰箱自16年之后已经长期维持本地供给低于30%的水平。由此判断冰洗代表的美国进口需求占比各约70%、40%，空调美国已经极少产能，进口需求更高。

图表 39 美国洗衣机产量/零售量



资料来源：欧睿，华创证券 注：美国洗衣机产量扣减了其产业出口的少量产品

图表 40 美国冰箱产量/零售量

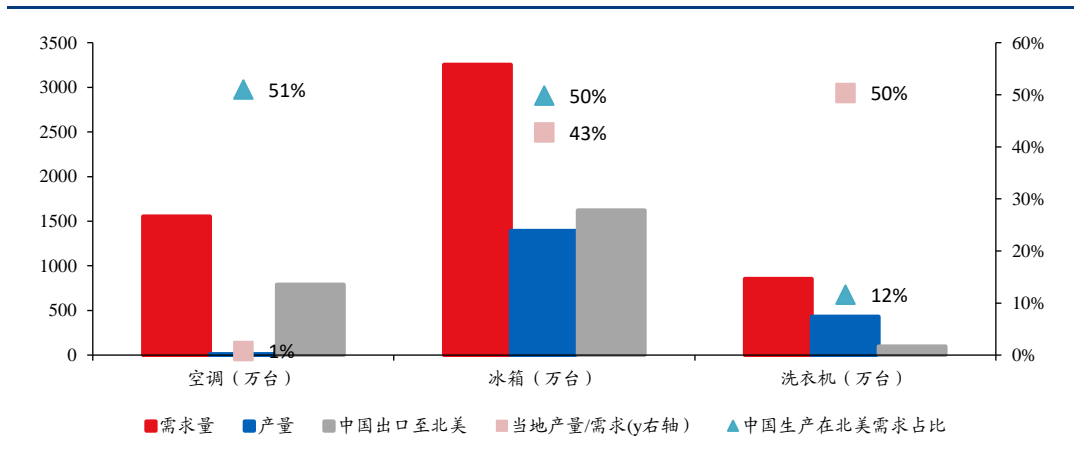


资料来源：欧睿，华创证券

- 考虑出口计算易出现口径偏差，我们再以产业在线最新数据做交叉验证。北美市场（含美国及加拿大），23年空冰、24H1洗衣机的当地产量/需求量比例各为1%、43%、50%，也即是说空调需求几乎依赖进口，而北美冰洗的进口依赖为57%、50%，考虑国家范围及时段差异两来源误差在合理范围内。而在北美空冰（23年）洗（24H1）

需求中，直接来自中国生产的进口比例就达 51%、50%、12%。由此明确，北美家电需求高度依赖进口，尤其空冰中国生产就占过半。

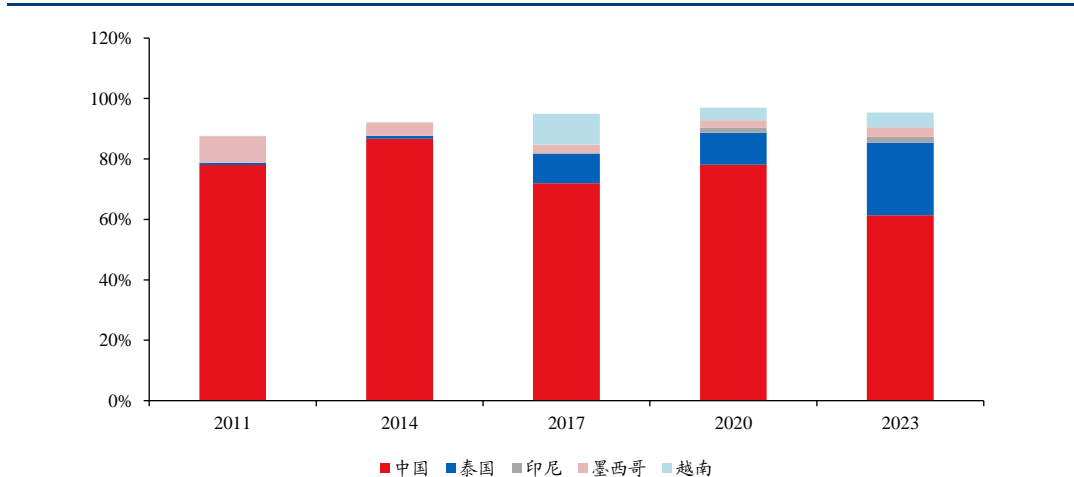
图表 41 北美 2023 空冰、2024H1 洗衣机供需情况



资料来源：产业在线《家电出海——空调/冰箱冷柜/洗衣机全球篇》，华创证券

纵观美国家电进口产地变化，中国均为主导但边际占比下降，以东南亚、墨西哥增长为主。美国家电进口国里，中国由峰值 2014 年进口占比 87%，至 2023 年已降至 61%。而增加的代表国泰国、越南、墨西哥、印尼至 2023 年进口占比各为 24%、5%、3%、2%。东南亚+墨西哥产地合计在 9 年间在美进口占比提升了 29pcts。这一变化时有被市场解读为中国家电在美国业务退坡，但正如美国自身也已放到台面讨论的，新增生产国的产能背后站着的仍多为中国家电龙头们。

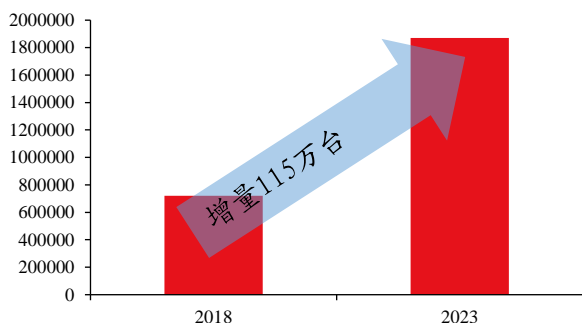
图表 42 中国占美国家电进口比重有所下降



资料来源：WITS，华创证券（统计产品为空冰洗主要进口产品）

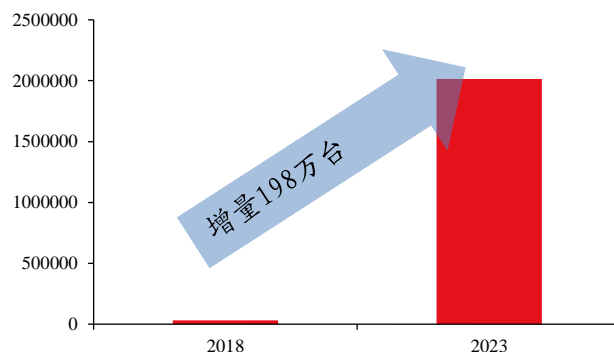
以新增生产国里最大的泰国为例，中国-泰国-美国的产业链转移下中国主导优势未变。中国出口向泰国的空调（窗式、壁式、独立分体）由 2018 年至 2023 年间增加了 115 万台，而泰国向美国出口的对应空调机型则由 18 年 3 万台至 2023 年已高增了 198 万台。其中差值，如果再加上中国向泰国出口空调零部件由 17 年 1.8 万吨增至 23 年 5.2 万吨，即运输至泰国当地生产，其产业链传递就愈发清晰了。

图表 43 中国空调向泰国出口持续提升



资料来源: WITS, 华创证券 (注: 统计产品为窗式或壁式, 独立致分体的空气调节器)

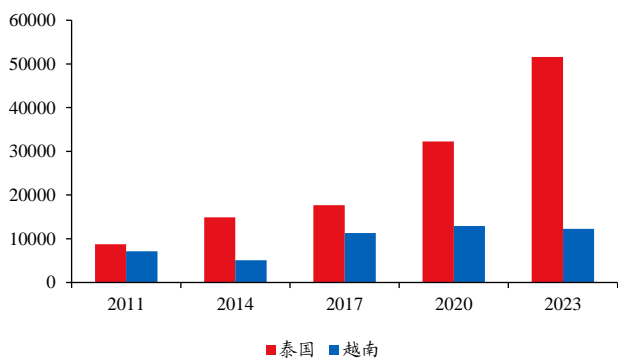
图表 44 泰国空调向美国出口持续提升



资料来源: WITS, 华创证券 (注: 统计产品为窗式或壁式, 独立致分体的空气调节器)

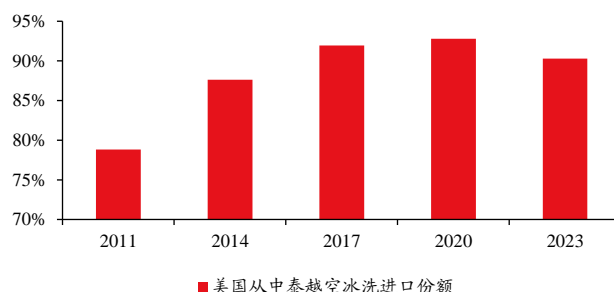
中泰越在美国进口中份额较 14 年不降反升, 中国家电产业网对美影响力保持强劲。美国从中国+泰国+越南等生产国的进口空冰洗的比例, 在 2014 年为 88%, 但 2017-2023 年间却保持在 90% 以上。不论从中国企业东南亚设厂亦或中国上游部件供给输出东南亚的角度看, 中国家电产业链对美国进口家电的影响力保持强劲。我们也可以很简单的反推, 近数年来美欧日韩家电头部企业里在东南亚或墨西哥建厂扩厂的, 仅博世一家于 2023 年初在泰国 Hemaraj 的工厂进行了扩建, 那么近年东南亚墨西哥的大规模产能因由可以验证。仅就家电制造来说, 美国想要剥离中国企业影响, 非不愿, 实不能也。

图表 45 中国对泰国、越南空调零部件出口量 (吨)



资料来源: WITS, 华创证券

图表 46 中泰越占美国大家电进口比重



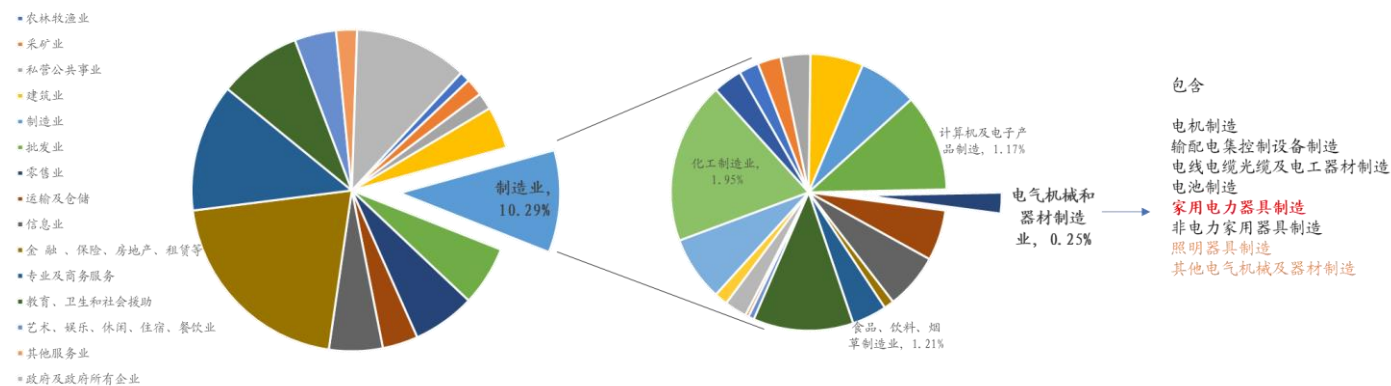
资料来源: WITS, 华创证券

## 2、不值: 美国家电制造规模微末, 美企本地投产事倍功半

美国剩余家电制造产业在美国 GDP 中占比已极低。拆解美国 22 年 GDP 数据, 其中制造业仅占 10.29%, 其中有 19 小项, 此间电气机械和器材制造业占 GDP 仅为 0.25%, 这一项中包含了电机、输配电及控制设备、电线电缆光缆及电工器材、电池、非电力家用器具、家用电力器具、照明器具、其他电气机械及器械等近十个拆分赛道, 家电仅占其一, 即使再囊括较高关联的照明和其他电气机械部分, 美国家电制造产业在 GDP 占比估算低于 0.1%, 近可忽略。即使带入美国制造回归的假设推演, 也不可能建造空中楼阁, 以美国加征关税顺序可知其侧重逻辑, 优先考虑的是高端科技制造 (科技压制乃至国家安全的关键)、低进口依赖度产业 (自身基础好更易替代实现)、新兴制造业 (起跑线都较

弱), 再加上虽未重税但美国本身有绝对优势产业, 排除而来, 家电等耐用品制造是既不  
影响科技主导、美国本土产业基础又过弱, 于美国制造精力而言, 并不值得事倍功半。

图表 47 美国 GDP 中家电相关产业占比极低 (2022)



资料来源: 美国商务部, 华创证券

家电制造业产能回报周期较长, 产业链条长, 美国企业即使扩产也难获利。站在美国家电企业的视角, 在美国全面建厂补全供给也并非明智之举。家电产业园/产线存在达标周期长、固定资产投资高、摊销周期长等特点。以飞科电器扩展为例, 其厂房建设期在 2-3 年间, 产能爬坡达产 1 年期上下, 以投入金额及预估年净利润计算回本周期约 3 年, 即从厂房开始建设至回本需约 5-6 年。而在类消费领域, 家电上游产业链复杂度仅次于汽车, 重构谈何容易。关税贸易与制造回流是两回事, 哪怕主张制造回流的特朗普胜选并力推家电供给扩建, 恐怕其剩余任期内企业尚无法完成资本盈利收回, 更不必说美国本就远高于国内的人工成本、运输成本等可能拉长盈利回收周期。

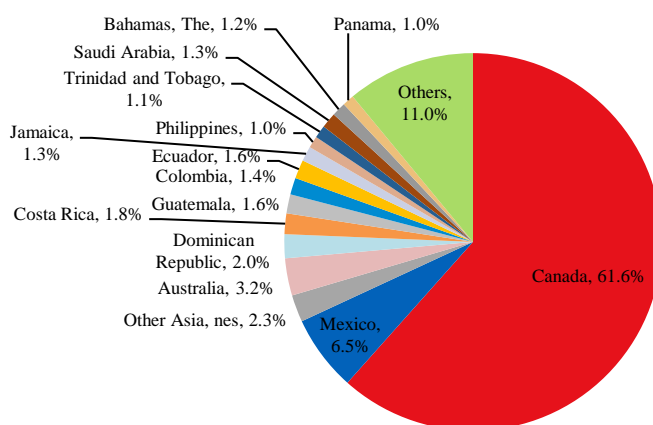
图表 48 飞科厂房投资项目

|            | 建设周期                      | 累计投入金额  | 达产后年均净利润 (至 2021 年) |
|------------|---------------------------|---------|---------------------|
| 松江厂房 (2 座) | 2013.H2 - 2016.05 (约 3 年) | 1.75 亿元 | 0.45 亿元             |
| 芜湖厂房 (4 座) | 2 年                       | 1.85 亿元 | 0.56 亿元             |

资料来源: 公司公告, 华创证券

美国生产家电, 不具备跨洲供给出口的延伸空间。再退一步, 哪怕美国企业强行重新布局家电产能, 美国家电制造也不具备走出北美洲的延展能力。以美国家电仍存出口规模的洗衣机为例, 我们根据 Mordor 和 WITS 数据测算, 美国自身出口洗衣机仅不足其零售需求的 5%, 这些出口国家中, 加拿大与墨西哥合计又占比达 68%。这是因为高人工成本下的出货价+不可忽略的跨洲运输费用, 是其他国家难以承受的。再考虑中国高效创新、物美价廉, 因此美国生产家电在国际竞争中难有优势, 全球家电产业美-欧-日-韩-中的产能传递自有其市场规律。

图表 49 美国洗衣机出口市场分布（2023）



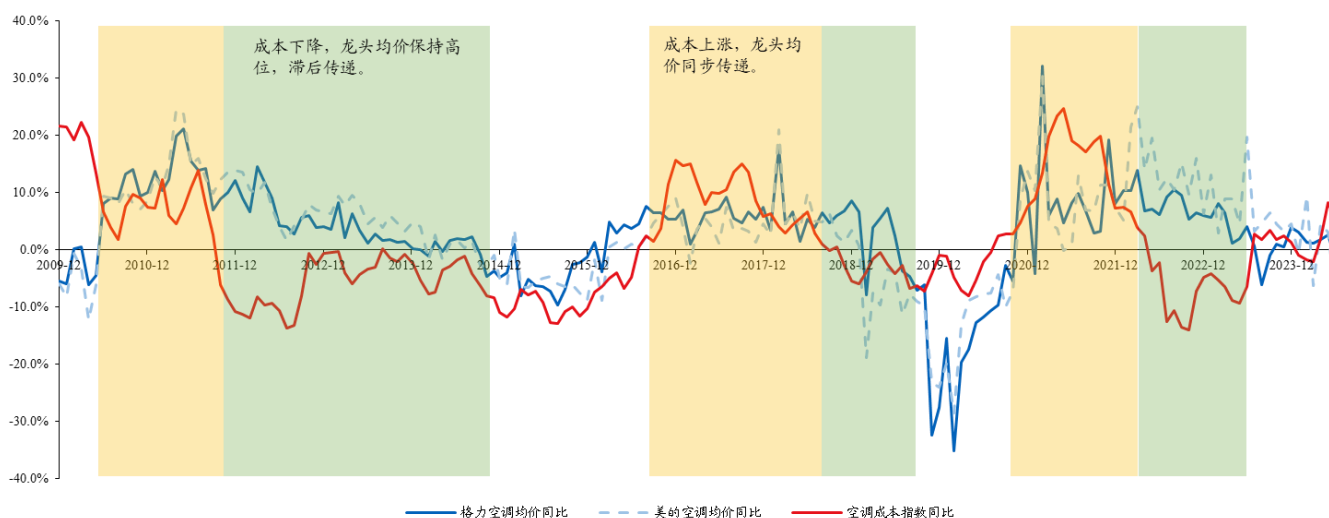
资料来源：WITS, 华创证券

### 3、不惧：中国家电阵营寡头价值传递，美国业务实际影响有限

不论“不能”或者“不值”，都是从中美产业对比出发，验证的是美国市场难以割裂中国家电产业网络的影响。最终我们并无法左右美国是否加征关税这步操作，却可明确推演的是，即使贸易摩擦进阶，中国家电制造具备较强价格传导能力，对下游美国市场有较强议价权，且美国业务波动在家电产业中的影响相当有限。

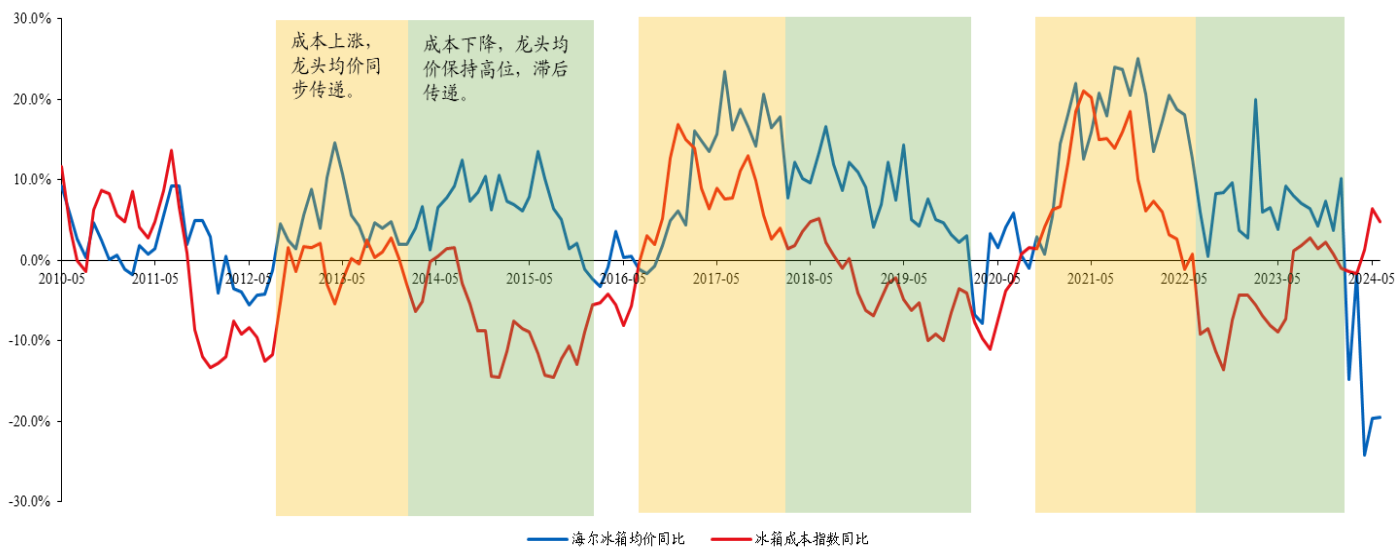
加关税与上游成本上涨有一定相似，重点在于龙头将价格向下传递能力。关税等成本增加最终落地的是谁为此买单，即谁的产业链话语权最强。我们已经多次探讨原材料-终端价格的传递，举例空调与冰箱的价格传递，在空调成本指数（参见我们历史深度中搭建的模型）2010-2011、2016-2018、2020-2022 的成本上涨期，成本指数同比上行时龙头格力的均价也同步上涨，即龙头将成本压力传递到经销商消费者，而在 2011-2014、2018-2019、2022-2023 的成本指数下行期，终端价格却保持增长/稳定的趋势；在冰箱成本指数与龙头海尔的冰箱均价变化中，规律完全一致且更为明显。这种将压力转移并保障自己在成本下行期盈利优势的能力，正是龙头高集中度向下溢价权的体现。

图表 50 空调成本指数与龙头均价同比变化



资料来源：产业在线，中怡康，奥维云，华创证券

图表 51 冰箱成本指数与龙头均价同比变化

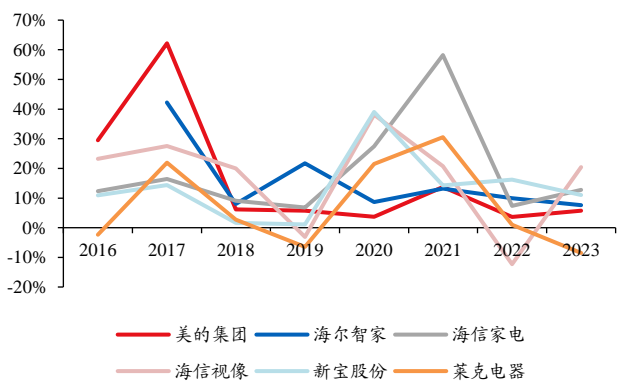


资料来源：产业在线，中怡康，奥维云，华创证券

中国家电制造在全球集中度，与国内赛道寡头具备类似的话语权地位。前文论述空冰洗彩中国产能占全球 60-85%/上游核心部件中国占比 85%-95%，上一节也论述北美白电进口依赖均过半（空调几乎全依赖），进阶证明以中国企业辐射的中泰越等产能在美国大家电进口比重超过 90%。与之相对在原材料-国内龙头传递的链条里，根据产业在线数据，空调 CR2 为 65%左右，海尔之于冰箱也是 30%+级别。从寡头集中度看，关税想打压的中国家电制造不论在全球还是中美链条下都具备类似赛道龙头级别集中，有足够强的向下价格传导能力。

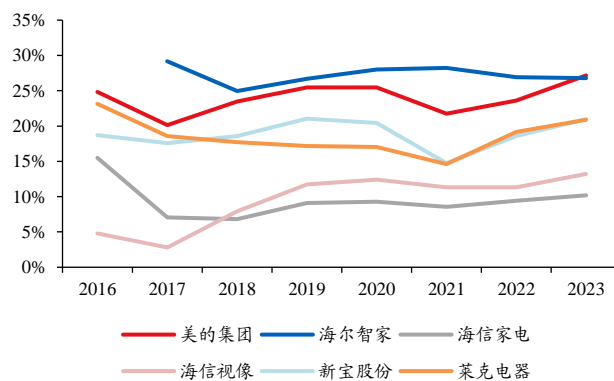
复盘 18-19 年关税加征，整体企业海外收入增速部分影响、毛利率稳健。18、19 年加征关税后，不同企业存在差异，代工以 FOB 为主则关税由进口商承担，客户短期订单有限/试图转移，影响海外业务增速（2020 年后又大量回归）；或压价分摊关税进而影响利润率。自主品牌关税成本则由企业自身承担（有部分豁免因此影响降低）。综合看，这一阶段海外收入增速确实有部分企业受影响，但 18-19 年海外业务毛利率大多未降反升，即把价格压力成功向终端传递。

图表 52 2018、2019 海外业务收入增速受部分影响



资料来源：Wind，华创证券

图表 53 2018、2019 海外业务毛利率未受影响



资料来源：Wind，华创证券

大部分出口链企业实际美国业务占比预计有限，其关税带来的真实利润波动则更小。我

们将耐用品出口链相关标的所影响业务递推测算。按出口占比→美国占比→中国产地销往美国占比的递进层级看，诚然出口链家电企业至少有 30%以上出口业务，但部分龙头具体美国业务占比仅 10%甚至更低，再落地到由中国生产销美的比例则许多仅为个位数，并且如美的、海信这些 7%上下的业务，也仅仅是关税扰动了小部分盈利，落地到利润上的影响就更加微弱了。与之对比市场在担忧特朗普加关而市值上造成过度担忧，显然是存在过度悲观的估值空间的。此外值得一提的是，海尔虽然美国 GEA 占比较高，但其具备较强美国本土产能，中国生产销美比例反而很低，一定程度反而规避关税风险。

**图表 54 出口链相关标的受美国业务影响比例估算**

| 公司     | 总出口        | →美国区域   |        | →中国产地运往美国 |          |
|--------|------------|---------|--------|-----------|----------|
|        | 23 年出口营收占比 | 美国占出口比例 | 美国占营收比 | 中国生产占美国比例 | 中产美销占营收比 |
| 美的集团   | 40%        | 25%     | 10%    | 70%       | 7%       |
| 海尔智家   | 52%        | 59%     | 31%    | 20%       | 6%       |
| 海信家电   | 33%        | 25%     | 8%     | 85%       | 7%       |
| 石头科技   | 49%        | 20%     | 10%    | 100%      | 10%      |
| 安克创新   | 96%        | 50%     | 48%    | 90%       | 43%      |
| 春风动力   | 76%        | 52%     | 40%    | 60%       | 24%      |
| 涛涛车业   | 99%        | 72%     | 71%    | 100%      | 71%      |
| 九号公司   | 47%        | 48%     | 23%    | 100%      | 23%      |
| 泉峰控股   | 92%        | 74%     | 68%    | 90%       | 61%      |
| 巨星科技   | 94%        | 68%     | 64%    | 60%       | 38%      |
| 兆驰股份   | 55%        | 60%     | 33%    | 0%        | 0%       |
| 三花智控   | 45%        | 30%     | 14%    | 80%       | 11%      |
| TCL 电子 | 60%        | 35%     | 21%    | 0%        | 0%       |
| 民爆光电   | 96%        | 17%     | 16%    | 85%       | 14%      |
| 联域股份   | 95%        | 90%     | 86%    | 65%       | 56%      |

资料来源：公司公告，公司交流，华创证券估算

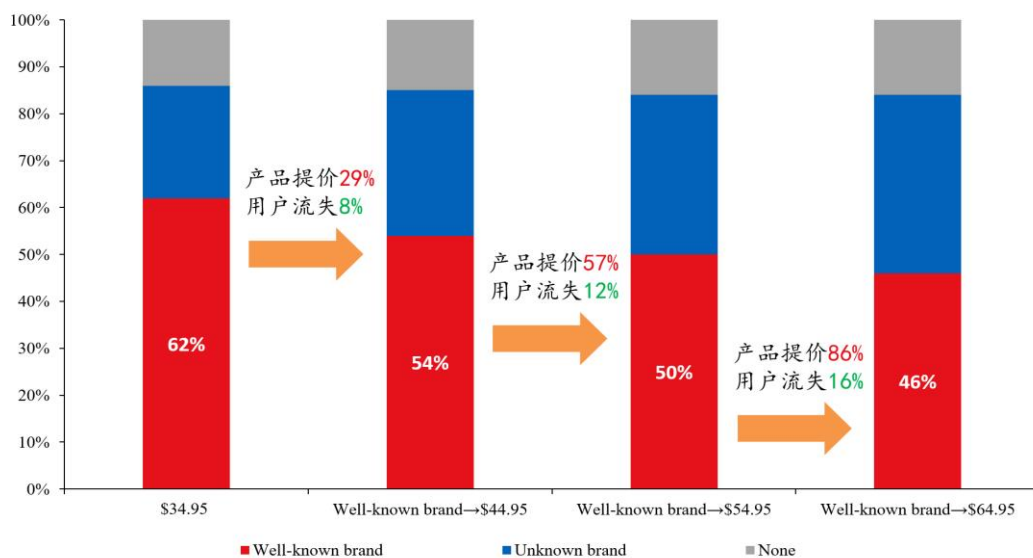
高关联标的以安克创新为例，知名龙头具备足够价格传递能力且竞争影响有限。再退一步看确实美国业务高关联企业，以美国业务近半且确为国内生产为主的跨境龙头安克创新为例，我们近期刚外发了本报告姊妹篇《安克创新专题：显微镜下的 Anker 投资价值》，其结论为即使加征 60%关税，安克仅需在美国市场提价 15%可对冲关税成本、提价 25%毛利率可基本稳定。且以其高度知名品牌、中高端定位及本身正常情况就有年度均价增长的参考，证明安克有足够能力价格传递且对销量影响很小。同时安克还在优化自身供应链、优化成本效率等提升盈利。详细逻辑论证请参考专题，本篇不再重述。

图表 55 极端假设下公司提价 15%或基本能够抵消关税加征成本（亿元）

|                | 基础假设（不加征关税） |       |       |       |       |       | 美国加征60%关税情景假设 |                |                |
|----------------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------|----------------|----------------|
|                | 2020        | 2021  | 2022  | 2023  | 2024E | 2025E | 2025E（不提价）    | 2025E（美国提价15%） | 2025E（美国提价25%） |
| 营业收入           | 94          | 126   | 143   | 175   | 220   | 264   | 264           | 281            | 293            |
| 运输成本           | 11          | 17    | 15    | 20    | 26    | 31    | 51            | 51             | 51             |
| 生产制造成本         | 46          | 64    | 72    | 79    | 97    | 115   | 115           | 115            | 115            |
| 假设人工与其他成本占比10% |             |       |       |       |       |       |               |                |                |
| 实际产品成本         | 41          | 58    | 65    | 71    | 88    | 103   | 103           | 103            | 103            |
| 毛利             | 37          | 45    | 55    | 76    | 97    | 117   | 98            | 115            | 127            |
| 毛利率            | 39.3%       | 35.7% | 38.7% | 43.5% | 44.1% | 44.5% | 37.1%         | 41.0%          | 43.3%          |
| 北美收入           | 50          | 63    | 73    | 84    | 101   | 116   | 116           | 133            | 145            |
| 北美收入占比         | 54%         | 50%   | 51%   | 48%   | 46%   | 44%   | 44%           | 47%            | 50%            |
| 安克对美关税税率       | 13%         | 13%   | 13%   | 13%   | 13%   | 13%   | 60%           | 60%            | 60%            |
| 对美报关基础价格收入占比   | 41%         | 43%   | 43%   | 38%   | 37%   | 36%   | 36%           | 36%            | 36%            |
| 关税征收价值         | 21          | 27    | 31    | 31    | 37    | 42    | 42            | 42             | 42             |
| 为应对关税的价格涨幅     |             |       |       |       |       |       | 0%            | 15%            | 25%            |
| 北美销售成本         | 30          | 41    | 44    | 47    | 56    | 64    | 84            | 84             | 84             |
| 关税成本           | 3           | 4     | 4     | 4     | 5     | 5     | 25            | 25             | 25             |
| 产品成本           | 24          | 32    | 37    | 38    | 45    | 51    | 51            | 51             | 51             |
| 运输成本           | 3           | 5     | 4     | 5     | 7     | 8     | 8             | 8              | 8              |
| 北美市场毛利         | 20          | 23    | 28    | 36    | 45    | 52    | 32            | 49             | 61             |
| 北美毛利率          | 39.3%       | 35.7% | 38.7% | 43.5% | 44.1% | 44.5% | 27.6%         | 37.0%          | 42.1%          |

资料来源：公司公告，华创证券测算 注：公司成本与毛利率按新会计准则口径下数据计算，假设北美毛利率和公司整体一致

图表 56 对于相似商品，海外消费者更倾向于选择知名品牌



资料来源：thinkwithgoogle 《Beyond recognition: How to go borderless without brand equity》，华创证券

最后，不论是不能、不值还是不惧，都是应对之举。我们都不愿市场公平被美国强制扰乱，这也确实从纵向看，如假设成真将对赛道盈利会造成影响。但横向比较各产业，**家电制造或可称为中国对美出口链中最具议价权的规模性产业**，这是中国家电制造在此去三十年来奋斗耕耘的积累与底气。我们期待供给优势的坚定成长，于此章节的最后以**大疆反制的案例**来提气：

2017 美国国防部将新疆列入制裁清单 2020 年美国商务部更将其列入实体清单，从军事禁用到联邦机构禁购。但因为新疆卓越产品技术、供给优势，根据城食有农公众号，在美商用/农用/执法机构/急救无人机市场分别达 58%/80%/90%/92% 的垄断份额，绝对主导，难有替代品。近期美国参议院军事委员会已发布其版本的《国防授权法案》，要求修改其限制新疆无人机进入美国的条款。积累自身是不变的正确性，乌云是遮不住太阳的。

#### 四、新兴区域蓬勃拓展，是家电出口的增量底气与星辰大海

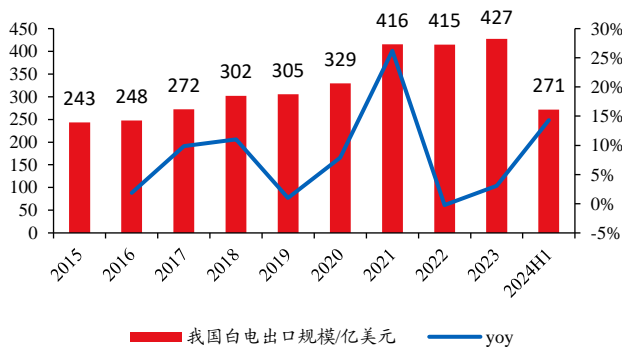
当我们跳出对中美业务的过度悲观，会发现被忽视的新兴区域才贡献了真实且更庞大的增量。如第一章复盘看，23H2 以来美国家电库存仅是低位平稳温和补库，其反转修复很有限，但中国家电整体出口却增速迅猛，除了基数因素外，这正是市场普遍有所忽视、但却实质上已渐成主力的新兴区域增量所贡献的。

##### (一) 出海贡献实际以新兴区域增量为主

出海贡献远不仅仅只是美国，非美各区域才是真正的星辰大海。我们在面对中美贸易政策的关税风险时，市场将担忧情绪蔓延至整个出口链；但真实的家电出海里美国市场贡献有限，近年一带一路等政策支持下，非美区域市场出海贡献主力增量：

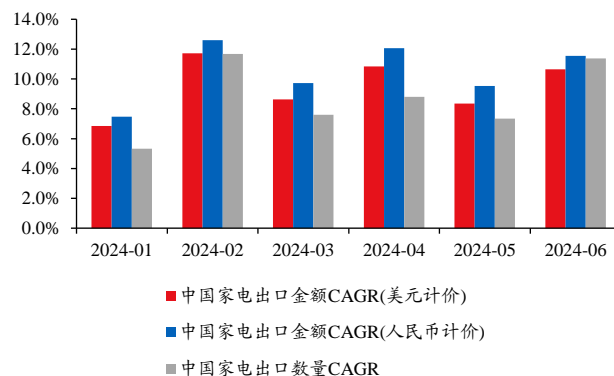
- **剥离短周期，家电出海复合增长卓越。** 市场跟踪的月频出口增速里有明显库存周期的短期扰动。穿越周期看，自 15 年来我国空冰洗白电出口由 243 亿美元增至 23 年 427 亿美元，24H1 更是直接达到 271 亿美元 (+14%)。进一步剥离疫情期强烈数据扰动，19-24H1 年来月频量端 5 年 CAGR 保持在 5-12% 之间，美元口径出口金额 CAGR 更是在 7-12% 之间(人民币口径均略高 1pct)，从各维度都可以说是蓬勃发展。

图表 57 2024H1 我国白电出口同比增长 14%



资料来源：海关总署，华创证券

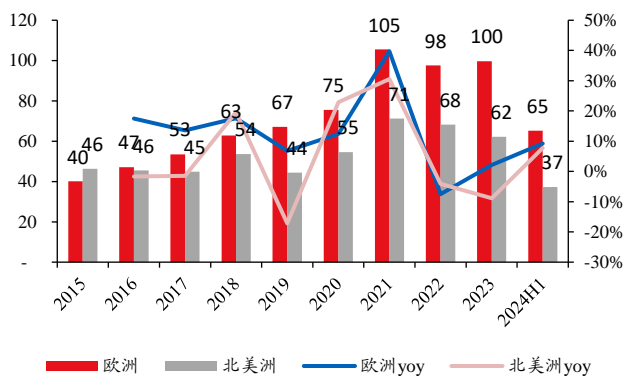
图表 58 24H1 各月相较 19H1 的出口五年 CAGR



资料来源：海关总署，华创证券

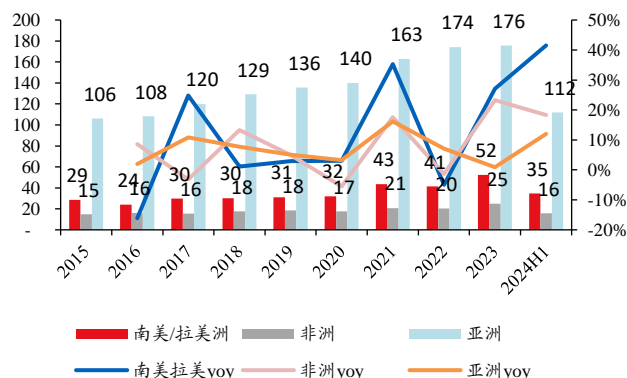
- **聚焦区域，当前南美/拉美、非洲、大洋洲等市场增速远高于欧美。** 从 24H1 各区域我国白电出口额及增速来看，不同于北美 8%、欧洲 9% 的增速，南美/拉美、非洲、大洋洲等区域出口增速高达 42%、18%、21%，一带一路等新兴区域成长性显著。

图表 59 欧洲/北美洲白电出口规模（亿美元）



资料来源：海关总署，华创证券

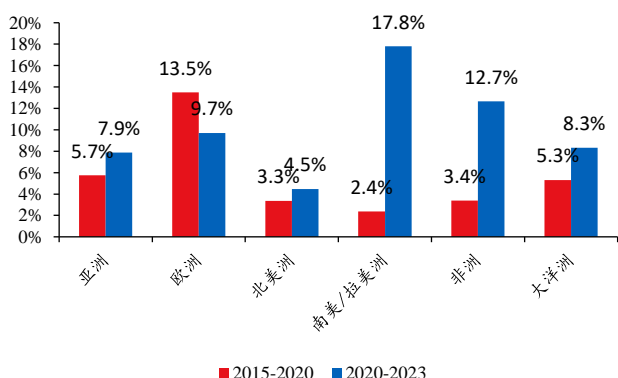
图表 60 亚洲/非洲/拉美/南美白电出口（亿美元）



资料来源：海关总署，华创证券

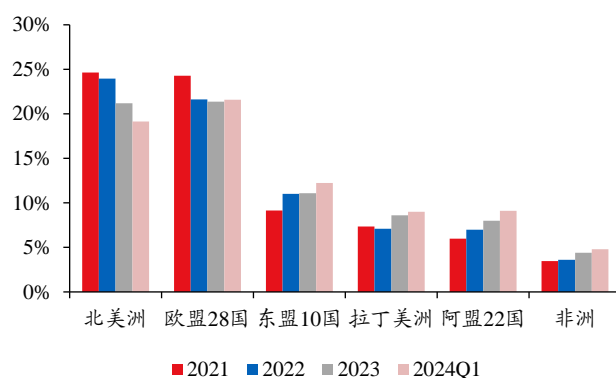
- 疫情以来看出口贡献，非美区域才是真正增量。穿越短波动，以 2020-2023 年期看南美/拉美、非洲、大洋洲出口 CAGR 分别达 17.8%、12.7%、8.3%，是主要增速贡献，欧洲、亚洲 CAGR 也达到 9.7%、7.9%，均高于北美的 4.5%。从细化国别组合看，从 2021-24Q1，中国家电出口份额中东盟十国、拉美、阿盟 22 国、非洲分别累计增加了 3.1/1.6/3.2/1.3pcts 的出口占比。我们的出口真实增量贡献本就不依赖美国。

图表 61 疫情后南美/拉美/非洲白电出口复合增速提升



资料来源：海关总署，华创证券

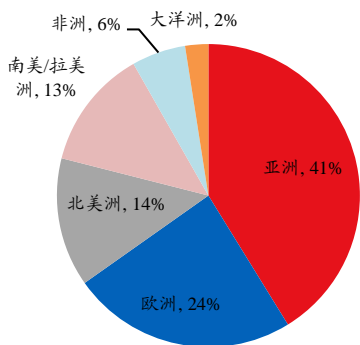
图表 62 按国别组合看中国家电出口份额变化（销额）



资料来源：机电商会家用电器分会，华创证券

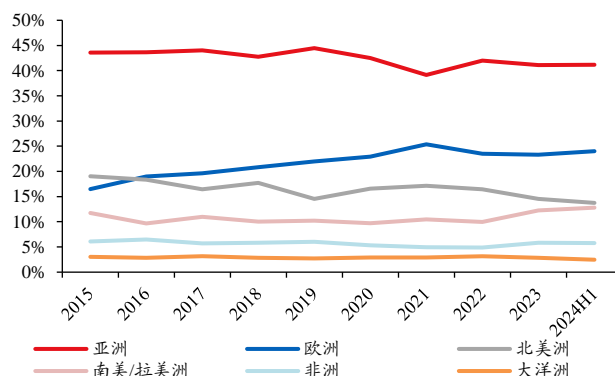
- 当下北美市场在我国家电出口占比仅 14%，近年非美业务出口占比快速提升。至 24H1 我国家电出口规模中北美市场仅占 14%，而亚洲、欧洲、南美/拉美出口占比分别为 41%、24%、13%，新兴区域影响显著高于北美。且值得一提的是，北美区域占比自 15 年至今已下降 5pcts，其出口权重愈发被新兴区域反超。

图表 63 24H1 欧洲/北美洲白电出口占比已较小



资料来源：海关总署，华创证券

图表 64 非北美区域白电出口占比持续提升

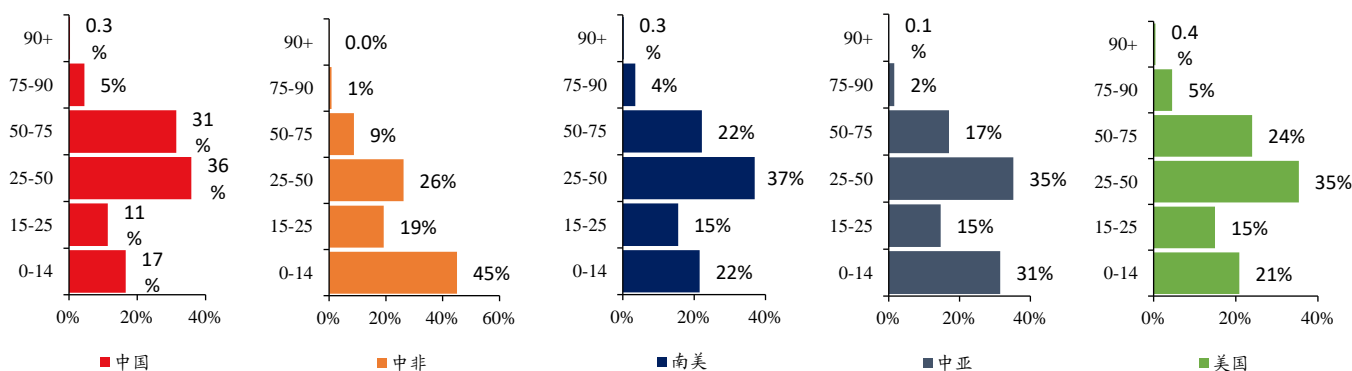


资料来源：海关总署，华创证券

### (二) 新兴市场潜力庞大，推演未来将成为出口链主力

非美新兴家电市场结构性机会，未来出口贡献只会越来越大：一带一路沿线区域 0-25 岁人口占比高，人口结构更具潜力。以中非为例，其 0-14/15-25 岁人口占比分别为 45%、19%，高于中国的 17%、11%，以及美国的 21%、15%，各中东非等一带一路区域人口结构更具增量发展性。

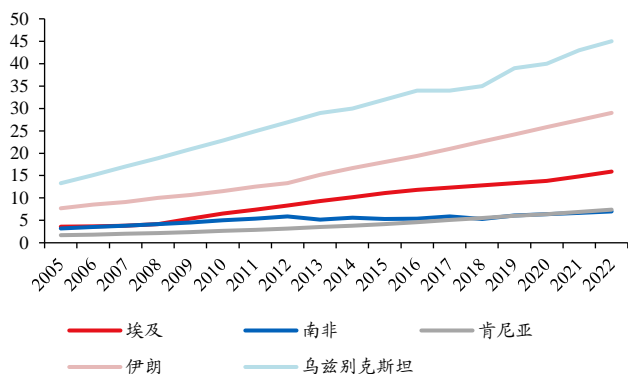
图表 65 中非/南美/中亚人口结构更优



资料来源：United Nations，华创证券

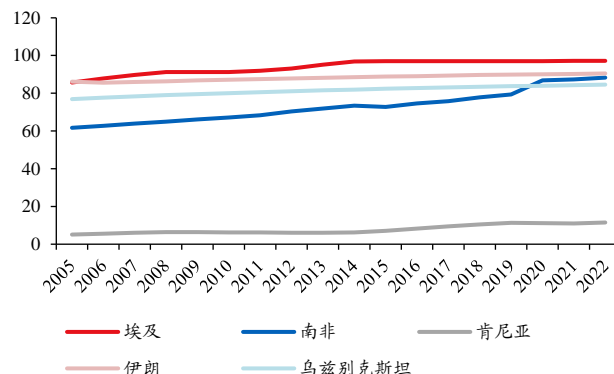
中东非大多国家白电仍未完成户均普及，人均消费能力正在增长释放。我们选择北非（埃及）、南非、东非（肯尼亚）、中东（伊朗）、中亚（乌兹别克斯坦）等代表国家对应一带一路沿线市场，冰洗大多数未实现百户 90 级保有量（除埃及），空调更是最高仅百户 45 台，大多位于浅覆盖区间，与我国城镇空调 2000 年左右覆盖水平相似。但对应各国的人均消费支出在边际加速增长，20-23 年人均支出 CAGR 在 2.1%-7.3% 之间，普及新增需求是新兴国家未来中期的主旋律。

图表 66 部分一带一路国家空调百户保有量



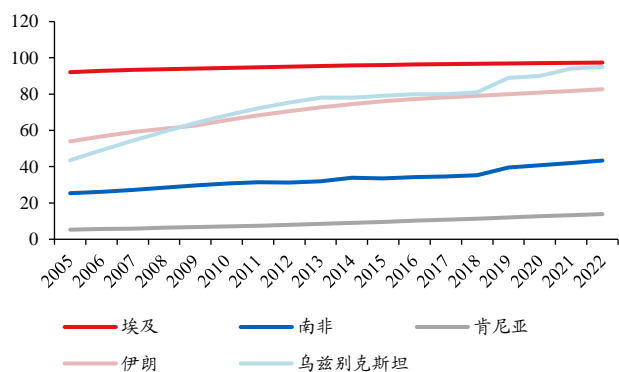
资料来源：欧睿，华创证券

图表 67 部分一带一路国家冰箱百户保有量



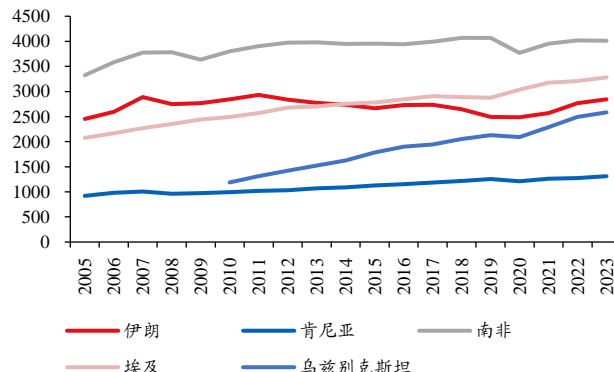
资料来源：欧睿，华创证券

图表 68 部分一带一路国家洗衣机百户保有量



资料来源：欧睿，华创证券

图表 69 部分一带一路国家人均消费支出/美元



资料来源：欧睿，华创证券

以空调为例，测算新兴市场的家电潜力，待普及后预期规模将超越当前成熟市场。当下东南亚、中东、非洲、拉美等新兴市场按 JRAIA 口径 2021 年空调销量为 2914 万台，我们以各地人口按当前大致户均人数测约 8.34 亿户，以户均 1 台、十年更新计，普及后稳定更新销量为 8341 万台，较 2021 年增长 186%，并将超越同口径下成熟的美欧日中澳在 2021 年实现的 6603 万台，去除中国，则测算假设下新兴市场空调实现普及后销量可达海外市场的 75%。这一假设中未计入新兴国家家庭小型化、空调户均超越 1 台（中日均显著超越）、赛道成长期更新周期短等因素，但已能充分展现新兴区域的星辰大海。

图表 70 新兴市场家用空调预期增长空间测算

|               | 2022 人口数量/百万人 | 户均人数       | 户数/百万      | 空调户均 1 台预期保有量/百万 | 10 年更新周期每年销量/万 | 2021 年空调销量/万 | 较 2021 年增长空间 |
|---------------|---------------|------------|------------|------------------|----------------|--------------|--------------|
| 东南亚           | 2121          | 5          | 424        | 424              | 4,242          | 1661         | 155%         |
| 中东            | 294           | 6          | 49         | 49               | 490            | 318          | 54%          |
| 非洲            | 1,427         | 6          | 238        | 238              | 2,378          | 316          | 652%         |
| 拉美            | 616           | 5          | 123        | 123              | 1,232          | 619          | 99%          |
| <b>新兴市场合计</b> | <b>4,457</b>  | <b>5.3</b> | <b>834</b> | <b>834</b>       | <b>8341</b>    | <b>2914</b>  | <b>186%</b>  |
| 日本            | 124           | 3          | 41         |                  |                | 937          |              |

|               |             |          |            |             |
|---------------|-------------|----------|------------|-------------|
| 中国            | 1426        | 3        | 475        | 3821*       |
| 北美            | 377         | 3        | 126        | 915         |
| 欧洲            | 744         | 3        | 248        | 811         |
| 澳新            | 31          | 3        | 10         | 119         |
| <b>成熟市场合计</b> | <b>2702</b> | <b>3</b> | <b>901</b> | <b>6603</b> |

资料来源: JRAIA, Populationpyramid, 华创证券 \*注: 数据采用 JRAIA 口径, 仅包含窗机、小型分体式(单/多)机型, 不含商用机型, 数据统计较我国内销三方数据存在偏差

**(三) 出口+当地产能布局, 中国家电新兴市场布局进行时**

不同于中美贸易摩擦, 我国在非美区域具备更健康和公平的国际市场关系, 助力国产品牌近年大力发展一带一路国家产能和品牌本土化布局:

- 中国致力于一带一路的和平发展, 与各国建立良好的政治关系和大国形象。我国在一带一路沿线国家与各国建立了良好深厚的经济合作关系, 中巴经济走廊项目涵盖水电、光伏、交通等多个领域, 并在非洲多个国家建设基建桥梁等项目。

图表 71 中巴经济走廊项目地图

图表 72 中企签约突尼斯最大桥梁建造项目



资料来源: 中国一带一路网

资料来源: 中国一带一路网

- 目前我国已与 29 个国家和地区签署了 22 个自贸协定, 与自贸伙伴的贸易额占中国对外贸易总额比重约三分之一。我国在非美市场签订了多个自贸协定, 贸易关税结构更加稳定, 区域贸易协定政策中、最终 90% 以上的产品将实现零关税。

图表 73 我国签订的部分自由贸易协定

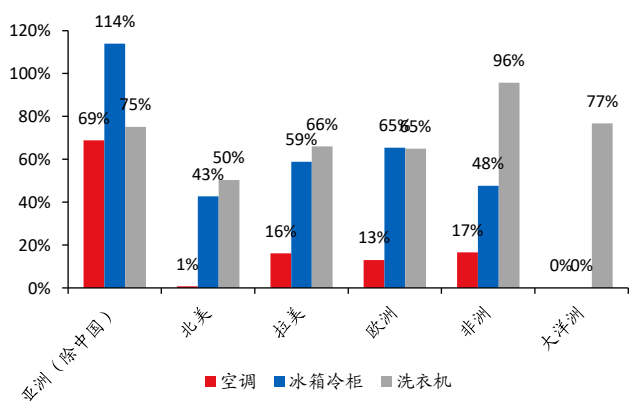
| 序号 | 协定名称               | 实施时间           | 包括国家                                 | 关税政策  |
|----|--------------------|----------------|--------------------------------------|---|
| 1  | 《区域全面经济伙伴关系协定》RCEP | 2022 年 1 月 1 日 | 10 个东盟国家以及中国、日本、韩国、澳大利亚和新西兰 5 个非东盟国家 | RCEP 成员国之间承诺互相逐步降低关税, 最终 90% 以上的产品将实现零关税              |
| 2  | 《中国—塞尔维亚自由贸易协定》    | 2024 年 7 月 1 日 | 塞尔维亚                                 | 中塞双方将分别对 90% 的税目逐步相互取消关税, 其中, 超过 60% 的税目在协定生效当天立即取消关税 |
| 3  | 《中国与毛里求斯自由贸易协定》    | 2021 年 1 月 1 日 | 毛里求斯                                 | 中方和毛里求斯最终实现零关税的产品税目比例分别达到 96.3% 和 94.2%               |

|   |                 |           |      |  |
|---|-----------------|-----------|------|--|
| 4 | 《中国与厄瓜多尔自由贸易协定》 | 2024年5月1日 | 厄瓜多尔 | 中厄双方将分别对约90%的税目逐步相互取消关税，约60%的税目在协定生效当天立即取消关税 |
|---|-----------------|-----------|------|--|

资料来源：商务部，中国政府网，华创证券

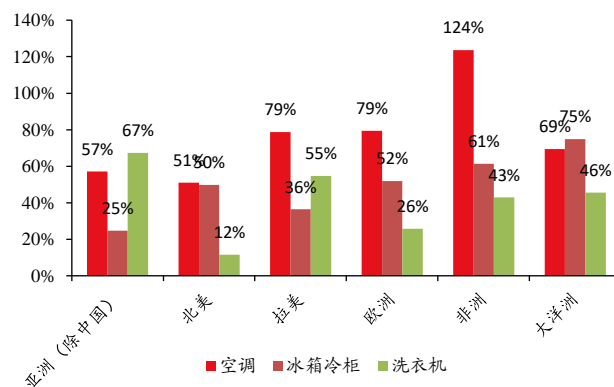
中国家电产业的新兴市场布局，既是我国产业延伸，也在助力解决新兴各洲当地产能供不应求的状况。我们以空冰洗在各地本土产能与各地销量做对比，几乎本地产能均无法满足本地需求，空调中亚（除中国）、北美、拉美、欧洲、非洲、大洋洲的产能/销量分别为69%/1%/16%/13%/17%/0%，是各洲产能覆盖最低、最依赖中国产能的赛道。冰箱冷柜各大洲（除亚洲外）产能需求占比为40-65%，大洋洲更是全部依赖进口。相对洗衣机市场各地产能较完善，大多在50-80%之间，仅非洲96%能达到基本自给自足。提示的是，这一比例与实际本土自产自销还有小幅差异，即本地产能仍有少量出口输出，实际本土供给占比或更低。

图表 74 各洲空冰洗产能/当地销量比例



资料来源：产业在线，华创证券 注：空冰 2023、洗衣机 2024H1

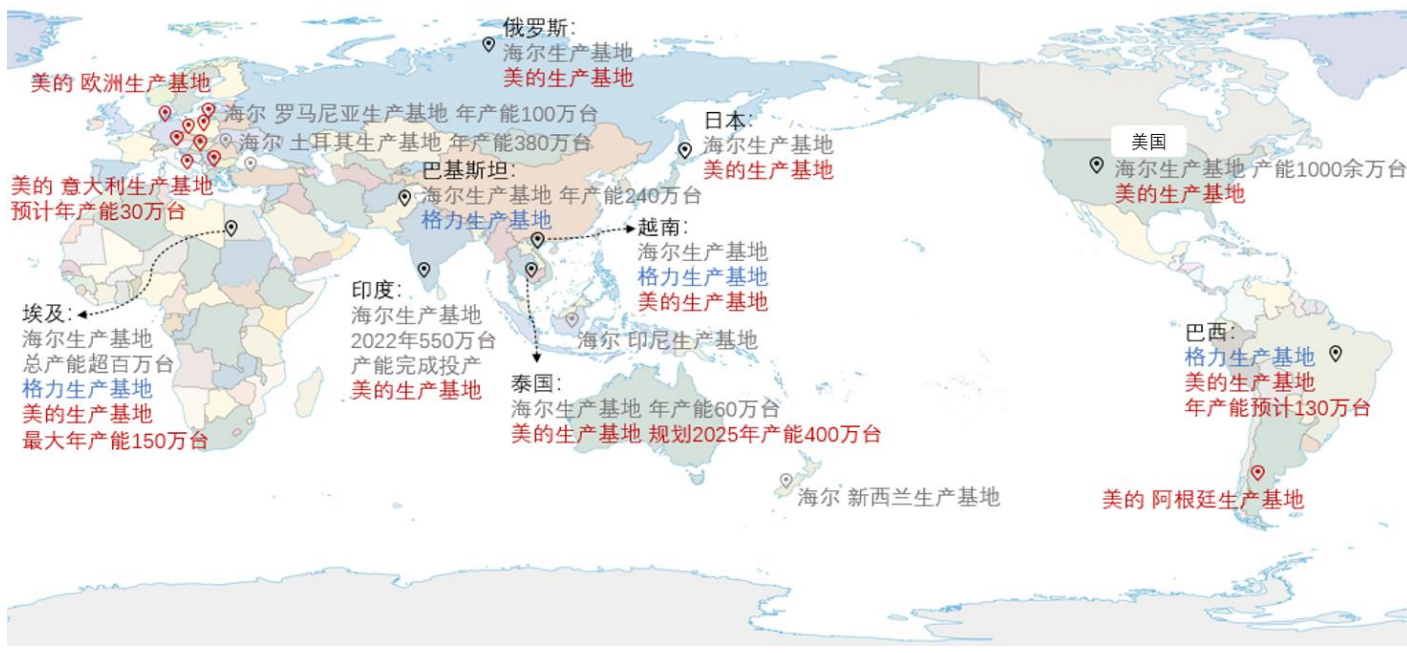
图表 75 中国出口各洲量/当地销量比例



资料来源：产业在线，华创证券 注：空冰 2023、洗衣机 2024H1

中国家电出口+海外当地产能布局双管齐下。我们以中国对各洲出口量/当地销量来近似表达中国家电对当地出口的影响力，空调各洲中国输出占比基本在50-80%之间，对非洲更是出口超过当地销量；冰箱各洲除了亚洲（非中）有较强本地能力，导致中国出口占比为25%，此外各洲中国出口大约占35%-75%；洗衣机北美本地自产较强，中国出口占比仅12%，对欧洲则26%，新兴区域则在40-70%之间。整体中国白电出口在新兴国家需求中占比半数，高粘性助力新兴市场发展。与此同时各大龙头近年纷纷展开多洲别产能布局，出口+当地产能双管齐下，实际中国系新兴当地影响力比出口比例更高。

图表 76 中国家电产能全球布局

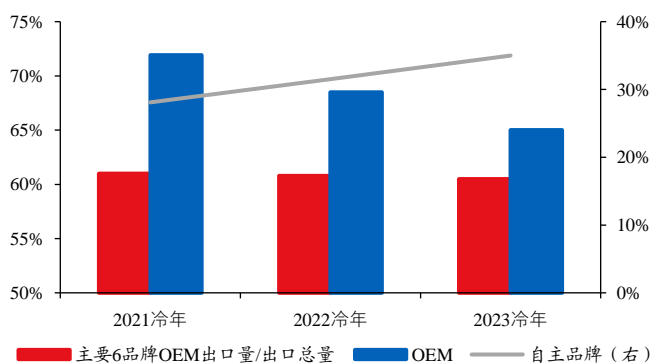


资料来源：产业在线，各品牌官网，华创证券

供给先行，自主品牌的当地开拓仍需推进。在海外生产输出势不可挡的同时，我们也要客观地看到海外尤其新兴市场的不足，各地自主品牌仍处早期阶段。

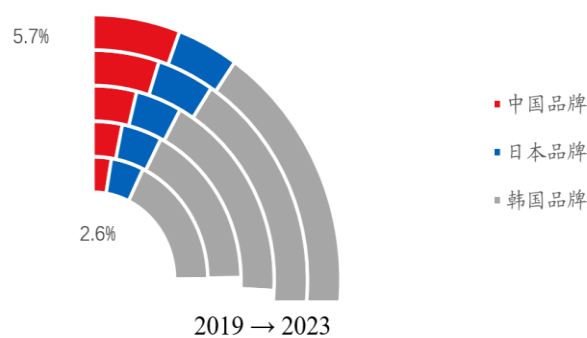
- 空调出口行业层面看，OEM 占比 21-23 冷年依次为 71.9%、68.5%、65%，即自主品牌由 28.1%→35%，品牌突破持续增长但仍处较早期阶段，其中头部企业海外自主品牌业务跑赢行业，至 23 冷年已达 39.5%，这其中还包含欧美市场的自主品牌贡献。
- 另一个维度看，在剔除中日韩及北美的新兴白电市场中，中国品牌由 19 年的 2.6% 逐步提升至 23 年的 5.7%，可以说在快速提升，但也要意识到这些区域的品牌张力仍非常不足。参照全球家电由欧美—日系—韩系—中国的产链传递，对应上上代际的日本品牌已持续颓势（4.6%→4%），而上一代际的韩国品牌仍占主导（17%+）。自主品牌更贴合当地需求及消费认知，是自主份额抢占、品牌溢价、消费粘性等等保障，正是下一代际中国家电产业的重心所在。

图表 77 中国空调出口中 OEM/自主品牌占比



资料来源：产业在线，华创证券

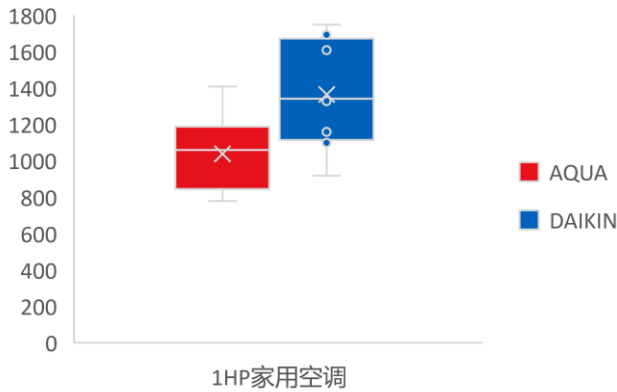
图表 78 新兴白电市场（不含中日韩北美）品牌份额



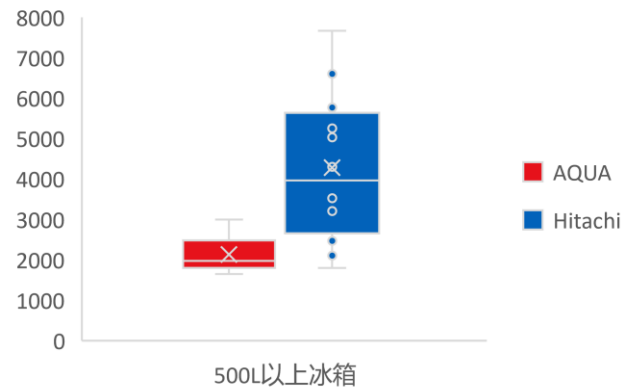
资料来源：Gfk《2024上半年家电内销市场及出海趋势分析》，华创证券

越南市场为例，中国自主品牌性价比致胜。我们以越南白电市场为例，比较 1HP 家用空调中海尔旗下品牌 AQUA 和日本 DAIKIN，以及 500L 以上冰箱市场的 AQUA 和海外 Hitachi（日本日立→江森→博世），从 SKU 的箱体图可看到整体价格带、均价、中位价，中国品牌均下行一个档位且较密集，可见当前新兴市场中国系品牌仍以性价比做敲门砖。

图表 79 越南 AQUA 空调价格优势明显 (VND)



图表 80 越南 AQUA 冰箱价格优势明显 (VND)

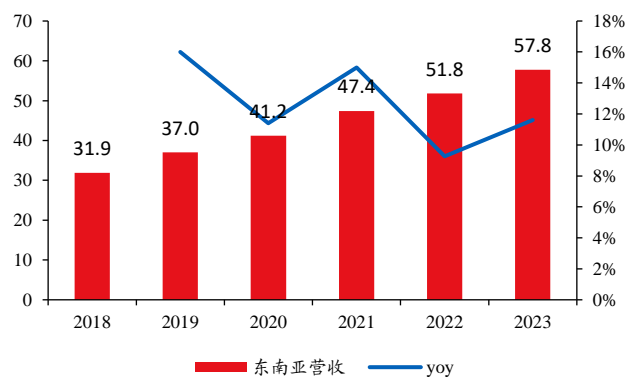


资料来源: AQUA 越南官网, DAIKIN 越南官网, 华创证券

资料来源: AQUA 越南官网, Hitachi 越南官网, 华创证券

中国品牌与欧美品牌同台竞争，产品技术、产链综合我们具备极高优势，且更勤奋。如第二章国牌优势所述，国牌正在延展自身优势积累，不断迭代下新兴市场正在教育认知。以海尔为例，18 年开始一带一路沿线的东南亚业务从 31.9 亿增至 23 年 57.8 亿元，五年复合增速 13%，其在一带一路沿线已设有 38 家工厂、11 个工业园及 40 个贸易公司，AQUA 越南洗衣机市场份额第一，海尔在巴基斯坦是当地市场份额和知名度双第一品牌。

图表 81 海尔东南亚区域营收 (单位: 亿元)



资料来源: 海尔智家年报, 华创证券

图表 82 海尔埃及产业园奠基



资料来源: 海尔智家官网

图表 83 海尔旗下 AQUA 品牌越南冰洗工厂



资料来源：海尔智家官网

图表 84 海尔巴基斯坦工业园



资料来源：海尔智家官网

回溯中国家电出海的二十年，当前积累下的优势硕果难能可贵，也是底气所在。不论海尔美的，还是海信系、长虹系、TCL 系，乃至出口主导标的如石头、安克、春风动力等，都是出海的先行与标杆。我们谈出口链，谈的是这大背景下的出口增量跑赢、是未来五年十年的产业成长核心贡献项，同时也谈的是这积聚壁垒下的大势所趋、难以阻挡，这并不以波动性的海外政令为转移。横比各其他产业，家电出海更具确定性优势。笔者撰写本篇的过程中，也屡屡为中国家电人走出国门这数十年的筚路蓝缕和天道酬勤而击节，这几十年曲折众多，但中国家电人用行动和成果给出了答案：天行健，我辈以自强不息。

## 五、风险提示

国际关系大幅变化，龙头海外布局不及预期，相关测算数据误差。

## 家电组团队介绍

### 组长、首席分析师：秦一超

浙江大学工学硕士，曾任职于东兴证券、申港证券，2020 年加入华创证券研究所。

### 高级分析师：田思琦

上海国家会计学院会计硕士。2020 年加入华创证券研究所。

### 分析师：樊翼辰

英国伦敦大学学院理学硕士。2021 年加入华创证券研究所。

### 分析师：杨家琛

东南大学工学学士、华东理工大学金融硕士。2022 年加入华创证券研究所。

### 研究员：伍迪

美国乔治华盛顿大学金融数学硕士。2021 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：牛保航

英国帝国理工学院理学硕士。2023 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

| 地区      | 姓名  | 职务             | 办公电话              | 企业邮箱                    |
|---------|-----|----------------|-------------------|-------------------------|
| 北京机构销售部 | 张昱洁 | 副总经理、北京机构销售总监  | 010-63214682      | zhangyujie@hcyjs.com    |
|         | 张菲菲 | 北京机构副总监        | 010-63214682      | zhangfeifei@hcyjs.com   |
|         | 刘懿  | 副总监            | 010-63214682      | liuyi@hcyjs.com         |
|         | 侯春钰 | 资深销售经理         | 010-63214682      | houchunyu@hcyjs.com     |
|         | 过云龙 | 高级销售经理         | 010-63214682      | guoyunlong@hcyjs.com    |
|         | 蔡依林 | 资深销售经理         | 010-66500808      | caiyilin@hcyjs.com      |
|         | 刘颖  | 资深销售经理         | 010-66500821      | liuying5@hcyjs.com      |
|         | 顾翎蓝 | 资深销售经理         | 010-63214682      | gulinglan@hcyjs.com     |
|         | 车一哲 | 销售经理           |                   | cheyizhe@hcyjs.com      |
| 深圳机构销售部 | 张娟  | 副总经理、深圳机构销售总监  | 0755-82828570     | zhangjuan@hcyjs.com     |
|         | 汪丽燕 | 高级销售经理         | 0755-83715428     | wangliyan@hcyjs.com     |
|         | 张嘉慧 | 高级销售经理         | 0755-82756804     | zhangjiahui1@hcyjs.com  |
|         | 王春丽 | 高级销售经理         | 0755-82871425     | wangchunli@hcyjs.com    |
| 上海机构销售部 | 许彩霞 | 总经理助理、上海机构销售总监 | 021-20572536      | xucaixia@hcyjs.com      |
|         | 官逸超 | 上海机构销售副总监      | 021-20572555      | guanyichao@hcyjs.com    |
|         | 黄畅  | 上海机构销售副总监      | 021-20572257-2552 | huangchang@hcyjs.com    |
|         | 吴俊  | 资深销售经理         | 021-20572506      | wujun1@hcyjs.com        |
|         | 张佳妮 | 资深销售经理         | 021-20572585      | zhangjiani@hcyjs.com    |
|         | 蒋瑜  | 高级销售经理         | 021-20572509      | jiangyu@hcyjs.com       |
|         | 施嘉玮 | 高级销售经理         | 021-20572548      | shijiawei@hcyjs.com     |
|         | 朱涨雨 | 高级销售经理         | 021-20572573      | zhuzhangyu@hcyjs.com    |
|         | 李凯月 | 高级销售经理         |                   | likaiyue@hcyjs.com      |
|         | 易星  | 销售经理           |                   | yixing@hcyjs.com        |
|         | 张玉恒 | 销售经理           |                   | zhangyuheng@hcyjs.com   |
| 广州机构销售部 | 段佳音 | 广州机构销售总监       | 0755-82756805     | duanjiayin@hcyjs.com    |
|         | 周玮  | 销售经理           |                   | zhouwei@hcyjs.com       |
|         | 王世韬 | 销售经理           |                   | wangshitao1@hcyjs.com   |
| 私募销售组   | 潘亚琪 | 总监             | 021-20572559      | panyaqi@hcyjs.com       |
|         | 汪子阳 | 副总监            | 021-20572559      | wangziyang@hcyjs.com    |
|         | 江赛专 | 副总监            | 0755-82756805     | jiangsaizhuan@hcyjs.com |
|         | 汪戈  | 高级销售经理         | 021-20572559      | wangge@hcyjs.com        |
|         | 宋丹琦 | 销售经理           | 021-25072549      | songdanyu@hcyjs.com     |

## 华创行业公司投资评级体系

### 基准指数说明:

A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

| 北京总部  | 广深分部  | 上海分部  |
|---|---|---|
| 地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号<br>恒奥中心 C 座 3A<br>邮编: 100033<br>传真: 010-66500801<br>会议室: 010-66500900 | 地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际<br>商务中心 A 座 19 楼<br>邮编: 518034<br>传真: 0755-82027731<br>会议室: 0755-82828562 | 地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号<br>花旗大厦 12 层<br>邮编: 200120<br>传真: 021-20572500<br>会议室: 021-20572522 |