

# 家用电器

## 中长期看好家电出海，内需关注质价比

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 徐程颖

执业证书编号: S0680521080001

邮箱: xuchengying@gszq.com

分析师 陈思琪

执业证书编号: S0680524070002

邮箱: chensiqi@gszq.com

### 相关研究

- 《家用电器：TCL 系出海报告（黑电篇）——TCL 专题报告系列二》 2024-07-25
- 《家用电器：海关总署 6 月出口数据点评：6 月出口提速，空调跑赢大盘明显》 2024-07-22
- 《家用电器：出海系列之一：复盘日本汽车，如何看待中国家电出海趋势？》 2024-07-18

我们认为中国家电凭借更强的供应链优势，出海仍是未来几十年的大趋势。复盘日本汽车出海历程，并与当前中国家电出海所经历的阶段进行对比，我们认为中国家电虽然产业环境不及当年日本汽车出海阶段，但是在供应链能力方面更强、产品力较优，二者采用的出海策略也较为相似。值得一提的是，日本汽车在经历 1970s-1990s 的出口快速扩张后，在 1990 年之后虽有波折，但依然保持了近 30 年的外销繁荣阶段。

#### 如何看待关税加征及海运费潜在风险？

我们认为，一方面考虑到美国通胀压力以及当地企业的利润生存空间，未必进一步对家电提高关税；另一方面，2018 年以来高关税压力下各公司外销财务表现也并未受到波及，关税压力实现了有效传导。当然，潜在加征关税风险依然存在，市场或可更多关注非美敞口标的。

参考上一轮海运周期影响，我们认为本轮不管从运价绝对值还是海外累库值来说整体风险更为可控，但下半年外销订单收入可能会滞后反应海运压力。海运费上涨对各品类的影响程度为冰箱 > 洗衣机 > 空调 > 电视。企业盈利端看，有无长协价、海外营收占比、海外产能布局情况、成交模式（是否 FOB）、产品结构都是影响的关键因素。

我们认为，长虹系未来在海外有望持续打开成长空间。一方面，长虹聚焦在一带一路国家和地区，当地市场消费能力相对偏中低端且以当地品牌为主，对中国品牌认可度也更高，同时东南亚国家庞大的人口基数也带来了较为充足的发展空间；另一方面，公司也在不断完善北美及欧洲等发达国家市场，也有望贡献一定的增量。

我们认为，TCL 系基于其架构的优化、产能的全球化、市场精细化有望进一步开拓海外市场。TCL 电子过去持续在海外提升市占率，在多个市场已经取得领先地位，我们认为未来在欧洲有望进一步填补渠道空白带动品牌指数上行。TCL 智家公司深耕 ODM 出口市场，连续多年欧洲出口冠军，控股股东 TCL 注入冰洗资产，解决同业竞争问题，未来有望实现家电业务进一步协同。

#### 地产下行压力下，如何看待白电内需？

对比美、日地产成熟后家电赛道的表现，我们发现：1）成熟市场下，家电出货量依然稳健。美国在近 20 年间家电复合增速依然有 2% 的水平；日本作为地产规模持续萎缩的市场，家电出货量在近 30 年间也只是低个位数下滑。2）产品结构升级对家电整体意义更大。3）中国白电行业更可能复刻美式增长。

**投资建议：**继续推荐内需受益于质价比优势，外需受益于新兴市场需求提升的长虹美菱；继续看好中小尺寸减亏，渠道结构优化，欧洲品牌指数提升的 TCL 电子；持续看好白电龙头美的集团、海尔智家、海信家电；看好白电业务存在进一步整合协同可能的 TCL 智家；关注收益 Mini led 放量的兆驰股份。

**风险提示：**关税加征风险、出口不及预期、消费复苏不及预期、竞争恶化、地产复苏不及预期、测算风险。

## 重点标的

| 股票代码      | 股票名称   | 投资评级 | EPS (元) |       |       |       | PE    |       |       |       |
|-----------|--------|------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |        |      | 2023A   | 2024E | 2025E | 2026E | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 000521.SZ | 长虹美菱   | 增持   | 0.72    | 0.88  | 1.02  | 1.16  | 11.24 | 9.19  | 7.93  | 6.97  |
| 000333.SZ | 美的集团   | 买入   | 4.84    | 5.47  | 6.04  | 6.66  | 12.50 | 11.06 | 10.02 | 9.08  |
| 600690.SH | 海尔智家   | 买入   | 1.76    | 2.03  | 2.33  | 2.67  | 14.44 | 12.52 | 10.91 | 9.52  |
| 002668.SZ | TCL 智家 | 增持   | 0.73    | 0.95  | 1.08  | 1.21  | 12.62 | 9.69  | 8.53  | 7.61  |
| 002429.SZ | 兆驰股份   | 增持   | 0.35    | 0.47  | 0.56  | 0.65  | 13.3  | 9.9   | 8.3   | 7.2   |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 内容目录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 1. 板块行情回顾                       | 6  |
| 2. 出海：短期关注非美敞口标的，中长期看好家电出海      | 10 |
| 2.1 短期：如何看待关税加征及海运费潜在风险？        | 10 |
| 2.1.1 关税：潜在风险影响市场情绪，或可关注非美敞口标的  | 10 |
| 2.1.2 海运费：压力边际减弱，各公司受到影响相对可控    | 12 |
| 2.2 长期：从日本汽车出海看向中国家电出海趋势        | 17 |
| 2.2.1 日本汽车出海：成功原因及出海策略是什么？      | 17 |
| 2.2.2 中国家电出海：当前具备条件及出海策略有哪些？    | 22 |
| 2.2.3 对比总结：中国家电出海仍是未来大趋势        | 27 |
| 2.3 长虹系出口：被低估的长虹系外销             | 28 |
| 2.4 TCL系出口：区域市占率提升+业务协同可期       | 32 |
| 2.4.1 TCL电子：全球黑电龙头，多区域市占率持续提升   | 32 |
| 2.4.2 TCL智家：冰箱ODM出口龙头，与TCL协同可期  | 39 |
| 2.5 兆驰股份：电视ODM持续拓展&LED板块放量      | 46 |
| 3. 内需：降级之下优选质价比                 | 53 |
| 3.1 厨房小家电：行业竞争加剧，整体承压           | 53 |
| 3.2 白电：横向及纵向复盘下，预计白电需求稳健        | 55 |
| 3.2.1 横向对比美、日成熟市场，白电表现如何？       | 55 |
| 3.2.2 纵向对比竣工较差周期下，白电表现如何？       | 58 |
| 3.3 MiniLED：价格下探下Mini LED品类有望放量 | 60 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图表 1: 2024/01/01-2024/6/30 各板块涨跌幅(%)：家电和大盘累计上涨 10.77%/0.89% | 6  |
| 图表 2: 2024/01/01-2024/6/30 家电板块/上证指数较年初累计涨跌幅(%)             | 6  |
| 图表 3: 2024/01/01-2024/6/30 涨跌幅(%)                           | 7  |
| 图表 4: 23H2至24H1 家电和音像器材类/社零总额当月同比(%)                        | 7  |
| 图表 5: 23H2至24H1 家电和音像器材类/社零总额累计同比(%)                        | 7  |
| 图表 6: 24.01至24H1 沪铜及沪铝走势                                    | 8  |
| 图表 7: 家电板块基金重仓持股占比逐渐提升                                      | 8  |
| 图表 8: 大多数家电个股市盈率分位数位于 50% 以下 (截至 2024 年 6 月 30 日)           | 9  |
| 图表 9: 美国对华加征关税共经历三大阶段                                       | 10 |
| 图表 10: 家电品类关税征收及豁免情况  | 11 |
| 图表 11: 家电公司涉税品类及外销收入情况                                      | 12 |
| 图表 12: 2020.5-2022.2 中国出口集装箱运价指数涨幅较大                        | 13 |
| 图表 13: 2020.5-2022.2 海运费上涨原因                                | 13 |
| 图表 14: 2020 年家电企业运输成本占总营收比重较小                               | 13 |
| 图表 15: 2021 年科沃斯运输成本占总营收比重提升                                | 13 |
| 图表 16: 2020-2023 年公司半年度外销收入增速                               | 14 |
| 图表 17: 2019-2022 年白电公司毛销差同比变动                               | 14 |
| 图表 18: 2019-2022 年黑电公司毛销差同比变动                               | 14 |
| 图表 19: 2020-2022 年期间大宗原材料上涨 (美元/吨)                          | 15 |
| 图表 20: 2020-2022 年期间人民币升值                                   | 15 |
| 图表 21: 本轮海运费上涨节奏及驱动因素                                       | 15 |
| 图表 22: 无长协价下，海运费占各家电品类货值比及变动情况                              | 17 |
| 图表 23: 有长协价下，海运费占各家电品类货值比及变动情况                              | 17 |
| 图表 24: 日本汽车全球扩张五阶段  | 18 |
| 图表 25: 日本乘用车保有量在 1970-1990 年期间快速增长                          | 19 |
| 图表 26: 凭借省油特性，日系汽车 1970-2009 年期间在美国市场份额持续增长                 | 20 |
| 图表 27: “下包制”供应链体系提升精益生产稳定性                                  | 21 |

|        |                                     |    |
|--------|-------------------------------------|----|
| 图表 28: | 直接出口转向海外建厂, 日系车企与当地制造商建立同盟.....     | 21 |
| 图表 29: | 中国家电出海历程.....                       | 22 |
| 图表 30: | 中国农村白电百户保有量 (台/每百户) .....           | 23 |
| 图表 31: | 中国城镇白电百户保有量 (台/每百户) .....           | 23 |
| 图表 32: | 2023 年空调全球代表性国家渗透率.....             | 23 |
| 图表 33: | 2023 年冰箱全球代表性国家渗透率.....             | 23 |
| 图表 34: | 2023 年洗衣机全球代表性国家渗透率 .....           | 24 |
| 图表 35: | 中国家电供应链完善, 具备明显的产业集群.....           | 24 |
| 图表 36: | 白电中国产量或产能占比超 60% .....              | 25 |
| 图表 37: | 白电零部件中国产量 90%左右.....                | 25 |
| 图表 38: | 中国家电产品研发实力毋庸置疑 .....                | 25 |
| 图表 39: | 中国家电海外自建产能情况梳理 .....                | 26 |
| 图表 40: | 中国家电出海收并购品牌梳理.....                  | 27 |
| 图表 41: | 海尔和美的在不同区域品牌策略梳理.....               | 27 |
| 图表 42: | 日本汽车出海历程对比中国家电出海现状 .....            | 28 |
| 图表 43: | 东南亚国家家电均价水平低于中国 .....               | 29 |
| 图表 44: | 长虹海外业务 .....                        | 29 |
| 图表 45: | 长虹海外扩张路径.....                       | 30 |
| 图表 46: | 长虹海外重要子公司 .....                     | 30 |
| 图表 47: | 长虹海外供应链模式 .....                     | 31 |
| 图表 48: | 长虹法国售卖产品.....                       | 31 |
| 图表 49: | 亚马逊上 CHIQ 品牌一览 .....                | 32 |
| 图表 50: | 2022 年起 TCL 出货量超越 LG (单位: 百万) ..... | 33 |
| 图表 51: | TCL 市占率逐年提升.....                    | 33 |
| 图表 52: | TCL 北美市占率 .....                     | 33 |
| 图表 53: | TCL 新兴市场市占率.....                    | 34 |
| 图表 54: | TCL 欧洲市场市占率.....                    | 34 |
| 图表 55: | TCL 实业 BU.....                      | 35 |
| 图表 56: | TCL 营销策略更精细.....                    | 36 |
| 图表 57: | 2023 年北美是全球电视最大销售区域 .....           | 36 |
| 图表 58: | TCL 北美市场份额逐步提升 (单位: %) .....        | 36 |
| 图表 59: | TCL 所有区域中北美增速最快.....                | 37 |
| 图表 60: | 欧洲为今年主要增长区域 (销量 yoy) .....          | 38 |
| 图表 61: | 分市场均价情况 (单位: 美元) .....              | 38 |
| 图表 62: | TCL 所有区域中欧洲增速最快.....                | 38 |
| 图表 63: | 公司主营业务情况.....                       | 40 |
| 图表 64: | 代工龙头奥马冰箱净利率水平较高.....                | 40 |
| 图表 65: | 奥马冰箱多年保持欧洲市场出口冠军.....               | 41 |
| 图表 66: | 奥马冰箱高管履历一览 .....                    | 42 |
| 图表 67: | 公司生产能力强, 规模效应突出 .....               | 42 |
| 图表 68: | 公司产品性价比较高, 客户结构较为稳定 .....           | 43 |
| 图表 69: | 中高端产品占比不断提升.....                    | 44 |
| 图表 70: | TCL 与公司股权变动及资产注入梳理.....             | 44 |
| 图表 71: | TCL 合肥冰洗净利率持续改善 (亿元) .....          | 45 |
| 图表 72: | 2020-2023 年 TCL 空调情况 .....          | 45 |
| 图表 73: | 子公司奥马冰箱少数股东权益变动进展.....              | 46 |
| 图表 74: | 公司分业务情况 .....                       | 47 |
| 图表 75: | 兆驰半导体全色系 LED 芯片产品规划 .....           | 48 |
| 图表 76: | 兆驰半导体盈利指标表现优于同行 (亿元) .....          | 48 |
| 图表 77: | 兆驰股份业务拆分.....                       | 49 |
| 图表 78: | 兆驰晶显 COB 产能逐年扩展 (条) .....           | 50 |
| 图表 79: | 主要直显 COB 厂商产能情况 .....               | 50 |
| 图表 80: | 兆驰视听板块营收情况 (亿元) .....               | 51 |

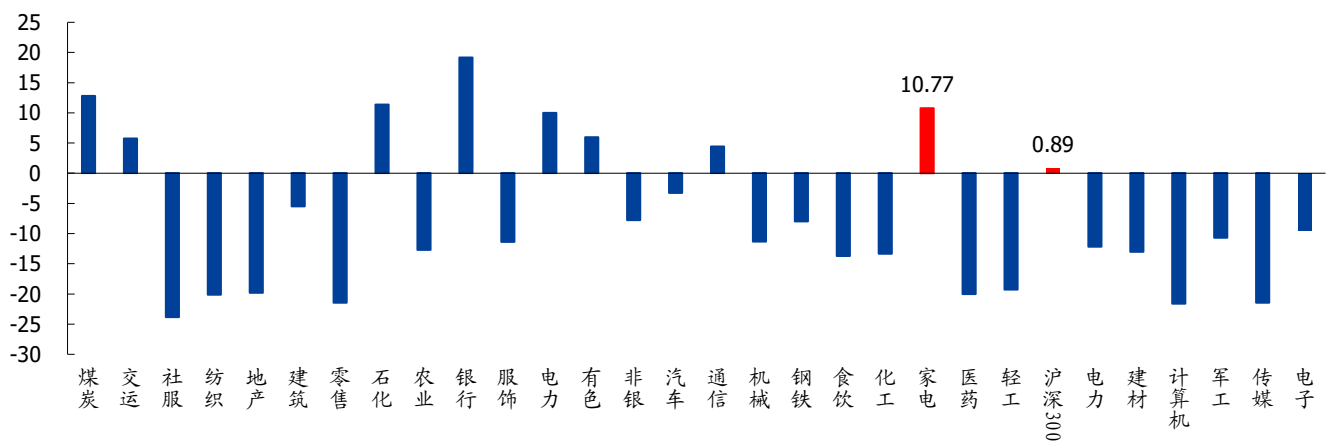
|         |  |    |
|---------|--|----|
| 图表 81:  | 兆驰出货量情况 (万台) .....                           | 51 |
| 图表 82:  | ONN 与 Vizio 是北美代工第一/第二大客户 (2023 年) .....     | 51 |
| 图表 83:  | 兆驰在北美代工厂中出货量位列第一 (2023 年) .....              | 51 |
| 图表 84:  | ATMC 是沃尔玛 Top1 代工厂商 .....                    | 52 |
| 图表 85:  | 分品类线上行业增速 .....                              | 53 |
| 图表 86:  | 空气炸锅/养生壶线上行业表现 .....                         | 54 |
| 图表 87:  | 电饭煲/破壁机线上行业表现 .....                          | 55 |
| 图表 88:  | 美国新竣工自建房套数呈现周期性波动 .....                      | 55 |
| 图表 89:  | 美国新屋销售套数呈现周期性特征 .....                        | 55 |
| 图表 90:  | 美国主要家电出货量保持稳定增长趋势 .....                      | 56 |
| 图表 91:  | 日本新屋开工总户数步入下行通道 .....                        | 56 |
| 图表 92:  | 日本户均空调消费量仍有增长空间, 冰箱和洗衣机消费量保持稳定 (单位: 台) ..... | 57 |
| 图表 93:  | 日本白电出货量略有下滑, 但价格仍有上行趋势 .....                 | 57 |
| 图表 94:  | 美国和日本经济环境差别较大, 中国市场明显优于日本 .....              | 58 |
| 图表 95:  | 2018 年-2024 年房屋销售面积同比增速 .....                | 59 |
| 图表 96:  | 2018 年-2024 年房屋竣工面积同比增速 .....                | 59 |
| 图表 97:  | 地产竣工端增速与白电子版块营收增速拟合 .....                    | 59 |
| 图表 98:  | 2013-2019 年白电个股单季度收入同比增速 .....               | 60 |
| 图表 99:  | 2013-2019 年白电个股单季度业绩同比增速 .....               | 60 |
| 图表 100: | Mini LED 产业链 .....                           | 61 |
| 图表 101: | 2024 年以来主要厂商新品情况 .....                       | 61 |
| 图表 102: | OLED 及 Mini LED 出货情况 (百万台) .....             | 62 |
| 图表 103: | Miniled 技术简介 .....                           | 62 |
| 图表 104: | Miniled 技术优势对比 .....                         | 63 |
| 图表 105: | Mini LED/普通电视背光模组成本对比 .....                  | 63 |
| 图表 106: | 65 寸 Mini LED 灯板成本结构 .....                   | 63 |

## 1. 板块行情回顾

➤ 家电板块跑赢大盘明显。

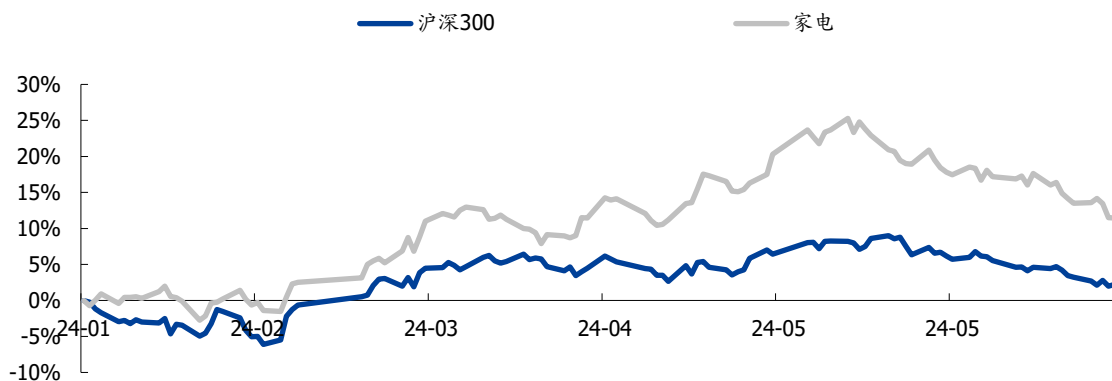
- 行业层面：回顾 2024 年以来市场表现，家电板块 2024H1 期间大幅跑赢大盘。  
1) 横向来看，截至 2024 年 6 月 30 日收盘，家电板块年累计涨幅为 10.77%，同期沪深 300 指数涨幅为 0.89%，家电板块领先大盘涨幅明显。2) 纵向来看，2024 年 2 月后家电板块景气度回升，受益于黑白电出海景气度提升等因素，整体行业盈利能力修复明显，市场信心恢复较大，家电板块 2024 年 2 月-2024 年 5 月均处于上升区间。

图表1: 2024/01/01-2024/6/30 各板块涨跌幅(%)：家电和大盘累计上涨 10.77%/0.89%



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

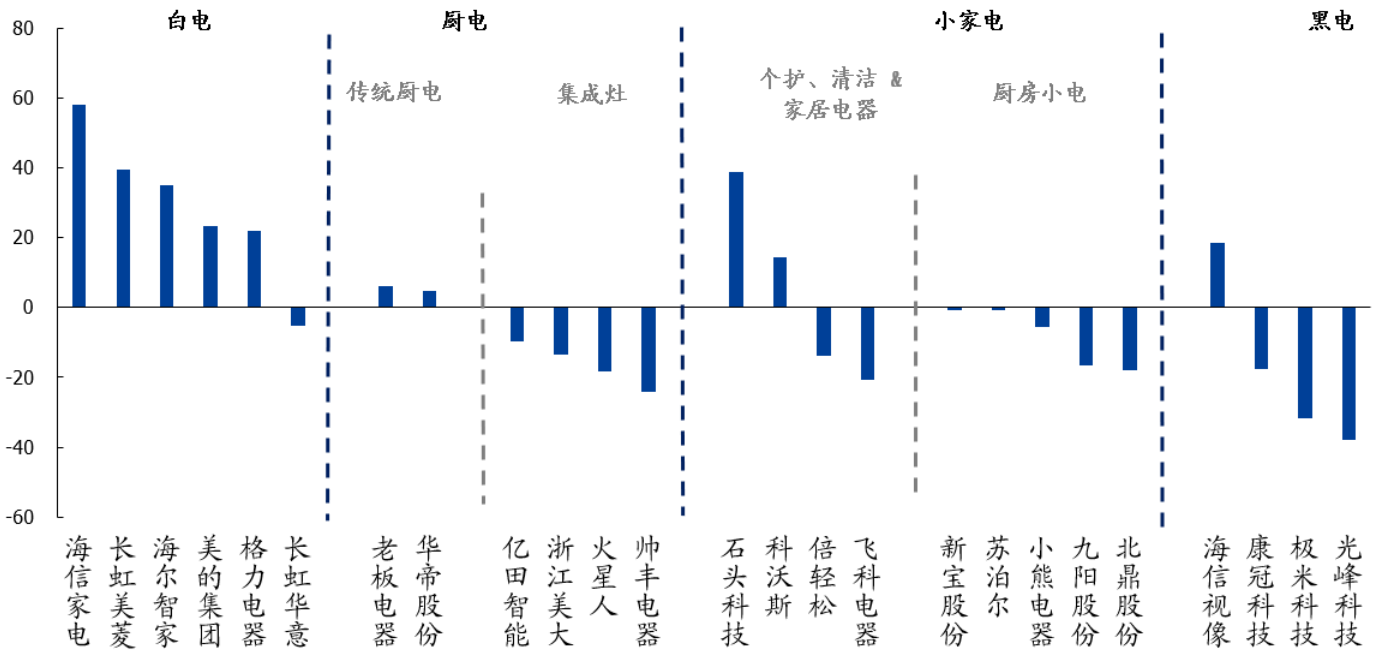
图表2: 2024/01/01-2024/6/30 家电板块/上证指数较年初累计涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

- 板块及公司层面：1) 分板块看，受出口景气度提升，白电板块表现优于其他板块，集成灶受地产下行需求下滑影响表现弱于其他板块，小家电板块则受竞争加剧及平台挤压费用影响，板块增长较弱。2) 分公司看，2024 年上半年市场表现前三为，海信家电/长虹美菱/海尔智家，年初至 2024H1 分别累计增长 58.04%/39.35%/35.14%。

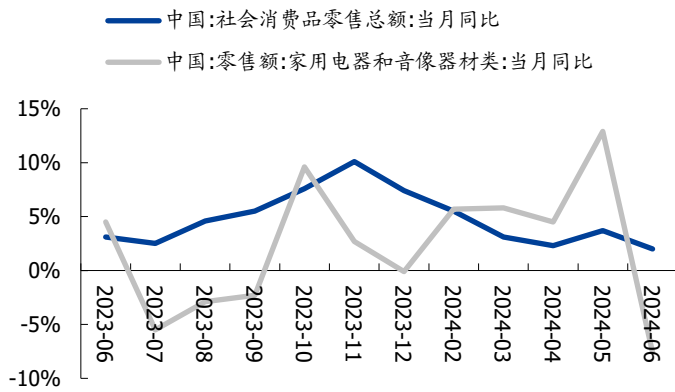
图表3: 2024/01/01-2024/6/30 涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

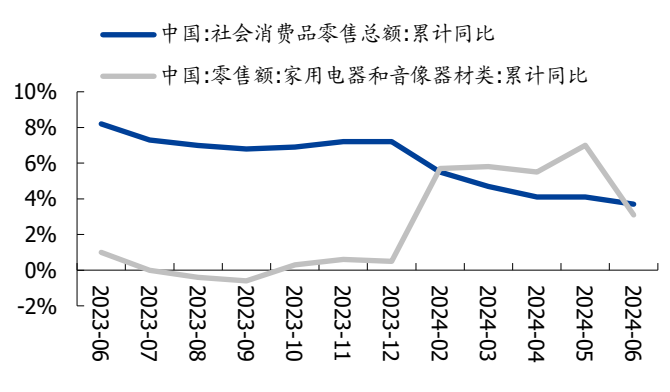
**宏观消费:** 1) 整体来看, 据 Wind 数据, 2024 年上半年社零总额/家电类零售额累计值同比去年分别增长 3.7%/上浮 3.1%。2) 分月来看, 2024 年 2 月后家用电器及音像器材类增速走高, 除 6 月有所回调其余月份均跑赢社零增速。

图表4: 23H2 至 24H1 家电和音像器材类/社零总额当月同比 (%)



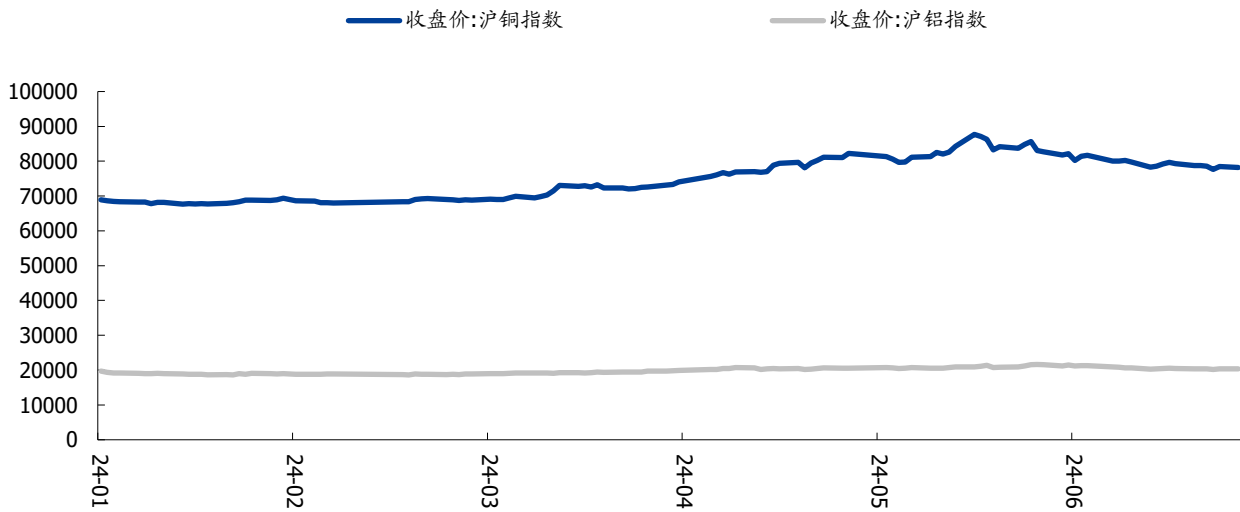
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 23H2 至 24H1 家电和音像器材类/社零总额累计同比 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 24.01至24H1沪铜及沪铝走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

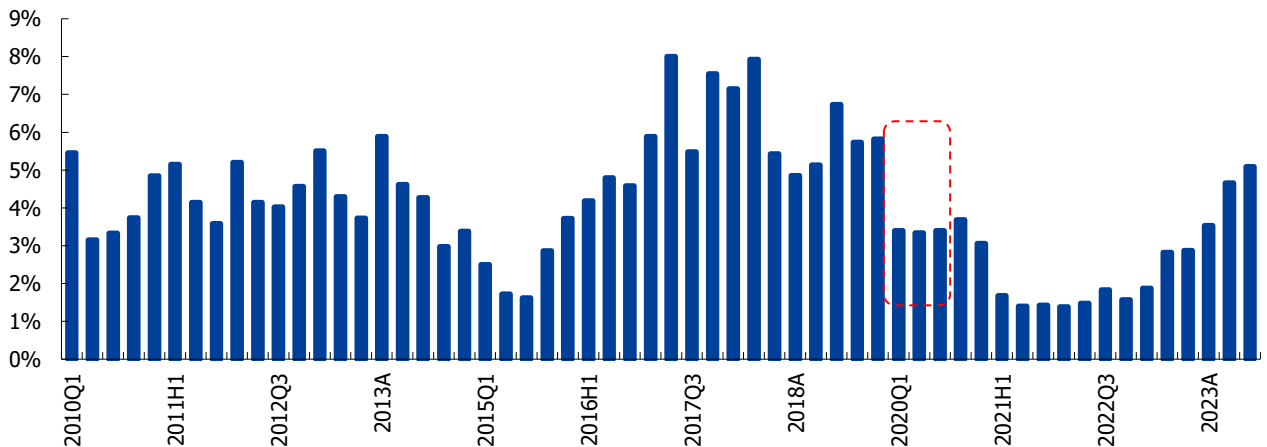
**原材料端:** 原材料端除铜价快速上涨, 其余价格水平保持平稳, 我们预计对空调企业盈利有一定影响, 但整体压力可控。

**综合来看,** 2024年家电消费整体呈现复苏趋势, 白电受益于内销渠道补库意愿较强, 海外出口高景气度, 有明显的绝对及相对收益。

➢ 交易端数据家电持股占比提升

**2024年以来家电板块基金重仓持股比例持续提高。** 2024年以来家电板块重仓持股比例持续提高, 已达到近年新高, 根据 Wind 数据, 2024H1 全行业家电板块基金重仓市值比例为 5.09%, 较 2023H1 持股比例提高 2.27pct。

图表7: 家电板块基金重仓持股占比逐渐提升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 计算口径仅包括重仓股, 数据样表包括开放/封闭式普通股票型基金、开放/封闭式混合偏股基金, 持仓比例计算: 申万一级子板块持仓总市值/申万一级全板块持仓总市值)

**多数家电个股估值处于历史分位数的 50% 以下。** 根据 Wind 数据, 截至 2024 年 6 月 30 日, 家电各板块个股市盈率基本处于历史分位数较低水平, 在 25 只家电重点标的中, 极米科技、科沃斯 PE 分位数超 50%, 其余 23 个个股的市盈率分位数均低于 50%。

图表8: 大多数家电个股市盈率分位数位于50%以下(截至2024年6月30日)

| 板块   |       | 公司简称  | 总市值(亿元) | PE-TTM | 市盈率分位数 |
|------|-------|-------|---------|--------|--------|
| 白电   |       | 格力电器  | 2208.64 | 7.47   | 4.48%  |
|      |       | 海尔智家  | 2678.54 | 15.40  | 36.59% |
|      |       | 美的集团  | 4502.17 | 12.98  | 33.54% |
|      |       | 海信家电  | 447.22  | 13.96  | 34.37% |
|      |       | 长虹美菱  | 78.07   | 10.09  | 7.36%  |
|      |       | 长虹华意  | 37.10   | 9.78   | 0.20%  |
| 厨电   | 传统厨电  | 老板电器  | 209.73  | 12.04  | 0.91%  |
|      |       | 华帝股份  | 52.81   | 11.02  | 0.28%  |
|      | 集成灶   | 浙江美大  | 52.39   | 11.89  | 1.24%  |
|      |       | 火星人   | 52.46   | 22.30  | 10.78% |
|      |       | 亿田智能  | 35.21   | 24.65  | 45.60% |
| 帅丰电器 | 20.67 | 12.03 | 5.24%   |        |        |
| 小家电  | 清洁电器  | 科沃斯   | 271.98  | 46.60  | 60.15% |
|      |       | 石头科技  | 516.58  | 23.00  | 19.41% |
|      | 按摩仪   | 倍轻松   | 24.92   | -74.55 | 0.00%  |
|      | 个护电器  | 飞科电器  | 167.27  | 19.02  | 2.16%  |
|      | 小厨电   | 苏泊尔   | 401.58  | 18.16  | 19.35% |
|      |       | 九阳股份  | 80.38   | 20.22  | 45.47% |
|      |       | 新宝股份  | 115.11  | 11.38  | 0.08%  |
|      |       | 小熊电器  | 75.46   | 17.50  | 3.75%  |
|      | 北鼎股份  | 23.66 | 30.99   | 2.77%  |        |
| 黑电   |       | 海信视像  | 322.96  | 16.63  | 39.12% |
|      |       | 康冠科技  | 154.48  | 12.71  | 33.33% |
|      |       | 光峰科技  | 74.89   | 55.85  | 17.88% |
|      |       | 极米科技  | 54.07   | 65.43  | 71.71% |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 市盈率历史分位数计算区间为个股上市首日至截至2024/6/30

## 2. 出海：短期关注非美敞口标的，中长期看好家电出海

### 2.1 短期：如何看待关税加征及海运费潜在风险？

#### 2.1.1 关税：潜在风险影响市场情绪，或可关注非美敞口标的

2017年8月，美国贸易代表宣布正式对华发起“301调查”，新一轮中美贸易摩擦开启以来，美国对华加征关税主要分为三大阶段：

##### (1) 340亿+160亿美元清单：较少涉及家电品类。

2018年7月6日，本轮加征的第一批清单生效，涉及总价值约340亿美元的中国商品，加征税率为25%，主要涵盖机械设备、电子、通信等品类；2018年8月23日，本轮加征的第二批清单生效，涉及总价值约160亿美元的中国商品，加征税率为25%，主要品类与清单一基本相同。除干衣机、热水器、空净产品外，两批清单基本不涉及家电品类。

##### (2) 2000亿美元清单：涉及大量家电品类。

2018年9月24日，第三批加征清单生效，涉及总价值约2000亿美元的中国商品，加征税率为10%，主要涵盖农产品、化学制品、轻工、家电等品类；2019年1月1日，对第三批清单中的商品将加征税率提升至25%。第三批清单涉及大量家电品类，主要包括空调、冰箱、电视、烤箱、吸尘器、风扇、插座和灯具等。

##### (3) 3000亿美元清单：进一步扩充家电品类。

第四批加征清单分为4A和4B，4B清单价值约1600亿美元，但最终并未实施。2019年9月1日，4A加征清单生效，涉及总价值约1200亿美元的中国商品，加征税率为15%，后于2020年2月14日下调税率至7.5%，主要涵盖农产品、消费电子、纺织品、家电等品类，其中家电品类主要包括洗衣机、洗碗机、破壁机、咖啡机、微波炉、投影仪、LED灯等。

图表9：美国对华加征关税共经历三大阶段

|                       | 关税加征时间<br>(正式实施时间) | 加征金额    | 加征税率     | 主要品类            | 主要家电品类                       |
|-----------------------|--------------------|---------|----------|-----------------|------------------------------|
| 第一轮加征<br>(340+160亿清单) | 2018年7月6日          | 340亿美元  | 25%      | 机械设备、电子、通信      | 干衣机、燃气热水器、空气净化器              |
|                       | 2018年8月23日         | 160亿美元  | 25%      |                 |                              |
| 第二轮加征<br>(2000亿清单)    | 2018年9月24日         | 2000亿美元 | 10%      | 农产品、化学制品、轻工、家电  | 空调、冰箱、吸尘器、电视、烤箱、风扇、插座、灯具     |
|                       | 2019年1月1日          |         | 10%→25%  |                 |                              |
| 第三轮加征<br>(3000亿清单)    | 2019年9月1日          | 1200亿美元 | 15%      | 农产品、纺织品、家电、消费电子 | 洗衣机、洗碗机、破壁机、微波炉、投影仪、咖啡机、LED灯 |
|                       | 2020年2月14日         |         | 15%→7.5% |                 |                              |

资料来源：USTR，澎湃，中国国际贸易促进委员会，国盛证券研究所

从品类角度看，白电、黑电及小部分小家电被加征较高关税。2024年5月24日，美国贸易代表办公室（USTR）宣布，将进一步延长对352项已恢复豁免的中国进口商品和

77项与防疫相关的中国进口商品的“301条款”关税豁免期，豁免期限由2024年5月31日延长至2024年6月14日，部分豁免项目更将延长至2025年5月31日。白电、黑电、清洁电器及小部分厨房小家电被加征25%的关税；豁免新到期的品类主要为1500w以下吸尘器、50w以下扫地机以及空气炸锅。

图表10: 家电品类关税征收及豁免情况

| 产品                      | 初始关税税率 | 加征关税税率 | 总体关税税率 | 是否豁免 |
|-------------------------|--------|--------|--------|------|
| <b>白电+厨电</b>            |        |        |        |      |
| 空调                      | 0.0%   | 25.0%  | 25.0%  |      |
| 冰箱                      | 0.0%   | 25.0%  | 25.0%  |      |
| 洗衣机                     | 1.0%   | 7.5%   | 8.5%   |      |
| 干洗机                     | 0.0%   | 25.0%  | 25.0%  |      |
| 烘干机                     | 0.0%   | 25.0%  | 25.0%  |      |
| 冰柜                      | 0.0%   | 25.0%  | 25.0%  |      |
| 洗碗机                     | 2.4%   | 7.5%   | 9.9%   |      |
| 电热水器                    | 0.0%   | 7.5%   | 7.5%   |      |
| 屋顶电风扇                   | 4.7%   | 7.5%   | 12.2%  |      |
| <b>黑电</b>               |        |        |        |      |
| 电视: 带机顶盒                | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   |      |
| 电视: 接收电视卫星转播            | 0.0%   | 25.0%  | 25.0%  |      |
| 非高清投影仪, 不含有视频记录或录像或复制设备 | 5.0%   | 25.0%  | 30.0%  |      |
| 非高清投影仪, 含有视频记录或录像或复制设备  | 3.9%   | 7.5%   | 11.4%  |      |
| 高清投影仪, 含有视频记录或录像或复制设备   | 3.9%   | 7.5%   | 11.4%  |      |
| 高清投影仪, 不含有视频记录或录像或复制设备  | 5.0%   | 7.5%   | 12.5%  |      |
| 无线扬声器                   | 0.0%   | 7.5%   | 7.5%   | 是    |
| <b>清洁电器</b>             |        |        |        |      |
| 吸尘器及扫地机器人               | 0.0%   | 25.0%  | 25.0%  |      |
| 集尘和空气净化设备               | 0.0%   | 25.0%  | 25.0%  | 是    |
| 废水处理设备                  | 0.0%   | 25.0%  | 25.0%  | 是    |
| <b>小家电</b>              |        |        |        |      |
| 搅拌机                     | 4.2%   | 0.0%   | 4.2%   |      |
| 榨汁机                     | 4.2%   | 0.0%   | 4.2%   |      |
| 咖啡机                     | 3.7%   | 7.5%   | 11.2%  |      |
| 微波炉                     | 2.0%   | 0.0%   | 2.0%   |      |
| 食物研磨机                   | 4.2%   | 0.0%   | 4.2%   |      |
| 烤面包机                    | 5.3%   | 0.0%   | 5.3%   |      |
| 厨房垃圾处理机                 | 0.0%   | 25.0%  | 25.0%  |      |
| 奶油分离机                   | 0.0%   | 25.0%  | 25.0%  |      |
| 剃须刀                     | 0.0%   | 7.5%   | 7.5%   |      |
| 电吹风                     | 3.9%   | 0.0%   | 3.9%   |      |
| 空气炸锅                    | 0.0%   | 25.0%  | 25.0%  |      |

资料来源: USTR, 国盛证券研究所

随着美国大选的进行，市场担忧家电出口品类或将被征收更高关税。但我们认为，一方面，考虑到美国通胀压力以及当地企业的利润生存空间，未必进一步提高关税；另一方面，2018年以来高关税压力下各公司财务表现也并未受到波及，关税压力实现了有效传导。当然，潜在加征关税风险依然存在，市场或可更多关注非美敞口标的。分板块来看：

- (1) **白电板块：全球化生产下，关税影响不大。**目前，空调、冰箱、洗衣机等主要白电品类依然被加征25%的关税，但龙头公司在全球布局多个生产及研发基地，并未受到加征关税的波及，公司的收入及业绩并未产生太大影响。
- (2) **厨电板块：以内销为主，关税影响极小。**厨电上市公司均以内销为主，外销业务占比较低，且被加征关税品类主要为洗碗机、电热水器，二者在各公司中也并非收入主要贡献品类，因此公司业务受到关税影响极小。

- (3) **黑电板块: 电视公司全球化生产, 投影仪公司外销占比不高。**A股上市公司中, 电视主要企业海信视像在全球均有生产基地, 同白电龙头一样, 此前并未受到加征关税影响; 投影仪上市公司外销占比不高, 对美销售收入占比更低, 因此也并不会太多被关税波及。
- (4) **小家电板块: 预计清洁电器公司豁免到期影响可控, 其他公司受关税影响较小。**扫地机、吸尘器及空气炸锅本次豁免已到期, 但考虑到清洁电器公司对美敞口及产品定位, 预计受到的影响较为可控。对其他小家电公司而言, 新宝对美业务主要为代工业务, 但涉及高昂关税加征的品类很少; 北鼎采用FOB报关方式, 关税主要由客户承担; 苏泊尔和九阳外销收入主要来自母公司代工订单, 关税由母公司承担; 小熊等公司则主要以内销为主。

图表11: 家电公司涉税品类及外销收入情况

| 版块   | 公司简称 | 涉税品类       | 2023A营业总收入<br>(亿元) | 2023A外销收入<br>(亿元) | 外销收入占比 |     |
|------|------|------------|--------------------|-------------------|--------|-----|
| 白电   | 格力电器 | 空调、冰箱、洗衣机等 | 2050.18            | 249.04            | 12%    |     |
|      | 海尔智家 |            | 2614.28            | 1356.78           | 52%    |     |
|      | 美的集团 |            | 3737.10            | 1509.06           | 40%    |     |
|      | 海信家电 |            | 856.00             | 279.24            | 33%    |     |
| 厨电   | 传统厨电 | 洗碗机        | 老板电器               | 112.02            | 0.68   | 1%  |
|      |      |            | 华帝股份               | 62.33             | 6.32   | 10% |
|      | 集成灶  | /          | 浙江美大               | 16.73             | 0.00   | 0%  |
|      |      |            | 火星人                | 21.39             | 0.00   | 0%  |
|      |      |            | 亿田智能               | 12.27             | 0.00   | 0%  |
|      |      |            | 帅丰电器               | 8.31              | 0.02   | 0%  |
| 黑电   | 电视   | 海信视像       | 536.16             | 247.47            | 46%    |     |
|      | 投影仪  | 极米科技       | 35.57              | 9.13              | 26%    |     |
|      |      | 光峰科技       | 22.13              | 3.50              | 16%    |     |
| 小家电  | 清洁电器 | 扫地机器人      | 科沃斯                | 155.02            | 65.22  | 42% |
|      |      |            | 石头科技               | 86.54             | 42.29  | 49% |
|      |      | 吸尘器        | 富佳股份               | 26.93             | 19.39  | 72% |
|      |      |            | 德昌股份               | 27.75             | 21.57  | 78% |
|      |      |            | 莱克电气               | 87.92             | 58.25  | 66% |
|      | 个护电器 | 飞科电器       | 剃须刀                | 50.60             | 0.06   | 0%  |
|      | 厨小电  | 其他小家电      | 苏泊尔                | 213.04            | 61.96  | 29% |
|      |      |            | 九阳股份               | 96.13             | 22.39  | 23% |
|      |      |            | 新宝股份               | 146.47            | 108.11 | 74% |
|      |      |            | 小熊电器               | 47.12             | 3.70   | 8%  |
| 北鼎股份 |      |            | 6.65               | 0.33              | 5%     |     |
| 比依股份 |      |            | 空气炸锅               | 15.60             | 14.33  | 92% |

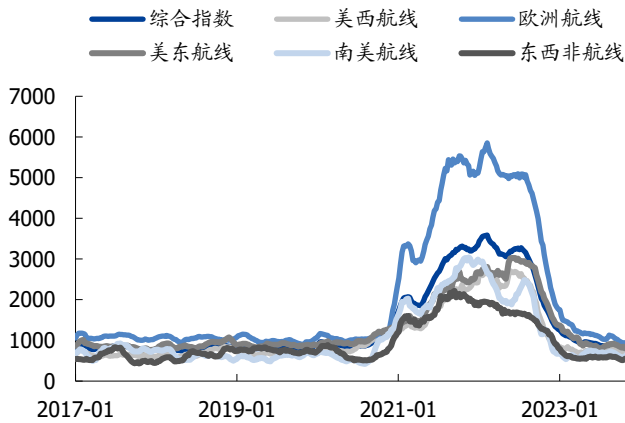
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 2.1.2 海运费: 压力边际减弱, 各公司受到影响相对可控

#### ➤ 复盘: 2020-2022年海运费上涨对各公司报表端影响如何?

**运力供应不足+需求回暖, 供需两方共同推动 2020-2022年海运费上涨。**拉长长时间维度来看, 海运价格在 2017-2020 年表现较为平稳, 但在 2020-2022 年间出现大幅上涨, 以中国出口集装箱运价指数为例, 2020 年 5 月-2022 年 2 月期间指数出现较大涨幅, 其中综合指数上涨 322%, 欧洲航线指数上涨最多, 高达 494%。此轮上涨受到供给端和需求端的共同驱动, 从供给端来看, 由于大环境变动, 船舶周转率及港口装卸效率都较低, 集装箱回程时间拉长, 运力不足; 从需求端看, 海外央行“撒钱”刺激经济+前期消费需求抑制带动补库需求旺盛。

图表12: 2020.5-2022.2 中国出口集装箱运价指数涨幅较大



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 1998年1月1日=1000)

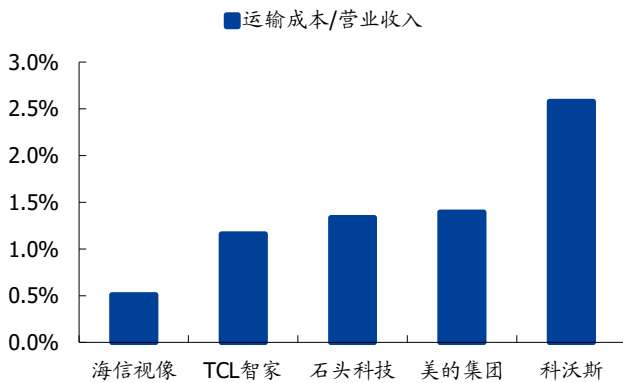
图表13: 2020.5-2022.2 海运费上涨原因

| 海运费上涨驱动因素 |  |
|-----------|--|
| 供给端       | 大环境变动后, 境外输入检测管控严格, 排队入港导致港口拥堵情况严重, 船舶周转率低, 舱位紧张;<br>国外码头复工率不高, 装船、卸船的时间增长, 港口装卸效率下降 |
| 需求端       | 海外央行“撒钱”刺激经济+前期消费需求抑制带动补库需求旺盛  |

资料来源: 前瞻经济学人, 腾讯网, 财经网, 国盛证券研究所

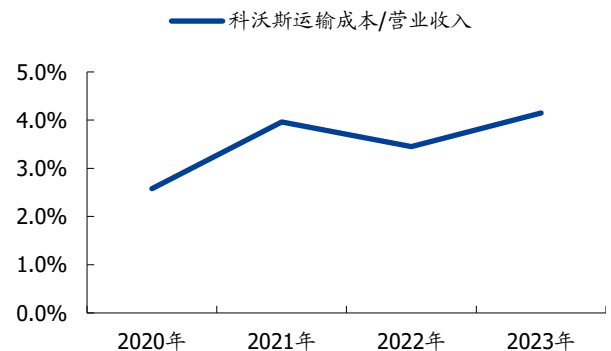
从运输成本的角度看, 自主品牌出海公司运输成本占比较高, 代工企业占比有限, 且**2021年海运费上涨带动自主品牌公司运输成本占比提升明显**。对于自主品牌出海公司而言, 运输费在收入中占比较高, 2020年科沃斯运输成本占营收比重为2.58%, 高于代工企业, 同时在海运费上涨明显的2021年, 科沃斯的运输成本占比提升较多, 同比增加1.39pct。对于代工出海公司而言, 代工企业大多采用FOB模式, 海运费主要由进口商承担, 自身运输费用占比并不高, 2020年TCL智家运输费用仅占比1.16%, 而海信系公司主要通过国际营销出货, 2020年海信视像的运输成本占营业收入比重为0.51%。

图表14: 2020年家电企业运输成本占总营收比重较小



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

图表15: 2021年科沃斯运输成本占总营收比重提升



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

从外销收入增速角度看, 外销收入增速下降在运费上涨后半年左右体现, 龙头影响相对可控。从海运费与公司收入增速变动节奏来看, 2021年海运费再次开始上涨时, 各家公司基本自2021年下半年起外销收入增速持续环比降速; 而在2022年年初海运费达到高点后, 2022年下半年各公司收入增速触底, 2023年上半年开始有所恢复, 下半年则步入高速增长。从收入影响程度来看, 龙头海尔、美的影响更为可控, 没有出现下滑, 基本在中低个位数增长; 但海信系、TCL智家和TCL电子在2022年下半年收入受损程度更大, 当然这其中TCL智家或还受到欧洲消费低迷及俄乌冲突影响, 黑电公司受到全球黑电行业需求低迷影响。

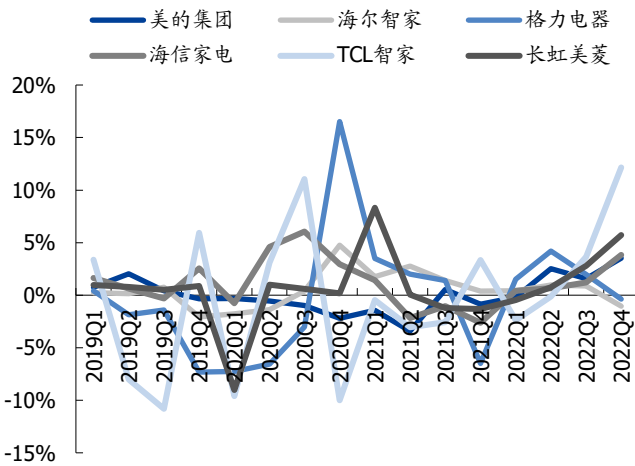
图表16: 2020-2023年公司半年度外销收入增速

|    |       | 2020H1  | 2020H2 | 2021H1  | 2021H2  | 2022H1  | 2022H2  | 2023H1 | 2023H2  |
|----|-------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|--------|---------|
| 白电 | 美的集团  | -0.44%  | 8.36%  | 19.61%  | 7.51%   | 5.24%   | 1.75%   | 3.47%  | 8.58%   |
|    | 海尔智家  | -0.40%  | 17.48% | 23.40%  | 4.67%   | 9.81%   | 10.02%  | 9.28%  | 5.94%   |
|    | 格力电器  | -14.24% | 17.00% | 7.00%   | 20.70%  | 7.94%   | -2.80%  | -6.67% | 26.73%  |
|    | 海信家电  | 5.52%   | 54.45% | 59.26%  | 57.33%  | 34.57%  | -15.73% | +0.59% | 29.75%  |
|    | TCL智家 | 2.18%   | 52.53% | 35.96%  | 10.22%  | -22.37% | -41.54% | 30.81% | 122.34% |
|    | 长虹美菱  | 9.61%   | 48.72% | 15.10%  | -19.70% | -0.77%  | 17.71%  | 46.15% | 47.53%  |
| 黑电 | 海信视像  |         |        | 42.25%  | 3.64%   | -3.97%  | -19.97% | 25.65% | 14.71%  |
|    | TCL电子 |         |        | 121.98% | 30.80%  | -8.77%  | -18.00% | -9.11% | 4.65%   |

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

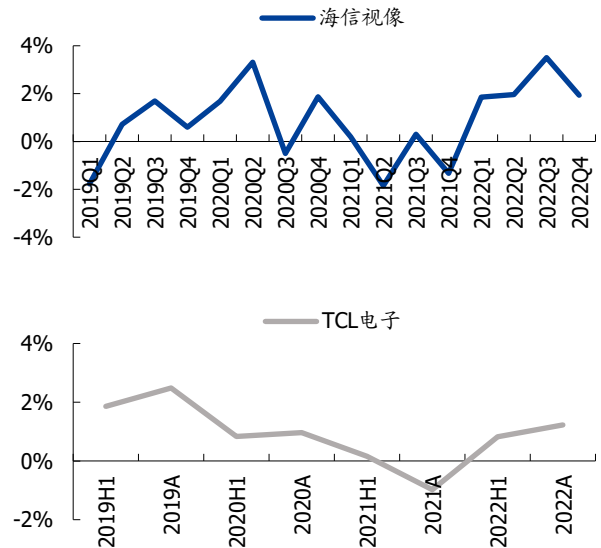
从毛销差角度看, 毛销差下降与海运费上涨季度节奏基本同步, 海外产能布局全面、海外占比低的公司受到影响相对较小。海运费自 2021 年 3 月一路上涨至 2021 年 10 月, 短暂下跌后又再次从 2021 年 12 月上涨至 2022 年 2 月, 达到这一轮上涨的巅峰。各公司毛销差下滑主要体现在 2021 年的各季度, 尤其在二季度和四季度普遍明显下跌。白电公司方面, 海尔在全球化布局完善的情况下, 2021 年各季度毛销差逆势小幅增长; 格力海外销售占比较低, 受到的影响相对有限; 美的毛销差在 2021Q2 下滑幅度最大; 海信家电毛销差则在 2021 年 Q2、Q4 都出现明显下滑; TCL 智家或受自身经营变动影响, 各季度毛销差波动都较大。黑电公司方面, 海信视像的单季度毛销差变动在 2 个点以内; TCL 电子以半年度来看, 毛销差变动在 1 个点以内, 受到的影响均在可控范围内。此外, 同时期大宗原材料价格、人民币汇率均处于上行周期, 因此毛销差的变动为综合作用的结果, 预计海运费对各公司的负面影响小于毛销差变动情况。

图表17: 2019-2022 年白电公司毛销差同比变动



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表18: 2019-2022 年黑电公司毛销差同比变动



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: TCL 电子在港股上市, 仅披露半年报和年报)

图表19: 2020-2022年期间大宗原材料上涨(美元/吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表20: 2020-2022年期间人民币升值

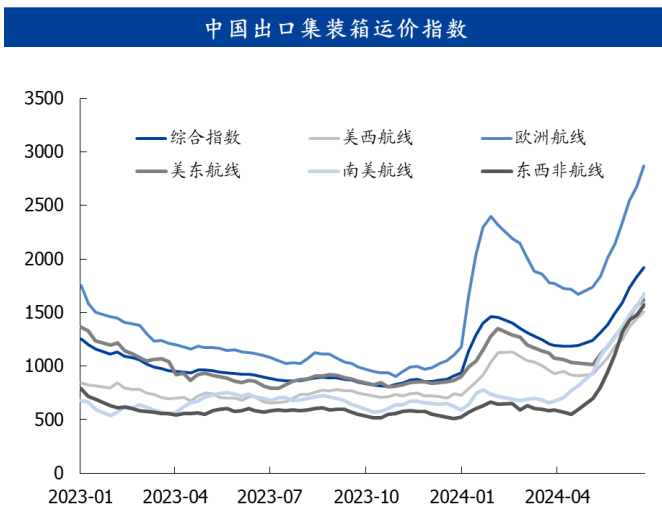


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

➤ 本轮海运费上涨节奏及影响如何?

本轮上涨也由供需两方因素驱动,目前运价已经上涨至较高水平。从运价指数角度来看,本轮上涨从2024年4月再次开始,截至6月28日,中国出口集装箱运价综合、美西、欧洲和美东航线指数分别较4月3日时数据上涨61%、62%、62%和50%。从直接的运价上涨节奏来看,以SCFI的欧线和美线运价为例,当前欧洲、地中海、美西和美东航线运价相较2023年12月1日的正常水平已经分别上涨了473%、328%、376%和279%,上涨幅度较高;而相较上一轮运价上涨周期而言,目前的运价也已经处于较高水平,欧洲和地中海航线较2022年1月4日的高点水平还有60%和40%的空间。从驱动因素分析来看,与上轮2021年上涨周期类似,本轮上涨也由供需两方驱动,供给方主要受红海局势紧张影响,运输效率和运力不足推动运价上涨;需求方则受到海外补库需求及新兴市场需求旺盛影响,中国出口增速较快,同时美国大选特朗普当选预期也加剧加征关税担忧,提前抢出口,此外新能源车抢先出口也进一步推动运价上涨。

图表21: 本轮海运费上涨节奏及驱动因素



资料来源: Wind, 罗戈网, 上海航运交易所公众号, 新浪网, 搜狐网, 国盛证券研究所

| 本轮海运费上涨驱动因素 |   |
|-------------|---|
| 供给端         | 红海局势紧张,迫使大批集运船舶绕航非洲好望角,增加运输距离及运输时长,集装箱及船舶周转效率下滑,大量船只和集装箱漂在海上,同时导致红海以外的其他航线的运价也随之上涨。船公司为应对运力不足而采取停航措施,提升了运价。 |
| 需求端         | 海外补库需求,同时新兴市场需求较好,中国出口增速加快;下游企业担心运价上涨更高以及美国大选特朗普若当选可能加征关税,提前发货;新能源车出口被加征关税,汽车抢出口。                           |

| 时间节点             | 欧洲航线运价 (美元/FEU) | 地中海航线运价 (美元/FEU) | 美西航线运价 (美元/FEU) | 美东航线运价 (美元/FEU) |
|------------------|-----------------|------------------|-----------------|-----------------|
| 2022.01.14       | 15594           | 15040            |                 |                 |
| 2023.12.01       | 1702            | 2520             | 1646            | 2446            |
| 2024.06.28       | 9760            | 10774            | 7830            | 9274            |
| 当前较2023.12.1上涨幅度 | 473%            | 328%             | 376%            | 279%            |
| 当前距2022.1.14幅度   | 60%             | 40%              |                 |                 |

下面我们探讨海运费上涨对家电的具体影响有多大,以海运费费率=海运费/家电品类货值进行计算,测算的基本假设如下:

- 1) **各品类出厂价: 假设空调、冰箱、洗衣机和电视的出厂价分别为 2634、2634、1784 和 1784 元。**我们选取京东热销产品的价格作为终端零售价, 并结合渠道利润情况测算得各品类的出厂价, 其中选取的冰箱容积为 406L、洗衣机为 10kg、电视为 43 英寸, 假设各品类出厂价在各时间节点保持一致, 同时由于不同产品规格差别较大, 此出厂价仅作参考。在汇率方面, 假设各产品出口美元价格以选取时间节点时的汇率计算。
  - 2) **集装箱装载数量: 假设空调、冰箱、洗衣机和电视的集装箱装载数量分别为 175、55、197 和 437 台/FEU。**我们以京东热销产品的尺寸参数作为参考, 假设空调、冰箱、洗衣机和电视的单台体积分别为 0.35、1.11、0.31 和 0.14m<sup>3</sup>。结合 40 英尺高柜体积 (68m<sup>3</sup>) 进行计算, 假设装载率为 90%, 测算可得单 FEU 可装载的家电台数。
  - 3) **海运费: 分为无长协价及有长协价情况, 取不同时间节点的欧线海运费数据。**即时海运费我们以 SCFI 欧洲代表航线欧线和地中海航线各时间节点披露的数据进行简单平均计算, 选取的时间节点分别为上一轮海运费高位时点、2023 年正常海运费水平时点以及 2024 年 6 月 28 日。在考虑长协价的情况下, 我们假设长协价可覆盖 80%, 由于 2023 年海运情况较为正常, 我们假设长协价为低于 2023 年即期海运费价格水平, 取值为 1800 美元/FEU, 各期的长协价格均采用此数据。
- **从测算结果来看, 我们能得到哪些启示?**
    - ✓ **品类来看, 家电的体积和单价是关键影响因素, 运费上涨对各品类的的影响程度为冰箱 > 洗衣机 > 空调 > 电视。**家电体积决定单集装箱可装载数量, 进而影响到单台成本的分摊; 家电单价对产品总货值有影响, 单价越高, 海运费占比就越低。以海运费表现正常的 2023 年份为例, 空调、冰箱、洗衣机和电视的海运费费率分别为 3.27%、10.38%、4.28% 和 1.93%, 其中冰箱的海运费费率显著高于其他品类。
    - ✓ **敏感度来看, 品类排序依然为冰箱 > 洗衣机 > 空调 > 电视。**我们以今年 6 月 28 日欧线已上涨至较高位水平测算, 此时欧线海运费相较 2023 年 12 月 1 日已经上涨了近 5 倍, 相较 2023 年正常水平下, 空调、冰箱、洗衣机和电视的海运费费率变动比率分别为 12.92、40.99、16.9 和 7.63pct。
    - ✓ **企业盈利端看, 有无长协价、海外营收占比、海外产能布局情况、成交模式 (是否 FOB)、产品结构都是影响的关键因素。**有长协价相当于直接锁定总体的海运费, 从我们的测算来看, 对于降低海运费率有非常显著的影响; 海外营收占比较低或者海外产能布局完善的企业可以直接规避海运费上涨影响; FOB 模式下, 海运费由进口商承担, 不直接影响利润表, 不过可能会有补贴需求及后续的砍单风险; 高单价、小体积的产品受到海运费的影响更小。

图表22: 无长协价下, 海运费占各家电品类货值比及变动情况

|     | 时间节点       | 出厂价 (元/台) | 单台家电体积 (m³) | 高柜FEU体积 (m³) | 装载数量 (台/FEU) | 汇率 (美元兑人民币) | 海运费 (美元/FEU) | 海运费占1FEU货值比 | 变动比率   |
|-----|------------|-----------|-------------|--------------|--------------|-------------|--------------|-------------|--------|
| 空调  | 2022.01.14 | 2634      | 0.35        | 68           | 175          | 6.3         | 15317        | 21.09%      |        |
|     | 2023.12.01 | 2634      | 0.35        | 68           | 175          | 7.1         | 2111         | 3.27%       |        |
|     | 2024.06.28 | 2634      | 0.35        | 68           | 175          | 7.3         | 10267        | 16.20%      | 12.92% |
| 冰箱  | 2022.01.14 | 2634      | 1.11        | 68           | 55           | 6.3         | 15317        | 66.90%      |        |
|     | 2023.12.01 | 2634      | 1.11        | 68           | 55           | 7.1         | 2111         | 10.38%      |        |
|     | 2024.06.28 | 2634      | 1.11        | 68           | 55           | 7.3         | 10267        | 51.36%      | 40.99% |
| 洗衣机 | 2022.01.14 | 1784      | 0.31        | 68           | 197          | 6.3         | 15317        | 27.59%      |        |
|     | 2023.12.01 | 1784      | 0.31        | 68           | 197          | 7.1         | 2111         | 4.28%       |        |
|     | 2024.06.28 | 1784      | 0.31        | 68           | 197          | 7.3         | 10267        | 21.18%      | 16.90% |
| 电视  | 2022.01.14 | 1784      | 0.14        | 68           | 437          | 6.3         | 15317        | 12.46%      |        |
|     | 2023.12.01 | 1784      | 0.14        | 68           | 437          | 7.1         | 2111         | 1.93%       |        |
|     | 2024.06.28 | 1784      | 0.14        | 68           | 437          | 7.3         | 10267        | 9.56%       | 7.63%  |

资料来源: Wind, 船舶百科, 正和岛, 国际海运网, 京东, 上海航运交易所公众号, 国盛证券研究所

图表23: 有长协价下, 海运费占各家电品类货值比及变动情况

|     | 时间节点       | 出厂价 (元/台) | 单台家电体积 (m³) | 高柜FEU体积 (m³) | 装载数量 (台/FEU) | 汇率 (美元兑人民币) | 海运费 (美元/FEU) |            | 海运费占1FEU货值比 | 变动比率  |
|-----|------------|-----------|-------------|--------------|--------------|-------------|--------------|------------|-------------|-------|
|     |            |           |             |              |              |             | 即期价格 (20%)   | 长协价格 (80%) |             |       |
| 空调  | 2022.01.14 | 2634      | 0.35        | 68           | 175          | 6.3         | 15317        | 1800       | 6.20%       |       |
|     | 2023.12.01 | 2634      | 0.35        | 68           | 175          | 7.1         | 2111         | 1800       | 2.89%       |       |
|     | 2024.06.28 | 2634      | 0.35        | 68           | 175          | 7.3         | 10267        | 1800       | 5.51%       | 2.62% |
| 冰箱  | 2022.01.14 | 2634      | 1.11        | 68           | 55           | 6.3         | 15317        | 1800       | 19.67%      |       |
|     | 2023.12.01 | 2634      | 1.11        | 68           | 55           | 7.1         | 2111         | 1800       | 9.15%       |       |
|     | 2024.06.28 | 2634      | 1.11        | 68           | 55           | 7.3         | 10267        | 1800       | 17.48%      | 8.32% |
| 洗衣机 | 2022.01.14 | 1784      | 0.31        | 68           | 197          | 6.3         | 15317        | 1800       | 8.11%       |       |
|     | 2023.12.01 | 1784      | 0.31        | 68           | 197          | 7.1         | 2111         | 1800       | 3.77%       |       |
|     | 2024.06.28 | 1784      | 0.31        | 68           | 197          | 7.3         | 10267        | 1800       | 7.21%       | 3.43% |
| 电视  | 2022.01.14 | 1784      | 0.14        | 68           | 437          | 6.3         | 15317        | 1800       | 3.66%       |       |
|     | 2023.12.01 | 1784      | 0.14        | 68           | 437          | 7.1         | 2111         | 1800       | 1.70%       |       |
|     | 2024.06.28 | 1784      | 0.14        | 68           | 437          | 7.3         | 10267        | 1800       | 3.25%       | 1.55% |

资料来源: Wind, 船舶百科, 正和岛, 国际海运网, 京东, 上海航运交易所公众号, 国盛证券研究所

## 2.2 长期: 从日本汽车出海看向中国家电出海趋势

复盘日本汽车出海历程, 并与当前中国家电出海所经历的阶段进行对比, 我们认为中国家电虽然产业环境不及当年日本汽车出海阶段, 但是在供应链能力方面更强、产品力较优, 二者采用的出海策略也较为相似。值得一提的是, 日本汽车在经历 1970s-1990s 的出口快速扩张后, 在 1990 年之后虽有波折, 但依然保持了近 30 年的外销繁荣阶段, 我们认为中国家电凭借更强的供应链优势, 出海仍是未来几十年的大趋势。

### 2.2.1 日本汽车出海: 成功原因及出海策略是什么?

➢ 日本乘用车出海主要可划分为以下几大阶段:

**初期发展阶段 (1960 年代-1970 年代初):** 在二战后的重建时期, 日本汽车工业开始崛起。日本政府采取了积极的工业政策, 支持汽车制造商的发展。1960 年代初, 日本汽车市场主要由本土制造商如丰田、本田和日产等主导。这些公司专注于生产小型经济型车辆, 满足日本国内需求。日本汽车制造商开始向海外市场出口, 主要目标是北美和欧洲市场。

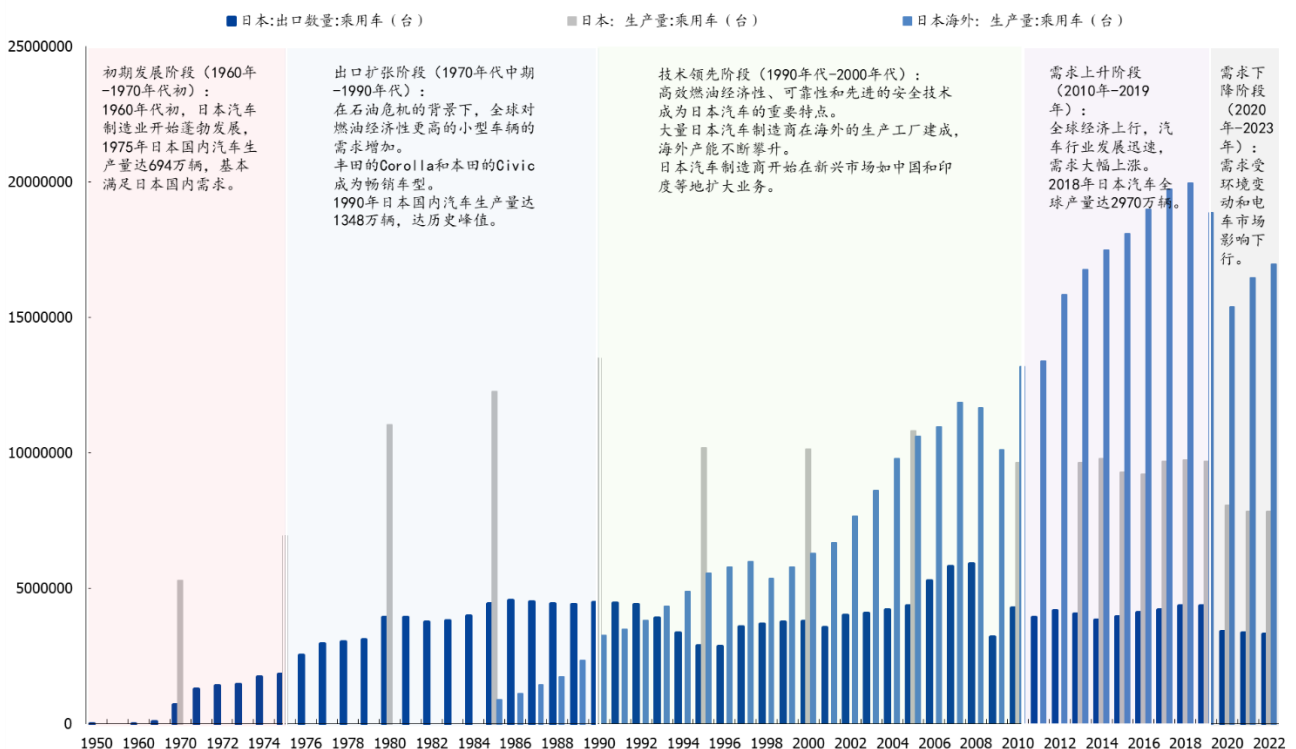
**出口扩张阶段（1970年代中期-1990年代）：**在石油危机的背景下，全球对燃油经济性更高的小型车辆的需求增加，日本汽车制造商迅速调整生产线，满足这一需求。丰田的Corolla和本田的Civic等经济车型在全球范围内取得了巨大成功，成为畅销车型。日本汽车制造商开始在北美和欧洲建立生产工厂，以便更好地服务这些市场。

**技术领先阶段（1990年代-2000年代）：**日本汽车制造商在技术创新方面取得了巨大突破。丰田的混合动力汽车Prius成为全球范围内的先驱。高效燃油经济性、可靠性和先进的安全技术成为日本汽车的重要特点，进一步提高了其全球竞争力。1990年代，日本汽车制造商开始在新兴市场如中国和印度等地扩大业务，并逐渐成为这些市场的主要参与者。

**需求上升阶段（2010年-2019年）：**全球经济上行，汽车行业发展迅速，新兴市场国家的汽车需求大幅增长。随着全球对环保和可持续交通的关注增加，日本汽车制造商积极响应这一趋势，推出了一系列燃油效率高、低排放的车型。日本汽车品牌在全球市场上享有良好的品牌声誉和消费者认可度。品牌声誉在2010至2019年期间为日本汽车出口产业的发展提供了坚实的基础。

**需求下降阶段（2020年-2023年）：**2020年，全球汽车行业受到大环境变动的冲击，包括供应链中断、需求下降和生产停工等问题。同时，全球汽车行业正在经历技术转型和电动化的浪潮，电车需求不断增长，抢占燃油车大量市场。

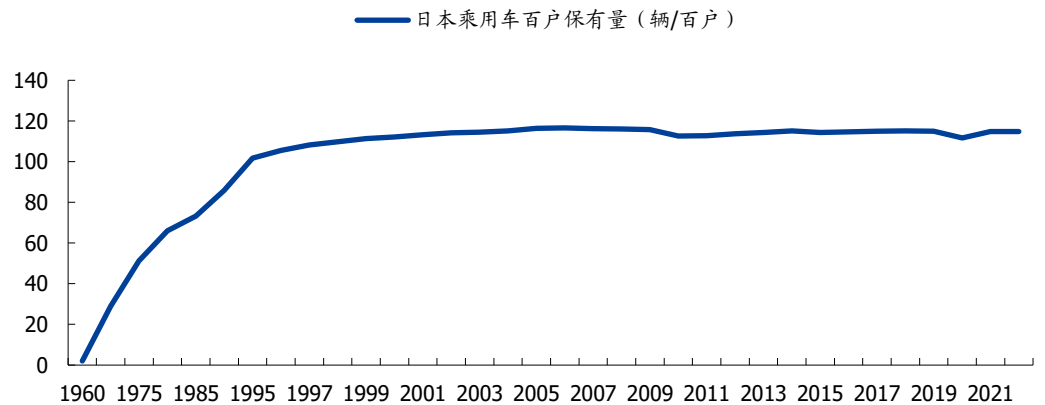
图表24：日本汽车全球扩张五阶段



资料来源：Wind, JAMA, carfromjapan, International Trade Administration, 国盛证券研究所

从内需角度看，1970-1990年的出口扩张伴随着内需快速增长。1960年日本乘用车刚刚起步，居民的百户保有量仅为2辆，但是在后续日本政策支持及汽车工业快速发展下，保有量迅速提升，1970年百户保有量为29辆，而至1990年就已经提升至86辆，1995年已超百辆，内需扩张开始步入相对有限的阶段，这也是后续日本乘用车进一步加大全球各区域拓展的重要因素。

图表25: 日本乘用车保有量在1970-1990年期间快速增长



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

➤ 日系汽车成功出海的原因是什么?

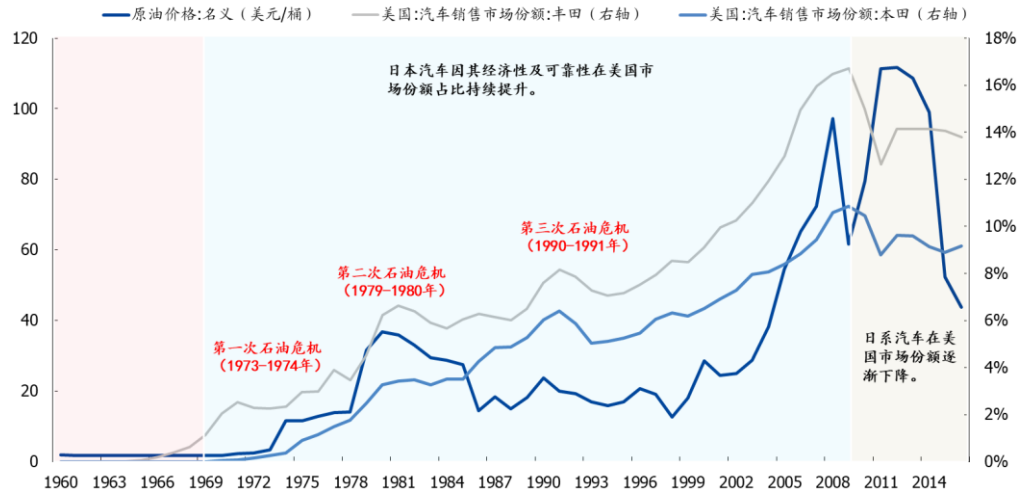
✓ 日系车成功出海原因一: 产品力强, 低油耗标签。

**天时: 石油危机推动日系车闯美。**1970s-1990s 三次石油危机依次爆发, 美国大排量汽车消费放缓, 日系的小排量汽车受到海外消费者青睐, 日本汽车出口开始快速增长, 日系汽车也在 1970-2009 年期间在美国市场份额持续增长。而后续欧美汽车市场不振, 日本车企慢慢将海外市场重心转移到了亚洲。

**日系车产品力: 先进技术+轻量化设计, 燃油效率高。**日本汽车制造商一直致力于开发先进技术和使用轻量化材料。各大车企推出了一系列高效技术, 例如丰田的 VVT-i 和独特的燃油喷射系统, 这些技术使发动机在不同负载和转速下能够更有效地使用燃料; 同时, 日本汽车制造商通过采用轻量化材料和设计, 减少车辆的整体重量, 他们使用高强度钢、铝合金和塑料等材料替代传统的重量较大的部件, 优化的车身结构和空气动力学设计减少空气阻力, 提高了燃油经济性。

**低油耗驱动因素: 能源对外依赖度高+政府政策执行严格。**一方面, 日本由于地理位置原因, 能源自给率极低, 超过 80% 的一次能源都需要进口, 这就产生了省油需求; 另一方面, 日本政府对汽车燃油效率和废气排放高度重视, 1972 年底起日本开始出台各种法规控制废气排放, 促使日本汽车制造商加速技术创新和产品改进, 满足法规要求。

图表26: 凭借省油特性, 日系汽车 1970-2009 年期间在美国市场份额持续增长



资料来源: Wind, 《陆寒寅: 亚洲石油秩序的演绎——浅析三次石油危机对亚洲经济的影响》, 国盛证券研究所

✓ 日系车成功出海原因二: 供应链能力强, 精益生产。

**产生背景: 多品种、小批量产品特性+缺少资金+缺少劳动力, 不适用规模化生产方式。** 20 世纪初以来福特汽车创立的大规模生产流水线一直是美国汽车工业立足的一大原因, 但标准化、大批量的大规模生产并不适用于日本市场, 主要系: 1) 日本市场规模较小但所需汽车品种众多, 难以复制流水线生产模式; 2) 二战后日本市场缺乏大量外汇购买西方的技术和设备; 3) 缺乏大量廉价劳动力。最终以丰田为主导的日本车企改革了这一生产模式, 转向精益生产。

**核心思想: 根据市场需求及时生产所需数量的产品, 以减少库存和提高生产效率。** 1) 追求低库存, 甚至达到零库存水平, 高库存是大批量生产的特征之一, 但精益生产认为库存提高了经营成本且掩盖企业背后存在的问题; 2) 追求快速反应, 更快应对市场变化; 3) 把企业内部活动和外部顾客需求相统一; 4) 强调人力资源的重要性, 充分尊重员工和重视员工培训。

**组织保障: “下包制” 供应链体系提升精益生产稳定性。** “下包制” 指大企业将中小企业纳入其供应链体系中, 给予资金和技术支持, 共同进行技术开发, 共担风险、共享利益。多层级的供应商形成了金字塔形的供应商组织体系, 为保持整车质量的稳定性, 整车生产商与零部件供应商间通过相互持股或者缔结长期协议的形式形成稳定的合作。

**最终效果: 人力资源、新品开发周期、在制品和成品库存、工厂占用空间等均较大量生产方式优化, 追求工作的合理性和高效性, 提升工作效率。**

图表27: “下包制”供应链体系提升精益生产稳定性



资料来源: 黄石工业, 国盛证券研究所

➤ 日系车出海策略有哪些?

**由直接出口转向海外建厂, 规避关税壁垒及出口限额风险。**早期日本企业在经济性优势下主要采取直接整车出口的模式, 但是日本汽车出口的快速增长很快引起发达工业化国家开始采取贸易保护主义政策, 对此日本政府只能实施自愿出口限制, 后续日本多数车企都在北美、英国、澳大利亚等地自建工厂, 1985年后本土化生产加速, 日本车企在海外通过独立、与其他日本制造商联合或与美国制造商联合的方式在当地建立生产业务, 并在当地进行零部件采购, 有效规避关税壁垒及出口限额风险。

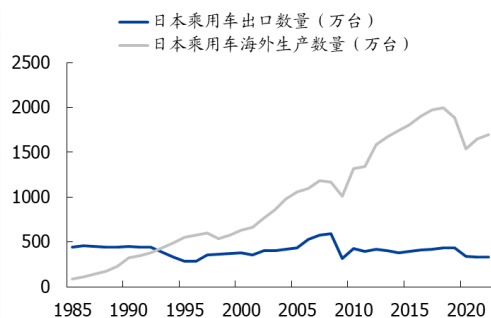
**收购/合资模式, 与当地制造商建立同盟。**早在1970s, 日美整车厂就开始结盟, 但早期结盟较为短暂, 主要为了在国际竞争中形成规模效应以及应对丰田、日产两大庞大的生产集团; 后续这类合资同盟不断深化, 从技术和营销合作、零部件供应到全面联合开发及生产。

图表28: 直接出口转向海外建厂, 日系车企与当地制造商建立同盟

| 日系车企与海外企业建立同盟 |   |  |
|---------------|---|--|
| 时间            | 合作车企  | 目的   |
| 1971年6月       | 三菱与克莱斯勒建立资本和运营关系  | 早期结盟较为短暂, 主要为了在国际竞争中形成规模效应以及应对丰田、日产两大庞大的生产集团 |
| 1971年9月       | 五十铃与通用汽车结盟  |  |
| 1979年11月      | 东洋工业(现马自达)与福特达成资本合作   |  |
| 1981年         | 铃木与通用结盟   | 全面合资, 满足海外需求                                 |
| 1970s         | 美国: 五十铃和铃木与通用建立了国际制造合作关系; 丰田与通用在美国成立合资公司NUMMI; 福特扩大并加强了与东洋工业的联系; 欧洲: 英国的本田和英国利兰; 西班牙的日产和伊比利亚汽车; 意大利的日产和阿尔法罗密欧 |  |

| 日系车企在海外自行/合作建立生产基地 |   |
|--------------------|---|
| 区域                 | 车企  |
| 北美                 | 1978年本田在俄亥俄州建造工厂, 并于1982年开始在那里生产; 日产于1983年在田纳西州成立美国日产汽车制造公司; 丰田于1984年开始在NUMMI工厂生产汽车, 后建立自己的独立工厂; 三菱(与克莱斯勒达成协议)、马自达(与福特达成协议)、铃木(与通用加拿大达成协议)、富士和五十铃 |
| 英国                 | 日产独立生产, 本田和五十铃分别与罗孚集团和通用联合生产  |
| 澳大利亚               | 丰田早在1958年就签订了制造协议, 随后日产在1966年也签订了类似的协议。1975年, 政府限制进口占市场份额的20%后, 两家公司都获得了国内制造商的地位, 并于1976年开始全面本地生产。三菱在1979年收购克莱斯勒澳大利亚公司后开始在当地生产。                   |

1993年起日本乘用车海外生产数量反超外销



资料来源: Wind, carfromjapan, 国盛证券研究所

### 2.2.2 中国家电出海：当前具备条件及出海策略有哪些？

➤ 中国家电出海历程可分为以下几大阶段：

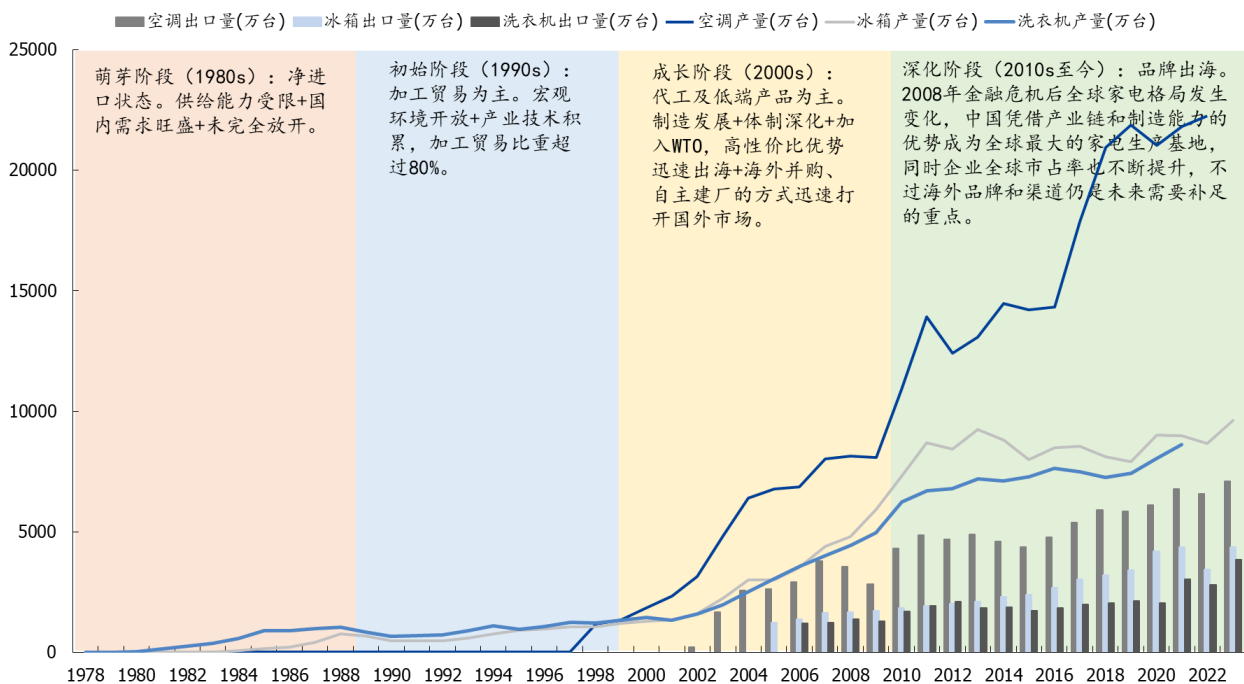
**萌芽阶段（1980s）：净进口状态。**一方面我国家电企业的供给能力受限，冰洗等电器产品仍需技术引进；另一方面国内需求旺盛，城镇家电普及速度加快；此外经营层面尚未完全放开，外贸权限不够下，地方和企业的加工贸易态度并不坚决。

**初始阶段（1990s）：加工贸易为主。**在宏观环境转向开放以及上一阶段产业技术积累的情况下，中国家电正式迈入全球市场。20世纪末，加工贸易占整体出口比重超过80%，1998年电动、电热类小家电出口规模超过千万台，白电、厨电和微波炉等产品也开始逐渐走向海外市场。

**成长阶段（2000s）：代工及低端产品为主。**前20年的制造发展和体制深化为中国家电制造真正走出去打好基础，2001年中国正式加入WTO进一步降低参与世界市场的门槛。家电行业一方面通过“高性价比”的优势迅速出海，另一方面通过海外并购、自主建厂的方式迅速打开国外市场，不过依然以代工和低端产品为主。

**深化阶段（2010s至今）：品牌出海。**2008年金融危机后全球家电格局发生变化，中国凭借产业链和制造能力的优势成为全球最大的家电生产基地，同时企业全球市占率也不断提升，不过海外品牌和渠道仍是未来需要补足的重点，目前龙头公司多采用收并购本土品牌的方式拓展海外市场。

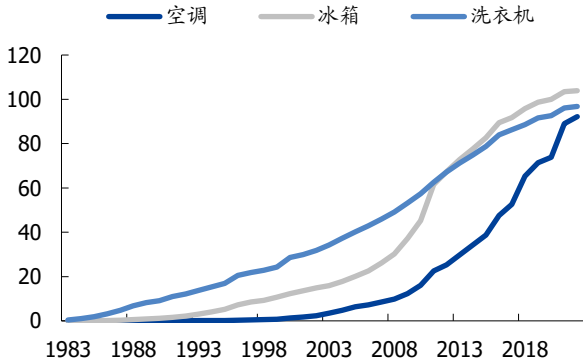
图表29：中国家电出海历程



资料来源：Wind，产业在线，澎湃，凯联资本，国盛证券研究所

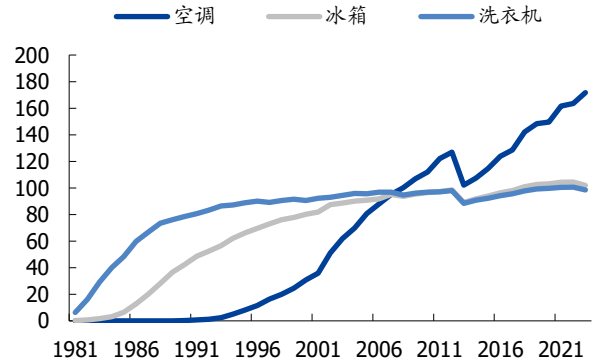
从内需角度看，当前国内农村和城镇白电保有量均已提升至较高水平。在农村市场，此前的家电下乡政策对低保有量的农村市场拉动效果显著，农村市场各品类家电的保有量快速提升，其中冰箱在农村地区的每百户保有量从2008年的30.19台提升至2012年的67.32台，提升幅度最大；在城镇市场，地产的繁荣发展带动我国白电销售快速增长，2009年白电就已经超过每户一台的水平，家电行业整体成熟度较高，市场相对饱和。

图表30: 中国农村白电百户保有量(台/每百户)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

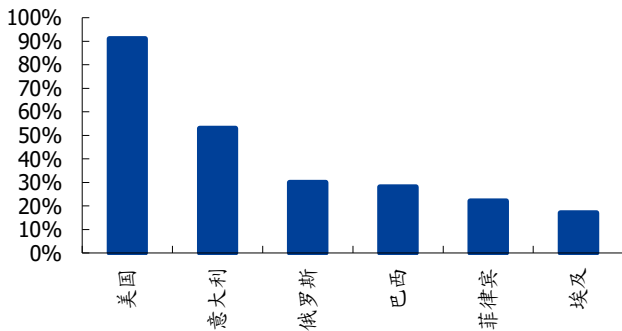
图表31: 中国城镇白电百户保有量(台/每百户)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

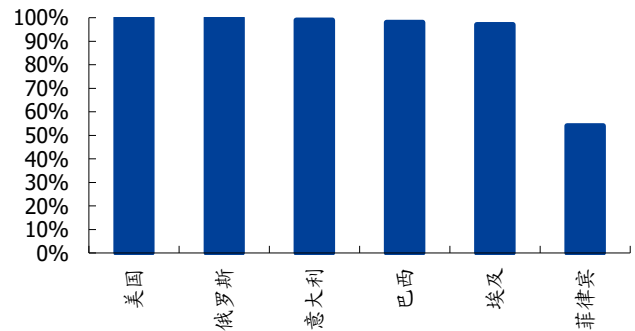
全球大家电渗透率水平较高，新兴市场仍有提升空间。分品类来看，冰箱、洗衣机在全球的渗透率相对高于空调品类，其中部分区域夏季高温天气较少，空调刚需属性较弱，因此整体渗透率不及其他家电品类。分区域来看，经济较为发达的美国2023年各大家电渗透率已在90%左右，但中东非、拉美等新兴市场的主要国家仍然具备较大的家电渗透率提升空间。

图表32: 2023年空调全球代表性国家渗透率



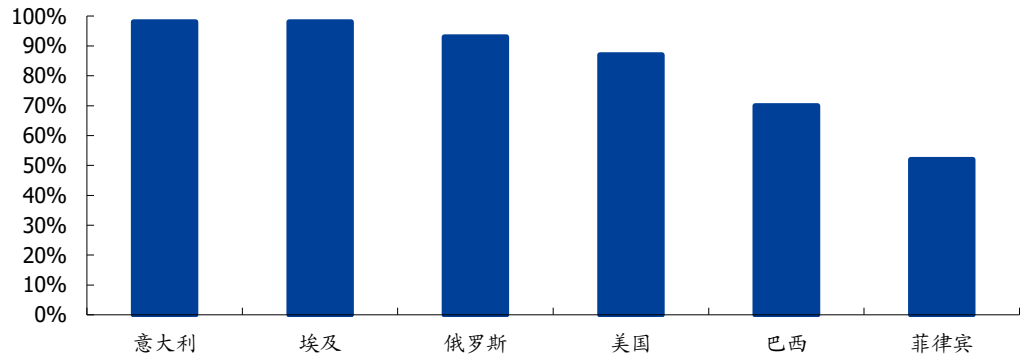
资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

图表33: 2023年冰箱全球代表性国家渗透率



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

图表34: 2023年洗衣机全球代表性国家渗透率

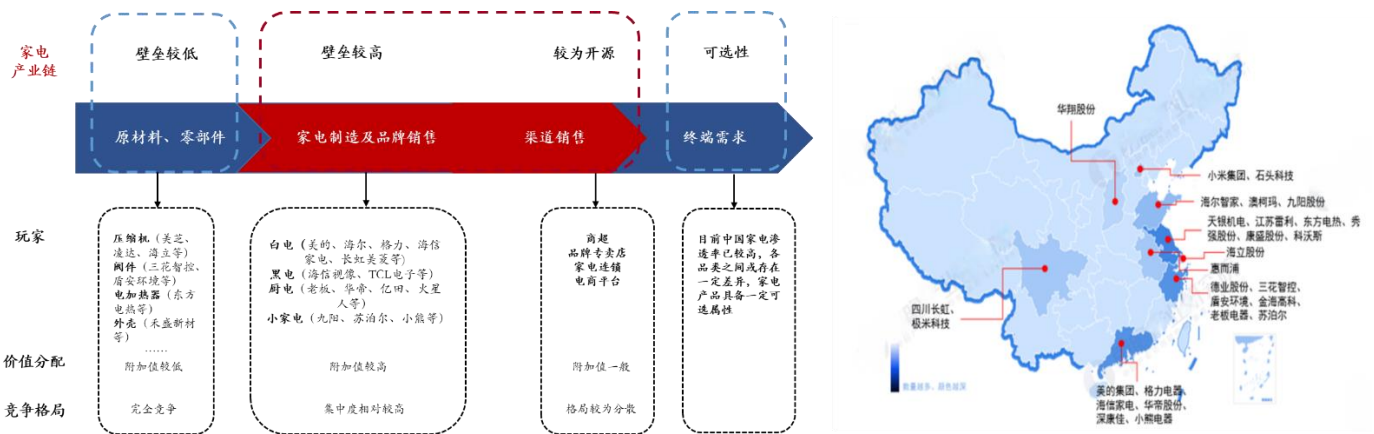


资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

➤ 中国家电出海的核心能力有哪些?

中国家电供应链完善, 具备明显的产业集群效应。从分布区域看, 中国家电行业具备明显的产业集群, 上游零部件厂商及下游品牌商主要集中在长三角、珠三角和胶东半岛, 产业集群在一定区域内实现企业的纵向一体化, 在一定空间范围内提高产业集中度, 降低企业的生产成本和交换成本, 提高规模经济效应。从供应链角度看, 中国家电具备完善的供应链体系, 上游家电零部件供应充足、竞争充分, 中游的家电生产和品牌商格局已经相对集中, 下游的销售渠道多样化程度更高, 物流、售后等社会化资源更加易得。

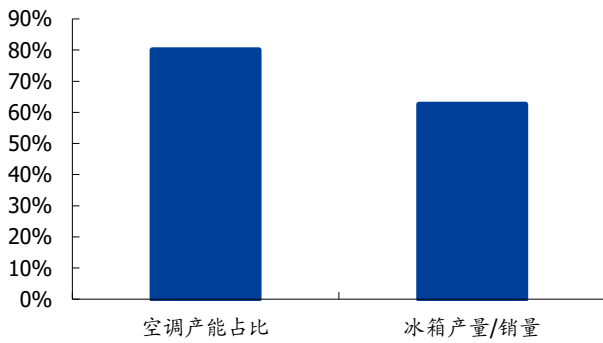
图表35: 中国家电供应链完善, 具备明显的产业集群



资料来源: 前瞻产业研究院, 中商情报网, 国盛证券研究所

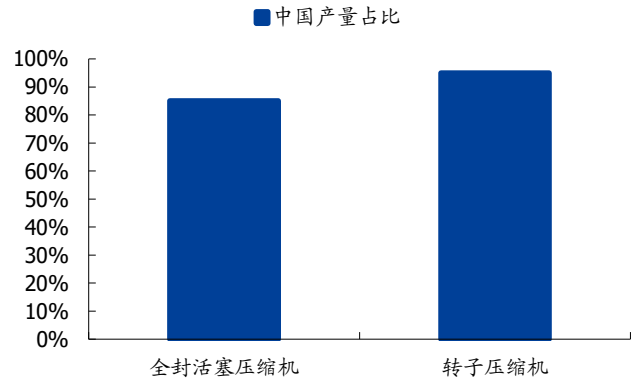
中国作为全球最大家电制造中心, 规模优势领先。中国是全球重要的白电制造中心, 制造能力领先, 具备产业链集群和规模优势。据产业在线数据, 2023年空调产量占销售比重为80%, 而冰箱产能占比为63%。同时, 在上游零部件环节, 中国产量也具备优势, 2023年中国全封活塞压缩机和转子压缩机产量全球占比分别为85%和95%。

图表36: 白电中国产量或产能占比超60%



资料来源: 产业在线, 国盛证券研究所

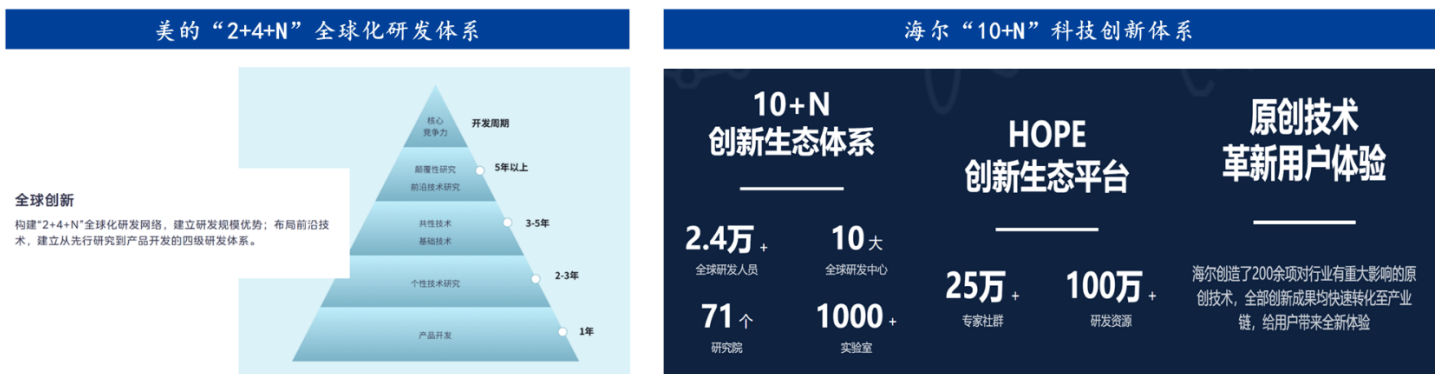
图表37: 白电零部件中国产量90%左右



资料来源: 产业在线, 国盛证券研究所 (注: 均为2023年数据)

激烈竞争之下中国家电快速迭代, 产品力降维打击。中国家电供应链体系完善, 规模效应加持下生产成本更低, 产品也更具备性价比。同时, 中国企业出海也更注重本地化、全球化研发, 多年来国内市场的竞争程度较国外更加激烈, 国内品牌在激烈竞争之下更注重洞察消费者需求, 更快速迭代产品, 当前美的、海尔等头部公司均建立了全球化研发及创新体系, 将创新成果快速转化至产业链。

图表38: 中国家电产品研发实力毋庸置疑



资料来源: 各公司官网, 国盛证券研究所

➤ 中国家电出海策略是什么?

海外自建产能, 规避贸易风险及降低成本。早期国内家电龙头通过直接收购海外优质工厂或合资建厂的方式扩充海外产能, 近年来随着海外市场的深入拓展, 多数家电龙头均在海外自主建设研发中心、生产基地和销售公司, 全球化经营。一方面, 关税、出口政策近年来变动频繁, 海外建厂可以有效规避贸易壁垒; 另一方面, 就近生产也在一定程度上降低了运费、土地、水、电等成本及费用, 同时离当地消费者更近也加强了产品的本土化创新。

图表39: 中国家电海外自建产能情况梳理

| 品牌 | 生产基地数量                                       | 产能情况  | 早期收并购制造基地历程   |
|----|--|---|---|
| 美的 | 全球有33个研发中心和40个主要生产基地<br>海外有17个研发中心和21个主要生产基地 | 巴西工厂年产能预计130万台，包括冰箱、洗衣机等品类，预计24年7月竣工投产；<br>2023年，埃及洗碗机工厂预计最大年产能150万台；<br>意大利热泵工厂预计年产能30万台，24年Q2投产   | 1998年，美的收购日本东芝万家乐空调压缩机工厂，进入中央空调领域。<br>1999年，美的与意大利意黛喜成立洗碗机和电机的合资公司。<br>2000年，美的从日本三洋收购磁控管业务。<br>2007年，第一个海外基地在越南建成投产。   |
| 海尔 | 在全球拥有35个工业园，143个制造中心                         | 2023年，海尔智家先后布局产能200万台的高端冰箱工厂、空调核心部件压缩机基地、年产能200万台BWT海尔智家净水工厂、巴基斯坦厨电工厂以及总产能超百万台的埃及生态园。<br>2023年，海尔埃及生态园二期工程主要生产冰箱、冷柜，二期工程设计总产能将超100万台。海尔设立土耳其工业园，工厂年产能380万台。<br>海尔罗马尼亚冰箱工厂成为欧盟首个COSMOPlat（全球首家引入用户全流程参与体验的工业互联网平台）互联工厂，年产能100万台。<br>2023年，海尔在巴基斯坦当地产能达到240万台。<br>2023年，海尔设立土耳其工业园，工厂年产能380万台。<br>2023年，海尔罗马尼亚冰箱工厂成为欧盟首个COSMOPlat互联工厂，年产能100万台。<br>2024年，中德生态园的年总产能将达到1500万台。 | 1999年，海尔第一个海外工业园在美国南卡罗来纳州奠基。<br>年产能50万台，是当时中国在海外最大的一个投资项目。<br>2001年，海尔并购意大利一冰箱工厂，不仅获得欧洲白电生产基地，还拥有参与当地制造商组织并获取信息的条件，实现当地融资、融智、融文化。<br>2001年，海尔收购意大利一家工厂，实现欧洲化。<br>2007年，海尔在印度收购一家产能35万台的冰箱厂，启动在印度的第一座制造基地，实施印度本土化战略。 |
| 海信 | 在全球拥有34个工业园区和生产基地，<br>26所研发机构                | 2017年，捷克工厂产能增长为年产单班100万台。<br>2022年，海信南非家电产业园年产能达到电视1000万台、冰箱55万台。   |   |
| 长虹 | 全球建有11个研发基地，17个制造基地，<br>遍布全球160多个国家和地区       | 2016年，在巴基斯坦形成单班年产16万台冰箱的生产能力，冰箱工厂达到单班日产500套的水平。<br>2021年，长虹电视超级工厂全球年产能超过1500万台，其中海外生产基地年产能超800万台。   | 1998年，长虹起步探索海外业务，而后逐步在印尼、大洋洲、欧洲、中东、巴基斯坦等地开办海外子公司，并成为首批在欧洲建立生产基地的中国企业。<br>2007年，竣工投产的捷克工厂是中国家电企业在欧洲自主投资的第一个海外生产基地。   |

资料来源: 各公司官网, 各公司公告, 国盛证券研究所

**收并购海外知名品牌，降低品牌和渠道壁垒。**以品牌出海为主的公司，2010年后在海外拓展方面主要采取自主品牌出海+收并购海外知名品牌的方式进行。其中，海信主打Hisense自主品牌出海，通过体育营销扩大品牌知名度，当然也强势收并购了几大国际品牌，扩大影响力；美的则在B端和C端品牌方面均有布局，强化自身技术储备；海尔通过收并购欧洲、北美等核心区域的知名品牌，全球化道路不断铺平。一方面，海外消费者品牌忠诚度较高，国内品牌出海知名度相对不足，收并购国外老牌可以快速打开海外市场；另一方面，收并购海外品牌也可以帮助中国企业更快获取渠道资源，降低拓渠道成本和难度。

图表40: 中国家电出海收购品牌梳理

| 品牌 | 时间    | 收购品牌名称          | 目的   |
|----|-------|-----------------|--|
| 美的 | 2010年 | 埃及Miraco        | 美的获得投资Miraco公司产品、品牌及市场的机会, 拓展非洲市场, 并提升公司在埃及和周边地区的成本竞争力。  |
|    | 2011年 | 开利拉美            | 美的收购开利拉美空调业务公司, 加快深入推进全球化战略, 完善全球布局, 拓展自有品牌, 强化本土营销, 培育海外制造能力, 培养储备优秀国际化人才, 积累全球化与海外拓展经验。  |
|    | 2016年 | 东芝家电            | 美的收购东芝家电, 在包括日本、东南亚在内的重要市场取得显著的业务规模和强大的分销渠道, 并在专利技术应用及品牌方面获得在全球家电领域已拥有较高知名度和突出实力的东芝的强力支持, 推动与夯实美的集团全球运营的基础, 提升全球竞争实力。  |
|    | 2016年 | 意大利中央空调企业Clivet | 美的收购意大利中央空调企业Clivet80%的股权。   |
|    | 2016年 | 东芝家电            | 美的收购东芝家电的股权。   |
|    | 2017年 | 德国库卡机器人公司       | 美的收购德国库卡机器人公司94.99%的股份, 推进集团全球化发展、优化产业布局、深入全面布局机器人产业。  |
|    | 2017年 | 以色列高创公司         | 美的以色列高创公司79.37%的股份。  |
| 海尔 | 2011年 | 日本三洋电机株式会社      | 海尔集团(“海尔”)收购三洋电机在日本的洗衣机和家用冰箱业务及其在印度尼西亚、马来西亚、菲律宾和越南的洗衣机、家用冰箱和其它家用电器(白电)销售业务, 实现研发、制造、营销和双品牌运作的全流程的以创新为导向的市场瞬间扩充。  |
|    | 2012年 | 新西兰飞雪派克         | 2012年海尔集团收购新西兰飞雪派克, 2018年受让给青岛海尔, 帮助海尔在新西兰和澳大利亚市场占据稳固地位。   |
|    | 2016年 | 通用电气家电          | 海尔整合通用电气家电, 以55亿美金收购美国GE家电, 助力加速实现扩张目标。  |
|    | 2019年 | Candy           | 青岛海尔股份有限公司收购Candy S.p.A公司, Candy公司正式成为青岛海尔的全资子公司。旗下品牌Candy、Hoover及Rosières与海尔、GE Appliances、Fisher& Paykel一同作为海尔核心国际品牌, 加大境外市场尤其是欧洲市场的拓展力度, 完善产品品类, 增强对不同客户群的覆盖。 |
|    | 2023年 | 开利商用制冷业务        | 海尔以约6.4亿美元现金收购开利旗下的商用制冷业务, 切入B端商用业务, 同时进一步拓展欧洲布局。  |
| 海信 | 2018年 | TVS             | 享有东芝电视产品、品牌、运营服务等一揽子业务, 并拥有东芝电视全球40年品牌授权。  |
|    | 2018年 | Gorenje         | 收购欧洲家电巨头Gorenje, 推动高端化转型。  |
|    | 2021年 | 三电              | 海信家电收购日本三电控股株式会社的股权。   |

资料来源: 各公司官网, 各公司公告, 国盛证券研究所

图表41: 海尔和美的在不同区域品牌策略梳理

| 品牌 | 旗下品牌            | 主要覆盖区域                    |
|----|-----------------|---------------------------|
| 海尔 | 海尔              | 中国、北美、日本、非洲、新西兰、东南亚等      |
|    | GEA             | 北美、中国、墨西哥、印度、波多黎各、韩国等     |
|    | Fisher & Paykel | 亚洲、澳大利亚、北美、新西兰、欧洲、印度、新加坡等 |
|    | AQUA            | 日本、东南亚                    |
|    | Casarte         | 中国、北美、欧洲、南亚等              |
|    | Leader          | 中国                        |
|    | Candy           | 欧洲、亚洲                     |
| 美的 | 美的              | 亚洲、非洲、欧洲、中东、美洲            |
|    | Toshiba         | 东南亚                       |
|    | Comfee          | 美国、中国、东南亚、加拿大、德国等         |
|    | EUREKA          | 美国、英国、加拿大、德国              |
|    | 小天鹅             | 中国                        |

资料来源: 各公司官网, 国盛证券研究所

### 2.2.3 对比总结: 中国家电出海仍是未来大趋势

对比日本汽车 1970s-1990s 出海历程, 以及当前我国家电出海阶段, 我们认为我国家电虽然产业环境不及当年日本汽车出海阶段, 但是在供应链能力方面更强、产品力较优, 二者采用的出海策略也较为相似。具体来看:

- 1) **产业背景：**日本当时所处环境内外需都更为充足；中国当前的家电内需相对饱和，但海外新兴市场仍有渗透率提升空间。在1970s-1990s，日本国内外都处于汽车需求旺盛阶段，尤其是出海欧美市场，不过在保有量迅速提升后，新兴市场也为日本汽车出海贡献较大增量。当前，我国家电内外需环境虽不及当年日本汽车出海时期，国内外主要市场的家电保有量都处于较高水平，但是一方面高保有量不意味着不增长，欧美市场依然保持较为稳健的增速；另一方面新兴市场依然为我国家电出海提供了广阔空间。
- 2) **产业链特征：**日本汽车凭借“低油耗”产品特性获得消费者青睐，并通过“精益生产”弥补供应链劣势；中国家电作为全球最大制造中心，**产品力和供应链能力更强**。两次石油危机推动低油耗的日系车进入欧美市场，多品种、小批量产品特性+缺少资金+缺少劳动力反而促成了精益生产的诞生，并采用“下包制”提升供应链稳定性；我国家电则具备非常明显的规模优势，零部件和整机在全球产量占比较高，供应链体系完善，同时中国家电企业在多年激烈竞争之下产品迭代速度更快，产品力较海外企业形成降维打击。
- 3) **出海策略：**日本汽车生产主要在海外，通过收购、合资模式与当地制造商建立同盟；我国家电出海以直接出口为主，海外品牌端发展以收并购为主。为了规避关税壁垒及出口限额风险，日本车企很快从直接出口转向海外建厂，同时采用收购、合资模式与海外制造商建立同盟；我国家电由于产业集群及规模效应显著，更多采用直接出口模式，不过近几年为了规避贸易风险也开始了海外自建产能，同时为了降低品牌和渠道壁垒，头部企业在拓展海外市场时往往选择收并购当地知名老牌的方式。

图表42：日本汽车出海历程对比我国家电出海现状

|       |       | 日本汽车出海<br>(1970s-1990s)                          | 我国家电出海<br>(当前时点)                        |
|-------|-------|--|---|
| 产业背景  | 内需    | 充足，增长迅速。<br>百户保有量从1970s的29辆提升至1990s的86辆。         | 相对有限。<br>国内农村和城镇白电保有量均已提升至较高水平。         |
|       | 外需    | 需求旺盛，弹性更大。<br>石油危机推动市场对经济性更高的小型车辆需求。             | 整体渗透率水平较高，但新兴市场仍有较大提升空间。                |
| 产业链特征 | 产品力   | 产品力强，低油耗标签。<br>先进技术+轻量化设计，燃油效率高。                 | 性价比优势，产品更新迭代速度更快。                       |
|       | 供应链能力 | 精益生产，减少库存和提高生产效率。<br>“下包制”供应链体系提升精益生产稳定性。        | 规模优势，全球最大家电制造中心。<br>供应链体系完善，具备明显产业集群效应。 |
| 出海策略  |       | 直接出口转向海外建厂，规避关税壁垒及出口限额风险。<br>收购/合资模式，与当地制造商建立同盟。 | 直接出口+海外自建生产基地。<br>收并购海外知名品牌，降低品牌和渠道壁垒。  |

资料来源：国盛证券研究所整理

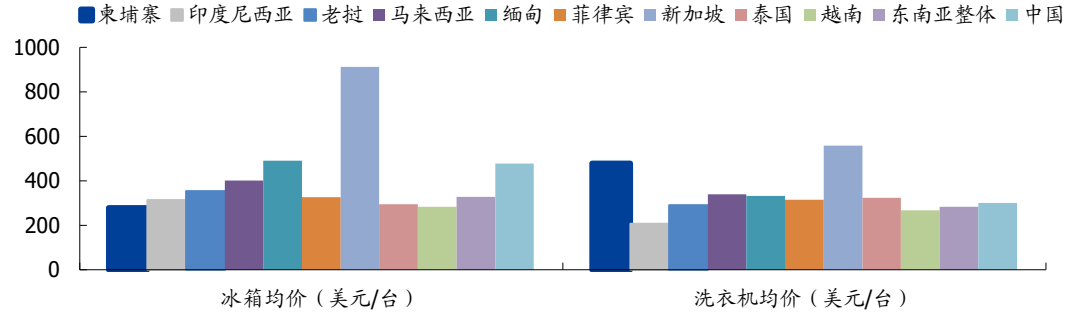
### 2.3 长虹系出口：被低估的长虹系外销

我们认为，长虹系未来在海外市场有望持续打开成长空间。长虹外销主打东南亚、中东非及拉美市场，当地仍具备渗透率提升逻辑，同时公司海外价值链条提效，对当地品牌具备议价权，盈利能力更优。

长虹聚焦东南亚、中东非及拉美市场，具备议价权。一方面，公司聚焦在一带一路国家

和地区，当地市场消费能力相对偏中低端且以当地品牌为主，对中国品牌认可度也更高，同时东南亚国家庞大的人口基数也带来了较为充足的发展空间；另一方面，公司也在不断完善北美及欧洲等发达国家市场，也有望贡献一定的增量。

图表43: 东南亚国家家电均价水平低于中国



资料来源: GFK, 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

### ➤ 长虹海外业务版图几何

从长虹系整体来看，集团业务已覆盖全球 160 余个国家和地区市场，海外经营实体 30 个，建立了 11 个全球研发中心，在西班牙、捷克、印尼、巴基斯坦、越南五大制造基地基础上，目前已完成冰箱压缩机产业墨西哥建厂选址；家电产业在墨西哥、波兰建厂投资初步论证，面向北美及欧洲市场的生产基地也不断完善。

图表44: 长虹海外业务



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

### 从长虹海外扩张路径看:

1) 印尼是集团国际化战略的第一步，1998 年长虹进入印尼市场，2008 年建立长虹印尼

电器有限公司，长虹选择印尼的原因主要有：当地人口众多、市场需求大；外贸壁垒低，且对中国认知度高，进入难度简单，公司在印尼市场拥有空调、电视生产线，冰箱、洗衣机产品从美菱进口。

2) 欧洲是集团布局第二步，欧洲市场特点是贸易壁垒高、但市场消费力旺盛。2006年起，四川长虹在捷克设立欧洲长虹，2007年捷克工厂正式投产运行，是中国品牌在欧洲建立的第一个家电制造基地，2008年起，长虹在欧洲开始品牌销售业务，2011年于柏林设立营销中心，至此，销售区域目前已经覆盖德国、法国、捷克、意大利、西班牙、荷兰、波兰、英国等国家。

3) 2010年集团分别在俄罗斯与迪拜设立子公司俄罗斯长虹与中东长虹，前者主要以俄罗斯市场为重心，辐射东欧各国及中亚五国区域；后者销售区域覆盖中东20余国家。

4) 2011年长虹美菱与阿联酋RUBA下属子公司鲁巴综合贸易公司FZE共同投资长虹RUBA电器与长虹RUBA贸易，二者美菱持股比例分别为40%/60%，开拓巴基斯坦业务，其中RUBA电器为制造公司，产品主要为冰箱。

5) 2015年公司于硅谷成立北美研发中心。

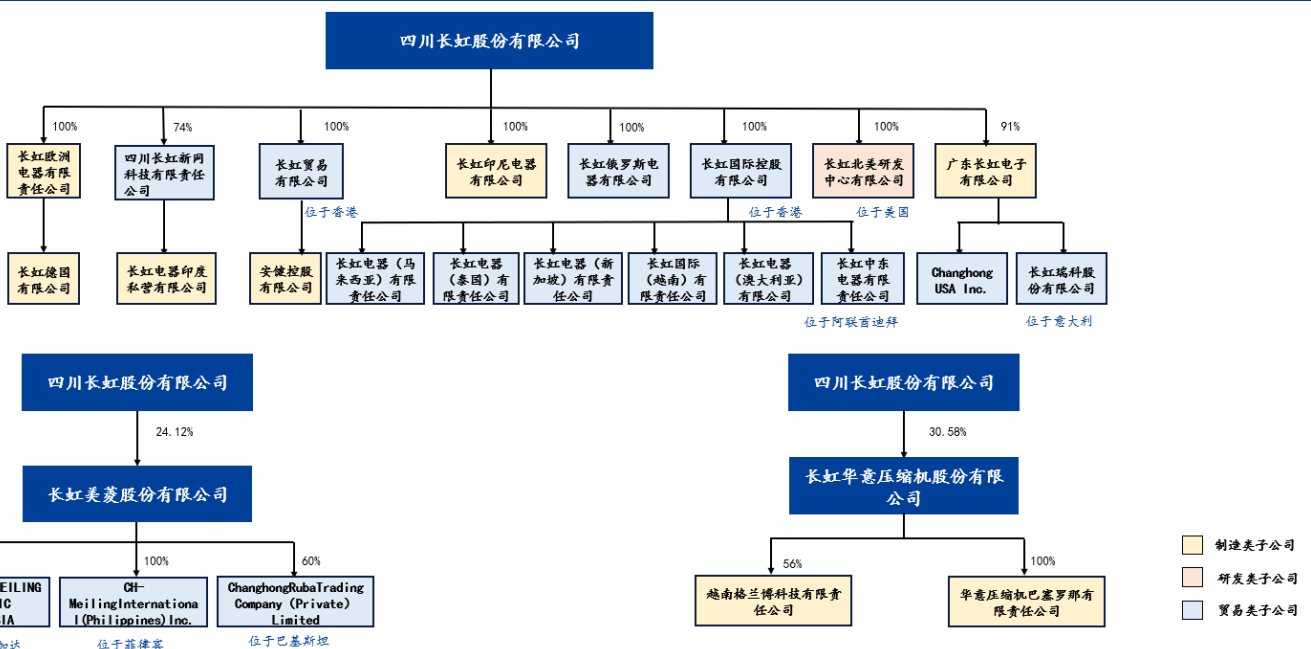
6) 2017年长虹成立长虹国际，随后分别在马来西亚、泰国、新加坡、越南、迪拜、澳大利亚等地投资销售类孙公司，以深化在这些地方的营销网络。

图表45: 长虹海外扩张路径



资料来源：官方微信公众号，公司公告，四川省人民政府网，国盛证券研究所

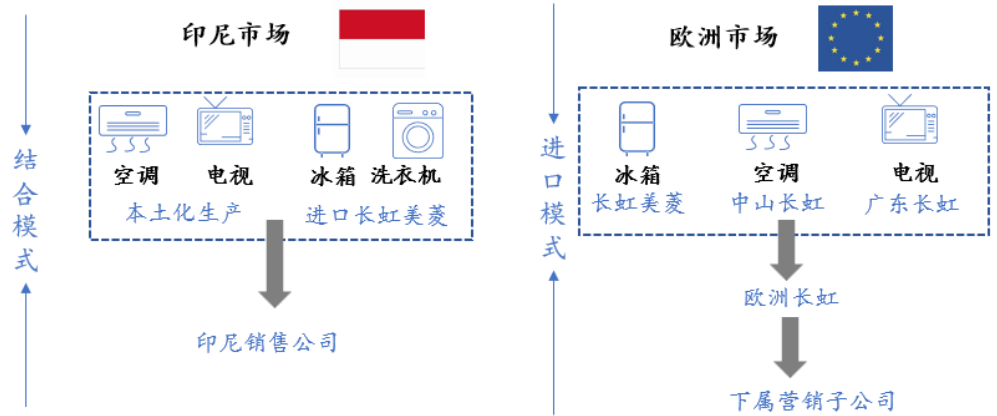
图表46: 长虹海外重要子公司



资料来源：公司年报，公司公告，企查查，国盛证券研究所

**海外价值链：长虹海外供应主要分为结合模式与纯进口模式两种。**1) 在巴基斯坦、印尼等拥有生产基地的区域，当地制造公司会向贸易公司直接供应一部分产品。以印尼市场为例，印尼基地生产空调、电视产品，冰箱及洗衣机从长虹美菱进口。2) 对于大部分地区而言，进口是主要供应模式。以欧洲为例，欧洲长虹是贸易中枢，其在各国设立销售子公司。其空调/冰箱/电视产品供应主体分别为中山长虹、长虹美菱及广东长虹。

图表47: 长虹海外供应链模式



资料来源: Wind, 公司公告, 公司官网, 国盛证券研究所

➤ **产品：自有品牌与 OEM 并行，以差异化优势破局**

公司外销端采取自有品牌+OEM 结合模式销售，以 OEM 扩市场，以自有品牌获利润。分品类看，1) 空调以 OEM 为主，聚焦全球战略客户、区域头部客户，不断提升服务能力。公司基于 QCDSR 理念做 To B 业务，在质量、成本、交期上保持自身差异化优势。2) 冰洗板块，公司自主品牌与 OEM 模式齐头并进。其中自主品牌主要发力“一带一路”地区，用“以销定产”的方式保持资金周转、库存方面的优势；在欧洲等区域，迎合市场 ESG、大容量等需求，推变频、能耗升级产品，进一步提高产品毛利空间。

图表48: 长虹法国售卖产品

**FSS559NEI42D**



- No frost systém
- E energetická třída
- Invertorový kompresor
- 5.5L vodní dispensor
- LECO systém - zachování čerstvosti
- Elektronický řídicí systém s dotykovým displejem
- Multi air flow
- Velký úložný prostor
- Prázdninový režim
- Zapuštěné madlo
- 12 let záruka na kompesor

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

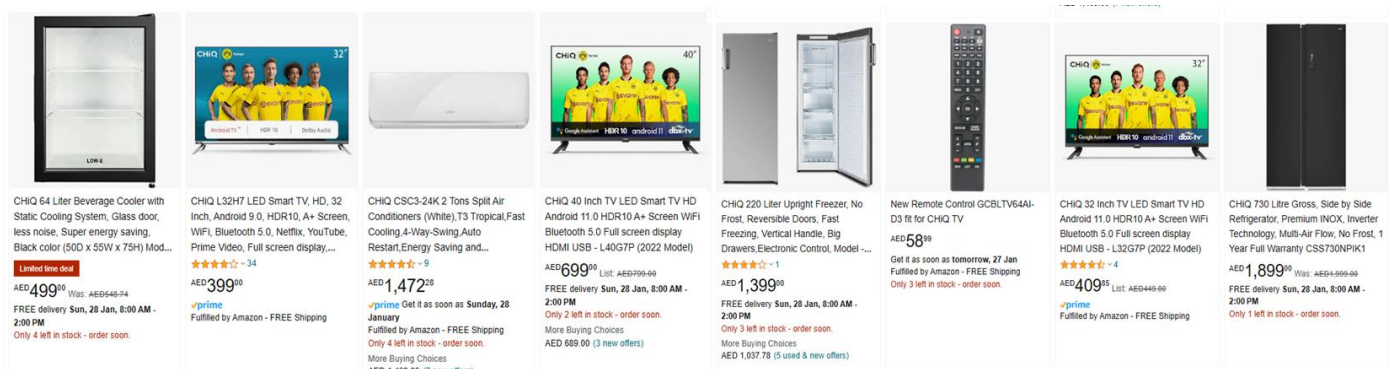
➤ 营销：深化集团资源整合共享

为了集团加强海外业务协同，四川长虹的全资子公司长虹国际承担品牌运营中心的角色，其目前运营长虹与 CHIQ 两大品牌，业务涵盖海外战略研究布局、国际化投资运营、供应链管理，提供综合性全产业链服务。

➤ 渠道：聚焦核心区域，借力电商平台

公司外销采用集中化策略，根据产品不同重点市场各有差异。其空调业务聚焦东南亚、拉美市场，聚焦大客户，Top10 的门槛不断提升；冰洗业务则以欧洲、中东非等地为主，逐渐发力“一带一路”地区。此外，长虹大力布局电商板块，以亚马逊为核心，销售范围涵盖电视、冰箱、显示器、移动空调等全系列家电产品。

图表49：亚马逊上 CHIQ 品牌一览



资料来源：亚马逊，国盛证券研究所

风险提示

行业竞争加剧：若行业弱周期下龙头品牌加大竞争力度，可能削弱公司的竞争力。

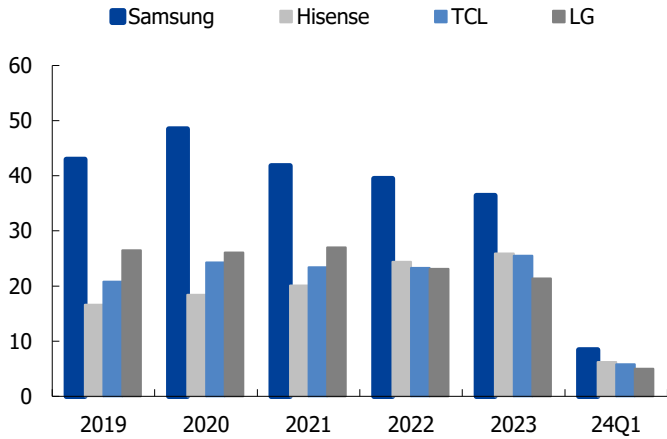
地产不景气风险：假设房地产竣工低于预期，不利于家电销售，将影响长虹出货量。

2.4 TCL 系出口：区域市占率提升+业务协同可期

2.4.1 TCL 电子：全球黑电龙头，多区域市占率持续提升

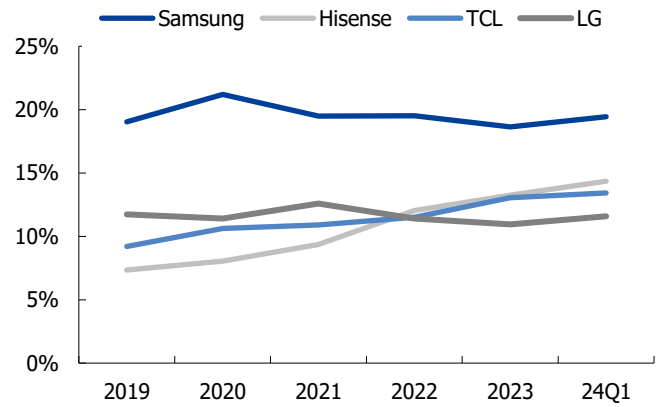
据奥维数据，2023 年 TCL 全球电视销量 2550 万台，居于行业前三。2019-2023 年 TCL 出货量 CAGR 为 5.2%，对比行业 CAGR 为-3.9%，TCL 实现逆势增长。TCL 在 2019-24Q1 市占率提升 4.2pct 至 13.8%。自 2022 年起 TCL 出货量超越 LG，且与三星的差距在逐步减小。

图表50: 2022年起TCL出货量超越LG(单位:百万)



资料来源: 奥维睿沃, 国盛证券研究所

图表51: TCL市占率逐年提升

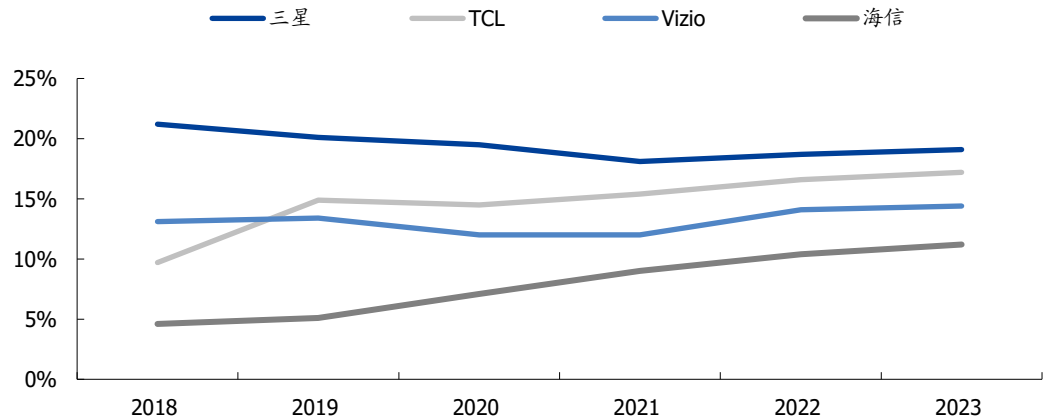


资料来源: 奥维睿沃, 国盛证券研究所

分区域看, TCL在多个市场已经取得领先地位。

1) 北美市场中, TCL在美国及加拿大市占率达第二/第三。2010年TCL开始经营自有品牌, 2011-2013年间TCL在北美主要以拓渠道为主, 销售表现较为平淡, 2014年TCL在北美拿下沃尔玛黑五大单, 2015年北美销量突破百万台, 随后TCL逐渐拓展Best buy、好市多、沃尔玛等渠道, 自2019年开始TCL在美国市占率达到第二, 随后一直在稳步推进, 据奥维云网数据, TCL 2023年市占率已达17.2%。北美市场近年来贡献了不少增量, 2015-2023年TCL北美CAGR为32.9%, 北美市场收入占比提升了15.9pct至20.9%。

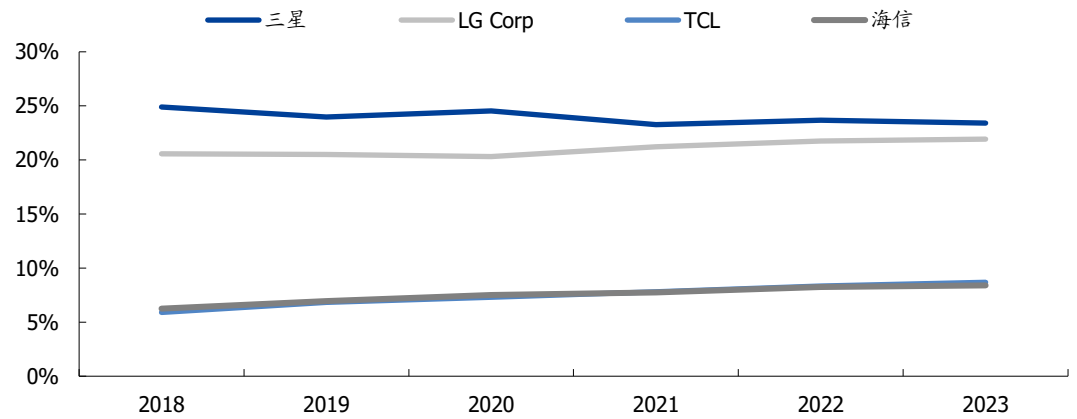
图表52: TCL北美市占率



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

2) 新兴市场中, TCL在澳大利亚、菲律宾、缅甸及巴基斯坦位列第一, 沙特阿拉伯居于第二。新兴地区是TCL最早布局的市场, 自1996年起TCL就凭借越南工厂逐渐将业务拓展到东南亚、俄罗斯及印度等区域。2016年TCL与巴西合资成立SEMP公司, 2017年巴西市场销量翻倍增长。据奥维数据, 目前TCL在新兴市场市占率为8.7%, 居于第三。

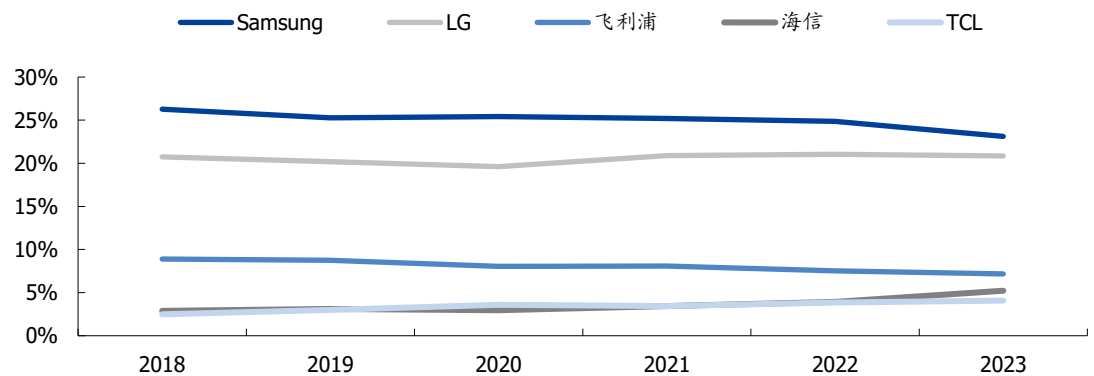
图表53: TCL 新兴市场市占率



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

**3) 欧洲市场中, TCL 在法国市占率位列第二, 西班牙、捷克、瑞典等地位列第三。**  
TCL 自并购法国汤姆逊业务开始在欧洲市场经营, 法国市场一直是 TCL 核心市场。TCL 在欧洲以法国市场为基础, 将经营范围扩大到德国、英国、波兰、西班牙、意大利等市场。2020 年 TCL 欧洲实现突破, 销量增长 66%, 截至 2023 年 TCL 在欧洲市占率达 4.1%。

图表54: TCL 欧洲市场市占率

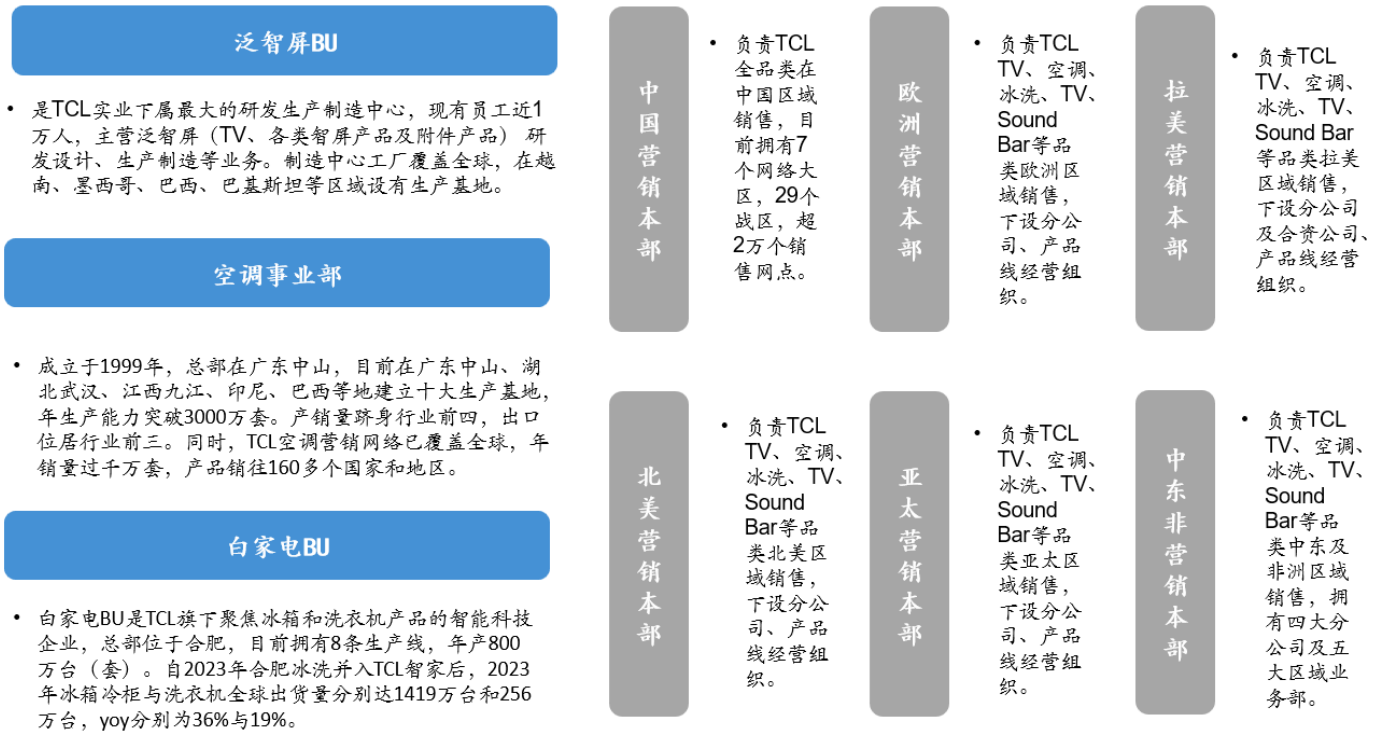


资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

我们认为 TCL 出海取得如今成就的原因有其架构的优化、产能的全球化、市场精细化。

从集团架构看, TCL 实业旗下家电板块相关业务部门设置有泛智屏 BU、空调事业部、白家电 BU, 营销相关 BU 有中国、北美、拉美、欧洲、亚太、中东非六大营销本部。具体看:

图表55: TCL实业BU



资料来源: TCL 实业官网, 武汉驻穗办, 国盛证券研究所

与海信视像 2005 年确立“大头在海外”政策、开始把海外市场当作重心不同的是，TCL 是一家有先天性”国际化基因”的公司。TCL 总部位于广东，上世纪七十年代末珠三角地区就兴起来料加工等外贸方式，TCL 在成立之初就开始做组装、代工等出口。从生产全球化看，1999 年 TCL 就在越南建厂，2004 年通过收购 TTE 获得墨西哥 MASA 基地及波兰工厂，而海信 2015 年才收购墨西哥工厂、开始建设海外产能。2004 年 TCL 电子海外收入占比一度高达 49%，对比海信外销占比仅 15%。2017 年 TCL 外销收入超过内销收入，而 2020 年海信外销占比才突破 50%。2023 年 TCL/海信视像海外收入分别为 298/247 亿元，TCL 海外收入始终高于海信视像。

产能布局看，早在 2020 年 TCL 电子已经在中国惠州、成都、内蒙，海外的波兰、越南、巴西与墨西哥等国家建立了 10 多个工厂。在美国、欧洲、日本、中国香港以及内地多个城市建立了研发中心，产品销售到 119 个国家和地区。

我们认为 TCL 全球化的制造体系帮助其抵御了逆全球化趋势。以美国出口为例，2018 年美国对中国电视关税加征 7.5%至 11.4%，TCL 随之调整海外生产基地和供应链，出口美国的彩电逐步从中国转移到墨西哥、越南工厂制造交付，在这些海外工厂的制造比例由 2020 年底的 36%提升至 2021 年的 50%，且后续还在持续提升，目前墨西哥、越南产能已经能满足北美区域所有订单。

精细化是 TCL 抢占市场的重要战略。以国际性体育赛事为例，TCL 电子在卡塔尔世界杯及欧洲杯两项赛事中均以赞助不同区域球队的方式进行营销更具有性价比。

图表56: TCL 营销策略更精细

|             | TCL   | 海信        |
|-------------|---|-----------|
| 2022年卡塔尔世界杯 | 巴西足球队全球合作伙伴, 签约法国、阿根廷、英格兰、西班牙球员为全球品牌大使                  | 官方赞助商     |
| 2024年欧洲杯    | 赞助德国、西班牙、意大利、波兰、斯洛伐克五只球队, 签法国足球队边锋金斯利·科曼为TCL欧洲杯期间法国品牌大使 | 最高级别官方赞助商 |
| 2024年美洲杯    | 官方合作伙伴  |           |

资料来源: 海信/TCL 空调员工之家官方公众号、搜狐新闻、界面新闻、新浪财经、国盛证券研究所

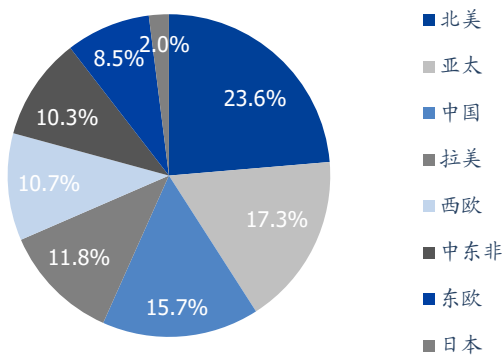
➤ 从北美市场复盘看 TCL 精细化战略

北美市场是全球彩电销售必争之地。份额看, 据迪显数据 2023 年北美市场占全球市场 23.6%, 是第一大销售区域, 但北美市场经营难度较高:

首先从竞争看, 三星、LG 等国际品牌早早进入北美, 此外 Vizio 等渠道自有品牌也拥有着极强竞争力, 2014 年时北美前三大品牌三星、LG、Vizio 市占率合计达 53.1%, 对比 TCL 当时市占率仅 3.2%。

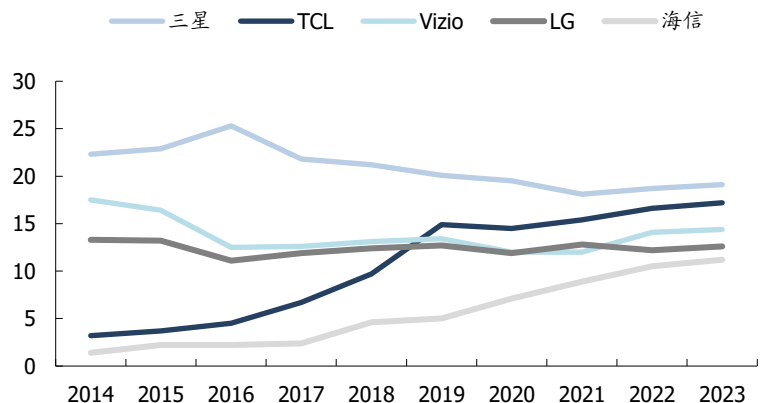
其次从渠道看, 北美六大渠道沃尔玛、亚马逊、百思买、Target、Costco 和山姆会员店控制了电视市场大部分份额, 国内市场, 厂商可以通过缴纳进店费获得展示机会。但在美国, 零售商采用精选商品陈列的原则, 不会向厂商收取进店费。此外零售渠道还拥有商品定价权, 新品牌无法通过价格战进入市场, 因此厂商必须拥有品牌力、有消费者愿意购买, 渠道才愿意进货。

图表57: 2023年北美是全球电视最大销售区域



资料来源: 迪显, 国盛证券研究所

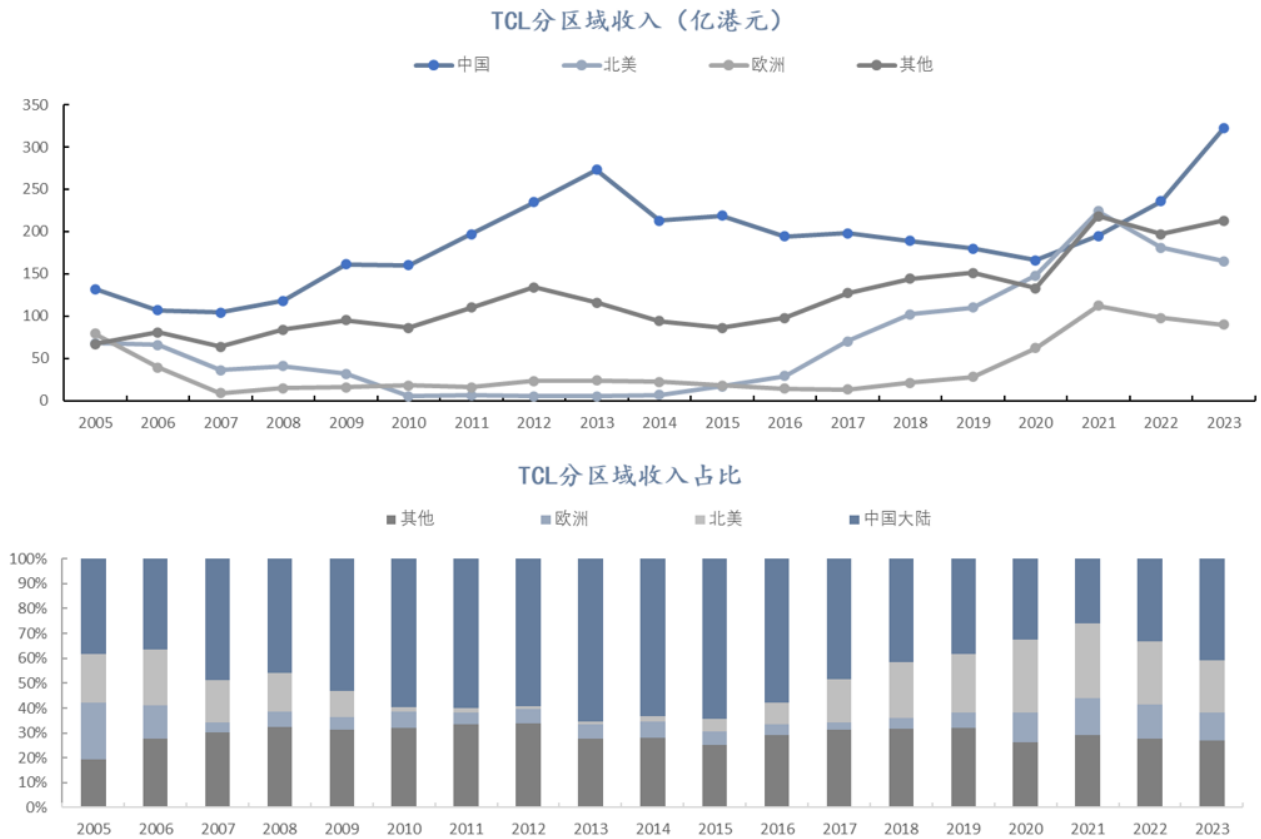
图表58: TCL 北美市场份额逐步提升 (单位: %)



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

2010 年开始 TCL 在美国经营自有品牌, 2017 年实现六大渠道全覆盖, 截至目前 TCL 现在在美国市场销量第二、加拿大第三。北美市场对 TCL 贡献十分重大, 2023 年 TCL 北美市场收入 165 亿港元, 收入占比达 20.9%。过往十年中北美市场增长最快, 2013-2023 年北美市场 CAGR 为 41.9%, 对比中国/欧洲/其他市场增速仅 1.7%/14.1%/6.3%。

图表59: TCL所有区域中北美增速最快



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

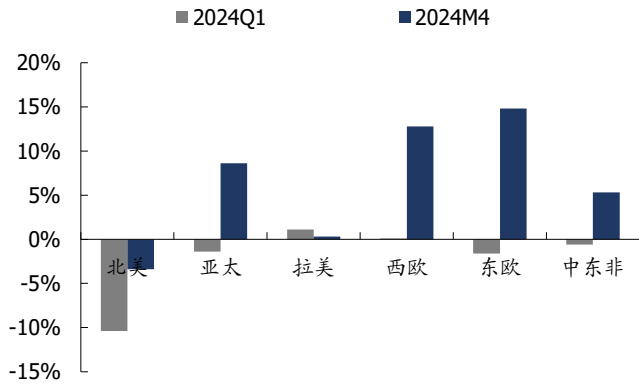
**展望未来，我们认为欧洲区域边际提升的空间较大：**

**1) 从市场潜力看，欧洲区域增速更快、产品结构更好。**据迪显数据，4月份西欧及东欧区域增速分别为12.8%/14.8%，远高于其余区域。北美市场由于去年基数较高、叠加行业价格战，预计终端需求较为平淡，亚太、拉美等新兴市场预计缓慢贡献增量。欧洲区域由于去年基数较低、叠加欧洲杯赛事驱动，是今年增长的重心。

此外欧洲市场产品结构更好。据奥维数据，2023年欧洲电视均价为839美元，对比北美仅572美元。且从市场趋势看，欧洲市场呈产品升级，2018-2023年电视均价提升34.5%，对比北美在频发的价格战之下均价下滑12.1%。TCL的品牌价格指数也侧面印证了这一点，据奥维数据，2023年TCL欧洲品牌价格指数为85，高于北美（亚太较高主要系中国市场带动）。欧洲市场同时也拥有大屏化趋势，以波兰为例，statista数据显示55寸以上电视目前已经占比40%。

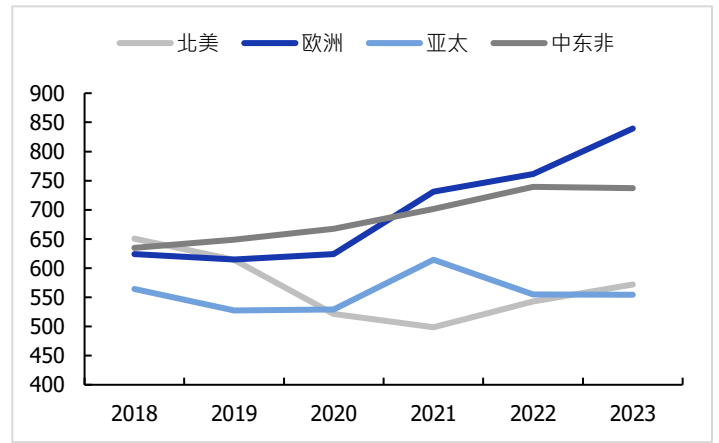
欧洲市场的难点在于拓渠道比北美更加复杂。美国市场的特点是“渠道为王”，传统六大渠道覆盖了绝大多数电视市场份额，只要在这些渠道有所突破、就能带来销量的迅速提升。对比欧洲市场国家众多、不同国家销售渠道不一样、需要逐一渗透。

图表60: 欧洲为今年主要增长区域 (销量 yoy)



资料来源: 迪显, 国盛证券研究所

图表61: 分市场均价情况 (单位: 美元)



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

2) 对于TCL而言目前欧洲区市占率仍有很大提升空间。对比美国市场, TCL在欧洲市场份额较低、拥有较大的增长空间。据奥维数据, 目前欧洲前五大TV市场为俄罗斯、德国、英国、意大利及法国, 其加总占了欧洲60%的市场份额。这些核心市场中TCL在英国及法国市占率较高, 均超7%, 但也远低于北美市占率; 而TCL在西班牙市占率仅4.5%, 此外俄罗斯几乎为空白市场。

2020年以来TCL在欧洲市场迅速铺进。2019年TCL于google在欧洲及拉美达成合作, 推出搭载其系统的电视, 依靠google的庞大用户群体, 2020年其欧洲区域电视销量yoy高达66%, 欧洲区域销售占比提升6.2pct至12.2%, 且近年来在法国、意大利等区域市占率持续提升, 2024Q1, TCL欧洲出货量同比+29.8%。我们认为本土化的架构、持续投入的全球赛事营销、高端渠道的持续拓展共同驱动了欧洲区域的增长。

图表62: TCL所有区域中欧洲增速最快

|      | 增速   |     |        | 市占率                |                                 |   |
|------|------|-----|--------|--------------------|---------------------------------|---|
|      | 北美   | 欧洲  | 新兴市场   | 北美                 | 欧洲                              | 新兴市场  |
| 2019 | 14%  | 35% | 40.80% | 美国第二               | 法国第三                            | 菲律宾/缅甸/沙特第二; 澳大利亚/巴基斯坦第三; 越南/泰国/阿联酋第四                           |
| 2020 | 25%  | 66% | 19.40% | 美国第二; 加拿大第三; 墨西哥第四 | 法国第三; 意大利/波兰第五                  | 巴基斯坦第一; 澳大利亚第二; 摩洛哥第三   |
| 2021 | -6%  | 48% | 10.50% | 美国第二; 加拿大第三; 墨西哥第四 | 法国第三; 意大利/捷克第四; 波兰第五            | 澳大利亚/巴基斯坦第一; 菲律宾/缅甸第二; 沙特/摩洛哥第三                                 |
| 2022 | 稳步推进 | 5%  | 10.40% | 美国第二; 加拿大第五; 墨西哥第四 | 法国第二; 意大利/捷克第三; 希腊/波兰第四; 匈牙利第五  | 澳大利亚/菲律宾/巴基斯坦第一; 缅甸/沙特第二; 哈萨克斯坦/巴西第三; 越南/泰国/阿根廷/摩洛哥第四; 阿联酋/智利第五 |
| 2023 | 16%  | 18% | 17%    | 美国第二; 加拿大第三; 墨西哥第五 | 法国第二; 西班牙/捷克/瑞典第三; 意大利/波兰/匈牙利第四 | 澳大利亚/菲律宾/缅甸/巴基斯坦第一; 沙特第二; 哈萨克斯坦/巴西第三; 越南/泰国/阿根廷第四; 印度/智利第五      |

资料来源: TCL电子年报, 国盛证券研究所

### 风险提示

**海外竞争加剧:** 若韩企短期内通过降价抢夺市场份额, 将压缩国产品牌海外的均价和盈利能力。

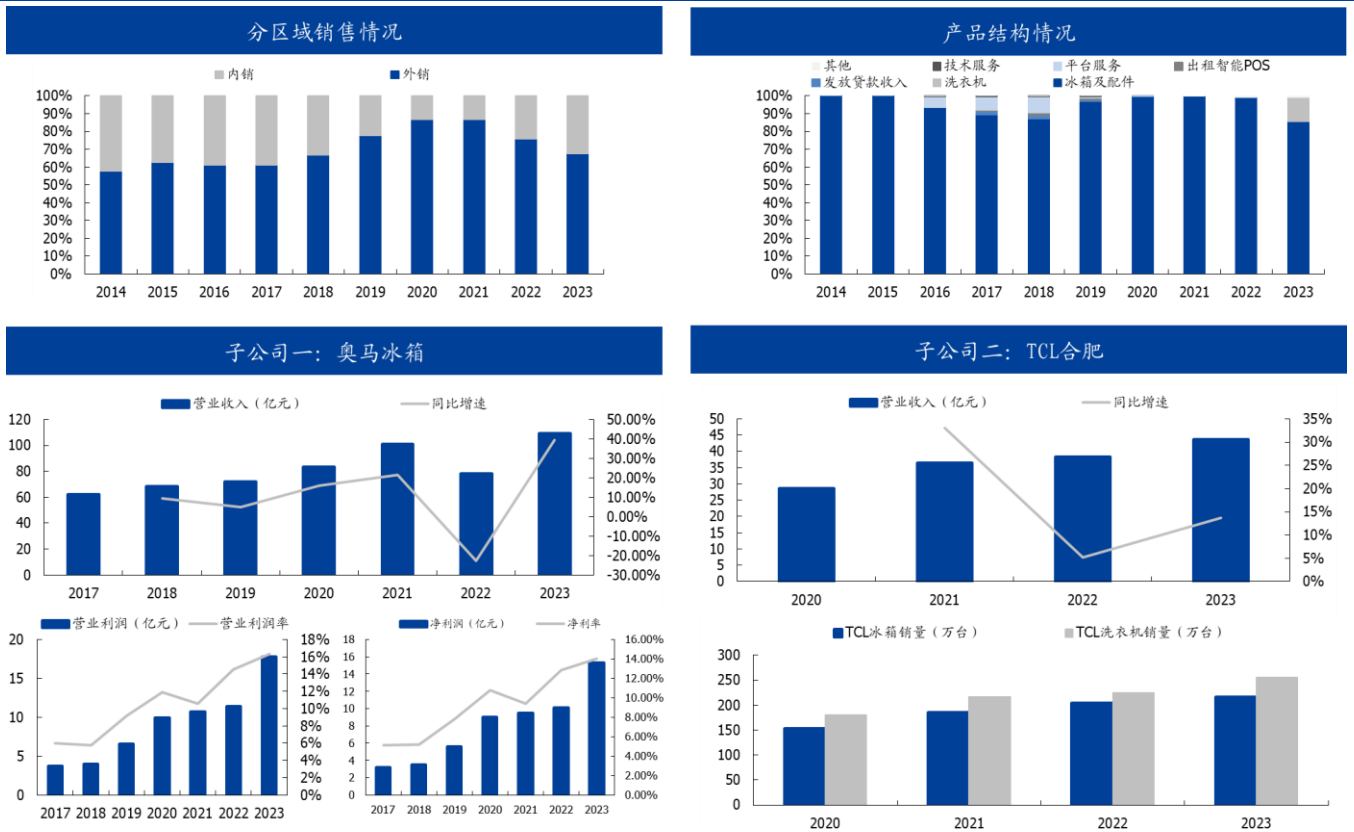
**面板涨价风险:** 电视仍然有较大成本源于面板, 若后续面板涨价将导致电视利润下移。

### 2.4.2 TCL 智家: 冰箱 ODM 出口龙头, 与 TCL 协同可期

公司专注于研发、生产和制造冰箱(含冷柜)和洗衣机两大家电品类, 其中, 奥马冰箱坚定“全球专业冰箱 ODM 供应商”的专业定位, TCL 合肥聚焦中高端冰洗产品的研发和生产。

- ✓ **从业务模式来看, 冰箱业务为核心, 海外销售为主。**公司主要采用 ODM 出口模式, 外销优势明显, 公司外销收入占比在最高峰时期达到 87%, 近年来公司也加大对内销业务的重视程度, 2023 年新收购 TCL 合肥后, 内销占比有提升, 2023 年外销/内销收入占比分别为 67%/33%。冰箱业务始终占据绝对主导, 2016-2019 年公司开展发放贷款/出租智能 POS/平台服务等互联网金融业务, 但公司的冰箱收入占比仍在 90%左右, 2020 年开始陆续剥离非核心业务, 2021 年将金融科技板块资产全部处置, 重新聚焦冰箱主业, 2023 年收购 TCL 合肥后, 新并入洗衣机业务, 冰箱业务收入占比降至 86%, 洗衣机收入占比为 13%。
- ✓ **从运营主体来看, 公司旗下拥有奥马冰箱和 TCL 合肥两大运营主体。**奥马冰箱是公司主要的收入及盈利来源, 在国外主要采用 ODM 模式, 在国内生产和销售自主品牌“Homa 奥马”, 并为战略客户提供 ODM 服务, 2023 年营收同增 39%至 109.34 亿元, 2023 年净利率高达 14.02%。TCL 合肥主要研发和生产 TCL 品牌冰箱、洗衣机, 具有完备的研发体系, 冰箱及洗衣机销量逐年稳步提升, 2023 年实现冰箱销量 216 万台、洗衣机销量 256 万台, 稳居行业前五, 2023 年实现营业收入 43.66 亿元, 同增 14%。

图表63: 公司主营业务情况



资料来源: Wind、TCL 实业年报、公司年报、公司官网、国盛证券研究所 (注: 2023 年公司正式收购 TCL 合肥)

冰箱出口代工标杆, 子公司奥马冰箱净利率水平较高。奥马整体的毛利率长期表现较好, 近年来一直处于上升通道, 2023 年毛利率在 25% 以上, 净利率同样在高个位数水平, 且仍在不断提升, 2023 年已提升至 14%。对比同业来看, 海尔作为冰箱内销龙头, 规模效应和品牌效应充分发挥, 毛利率水平多年保持在 30% 以上, 净利率水平保持在中高个位数; 海信过往在冰洗业务的毛利率也曾在 20%+, 净利率基本在中低个位数水平, 近两年由于大宗原材料价格波动等原因处于盈亏平衡线, 但 2023 年已经开始恢复至正常水平。

图表64: 代工龙头奥马冰箱净利率水平较高

|                 | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>奥马电器冰箱业务</b> |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 收入(亿元)          | 42.52  | 44.57  | 46.87  | 47.10  | 62.19  | 67.95  | 71.53  | 83.06  | 100.75 | 77.38  | 109.34 |
| 毛利率(%)          | 22.62% | 24.50% | 25.33% | 29.42% | 21.43% | 23.53% | 24.57% | 23.08% | 21.38% | 24.66% | 25.39% |
| 净利率(%)          | 4.60%  | 4.55%  | 5.68%  | 8.50%  | 5.14%  | 5.16%  | 7.83%  | 10.77% | 9.38%  | 12.86% | 14.02% |
| <b>海信家电冰洗业务</b> |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 收入(亿元)          | 101.06 | 118.64 | 115.56 | 127.79 | 141.11 | 160.73 | 161.28 | 187.09 | 230.18 | 212.07 | 260.7  |
| 毛利率(%)          | 23.62% | 21.88% | 23.28% | 24.80% | 19.45% | 20.72% | 23.74% | 21.51% | 16.73% | 17.53% | 19.11% |
| 净利率(%)          | 5.08%  | 1.96%  | 1.20%  | 3.79%  | 1.89%  | 3.31%  | 4.31%  | 2.91%  | 0.31%  | 1.08%  | 2.14%  |
| <b>海尔智家冰箱业务</b> |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 收入(亿元)          | 253.30 | 246.68 | 275.89 | 362.55 | 471.14 | 543.39 | 584.38 | 615.38 | 715.70 | 776.38 | 816.41 |
| 毛利率(%)          | 29.95% | 32.09% | 32.54% | 33.08% | 32.11% | 30.36% | 32.27% | 32.45% | 31.76% | 31.88% | 32.22% |
| 净利率(%)          | 9.75%  | 10.44% | 9.51%  | 6.20%  | 5.57%  | 5.80%  | 5.81%  | 6.49%  | 5.92%  | 6.44%  | 6.82%  |

资料来源: Wind、公司公告、国盛证券研究所 (注: 净利率数据是我们通过各业务板块毛利率扣除整体期间费用率、所得税率影响后测算所得; 奥马的净利率为其子公司奥马冰箱利润率)

公司深耕 ODM 出口市场，连续多年欧洲出口冠军。公司深耕冰箱 ODM 出口业务。其中，欧洲市场为公司最大的出口市场。公司产品可以满足欧洲严苛的能效标准，受益于欧洲能效标准提升，公司产品需求较旺，2023 年实现连续第 16 年蝉联中国冰箱出口欧洲冠军，在德国、法国、意大利、波兰及西班牙前五大市场占有率超过 34%，大幅领先同业。

图表65：奥马冰箱多年保持欧洲市场出口冠军



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

**高管团队：奥马冰箱高管团队稳定，成员从业经验丰富。**2002 年蔡拾贰带领骨干人员离开科龙，共同创办奥马，后续将公司出售给赵国栋后，冰箱资产打包注入子公司奥马冰箱，核心高管均继续在奥马冰箱留任，任职时间长达二十余年。在加入奥马冰箱前，高管团队成员多就职于海信、美的、长虹华意等知名家电公司，深耕于冰箱家电产业，在国际贸易营销、技术工艺进步等领域有丰富经验，为公司产品品质与战略发展提供保障。

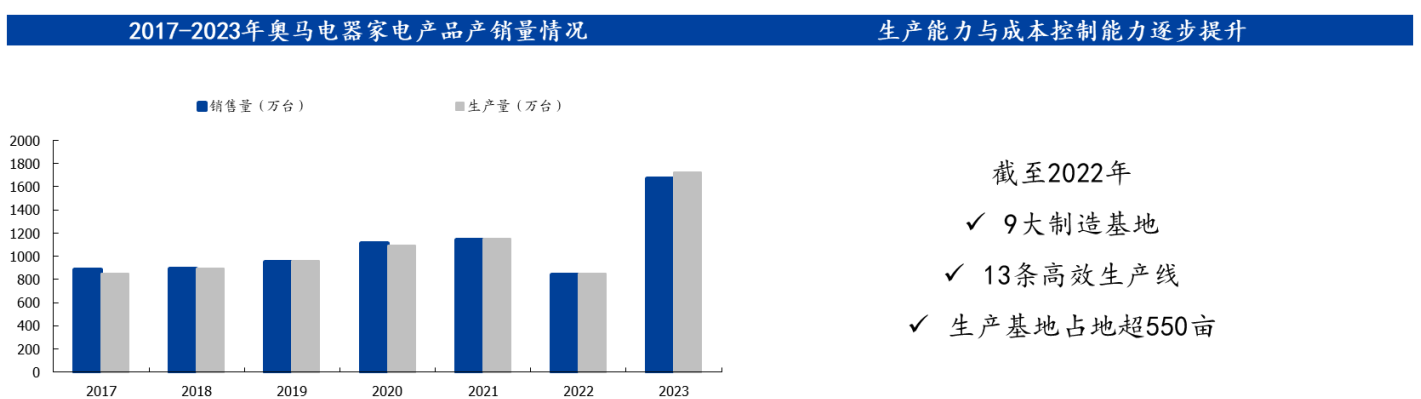
图表66: 奥马冰箱高管履历一览

| 姓名  | 职位    | 履历   |
|-----|-------|--|
| 蔡拾贰 | 董事长   | 2002-至今 奥马冰箱董事长，国内冰箱行业专家；总裁办成员<br>1986-2002 海信冰箱总经理  |
| 王济云 | 副董事长  | 2002-至今 历任奥马冰箱总裁、副董事长；董事会成员<br>1995-2002 海信冰箱副总经理、董事   |
| 姚友军 | 总裁    | 2002-至今 历任奥马冰箱副总裁、总裁；董事会成员<br>2000-2002 海信冰箱国际营销业务销售高级经理<br>2000 美的冰箱国际营销业务销售经理  |
| 吴世庆 | 高级副总裁 | 2002-至今 历任奥马冰箱副总裁、高级副总裁；奥马技术研究院院长；董事会成员<br>1995-2002 海信冰箱技术副总经理  |
| 刘展成 | 高级副总裁 | 2012-至今 历任奥马冰箱副总裁、高级副总裁<br>2009-2012 长虹华意董事<br>1999-2012 海信冰箱公司副总经理  |
| 余魏豹 | 高级副总裁 | 2012.7-至今 历任奥马冰箱副总裁、高级副总裁<br>2009-2012 三洋国内营销业务副总经理<br>1999-2009 美的冰箱人力资源总监；国内冰箱业务总经理助理                                    |
| 刁忠华 | 董事长助理 | 2007-至今 历任奥马冰箱二分厂厂长、副总裁助理、董事长助理；奥马冰箱党支部书记<br>1997-2006 海信冰箱技术部副部长；扬州科龙总经理<br>1985-1997 湖北沙松电冰箱工艺科科长；总工程师                   |
| 余建伟 | 副总裁   | 2002-至今 历任奥马冰箱技术部工程师、OEM（战略客户业务部）部长、三分厂厂长、五分厂厂长、研发中心研发总监、国内营销中心浙江分公司经理、制造总监兼六分厂厂长、副总裁助理、副总裁                                |
| 王艳慧 | 副总裁   | 2006-至今 历任奥马冰箱拉美事业部营销副总监、新兴市场事业部营销副总监、国际营销中心总经理、总裁助理、副总裁<br>2004-2005 海信冰箱国际影响业务销售经理<br>2003-2004 新飞冰箱国际营销业务销售经理           |
| 潘昌汉 | 副总裁   | 2008-至今 历任奥马冰箱经营管理部总监、副总裁助理、副总裁<br>2005-2007 佛山诚星总经理<br>2000-2005 海信冰箱经营部科长、部长   |
| 胡耀雄 | 副总裁   | 2009-至今 历任奥马冰箱工艺设备部部长、品质部部长、工艺设备总监、副总裁助理、副总裁<br>2006-2008 佛山富信企管部部长、生产部部长、技术部部长<br>1992-2006 海信冰箱生产部技术部长；冷柜生产部长、品质部长、总经理助理 |

资料来源：奥马冰箱官网，国盛证券研究所

**规模效应：公司规模效应突出，成本控制能力不断加强。**2023年，公司产品销量达到1675万台，年出货量超过1700万台，规模经济效益显著。近年来，公司不断提升生产能力，截至2022年，奥马冰箱设9大制造基地、13条高效生产线，生产基地占地超550亩，其中自有产权占地约500亩，拥有较强的生产供货能力与抗风险能力。同时，公司通过深度推进数字化建设和柔性生产模式的应用提升成本管控实力，2023年奥马冰箱单台产品的生产人工成本和整体制造费用实现了两位数的下降。

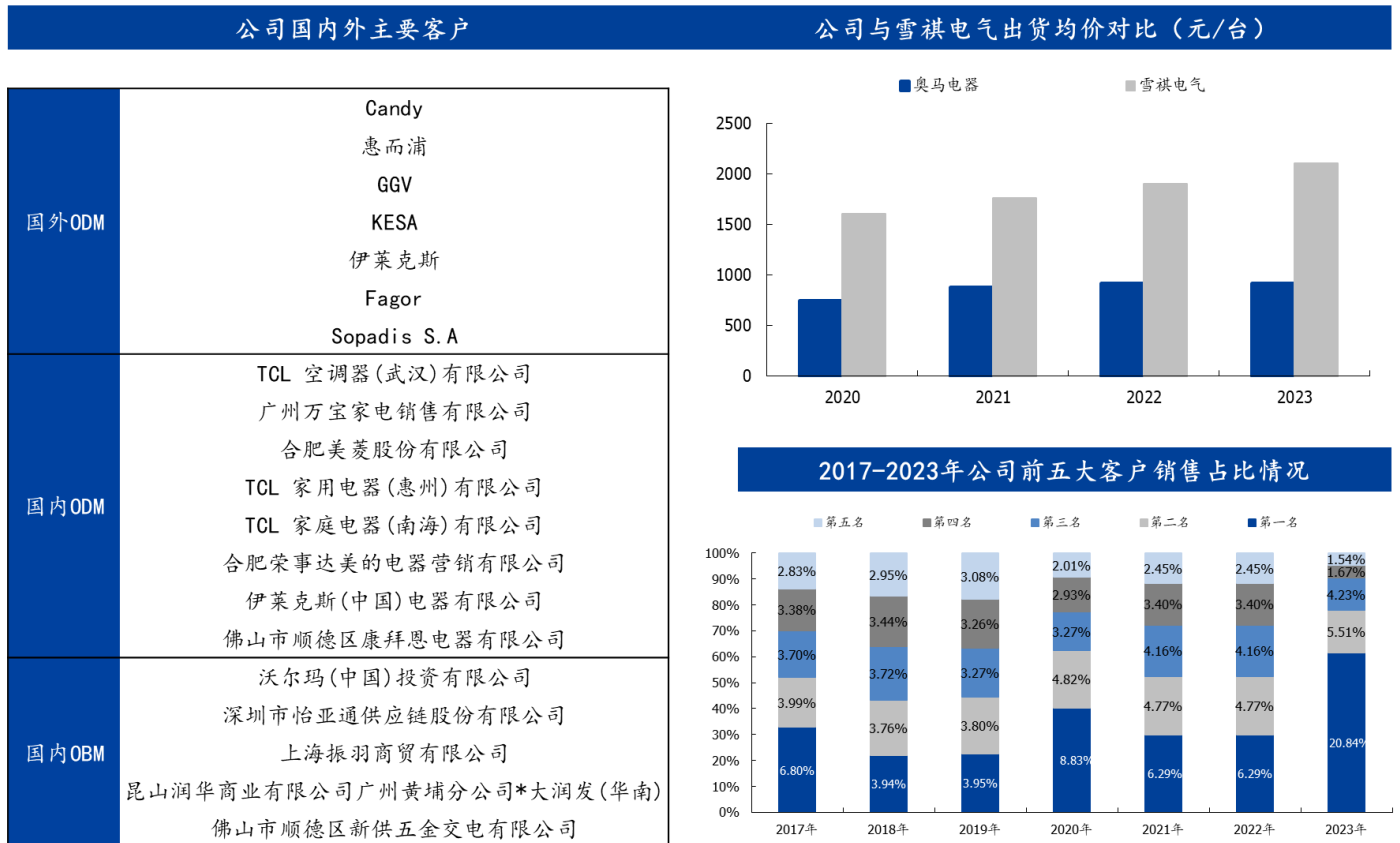
图表67: 公司生产能力强，规模效应突出



资料来源：公司公告，国盛证券研究所（注：2023年公司收购TCL合肥，2023年产销量均包含TCL合肥的冰箱及洗衣机数据）

**客户结构：产品高性价比+供货能力稳定，客户粘性及覆盖面较广。**1) 出货均价优势。根据近四年公司和雪祺电气出货均价的对比，奥马出货均价为700-900元，由于雪祺专注400L大容量冰箱，奥马价格水平仅为雪祺电气出货均价的一半左右。2) 客户覆盖面广。公司积极走出国门，国内外业务覆盖区域广、知名度高，通过海外ODM业务与惠而浦、伊莱克斯等知名品牌建立了长期稳定的合作，国内业务也在积极拓展之中。3) 大客户依赖性较低。2017年-2022年前五大客户占年度销售总额比例约为20%，2023年前五大客户占比为33.79%，第一大客户占比为20.84%，其余几大客户占比仅中低个位数。

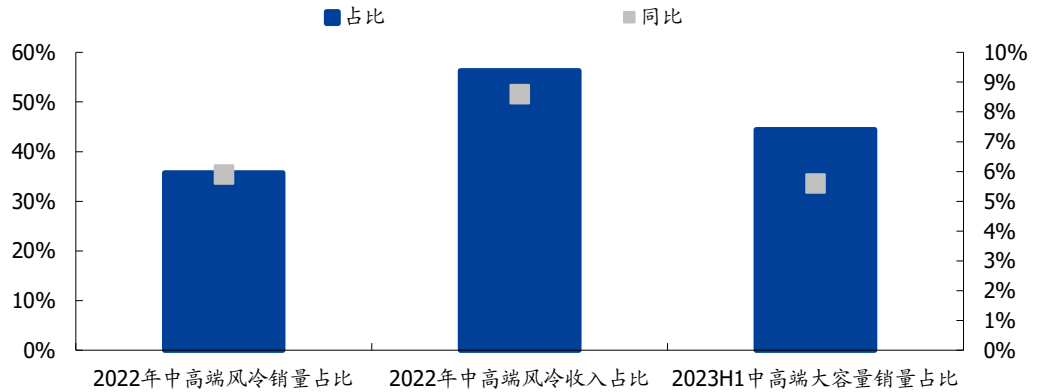
图表68：公司产品性价比较高，客户结构较为稳定



资料来源：各公司公告，公司官网，Wind，国盛证券研究所（注：奥马国内外主要客户为招股说明书数据）

**产品结构：产品结构优化，中高端大容量及风冷产品占比提升。**2022年高端风冷冰箱产品销量占比达35.7%，同比提升5.9pct；收入占比56.3%，同比提升8.6pct，2023H1公司中高端大容量产品销量占比达44.4%，同比提升5.6pct，带动公司产品均价不断提升。2023年11月，奥马冰箱高端风冷冰箱智能制造项一期工程顺利竣工并投入生产，预计将新增高端风冷冰箱年产能140万台，有望提升公司的整体盈利能力。

图表69: 中高端产品占比不断提升

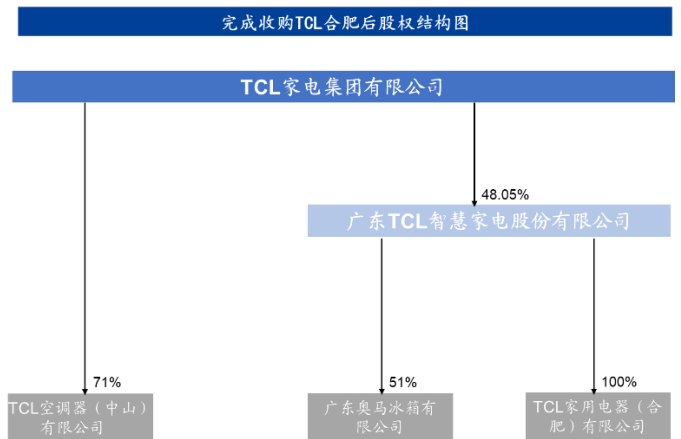


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 (注: 左轴为占比, 右轴为同比)

**控股股东 TCL 注入冰洗资产, 解决同业竞争问题, 未来有望实现家电业务进一步协同。**  
**1) 历史情况:** 2021年 TCL 成为公司的控股股东, 并在 2022 年主动承担奥马的隐性债务偿付责任, 协助奥马回归家电主业; **2) 收购事项:** 2021 年 TCL 进一步收购奥马股权时就承诺将在 5 年内妥善解决潜在的同业竞争问题, 2023 年 12 月公司通过现金收购 TCL 旗下的冰洗业务主体子公司 TCL (合肥), 自此奥马与控股股东 TCL 不存在同业竞争问题; **3) 业务协同意义:** 2024 年 5 月 10 日, 公司更名为 TCL 智家, 我们认为本次更名更加清晰反应公司的长期战略布局, 奥马有望赋能 TCL 冰箱降本增效, 进一步扩充产能, 而 TCL 黑电在全球市场的品牌知名度和渠道布局也有望带动白电业务发力。

图表70: TCL 与公司股权变动及资产注入梳理

| 时间       | 事件  |
|----------|---|
| 2021年5月  | TCL 家电集团及其一致行动人合计对奥马电器的持股比例 24.19%, 并取得奥马的实际控制权。  |
| 2021年8月  | TCL 家电对奥马电器提出要约收购, 预计收购完成后占奥马总股本比例不超过 50%, 并承诺在 5 年内妥善解决潜在的同业竞争问题。                                    |
| 2022年9月  | TCL 主动承担奥马电器近 3 亿元的历史隐性债务兜底偿付责任, 协助奥马电器回归冰箱主业。  |
| 2023年5月  | 为解决潜在同业竞争风险, 奥马电器拟通过现金方式购买 TCL 实业全资子公司合肥家电 100% 股权。   |
| 2023年12月 | 公司收购 TCL 合肥交易作价 3.3 亿元, 并于 2023 年 12 月足额支付了第一期股权转让价款 1.98 亿元, 取得了 TCL 合肥 100% 的股权, 自此奥马与 TCL 不存在同业竞争。 |
| 2024年5月  | 奥马电器更名为 TCL 智家, 本次更名能更清晰地反映公司未来的战略发展布局, 有利于进一步提升企业品牌形象和价值, 加快公司全球化战略落地, 增强公司中高端产品的市场竞争力。              |



资料来源: 公司公告, iFind, 国盛证券研究所

**奥马冰箱带动下, TCL 合肥冰洗净利率持续改善。** TCL 注入冰洗资产后, 一方面 TCL 合肥可进一步帮助奥马提升产能, 增厚营收, 同时 TCL 合肥以内销为主, 可补齐奥马的内销短板; 更重要的是 TCL 合肥在奥马冰箱协助下提升自身净利率水平, 奥马冰箱作为出口龙头, 有望为 TCL 合肥提供原材料集采及冰箱零部件自产方面的协同, 据我们测算, 2023Q1 TCL 合肥净利率仅为 0.6%, 处于盈亏平衡线上, 在 2023 年底整合入公司后, 2024Q1 即实现了 1.6% 左右的净利率水平, 未来随着二者的进一步整合协同, 我们预计 TCL 合肥盈利能力有望进一步提升。

图表71: TCL合肥洗净利率持续改善(亿元)

|          | 23Q1 | 23A   | 24Q1  |
|----------|------|-------|-------|
| TCL合肥收入  | 9.90 | 43.66 | 12.07 |
| yoy      |      |       | 22%   |
| TCL合肥净利润 | 0.06 | 0.55  | 0.19  |
| Yoy      |      |       | 229%  |
| TCL合肥净利率 | 0.6% | 1.3%  | 1.6%  |

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所(注: 2024Q1 TCL合肥净利率为假设奥马冰箱收入占比维持2023年水平测算所得)

奥马更名后, 或存在TCL空调资产的进一步整合。TCL旗下的空调业务由TCL空调(中山)主营, 2023年实现出货量1549万套, 同比增长20.1%, 全球市场份额排名第四, 主营业务收入达到240.9亿元, 同比增长19%, 2022年净利率已经提升至2.16%。空调部分是TCL白电板块中体量最大的产业单元, 盈利能力也在不断提升中, 公司更名为TCL智家彰显在家电领域运营的决心, 后续或存在白电资产的进一步证券化运作。

图表72: 2020-2023年TCL空调情况

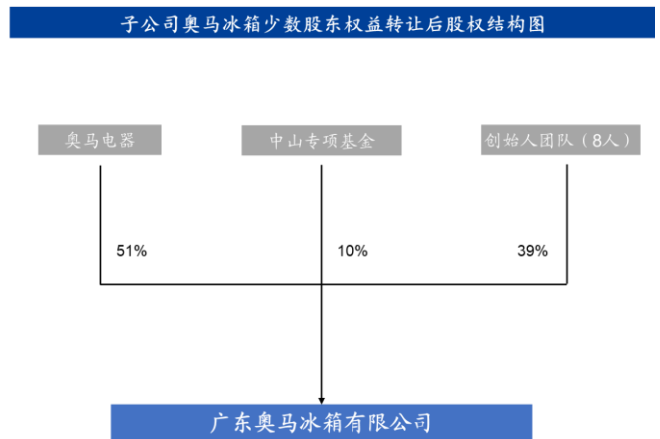
|          | 2020  | 2021  | 2022   | 2023  |
|----------|-------|-------|--------|-------|
| 销量(万套)   | 1145  | 1166  | 1290   | 1549  |
| 全球出货量排名  | 4     | 4     | 4      | 4     |
| 营业收入(亿元) | 149.7 | 175.8 | 201.86 | 240.9 |
| yoy      |       | 17%   | 15%    | 19%   |
| 净利润(亿元)  | 2.5   | 2.6   | 4.36   | -     |
| yoy      |       | 4%    | 68%    | -     |
| 净利率      | 1.67% | 1.48% | 2.16%  | -     |

资料来源: TCL实业年报, 国盛证券研究所

回购子公司少数股东权益可期, 有望增厚公司利润。1) 出售背景: 2018年下半年公司陷入流动性危机, 2019年出于纾困目的, 公司将子公司奥马冰箱49%的股权转让给中山专项基金以及奥马冰箱核心管理团队的8位自然人, 并约定在3年后可回购这部分股权, 除两次主张行权期外, 均无权要求回购奥马冰箱少数股东股权。2) 回购进展: 2023年3月, 公司按照协议约定通过了回购子公司奥马冰箱49%股权的议案, 回购交易需在股权转让登记日后的60个月内完成, 即最终完成期限为2025年4月28日, 否则将失去回购权利。3) 回购意义: 子公司奥马冰箱作为公司冰箱业务最核心的资产, 若本次回购顺利完成, 有望较大程度增厚公司利润。

图表73: 子公司奥马冰箱少数股东权益变动进展

| 时间          | 事件   |
|-------------|--|
| 2018年下半年    | 受经营环境变化等因素的影响, 公司的金融科技业务经营情况未达预期, 导致公司陷入流动性困境。   |
| 2018年12月18日 | 中山金控与公司签署《合作框架协议》, 由中山金控所管理的中山市纾困基金牵头, 为公司提供融资, 用于偿还公司债务。  |
| 2019年2月21日  | 由中山市纾困基金牵头, 公司与华鑫信托签署协议, 华鑫信托为公司提供9.7亿元纾困资金用于偿还公司到期的私募债, 双方约定以公司所持有的子公司奥马冰箱100%股权的股权收益权为担保。                                  |
| 2019年11月17日 | 公司拟将公司子公司奥马冰箱的49%股权转让给中山专项基金以及奥马冰箱核心管理团队的8位自然人, 交易价格为11.27亿元。在股权转让完成后满36个月后的次日起, 公司有权在30日内发起回购告知函, 并在60个月内完成回购, 即2025年4月28日。 |
| 2023年3月17日  | 公司已经满足约定的第一次行使回购权的条件, 但公司尚需就回购事宜与奥马冰箱少数股东进行沟通及磋商, 少数股东的转让意愿、回购目标股权的价格等关键回购条件均未确定。  |



资料来源: 公司公告, iFind, 国盛证券研究所

### 风险提示

**原材料价格持续上涨风险。**公司产品的原材料主要为钢材、铜、铝等, 若大宗原材料价格出现较大波动, 公司相关成本也会相应发生变化, 若原材料等价格持续上涨, 公司的盈利水平将受损。

**海运价格上升风险。**海运价格上升会降低出口产品的价格竞争力, 对公司出口订单造成不利影响, 进而损害公司外销收入。

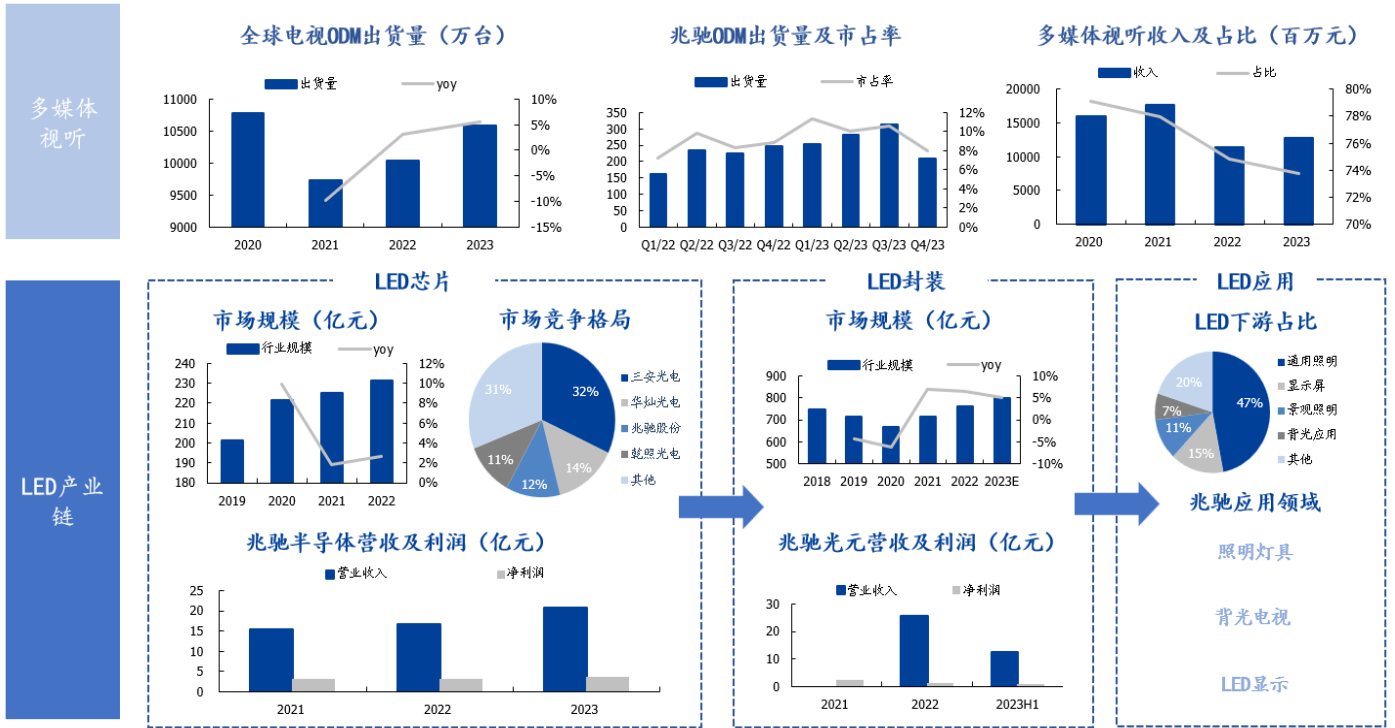
## 2.5 兆驰股份: 电视 ODM 持续拓展&LED 板块放量

兆驰股份业务为电视 ODM 板块及 LED 板块。电视 ODM 构建公司稳固的基本盘, LED 产业链布局打开公司第二成长曲线。

1) 智慧显示业务是公司核心板块, 公司该板块产品涵盖液晶电视、电脑显示器、Mini LED 显示屏等。电视 ODM 贡献该板块公司主要收入, 兆驰代工业务始终处于全球第一梯队, 据洛图数据, 公司 2023 年电视出货量达 1050 万台, 位列全球第三。市场端, 公司以出海为主, 公司产品远销北美、欧洲、东南亚等区域。

2) LED 领域, 公司形成了 LED 芯片、LED 封装、COB 显示应用的全产业链布局。LED 芯片领域, 兆驰半导体 2023 年实现营业收入 20.8 亿元; LED 封装领域, 2023 年行业景气度提升; COB 应用端, 2022 年兆驰收购兆驰晶显, 2023 年公司 COB 显示端收入实现 5.41 亿元。

图表74: 公司分业务情况



资料来源: 中商产业研究院, 洛图科技观研, Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

**2024年8月份兆驰发布24H1中报。**2024H1实现营业收入95.2亿元, 同比提升23%; 归母净利润9.1亿元, 同比提升24%。

**我们认为LED环节放量及电视ODM环节持续拓展共同推动了兆驰股份增长。**

兆驰半导体为兆驰在LED芯片板块主要经营主体。2023年兆驰半导体收入/净利润为20.8/3.4亿元。

- 1) 产品上, 兆驰半导体已构建全光谱的产品领域(紫外光、可见光、红外光), 具备“蓝宝石平片→图案化基板(PSS)→LED外延片→LED芯片”全工序独立制造能力, 能够在单一厂房内实现全工序智能化生产。
- 2) 产能上, 2022年公司新增52腔中微Unimax设备, 目前兆驰LED芯片月产能可达110万片4寸片。
- 3) 技术路径上, 兆驰04\*08mil (100\*200 μm)、03\*07mil (88\*175 μm)、03\*06mil (70\*160 μm)、02\*06mil (50\*150 μm)等Mini RGB芯片实现量产, 截至目前, 公司Mini RGB芯片单月出货量为10000KK组。

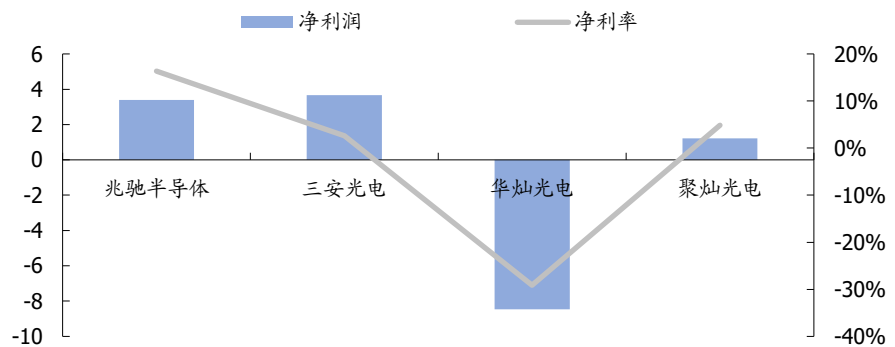
图表75: 兆驰半导体全色系LED芯片产品规划

| 产品系列 | lighting照明 |          |       |       |       |        |             |        | Backlight背光 |               |          | Display显示 |             |         |  |
|------|------------|----------|-------|-------|-------|--------|-------------|--------|-------------|---------------|----------|-----------|-------------|---------|--|
|      | 小尺寸        | 0.2-0.5W | HE    | HV 6V | HV 9V | HV 18V | COB, 灯带, FC | HE, 车灯 | TV (LC)     | TV (FC)       | Mini BLU | 数码        | 户内          | 户外      |  |
| 芯片信息 | 5*14       | 11*28    | 26*40 | 12*45 | 24*28 | 21*29  | 40*40 (Ag)  | 55*55  | 25*51       | 40*40         | 10*24    | 5*8       | 3*5 4*4     | 5*7 6*6 |  |
|      | 5*8        | 10*24    | 22*35 | 12*45 | 16*50 | 18*27  | 44*44       | 26*36  | 28*56       | 10*26         | 6*11     | 4*6 5*5   | 7*9 8*8     |         |  |
|      | 4*7        | 8*22     | 17*35 | 12*37 | 12*44 | 15*23  | 13*30       | 22*40  | 22*40       | 9*16          | 8*12     | Mini 3*6  | 11*14 10*10 |         |  |
|      | 3*5        | 8*18     | 16*33 | 11*34 | 11*34 | 13*22  | 9*22        | 22*34  | 35*35       | 15*23         | 8*15     | Mini 4*8  | 16*16       |         |  |
|      |            | 7*17     | 13*31 | 10*33 | 9*28  | 12*19  | 6*20        | 32*32  | 20*40       | 10*20/30 6*20 | 10*17    | Mini 4*8  | 14*14 (红外)  |         |  |
|      |            | 8*12     | 13*28 |       | 7*15  | 10*16  | 5*18        |        | 28*28       | 8*12          | 6*21     |           |             |         |  |
|      |            |          |       |       |       |        |             |        |             |               |          |           |             |         |  |
|      |            |          |       |       |       |        |             |        |             |               |          |           |             |         |  |

资料来源: MicroLEDDisplay, 国盛证券研究所

**2023 兆驰半导体净利率为 16.3%，表现远超同行。**我们认为兆驰半导体盈利能力表现较好的原因有：1) 产能全球最大，具有规模经济，兆驰南昌的 LED 芯片生产工厂单层近 4 万平米，总计 18 万平米，在全球单体厂房中规模最大；2) 成本管控较好。从战略上兆驰高度重视降本，2020 在量产元年采取“精益管理获利润，持续创新谋发展”战略，战略期间兆驰半导体投产当年即量产，产能稳步爬坡，产品品质和良率逐渐提升；3) 具有价格优势，兆驰半导体在 LED 芯片行业起步较晚，节省了大量的学习成本，直接采用市场验证最具有效率的生产设备和生产工艺，以及更为先进制造管理模式，因而具备很大的价格优势。

图表76: 兆驰半导体盈利指标表现优于同行 (亿元)

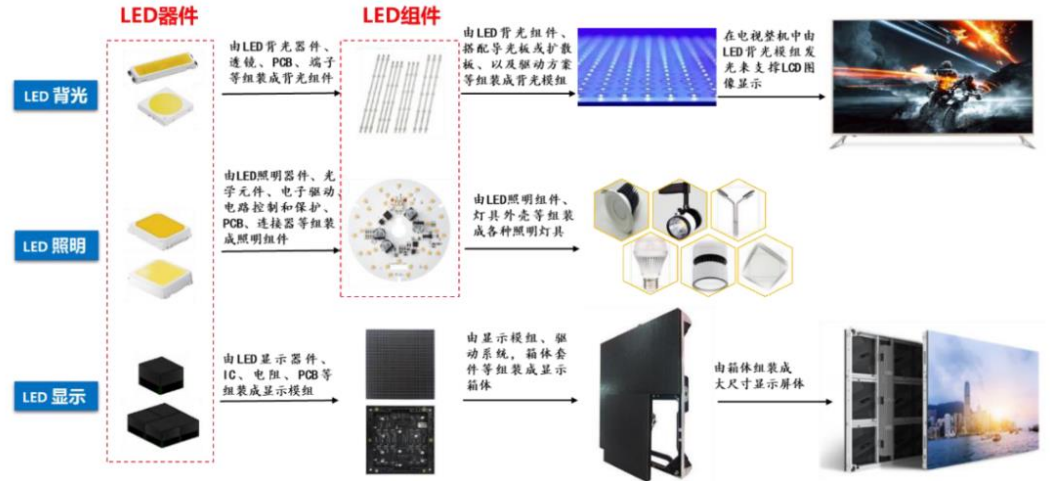


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**LED 封装是公司在 LED 板块最早布局的业务。**2011 年公司通过设立兆驰光元布局 LED 封装，2022 年兆驰光元实现收入/净利润分别 25.5/0.9 亿元。按照下游领域划分，兆驰光元产品可分为 LED 背光、LED 照明与 LED 显示，根据兆驰光元招股说明书数据，截至 2021H1 公司 LED 背光/LED 照明/LED 器件部分收入占比分别为 26.4%/62.7%/10.9%，三者毛利率分别为 13.2%/16.4%/11.1%。具体看：  
1) LED 背光领域，公司拥有 LED 背光器件及 LED 背光组件两类产品，LED 背光组件是背光器件的下游。公司 LED 背光下游应用包括液晶电视、显示器、笔记本电脑、手机等。

- 2) LED 照明器件领域，公司同样拥有 LED 照明器件及 LED 照明组件两类产品，可应用于通用照明、商业照明、景观亮化等领域。
- 3) LED 显示器件方面，公司将 Mini LED 与 IMD 封装技术相结合，发布 Mini RGB、小间距及户外显示产品。

图表77: 兆驰股份业务拆分

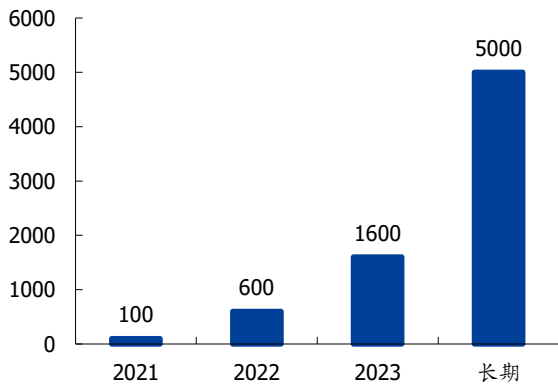


资料来源: 兆驰股份招股说明书, 国盛证券研究所

**如何看待兆驰在封装环节的竞争力? 1)** 首先产能上兆驰不断扩产。LED 封装和贴片环节上 2022 年兆驰光元已拥有 4400 条线体，月产能达 36036kk，且预计 2023 年产能将进一步增至 40950kk。直显 RGB 环节，兆驰界显产能也达到每月 6000 平方米。**2)** 其次技术路径上兆驰不断创新。2023 年在 Mini COB 与 Mini POB 之外，兆驰光元推出“MPOB”和“Mini Lens”方案，可实现同样的光效，但更少的成本。此外为推动 Mini LED 产品逐步走向高性价比定位，兆驰光元核心物料开发方向向芯片高压化，蓝光产品白光化，灯板转为鱼叉、U 型、单条化等发展，对 COB/POB/NCSP 等产品透镜化，不断增加光学角度，极致化降低产品成本。

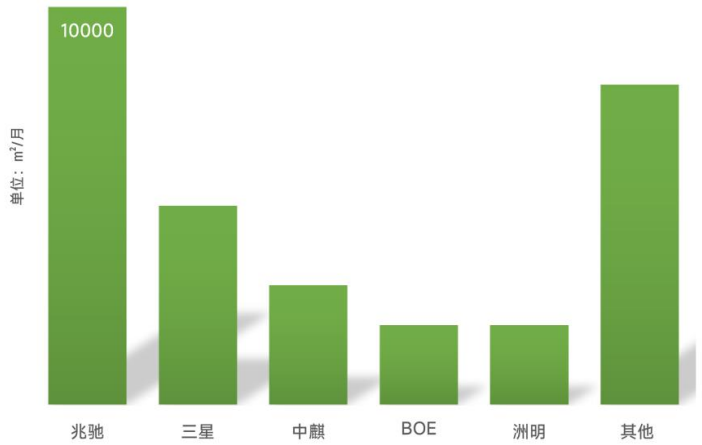
**2021 年兆驰投资成立兆驰晶显，聚焦 COB 直显业务。**兆驰晶显与兆驰光元均有封装业务，但区别在于兆驰光元负责照明、背光、SMD 正装等领域封装，而兆驰晶显负责 COB 封装及其下游应用。兆驰晶显虽成立较晚但在 COB 显示中占有绝对地位，P1.0 以下市场渗透率超 50%。目前兆驰 COB 生产线有 1600 条，其中 mini led 有 700 条生产线，2023 年底产能达到 1 万 m<sup>2</sup>/月，公司长期目标为达到 4 万 m<sup>2</sup>/月。

图表78: 兆驰晶显 COB 产能逐年扩展 (条)



资料来源: 兆驰股份官方微信公众号, 国盛证券研究所

图表79: 主要直显 COB 厂商产能情况



资料来源: LEDinside, 国盛证券研究所

在 23 年以来 COB 降价潮中, 是兆驰通过核心技术突破解决了阻碍 COB 技术大规模普及的行业痛点, 推动行业价格下降。兆驰为何能率先实现降本? COB 封装技术传统的壁垒在于直通良率低与显示效果不一致。

**1) 应对直通良率低的问题,** 兆驰对技术、设备、生产工艺等做了大量整合。技术端, 公司对产品的电路、结构、软件进行全新设计, 并且获得超过 100 项专利; 设备端, 公司重新定制生产设备, 针对核心生产设备超过 120 项改良; 工艺端, 将原有的工艺流程打破并重新搭建新的工艺流程; 供应链上, 兆驰半导体的倒装芯片技术实力行业前列, 兆驰晶显的 COB 面板全部使用兆驰半导体的倒装芯片。

**2) 应对显示效果不一致,** 兆驰革命性创新巨量转移技术, 混晶、分辨、混色达到了行业最新高度。

#### 如何看待兆驰在 COB 领域的竞争力?

**1) 首先兆驰纵向一体化布局可以使兆驰晶显拥有较低的生产成本:** 一方面面板厂可以将重要需求信息反馈给芯片商而不用担心信息泄露, 芯片厂可以根据面板厂的需求来调整参数和生产工艺, 从而减少因为分选等工艺环节产生的原材料浪费; 另一方面集团可以通过内部转移价格来实现整个产业链的利润最大化, 避免上下游分工企业会出现的双重边际化问题。

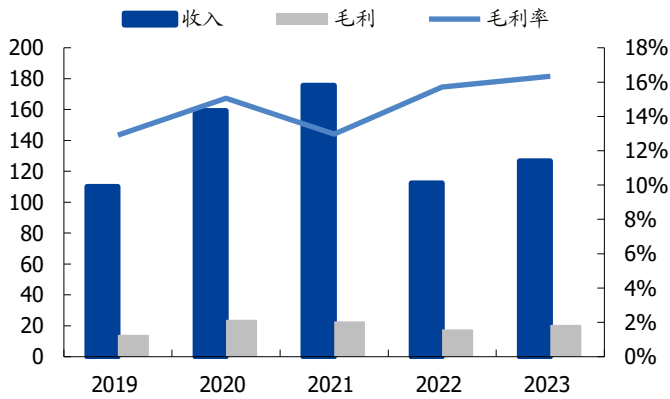
**2) 其次晶显具有产能规模优势:** 兆驰后发先至, 截至 2023 年年底兆驰现有的 700 条 Mini COB 封装线已全部实现满产, 单月产能为 10,000 平米, 且 COB 产品目前在 P1.25 以下的点间距显示市场渗透率已经超过 50%。

**电视 ODM 板块, 兆驰是全球头部 ODM 厂商。** 截至 2023 年公司以电视代工为主的视听板块收入/毛利分别为 126.6/20.7 亿元, 2019-2023 年二者 CAGR 分别为 3.5%/9.8%。

**1) 出货看,** 据洛图数据 2023 年兆驰全球出货 1050 万台, 占全球 ODM 市场 9.9%, 排名第三。2019 年兆驰在越南设立工厂, 预计未来出货能力将进一步提升。

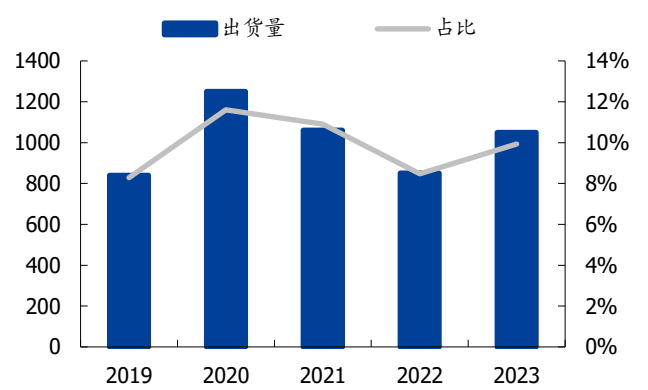
**2) 市场结构看,** 海外是公司主要销售市场, 其中北美是公司第一大海外市场, 除北美外, 公司在持续大力开拓东南亚、南美、欧洲、中东非等海外增量市场。

图表80: 兆驰视听板块营收情况(亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表81: 兆驰出货量情况(万台)

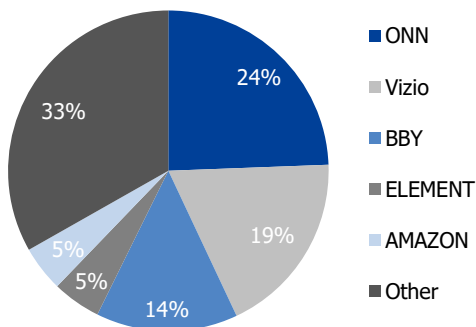


资料来源: 洛图科技, 国盛证券研究所

**2024年沃尔玛收购Vizio, 我们认为这将利好ONN代工厂。**2月20日沃尔玛宣布将以每股11.5美元现金收购VIZIO。ONN是亚马逊旗下自有品牌, Vizio是较早进入美国本土且运营比较成功的电视品牌, 在北美电视行业稳居前五, 据奥维睿沃数据, 2023年二者出货量分别达5.9M/4.8M, 整体出货量占据北美TV出货20%以上份额。

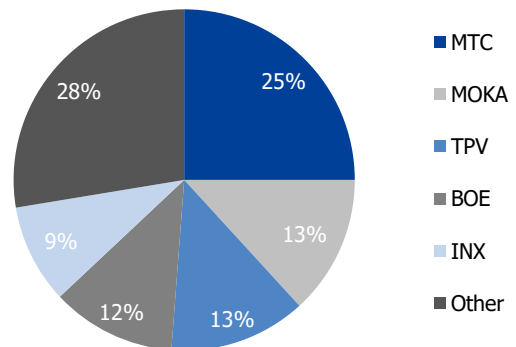
**我们认为兆驰将受益此次并购。**从ODM订单量看, ONN/Vizio是北美第一/第二大客户, 占比分别达24%/19%。并购后, 预计沃尔玛会把其原来的供应商与Vizio的供应商整合招标, 供应商集中化将成为大概率趋势。兆驰作为ONN第一大代工厂商, 更凭借沃尔玛订单在北美区域出货量成为第一, 市占率高达25%, 此次并购后兆驰订单量或将进一步增加。

图表82: ONN与Vizio是北美代工第一/第二大客户(2023年)



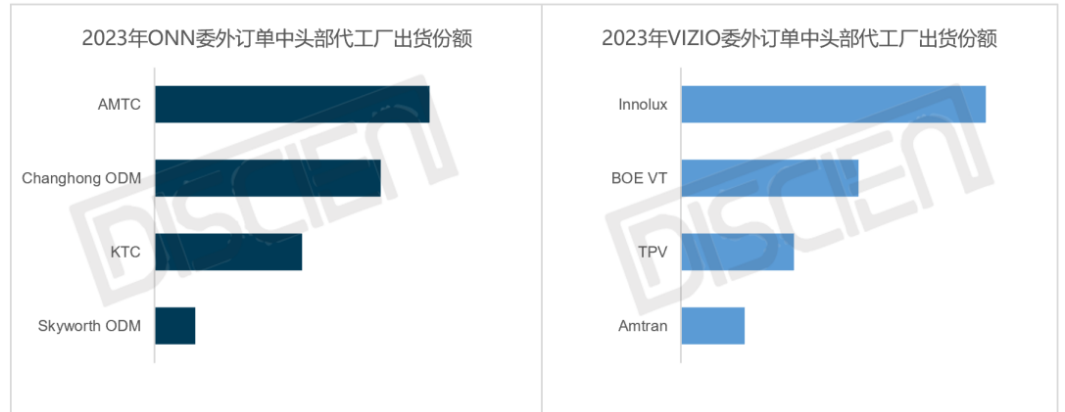
资料来源: 奥维睿沃, 国盛证券研究所

图表83: 兆驰在北美代工厂中出货量位列第一(2023年)



资料来源: 奥维睿沃, 国盛证券研究所

图表84: ATMC是沃尔玛 Top1 代工厂商



资料来源: 迪显, 国盛证券研究所

**如何看待并购给兆驰带来的弹性?** 据集邦咨询, 兆驰占 ONN 订单比重约 60%。并购后兆驰进入 Vizio 供应链, 假设在 Vizio 中占比先达到 30%, 则 Vizio 总订单量不变前提下, 兆驰新增订单量 1.3M。据洛图, 兆驰 2023 年订单量约 10.5M 台, 则此次并购或给兆驰 ODM 业务带来 12.8%弹性, 以 2023 兆驰视听板块业务占比约 73.8%计算, 约给兆驰总体带来 9.4%的弹性。

### 风险提示

**下游显示需求不及预期。** LED 下游中小间距、Miniled 等板块需求不达预期, 导致公司 LED 业务盈利增长不及预期。

**电视 ODM 业务出货不及预期。** 电视 ODM 板块占公司收入 70%以上, 假设公司北美市场拓展不及预期或终端市场需求下滑, 将对公司业务带来不利影响。

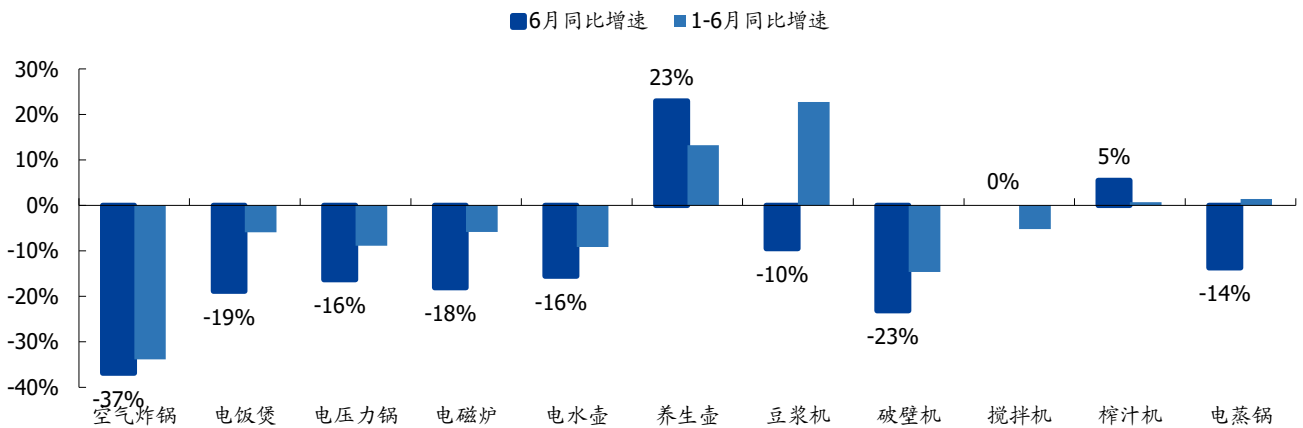
### 3.内需：降级之下优选性价比

#### 3.1 厨房小家电：行业竞争加剧，整体承压

##### ➤ 分品类行业增速

**行业增速：**2024年1-6月空气炸锅/电饭煲/电压力锅/电磁炉/电水壶/养生壶/豆浆机/破壁机/搅拌机/榨汁机/电蒸锅线上累积增速分别为-34%/-6%/-9%/-6%/-9%/+13%/+23%/-15%/-5%/+1%/+1%。厨房小电2024年1-6月线上整体相对承压，其中空气炸锅下滑幅度较大，部分品类如豆浆机等增长优异。

图表85：分品类线上行业增速



资料来源：奥维云网、国盛证券研究所

##### ● 空气炸锅

**行业：整体承压。**2024年1-6月空气炸锅线上销额同比下滑37%至9亿元。空气炸锅经历2022年的高速发展后，2023-2024年由于需求透支等原因增速回落调整，当前空气炸锅仍呈下滑态势但降幅环比收窄。

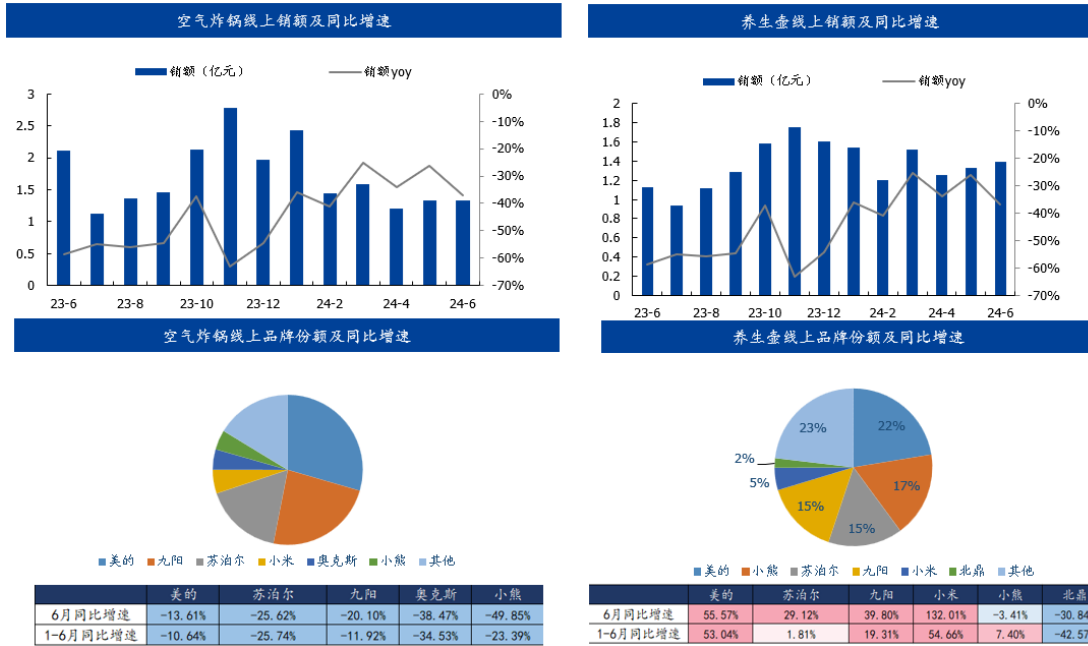
**品牌增速：行业品牌增速承压。**2024年1-6月空气炸锅线上美的/苏泊尔/九阳销额增速分别为-11%/-26%/-12%，受行业影响绝大部分品牌增速承压。

##### ● 养生壶

**行业竞争趋于激烈。**2024年1-6月养生壶线上销额同比增长23%至8亿元。当前养生壶均价仍为较低水平，行业整体竞争仍相对激烈。

**品牌增速：美的小米增速较优。**2024年1-6月养生壶线上美的/苏泊尔/九阳/小米销额增速分别为53%/2%/19%/55%，美的增速表现最优。

图表86: 空气炸锅/养生壶线上行业表现



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

● 电饭煲

行业增长稳健。2024年1-6月电饭煲线上销售额同比-19%至26亿元。受行业需求影响, 电饭煲销售额较去年同期有所下滑。

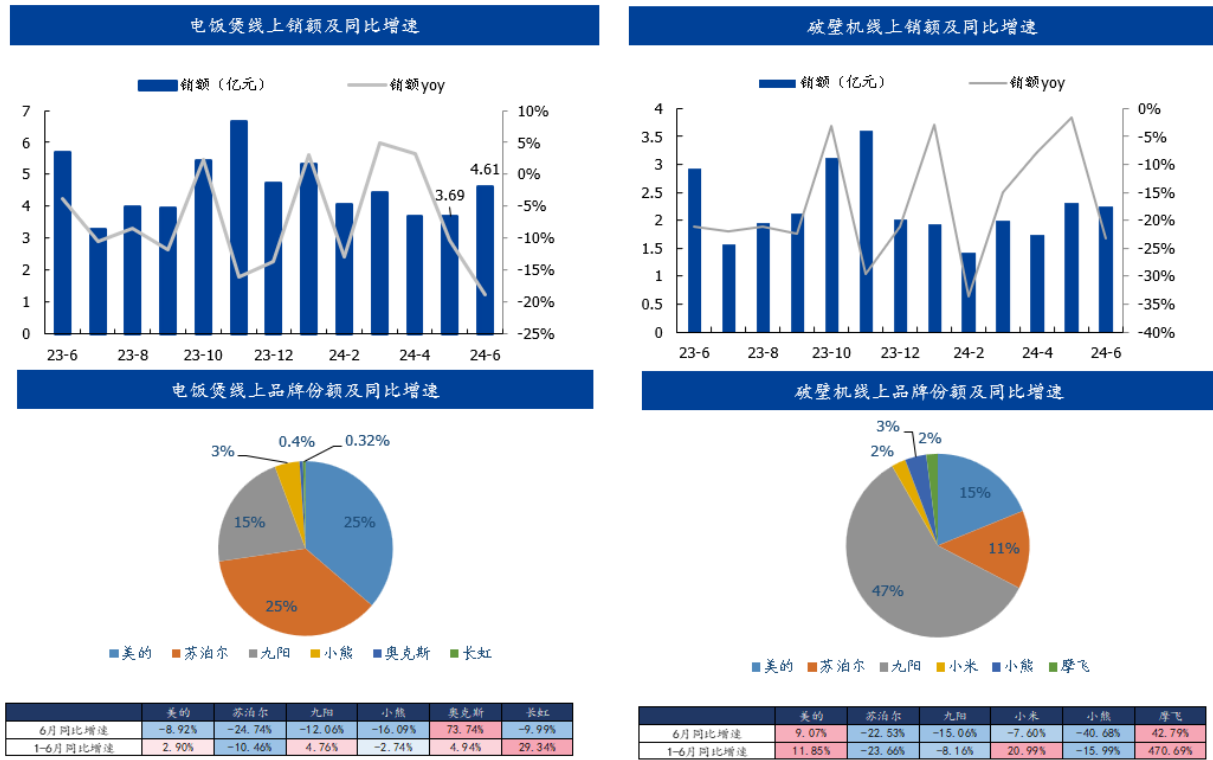
品牌增速: 奥克斯长虹等表现较好。2024年1-6月电饭煲线上美的/苏泊尔/九阳/小熊/奥克斯/长虹销售额增速分别为2.90%/-10.46%/4.76%/-2.74%/+4.94%/+29.34%, 其中奥克斯长虹增速表现较优。

● 破壁机

行业有所阶段承压。2024年1-6月破壁机线上销售额同比-15%至12亿元。受行业需求下滑影响, 破壁机2024年1-6月整体表现不佳。

品牌增速: 小米美的等表现较好。2024年1-6月破壁机线上美的/苏泊尔/九阳/小米/小熊/摩飞销售额增速分别为+11.85%/-23.66%/-8.16%/+20.99%/-15.99%/+470.69%, 其中摩飞增幅较大系低基数影响。

图表87: 电饭煲/破壁机线上行业表现



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

### 3.2 白电: 横向及纵向复盘下, 预计白电需求稳健

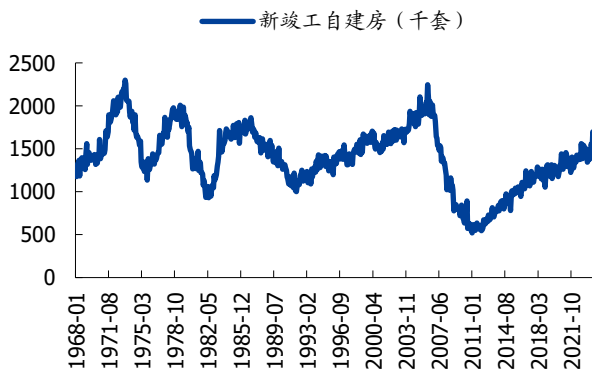
#### 3.2.1 横向对比美、日成熟市场, 白电表现如何?

➢ 美国: 地产成熟后, 家电行业量平稳提升。

美国地产行业呈现周期波动特征, 发展较为成熟。1960-1980年代, 人口红利和收入高速增长催化美国新房销售快速增长, 20世纪末美国房地产行业趋于稳定, 但在2008年金融危机影响下, 地产行业出现断崖式下滑, 后续实现恢复性增长。

图表88: 美国新竣工自建房套数呈现周期性波动

图表89: 美国新屋销售套数呈现周期性特征

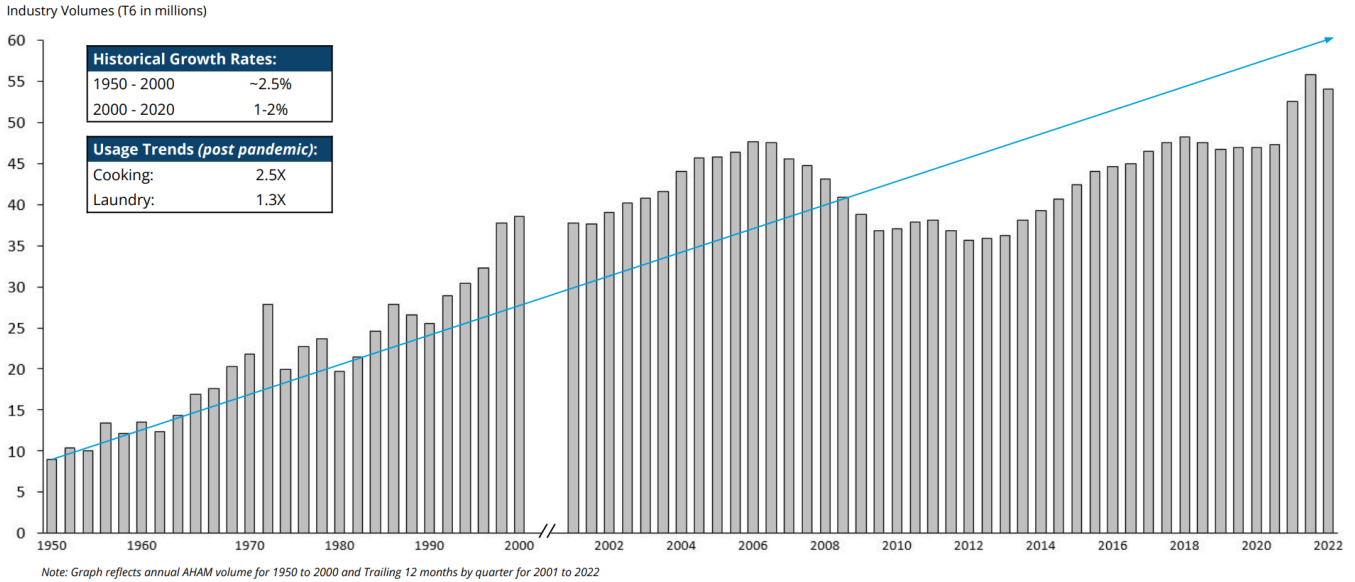


资料来源: FRED, 国盛证券研究所

资料来源: FRED, 国盛证券研究所

步入成熟期后，美国主要家电出货量稳步增长。从主要家电产品（AHAM6）出货量情况看，在1950-2022年期间，虽然由于金融危机等黑天鹅事件美国家电出货量出现短期下滑，但不改长期稳健增长趋势，1950-2000年间AHAM6出货量CAGR约为2.5%，2000-2020年间CAGR依然有1-2%。

图表90: 美国主要家电出货量保持稳定增长趋势

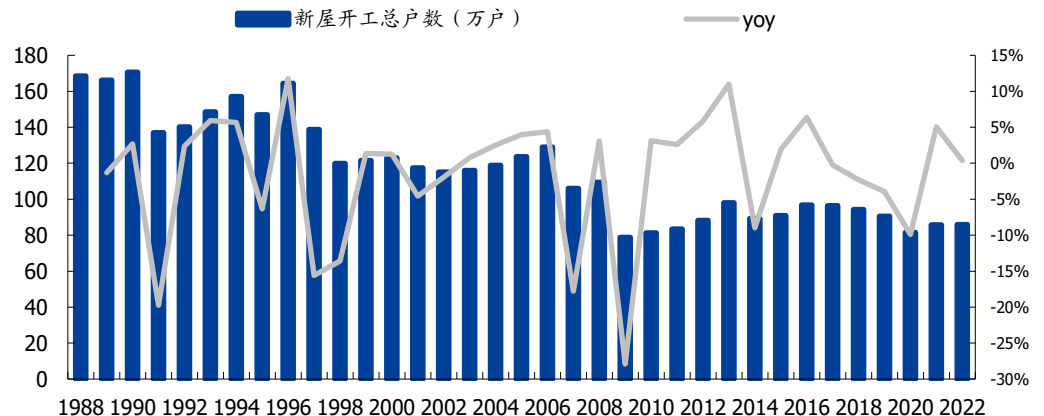


资料来源: 惠而浦官网, 国盛证券研究所

➤ 日本: 地产成熟后, 家电出货量下滑, 但均价提升。

日本地产规模持续萎缩。据 Wind 数据, 日本新屋开工总户数自 1988 年起持续呈现下滑趋势, 1988-2022 年间 CAGR 为 -2%。1974 年作为日本经济发展的分水岭, 经济切换到中速增长阶段, 同时产生了严重的房地产泡沫, 并在后续大起大落的政策刺激下快速破裂, 进入漫长的下行周期。

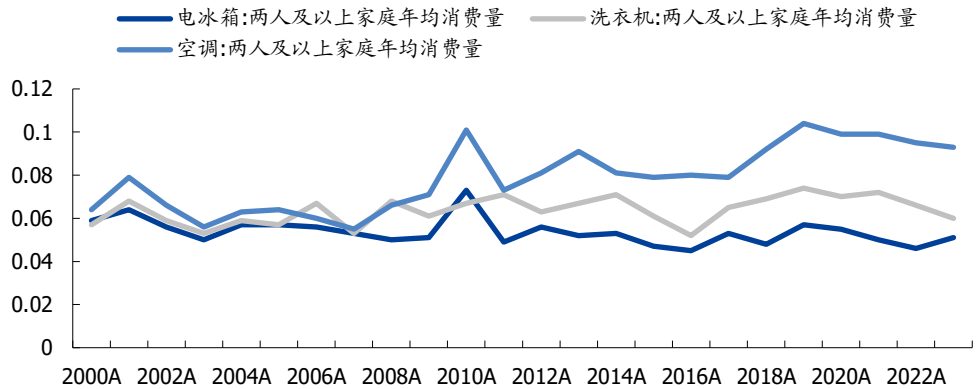
图表91: 日本新屋开工总户数步入下行通道



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从支出角度看, 日本主要家电消费量基本稳定。据 Wind 数据, 洗衣机户均年消费量在 0.06 台左右波动, 冰箱户均年消费量在 0.05 台左右波动, 空调依然有渗透率提升逻辑, 其户均年消费量仍在扩张, 2023 年达 0.09 台水平, 较 2000 年增长 45%。

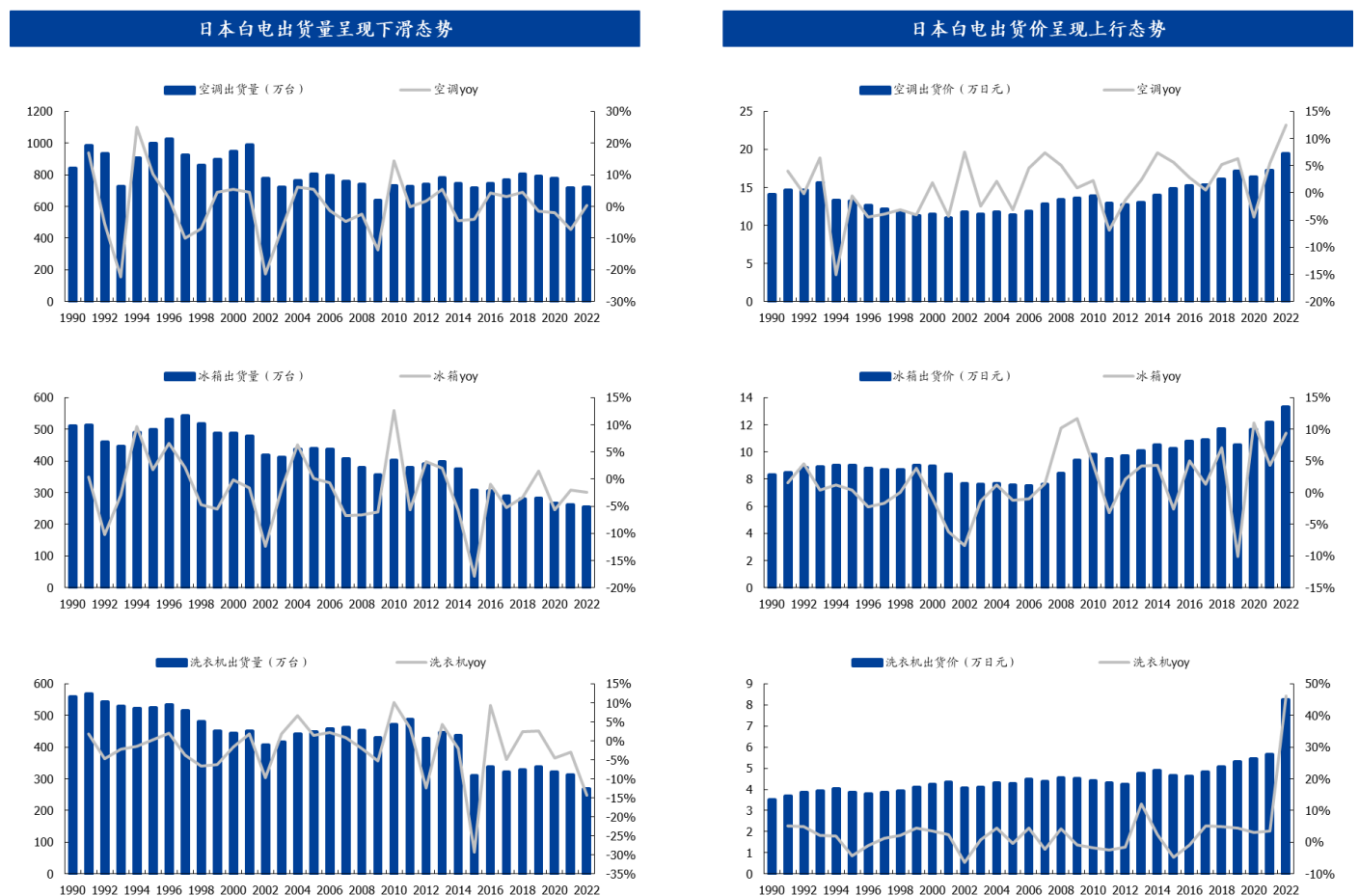
图表92: 日本户均空调消费量仍有增长空间, 冰箱和洗衣机消费量保持稳定(单位: 台)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从出货角度看, 日本白电出货量下滑, 但均价上行。据 JEMA 数据, 1990-2022 年间日本冰箱/空调/洗衣机出货量 CAGR 分别为-2.14%/-0.48%/-2.27%, 呈现略微下滑的趋势, 但 1990-2022 年间日本冰箱/空调/洗衣机出货均价 CAGR 分别为+1.47%/+1%/+2.72%, 均价提升为整体出货额稳定带来保障。

图表93: 日本白电出货量略有下滑, 但价格仍有上行趋势

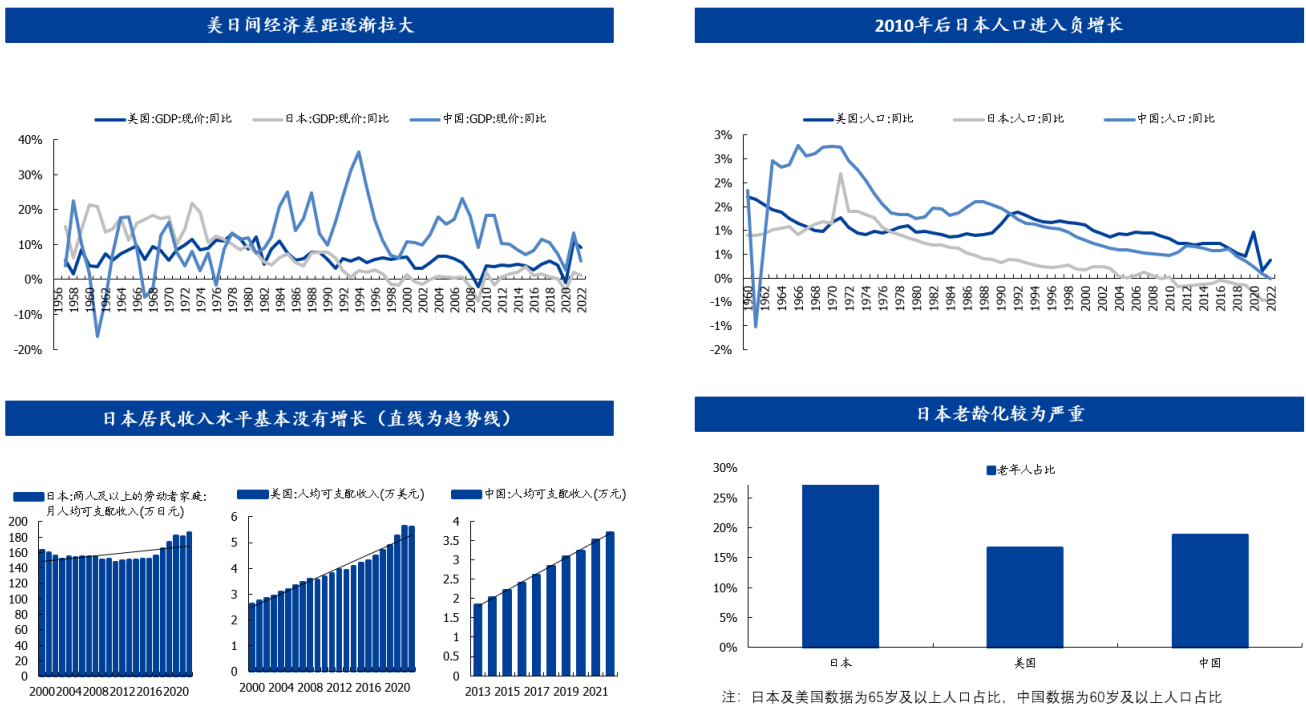


资料来源: JEMA, 国盛证券研究所

➤ 对比美、日地产成熟后家电赛道的表现，我们能得到哪些启示？

- 1) **成熟市场下，家电出货量依然稳健。**家电出货量与地产景气度有较高的关联度。美国地产周期性波动特征明显，成屋销售占比在早年就达到了较高水平，且白电渗透率也随着地产繁荣快速提升至高位，但在近20年间家电复合增速依然有2%的水平；日本作为地产规模持续萎缩的市场，家电出货量不可避免受到冲击，但即便是集齐众多不利因素的日本市场，家电出货量在近30年间也只是低个位数下滑。
- 2) **产品结构升级对家电整体意义更大。**一方面，产品结构升级可以最直接地带来产品均价的提升，并对整体规模起到稳定作用；另一方面，产品结构升级也是在二手房占比提升、家电渗透率较高的情况下，带来更新换代需求的重要保障，这一点在美、日市场都得到了印证。
- 3) **中国白电行业更可能复刻美式增长。**虽然日本与我国的消费习惯更为相似，但是从宏观的角度来看，日本经济发展具有其特殊性，在GDP、人口增长、居民收入及老龄化问题方面均与中国和美国的差异较大，参考成熟市场表现，我们认为我国后续白电行业更接近美国式平稳增长。

图表94：美国和日本经济环境差别较大，中国市场明显优于日本

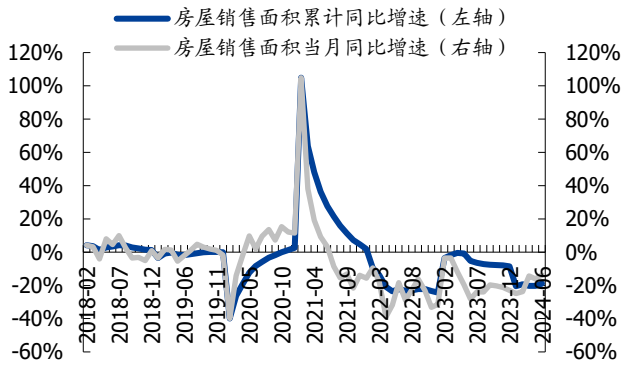


资料来源：Wind，国盛证券研究所

3.2.2 纵向对比竣工较差周期下，白电表现如何？

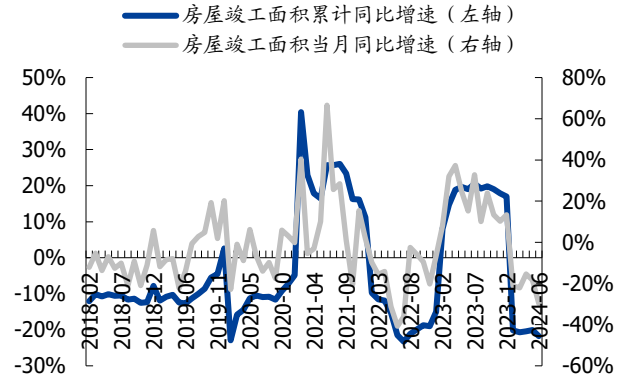
2024年上半年，地产竣工端及销售端压力较大。2024年上半年房屋销售面积和竣工面积的同比增速分别为-19%/-21.8%，竣工及销售端均持续下行。销售端，2024年下半年在同比基数相对较低的背景下，降幅或有望收窄，但绝对量预计仍处于近年来较低水平；但从与家电更为相关的竣工端来看，一方面2023年基数自2023年3月起相对较高，另一方面从滞后周期来看，2024年的竣工预期对应2022年-2023年较为低迷的销售，竣工节奏或持续放缓。

图表95: 2018年-2024年房屋销售面积同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

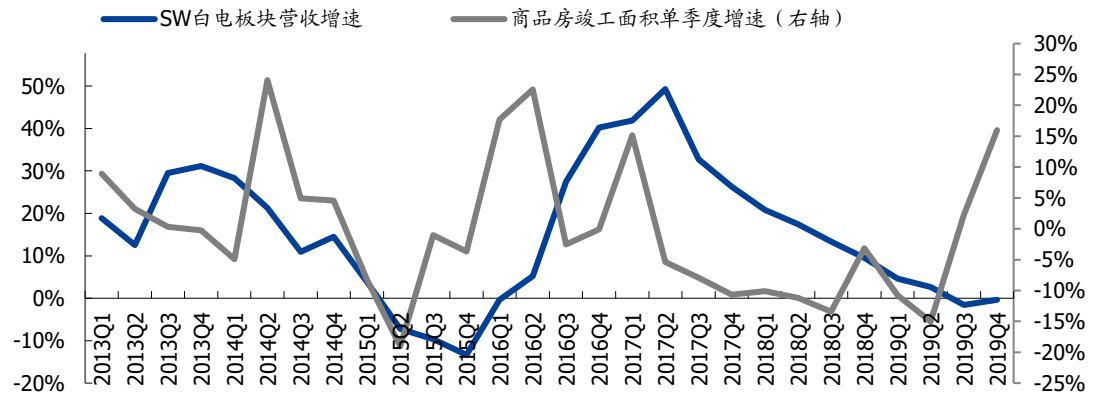
图表96: 2018年-2024年房屋竣工面积同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

白电板块营收增速回落约滞后于竣工一个季度，但表现更为稳健。以季度的口径计算，在2015年竣工较差周期时，竣工增速于2015Q1转负后，白电板块营收增速在2015Q2转负，但这一周期中，除地产影响外，空调前期价格战+库存高企对白电公司营收也产生较大的影响；在2017-2019年竣工较差周期中，竣工增速在2017Q2转负，但白电公司营收增速虽环比回落，但依然保持了双位数的增幅至2018Q4。

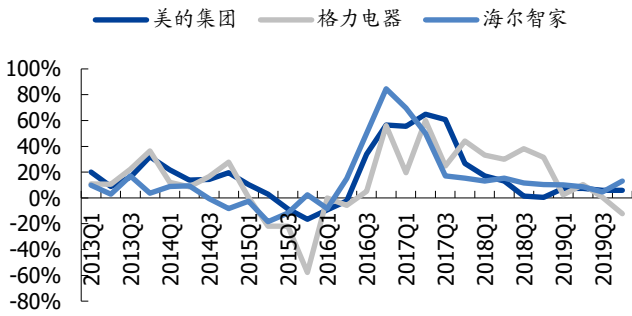
图表97: 地产竣工端增速与白电板块营收增速拟合



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

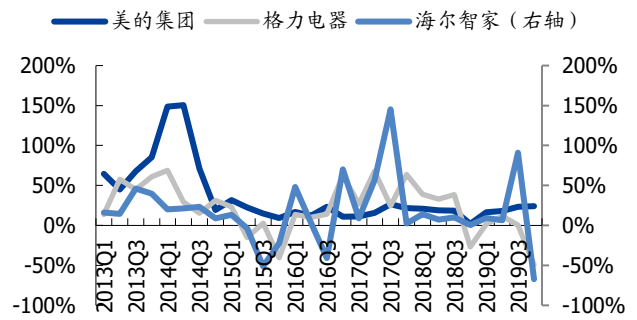
白电个股在竣工下行周期中基本面抗风险能力较强。上文提到在2022、2023年地产销售较差下，2024年地产竣工或仍将持续受到影响，市场对白电内需表现产生担忧。我们认为，虽然家电会受到地产影响，但地产并不是唯一变量。参考上两轮竣工较差周期，虽然个股在收入端和业绩端增速较往年有所下降，但从单季度的绝对表现来看，龙头个股依然在收入和业绩端较为稳健，抗风险能力较强。

图表98: 2013-2019年白电个股单季度收入同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表99: 2013-2019年白电个股单季度业绩同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3.3 MiniLED: 价格下探下 Mini LED 品类有望放量

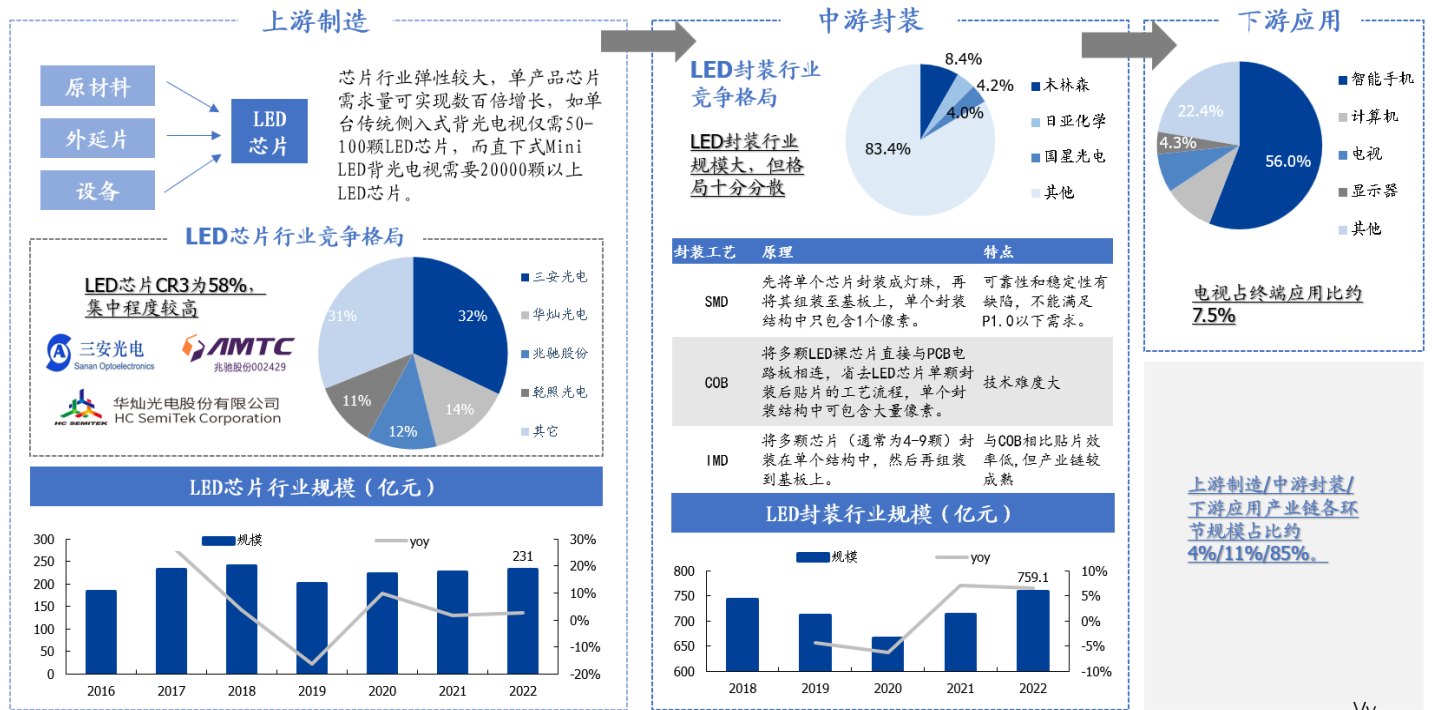
Mini LED 产业链包括上游芯片端，中游封装端及下游应用端，具体看：

1) Mini LED 芯片上游包括 LED 原材料，LED 外延生长、LED 芯片制造三个主要环节。其中芯片制造是该产业链的关键环节，根据中商情报网数据，截至 2022 年 LED 芯片行业规模达 231 亿元。竞争端看，LED 芯片 Top3 产家分别为三安光电/华灿光电/兆驰股份，三者市占率合计为 58%，集中度十分高。产品端看，芯片行业弹性较大，单产品芯片需求量可实现数百倍增长，如单台传统侧入式背光电视仅需较少 LED 芯片，而直下式 Mini LED 背光电视需要 20000 颗以上 LED 芯片。高集中程度+高弹性下，我们认为下游 Mini LED 电视对芯片行业龙头企业的传导效用将十分强劲。

2) 产业链中游为 LED 芯片封装，2022 年 LED 封装行业规模约 760 亿元。工艺路径看，目前主要封装方式有 SMD、COB 与 IMD。其中 SMD 设备与工艺成熟度较高，但可靠性和稳定性较差，COB 省去 LED 芯片单颗封装后贴片的工艺流程，但技术难度较大，IMD 产业链成熟，可优先实现产业化。竞争格局看，LED 封装环节产家十分分散，CR3 仅 16.6%，木林森、国星光电等为封装环节较主要玩家。产品端看，芯片封装环节也有较大的弹性，对比传统电视，Mini LED 产品单模组价值量增长十分大。

3) 产业链下游应用端包括智能手机、计算机、电视等，其中电视约占应用比 7.5%。终端厂商弹性较小，但随着 Mini LED 产品持续渗透，应用端会逐渐迎来增长。

图表100: Mini LED 产业链



资料来源：中商情报网，天极网，智研咨询，Reed Exhibitions, LEDinside, 国盛证券研究所

下游 MiniLED 背光电视放量驱动产业链增长。2023 年 10 月小米发布 S Pro，搭配 896 分区，峰值亮度高达 2200nits。S Pro 提供 65/75 寸产品，其中 65 寸首发价下探至 4299 元，高旗舰配置+极具性价比的价格使其预售之际就被抢售一空。进入 2024 年，TCL 及海信纷纷以自身子品牌推出 miniled 产品对标小米。2024 年 2 月份雷鸟推出鹤 7 系列，定价从 4999-8499 元不等，2024 年 5 月 Vidda 推出 X Ultra，价格从 4799 元-7999 元。

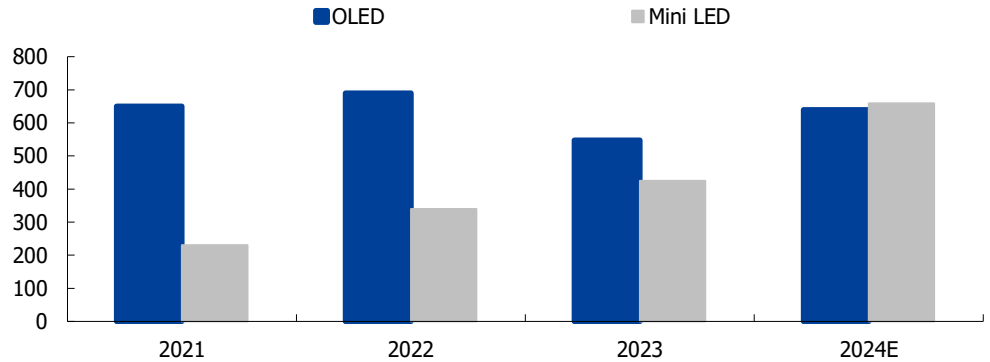
图表101: 2024 年以来主要厂商新品情况

| 产品名称            | 尺寸   | 分区数  | 价格   | 发布时间   |
|-----------------|------|------|------|--------|
| 小米 S Pro        | 65 寸 | 896  | 4999 | Oct-23 |
| 小米 S Pro        | 75 寸 | 1152 | 6999 | Oct-23 |
| 小米 S 55 miniled | 55 寸 | 308  | 2999 | Mar-24 |
| 小米 S 65 miniled | 65 寸 | 392  | 3999 | Mar-24 |
| 小米 S 75 miniled | 75 寸 | 512  | 5499 | Mar-24 |
| 小米 S 85 miniled | 85 寸 | 640  | 6999 | Mar-24 |
| 雷鸟鹤 7           | 65 寸 | 960  | 4999 | Feb-24 |
| 雷鸟鹤 7           | 75 寸 | 1248 | 6499 | Feb-24 |
| 雷鸟鹤 7           | 85 寸 | 1536 | 8499 | Feb-24 |
| Vidda X Ultra   | 65 寸 | 1024 | 4799 | May-24 |
| Vidda X Ultra   | 75 寸 | 1260 | 6199 | May-24 |
| Vidda X Ultra   | 85 寸 | 1536 | 7999 | May-24 |

资料来源：天猫，小米官方网站，新浪科技，快科技，中国日报网，安卓论坛，IT之家，国盛证券研究所

洛图科技预测 2024 年，Mini LED 出货量将超过 OLED。据洛图科技统计，2023 全球 OLED 出货量为 5.5 百万台，对比 Mini LED 电视 2023 全年出货量为 4.3 百万台，对 OLED 呈现出了强劲的追赶姿态。2024 年以来预计 MiniLED 出货量将达 659 万台，超越 OLED。

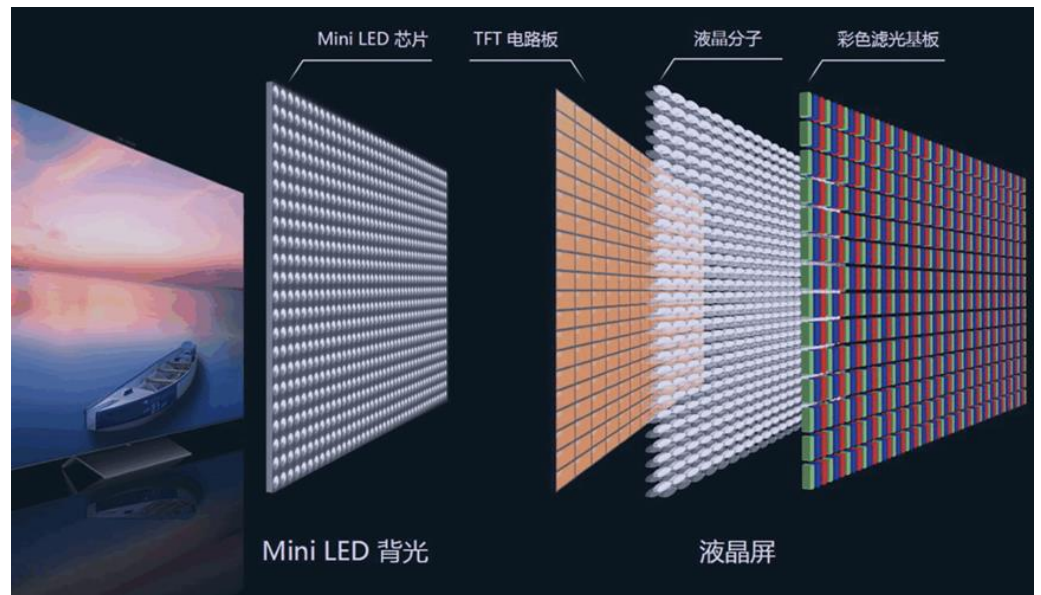
图表102: OLED 及 Mini LED 出货情况 (百万台)



资料来源: 洛图科技, 国盛证券研究所

Mini LED 电视能实现快速增长是因为其显示效果较好。Mini LED 又称为“次毫米发光二极管”，是对传统 LCD 的升级。传统 LCD 面板的结构由背光模组、偏光片、TFT 阵列、液晶、彩色滤光片和偏光片组成，而背光模组即是显示面板的根基，也是显示效果的关键因素。Mini LED 在传统 LCD 面板的背光模组上，选择了缩小 LED 灯珠，每个灯珠尺寸介于 50-200  $\mu\text{m}$  之间，将背光层分割成小块，并且通过 LED 芯片分区调光。

图表103: Miniled 技术简介



资料来源: 赛时达, 国盛证券研究所

Mini LED 电视的主要技术优势在于:

- 1) 对比传统 LCD，Mini LED 电视凭借分区调光技术，使原本需要整块点亮的背光板可以分区、精准点亮，实现更高对比度，画面效果较传统 LED 有着质的飞跃。
- 2) 对比 OLED，Mini LED 寿命更长、响应速度更快，虽然 OLED 由于自发光的成像原理，画质更好，但同时也受限于生产工艺与良率，难以量产大尺寸高分辨率屏幕。

图表104: Miniled 技术优势对比

|      | 普通 LCD | OLED | Mini LED+LCD |
|------|--------|------|--------------|
| 技术类型 | 背光     | 自发光  | 背光           |
| 亮度   | 500    | 1000 | 1000         |
| 发光效率 | 低      | 中    | 低            |
| 对比度  | 中      | 非常高  | 高            |
| 寿命   | 中      | 低    | 中            |
| 成本   | 低      | 高    | 低            |
| 适应尺寸 | 小中大    | 小中   | 小中大          |

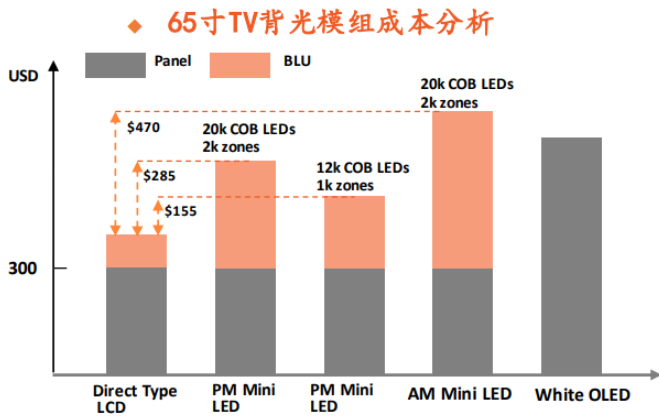
资料来源: 行家说, 国盛证券研究所

如何看待 Mini LED 降本路径? 据 JM insight 数据, 一台 65 寸 TV 中, 对比传统直下式背光模组, 搭载 1000/2000 分区的 Mini 背光模组成本分别高出 155/285 美元。据行家说数据, 从成本占比看, Mini LED 芯片/驱动 IC/PCB 基板分别约 23%/30%/38%。我们分别探讨这几个环节降本的可能性:

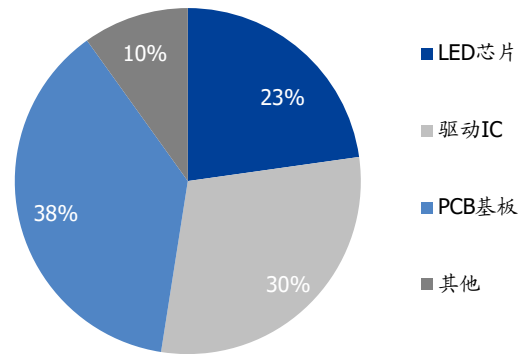
- 1) LED 芯片:** 随着分区数量增加, 背光模组中使用芯片颗数也会增加, 因此芯片成本占比将提升。LED 芯片一个降本思路是采用高压芯片, 其驱动电流更小, 发光效率高。另一个思路是减少 Mini LED 芯片颗数, 这需要增加 Mini LED 的出光角, 其常规做法是芯片增加 DBR 结构。
- 2) 驱动 IC:** 其基本降本思路为从 PM 驱动转向国产 AM 驱动, 灯驱合一设计, 显芯科技、华源智信等国产厂商近期来已经突破 AM 驱动芯片。
- 3) PCB 基板:** PCB 基板降本思路为选用价格便宜的材料(如 TV 用铝基 PCB)、多条 LB(即通过减少 PCB 用量)。另一个降本思路为才有鱼骨设计, 从而减少 PCB 板使用量。

图表105: Mini LED/普通电视背光模组成本对比

图表106: 65 寸 Mini LED 灯板成本结构



资料来源: JM insight, 国盛证券研究所



资料来源: 行家说, 国盛证券研究所

## 风险提示

**关税加征风险。**目前家电对美出口关税存在加征风险，如美国持续提高中国对美出口关税将影响家电产品销售。

**出口不及预期。**产品出海已成为众多家电企业拓宽营收来源方式，如出口不及预期将对企业业绩形成压力。

**消费复苏不及预期。**如消费者消费积极性下滑，企业产品销售收入有可能同比下滑。

**竞争恶化。**如企业间竞争加剧形成价格战等情形，有可能对企业业绩造成不良影响。

**地产复苏不及预期。**家电产品与地产销售之间存在较强关联性，如地产销售不及预期，家电销售渠道将缩小，对产品销售不利。

**测算风险。**本文在海运费测算、TCL合肥净利率测算、兆驰股份订单测算过程中有多处假设，存在测算过程有偏差的风险。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

| 投资建议的评级标准   |      | 评级 | 说明                     |
|---|------|----|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在15%以上       |
|   |      | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间    |
|   |      | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间   |
|   |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在5%以上        |
|   | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在10%以上       |
|   |      | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
|   |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在10%以上       |

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com