

家用电器

白电攻守兼备、小家电渠道新阿尔法、黑电走出经营底部

复盘：2024年为家电内外销基本面+资金风格共振的一年。1)内销：2024年初渠道库存低位，内销进入补库周期至5月，8月以旧换新陆续在全国推广缓解了5月以来的动销、库存压力，直至12月底内销库存水位明显下降。2)外销：欧洲补库，美国市场下半年改善且四季度明显开始抢出口，新兴市场尤其亮眼。从涨幅来看，2024年标的弹性的核心是外销阿尔法。

展望：我们判断2025年资金风格有望延续，基本面来看1)内销上半年以旧换新错期+渠道库存较低，2)外销美国市场Q1有部分抢关税需求叠加新兴市场保持较好增速，我们认为板块上半年有望跑出超额收益。我们认为，2025年标的弹性的核心是内销阿尔法。

白电：攻守兼备，股息率及估值具备性价比。1)以10年更新周期为例，目前空调、冰箱、洗衣机的超额服役比例均超10%，若以8年为更新周期则超龄服役比例达30%以上。参照我们对上一轮以旧换新政策的拉动需求拆解，2008-2011年地产新增之外的需求均有明显提振，我们认为当前时点不需要担心以旧换新的效果持续性。2)参照上一轮关税加征期间，主要公司的海外毛利率未收到影响，且当前中国家电的海外产能占比更高，我们认为关税风险可控。

小家电：内销重点关注微信小店带来的新渠道机遇。我们认为小家电的收入及费效转化核心取决于渠道周期和品类周期，考虑到腾讯拥有庞大的社交资源，且腾讯不同于抖音的较高营销投入，低扣点的商业模式之下低客单价低毛利的小家电也有望受益。外销重点关注拓客户及拓品能力。

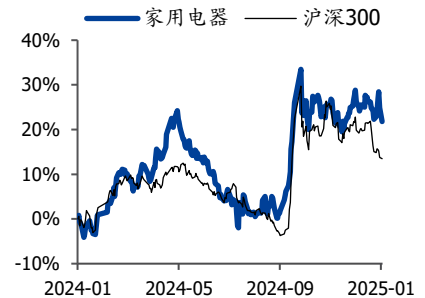
黑电：走出经营底部，核心关注低估值标的。1)面板价格尤其是中小尺寸同比压力减缓，海外市占率逻辑持续验证，我们认为非美市场的收入和毛利率有望延续趋势；2)内销市场我们认为以10年更新周期为例，黑电超龄服役比例超过10%，miniled占比持续提升有望接力大屏化提升行业ASP。

投资建议：我们继续看好白电板块，除重点推荐美的集团、格力电器、海尔智家外，海信家电和长虹美菱当前具备估值性价比，同时TCL智家可能迎来资产重组催化，产业链上游具备销量弹性的华翔股份、长虹华意也值得关注。小家电板块我们建议重点关注拓客户和品类能力较强的德昌股份、欧圣电器。黑电板块当前整体估值较低，重点推荐TCL电子、海信视像。

风险提示：以旧换新不及预期、竞争格局恶化超预期、关税加征超预期、测算误差风险。

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

分析师 鲍秋宇

执业证书编号：S0680524080003

邮箱：baoqiuyu@gszq.com

研究助理 盘琳玥

执业证书编号：S0680124030008

邮箱：panshuyue@gszq.com

相关研究

- 《家用电器：中长期看好家电出海，内需关注质价比》 2024-08-19
- 《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

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
000333.SZ	美的集团	买入	4.41	5.07	5.57	6.10	16.50	14.67	13.33	12.18
000651.SZ	格力电器	买入	5.18	5.66	6.09	6.48	8.80	7.93	7.37	6.92
600690.SH	海尔智家	买入	1.77	2.04	2.33	2.64	17.30	13.35	11.67	10.30
000921.SZ	海信家电	增持	2.05	2.38	2.70	3.04	14.10	13.11	11.58	10.26
000521.SZ	长虹美菱	增持	0.72	0.73	0.84	0.95	13.50	10.79	9.34	8.24
002668.SZ	TCL智家	增持	0.73	0.95	1.14	1.31	16.10	13.30	11.06	9.66
605555.SH	德昌股份	增持	0.87	1.08	1.35	1.66	23.00	20.66	16.63	13.53

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

内容目录

1. 板块行情回顾	5
2. 白电：攻守兼备，2025H1 内外销确定性高	10
2.1 内销：以旧换新政策延续，内需稳健可期	10
2.2 外销：海外产能布局完善，美国加征关税风险可控	18
2.3 重点关注个股	23
3. 小家电&清洁电器寻找产品&渠道阿尔法	29
3.1 内销链：扫地机行业持续改善，关注内销弹性赛道	29
3.1.1 扫地机行业持续改善，格局未稳下企业仍需不断加强产品、渠道、品牌实力	29
3.1.2 微信小店送礼功能开启，小家电有望迎来新渠道机遇	31
3.2 出口链：出口景气不减，优选高增速&有效规避对美敞口标的	31
4. 黑电：板块走出经营周期底部	34
4.1 成本端：面板价格逐渐企稳	34
4.2 外销：全球市场国产替代逻辑可持续验证	35
4.3 内销端：以旧换新焕发内生活力，MiniLED 演绎高端化	39
风险提示	48

图表目录

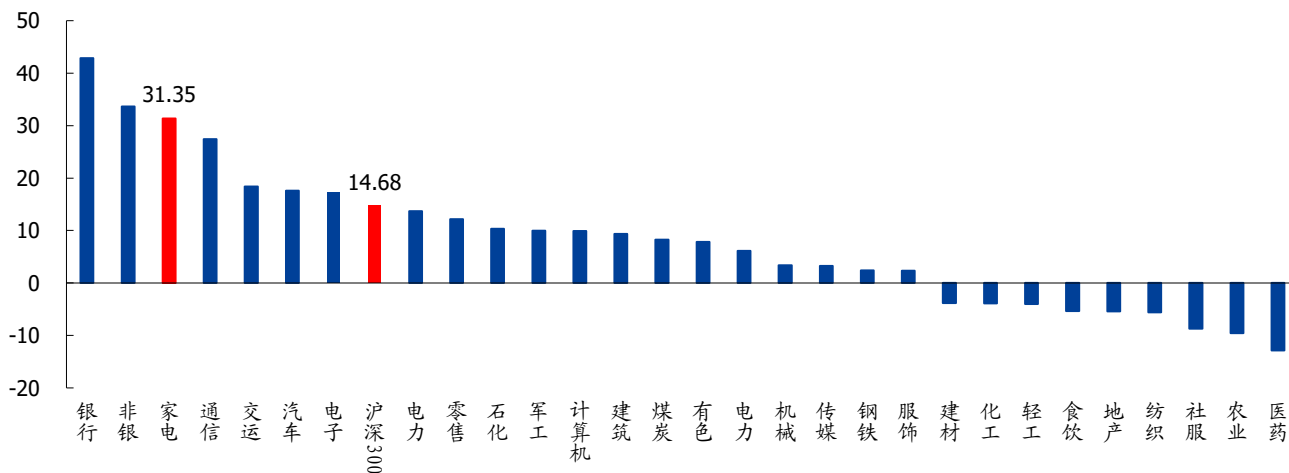
图表 1: 2024/01/01-2024/12/31 各板块涨跌幅 (%)：家电和大盘累计上涨 31.35%/14.68%	5
图表 2: 2024/01/01-2024/12/31 家电板块/上证指数较年初累计涨跌幅 (%)	5
图表 3: 2024/01/01-2024/12/31 家电板块主要个股涨跌幅 (%)	6
图表 4: 2023.08-2024.12 家电和音像器材类/社零总额当月同比 (%)	6
图表 5: 2023.08-2024.12 家电和音像器材类/社零总额累计同比 (%)	6
图表 6: 2023 年至 2024.12 沪铜及沪铝走势	7
图表 7: 家电板块基金重仓持股占比逐渐提升	7
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 12 月 31 日)	8
图表 9: 家电出口整体及分品类	9
图表 10: 主要大家电产品出口分市场情况	9
图表 11: 白电&厨电板块市盈率分位数及股息率	10
图表 12: 2007-2013 年家电补贴政策时间轴	11
图表 13: 家电补贴政策具体内容梳理	11
图表 14: 补贴政策期间家电指数相较沪深 300 超额收益显著	12
图表 15: 补贴期间空冰洗内销量均持续提升 (万台)	13
图表 16: 补贴期间空冰洗内销量保持高增长	13
图表 17: 2008-2013 年家电补贴政策期间内销量拆分测算	14
图表 18: 2024 年以旧换新政策梳理	14
图表 19: 2024 年以旧换新 7 大品类线上、线下同比情况	15
图表 20: 2009-2013 年期间白电格局集中趋缓	16
图表 21: 2024 年 8-11 月空调格局情况	16
图表 22: 2024 年 8-11 月冰箱格局情况	16
图表 23: 2024 年 8-11 月洗衣机格局情况	16
图表 24: 2025 年部分省市以旧换新政策出台情况	17
图表 25: 白电内销以旧换新进度测算	18
图表 26: 美国对华加征关税共经历三大阶段	19
图表 27: 家电品类关税征收及豁免情况	20
图表 28: 家电公司涉税品类及外销收入情况	21
图表 29: 2022-2024 年 1-10 月空调出口地区分布	22
图表 30: 2022-2024 年 1-10 月洗衣机出口地区分布	22
图表 31: 2022-2024 年 1-10 月冰箱出口地区分布	22
图表 32: 2023 年中国冰箱、洗衣机出口占国外当地销量比例	23
图表 33: 空冰洗主要企业海外产能国家分布	23
图表 34: 美的集团 PE-Forward 复盘	24

图表 35:	格力电器 PE-Forward 复盘.....	24
图表 36:	海尔智家 PE-Forward 复盘.....	25
图表 37:	TCL 智家存在潜在资产整合预期.....	25
图表 38:	2020-2024Q1-3 长虹美菱营收及业绩 (亿元; %)	26
图表 39:	长虹美菱费用率持续改善.....	26
图表 40:	2020-2024Q1-3 海信家电营收及业绩 (亿元; %)	26
图表 41:	海信家电利润率持续改善.....	26
图表 42:	华翔股份主营业务构成 (单位: 亿元)	27
图表 43:	华翔股份分区域构成 (单位: 亿元)	27
图表 44:	长虹华意为产品结构升级进行产能及产线升级投入	27
图表 45:	万和电气收入拆分及员工持股计划情况梳理	28
图表 46:	全渠道扫地机销量提升.....	29
图表 47:	全渠道扫地机均价提升.....	29
图表 48:	扫地机器人 2024 年 1-11 月线上累计销量分价格段市占率及变动	30
图表 49:	2024M1-11 扫地机器人线上销额市占率及变动	30
图表 50:	家电整体出口与部分小家电品类 2024 年 1-11 月出口销额增速情况	32
图表 51:	欧圣电气经营情况.....	32
图表 52:	德昌股份经营情况.....	33
图表 53:	65 寸面板价格 (美元/片)	34
图表 54:	面板价格及电视厂商毛利率成反向相关关系	34
图表 55:	厂商面板采购计划.....	35
图表 56:	海信及 TCL 全球市占率情况.....	36
图表 57:	分市场市占率.....	36
图表 58:	海信及 TCL 分市场增长情况 (单位: 百万)	37
图表 59:	北美主要零售渠道门店情况及单店收入对比 (2022 年)	38
图表 60:	欧洲为 2024 年主要增长区域 (销量 yoy)	39
图表 61:	分市场均价情况 (单位: 美元)	39
图表 62:	中国 TV 品牌出货量 (百万台)	39
图表 63:	电视潜在替换需求.....	40
图表 64:	中国 MiniLED 出货量及市占率 (万台)	40
图表 65:	海信/TCL/小米 Mini LED 产品定价.....	40
图表 66:	分尺寸市占率 (线上)	41
图表 67:	分尺寸均价 (元)	41
图表 68:	中国电视平均尺寸 (单位: 寸)	41
图表 69:	中国 Mini LED 电视品牌市占率.....	42
图表 70:	2024Q3 中国电视品牌市占率.....	42
图表 71:	2024 年海信/TCL/小米分尺寸市占率情况.....	42
图表 72:	Mini LED 对企业收入端弹性测算.....	43
图表 73:	TCL 电子收入拆分 (单位: 亿港元)	43
图表 74:	海信分区域市占率情况.....	44
图表 75:	海信视像收入及 yoy (单位: 亿元)	45
图表 76:	海信视像净利润及 yoy (单位: 亿元)	45
图表 77:	分品牌线上均价情况 (元)	45
图表 78:	分品牌市占率情况.....	46
图表 79:	兆驰股份分业务拆分.....	47
图表 80:	康冠科技分业务拆分.....	48

1. 板块行情回顾

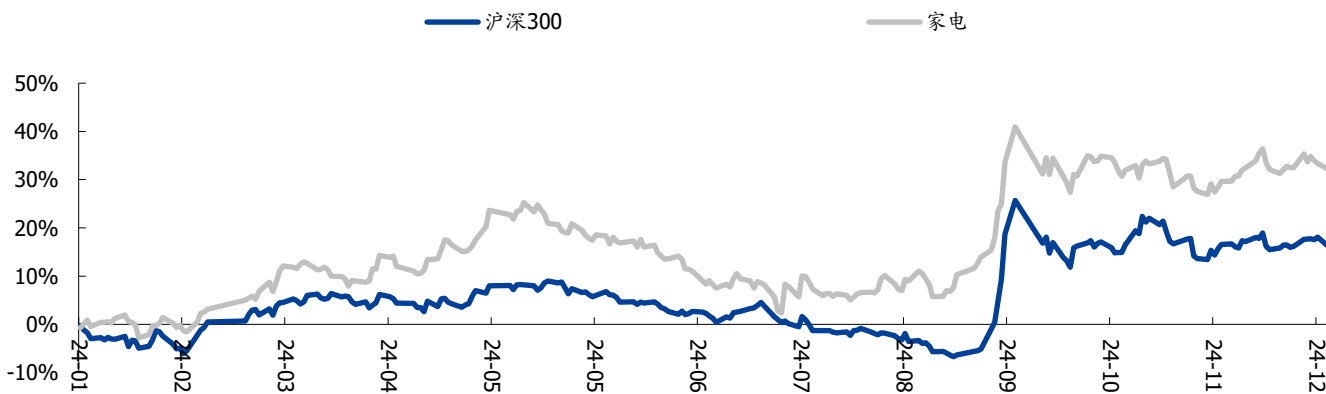
2024年以来家电板块增长靓丽。回顾家电行业2024年以来表现，涨幅始终领先大盘，在所有板块中名列前茅。1) 横向看，截至2024年12月31日，家电板块年累计涨幅为31.35%，显著高于沪深300涨幅(14.68%)，在所有申万一级板块中排名第三。2) 纵向看，2024年初以来市场风格偏向高股息、低估值，家电板块景气度提升。随后5月开始，由于美国大选对于关税的担忧，家电板块出现回调，但自9月开始，政府发布“以旧换新”细则，力度超市场预期，板块开始回升。

图表1: 2024/01/01-2024/12/31 各板块涨跌幅(%)：家电和大盘累计上涨31.35%/14.68%



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

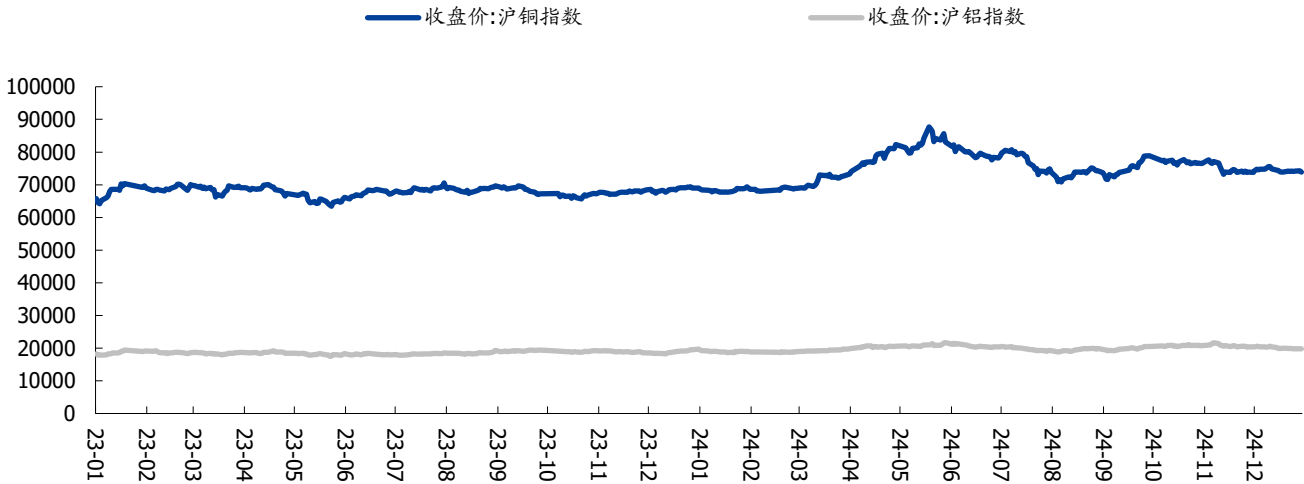
图表2: 2024/01/01-2024/12/31 家电板块/上证指数较年初累计涨跌幅(%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

分板块及公司看，白电板块总体较优秀，均实现了正向收益，黑电中TCL电子为最强黑马：1) 白电板块中主要个股均实现了正向收益，年累计涨幅在31%-100%区间，总体表现较为优秀，集成灶板块受地产下行、行业需求下滑等影响，表现较弱，黑电及小家电板块均出现分化。2) 分公司看，2024年以来市场表现前三为TCL电子/TCL智家/长

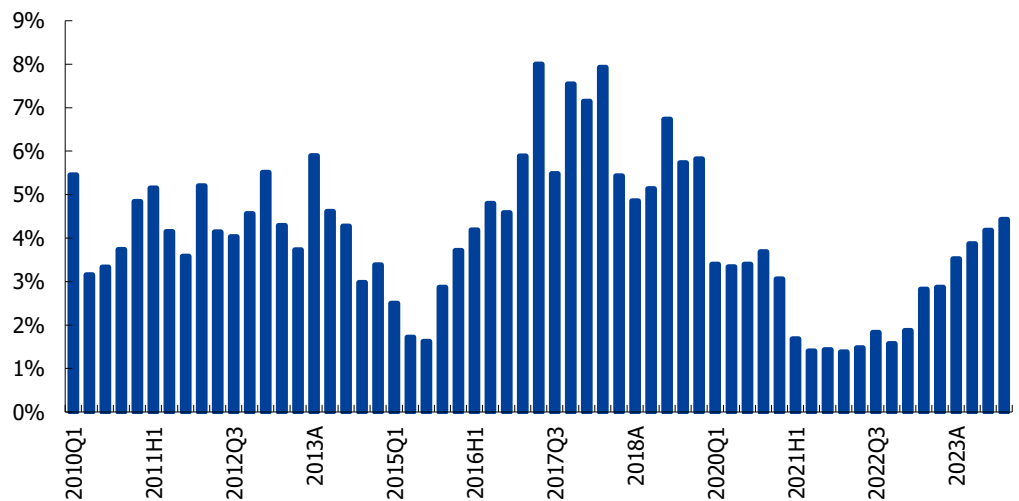
图表6: 2023年至2024.12沪铜及沪铝走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

交易端看，2024年以来家电板块基金重仓持股比例持续提高。根据Wind数据，2024年Q3全行业家电板块基金重仓股市值比例为4.43%，较2023Q3持股比例提高1.56pct，但纵向对比看，目前仍处于低位。

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

个股层面看，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12月31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27只家电重点标的中，仅10只个股PE分位数超50%，其余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12月31日)

板块	公司简称	总市值(亿)	PE-TTM	市盈率分位数	
白电	格力电器	2545.84	8.24	13.7%	
	海尔智家	2671.32	14.36	30.0%	
	美的集团	5758.38	15.27	58.4%	
	海信家电	400.56	12.50	27.5%	
	长虹美菱	84.04	10.88	9.9%	
	长虹华意	51.50	11.12	2.9%	
	TCL智家	142.24	14.01	23.5%	
厨电	传统厨电	老板电器	202.33	12.95	5.0%
		华帝股份	62.22	12.66	8.3%
	集成灶	浙江美大	47.42	22.86	55.5%
		火星人	55.86	140.60	95.7%
		亿田智能	36.11	-510.71	0.0%
		帅丰电器	23.55	24.92	97.8%
小家电	清洁电器	科沃斯	270.39	43.37	55.0%
		石头科技	405.08	18.73	8.0%
	按摩仪	倍轻松	25.61	-119.49	0.0%
	个护电器	飞科电器	180.86	27.52	40.2%
	小厨电	苏泊尔	426.50	18.95	24.8%
		九阳股份	79.46	64.29	99.0%
		新宝股份	121.78	11.87	4.4%
		小熊电器	75.25	24.28	32.2%
	黑电		北鼎股份	31.92	55.14
海信视像			260.21	14.64	32.8%
康冠科技			191.86	19.66	97.3%
光峰科技			67.93	386.53	96.1%
极米科技			68.61	-1144.80	0.0%
	TCL电子	160.08	14.17	64.1%	

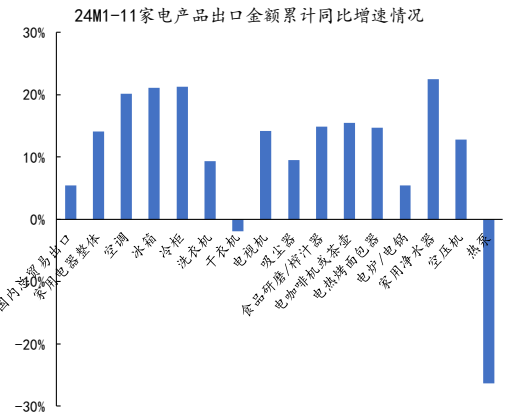
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 市盈率历史分位数计算区间为个股上市首日至2024年12月31日

➤ 外销基本面: 景气度较高, 出口拉美&欧洲增速更快

家电出口 24 年保持较高景气。2024 年 1-11 月, 家用电器出口累计同比+14%, 增速快于国内贸易总出口的+5%, 主要大家电品类空调、冰箱、洗衣机、电视机出口累计同比分别为+20%、+21%、+9%、+14%, 小家电整体增速略慢于大家电。大部分品类维持贯穿全年的较高增速。热泵由于去库周期晚于家电品类, 累计同比仍有较大幅度下滑, 但月度增速呈逐渐恢复趋势。

图表9: 家电出口整体及分品类

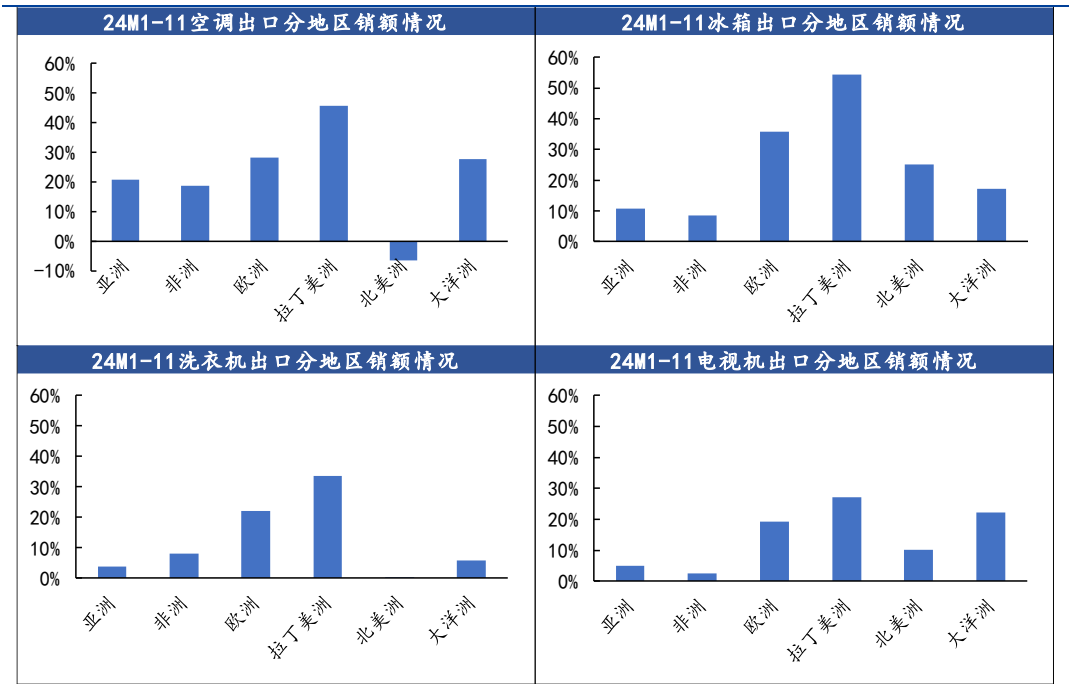
出口金额单月同比(美元口径)	24M1	24M2	24M3	24M4	24M5	24M6	24M7	24M8	24M9	24M10	24M11
国内总贸易出口	7.7%	6.3%	-7.9%	1.1%	7.4%	8.5%	7.0%	8.7%	2.4%	12.7%	6.7%
家用电器整体	18.3%	24.5%	-0.6%	13.9%	19.6%	18.7%	17.4%	12.3%	5.2%	23.2%	10.2%
空调	14.0%	2.2%	-6.8%	7.1%	23.3%	39.4%	45.9%	37.3%	27.5%	54.1%	40.0%
冰箱	35.5%	33.4%	20.5%	19.6%	13.4%	23.6%	19.7%	22.9%	11.7%	29.9%	10.8%
冷柜	45.7%	37.1%	23.5%	11.4%	6.5%	23.8%	20.7%	14.8%	13.3%	45.4%	10.0%
洗衣机	31.2%	23.3%	11.3%	8.9%	8.1%	3.5%	3.9%	1.4%	-0.2%	17.7%	-0.1%
干衣机	-56.3%	-1.0%	206.9%	170.4%	113.8%	14.6%	-62.0%	-69.0%	-68.2%	-82.2%	13.5%
电视机	2.7%	12.7%	3.5%	24.6%	23.3%	11.3%	16.3%	13.8%	5.1%	28.7%	17.3%
吸尘器	21.5%	27.7%	6.0%	5.7%	13.7%	13.9%	15.4%	7.7%	-5.4%	16.9%	-3.4%
食品研磨/榨汁器	11.3%	56.2%	-12.6%	8.1%	19.4%	24.4%	17.1%	13.0%	5.7%	30.9%	17.0%
电咖啡机或茶壶	15.8%	31.5%	-21.8%	3.0%	9.2%	13.9%	25.4%	10.8%	15.9%	46.7%	32.7%
电烘烤面包器	12.3%	51.8%	-12.8%	3.3%	20.3%	31.1%	15.3%	20.1%	3.4%	18.2%	18.1%
电炉/电锅	15.7%	22.8%	-16.8%	1.5%	9.1%	9.1%	7.9%	4.1%	1.7%	13.9%	1.3%
家用净水器	25.8%	23.5%	-0.8%	21.2%	39.8%	29.9%	29.4%	20.2%	2.5%	34.0%	29.1%
空压机	15.3%	21.9%	-4.5%	10.3%	17.1%	14.8%	16.2%	9.9%	6.1%	29.0%	13.1%
热泵	-59.0%	-50.7%	-50.3%	-23.4%	-12.0%	-1.8%	-0.8%	5.9%	-9.4%	15.7%	12.5%



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

分市场来看, 2024年1-11月主要大家电品类出口拉丁美洲、欧洲保持较快增长, 北美洲增速略慢。我们认为2024年家电出口能够保持较高景气度, 除了北美渠道补库存外, 来自拉丁美洲等新兴市场同样也贡献了较多增量。

图表10: 主要大家电产品出口分市场情况



资料来源: 海关总署, 国盛证券研究所

2. 白电：攻守兼备，2025H1 内外销确定性高

白电板块攻守兼备，股息率及估值具备性价比。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 12 月 31 日，白电板块个股市盈率基本处于历史分位数较低水平，除美的集团 PE 分位数超 50% 外，其余白电个股的市盈率分位数均低于 50%。同时家电个股的分红水平较高，格力股息率超 5%，其余个股的股息率也在 3% 左右。

图表11: 白电&厨电板块市盈率分位数及股息率

板块	公司简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	市盈率分位数	股息率	
白电	格力电器	2545.84	8.24	13.67%	5.24	
	海尔智家	2671.32	14.36	30.05%	2.81	
	美的集团	5758.38	15.27	58.40%	3.99	
	海信家电	400.56	12.50	27.49%	3.51	
	长虹美菱	84.04	10.88	9.86%	3.68	
	TCL智家	142.24	14.01	23.50%	0.00	
	长虹华意	51.50	11.12	2.93%	3.38	
	华翔股份	58.82	13.11	11.27%	2.52	
厨电	传统厨电	老板电器	202.33	12.95	4.99%	4.67
		华帝股份	62.22	12.66	8.28%	4.09
		万和电气	76.14	16.45	41.94%	3.91
	集成灶	浙江美大	47.42	22.86	55.45%	10.22
		火星人	55.86	140.60	95.67%	4.38
		亿田智能	36.11	-510.71	0.00%	3.83
	帅丰电器	23.55	24.92	97.85%	4.83	

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 截至 2024 年 12 月 31 日, 市盈率历史分位数计算区间为个股上市首日至 2024 年 12 月 31 日

2.1 内销：以旧换新政策延续，内需稳健可期

我们首先对上一轮 2007-2013 年期间家电补贴政策进行复盘，从中获取对本轮以旧换新政策的启示。

家电下乡：1) 试点阶段：为促进社会主义新农村建设，2007 年 12 月中国财政部与商务部联合出台“家电下乡”试点，在山东、河南、四川三省开展家电下乡试点工作，对冰箱、彩电、手机类产品补贴。2) 第二阶段：2008 年，国际金融危机背景下，政府进一步完善家电下乡政策，于 12 月逐步推广至全国，并追加洗衣机品类的补贴，部分地区增加电动自行车、电饭煲等可选品类。3) 第三阶段：2010 年 3 月，财政部、商务部、工信部联合印发《新增家电下乡补贴品种实施方案》后，补贴品类增加至 16 种。根据财政部印发的《家电下乡操作细则》，**补贴额度为产品销售价格的 13%，补贴资金由中央财政和省级财政分别负担 80%和 20%。**

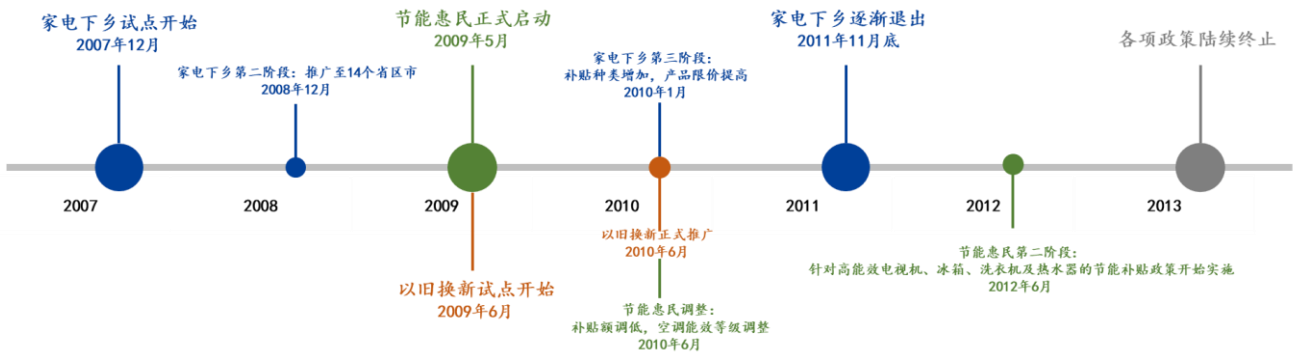
节能惠民：为进一步扩大内需、稳定消费需求，2009 年 5 月国家发展改革委、财政部正式启动“节能产品惠民工程”，继续以财政补贴方式刺激家电消费。**“节能惠民”政策在三个方面有别于“家电下乡”：**1) 补贴对象：“家电下乡”仅面向农民用户，“节能产品惠民工程”的补贴对象扩大至城乡广大消费者。2) 补贴品类的能效等级：“节能产品惠民工程”在普惠式利民的同时重点关注推广高效节能产品，中央财政按照不同制冷量和能效等级设定 300-850 元/台的补助标准，而“家电下乡”补贴的产品是符合进入市场门

槛的能效等级为3-5级的普通产品。3) 补贴方式: “节能产品惠民工程”采取间接补贴方式, 面向企业补贴, 而“家电下乡”采用直接补贴方式, 面向终端消费者进行补贴。

以旧换新: 继节能惠民政策登台后, 为进一步拉动需求, 2009年6月, 以商务部主导, 发改委、财政部、工业和信息化部、环境保护部联合印发推出家电“以旧换新”政策, 在北京、天津、上海、江苏等9个省市进行一年期试点。根据《家电以旧换新实施办法》, 面向试点地区城乡居民, 对5类家电按照新家电销售价格的10%给予补贴, 财政补贴由中央财政为主导, 负担补贴资金的80%。2010年6月, “以旧换新”实施期延长, 正式推广至19个省市, 并逐步推广至全国城乡居民。

新节能惠民: 2012年6月, 针对高效空调、冰箱、洗衣机及热水器的节能补贴政策陆续出台, 补贴对象推广至全体城乡居民, 节能惠民政策进入第二实施阶段。新节能惠民政策补贴幅度相较于家电下乡较低, 但为用户提供更多产品选择。从2012年6月至2013年初, 中央财政累计安排补贴资金76.16亿元。

图表12: 2007-2013年家电补贴政策时间轴



资料来源: 商务部, 财政部, 中国贸易报, 中国广播网, 国盛证券研究所

图表13: 家电补贴政策具体内容梳理

家电政策	家电下乡	以旧换新	节能惠民	新节能惠民
时间	2007-2013	2009-2011	2009-2012	2012-2013
补贴对象	全国农村居民	全国城乡居民	全国城乡居民	全国城乡居民
补贴品类	16种家电	5种家电	1种家电	5种家电
补贴方式	售价的13%	新家电售价的10%	对1-2级能效空调给予300-850/台的补助	-
补贴总额	876.65亿元	375亿元	146.43亿元	76.16亿元
拉动消费	6920.77亿元	3420亿元	约1500亿元	600亿元
拉动效率 (拉动消费/补贴总额)	7.89	9.12	10.24	7.88
结算部门	财政部结算 (中央财政负担80%, 地方财政负担20%)	商务部审核, 财政部结算 (中央财政负担80%, 地方财政负担20%)	地方财政部门、节能主管部门审核, 财政部结算	地方财政部门、节能主管部门审核, 财政部结算

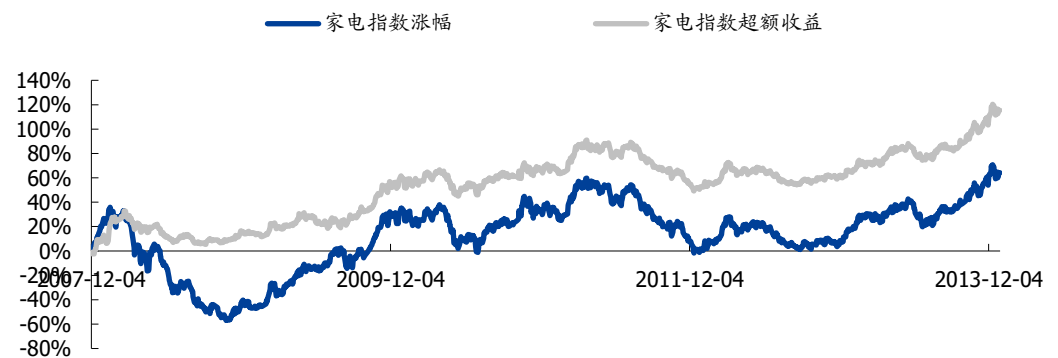
资料来源: 商务部, 财政部, 中国政府网, Wind, 国盛证券研究所

总结来看，上一轮家电补贴政策推行具有以下特点：

- **推行过程：**1) 从实施区域看，政策由个别试点省市逐步推广至全国地区；2) 从补贴对象看，由面向农村居民逐步扩大至全国城镇居民；3) 从补贴品类看，覆盖品类逐步增加，从空调、冰箱、彩电，到电磁炉、微波炉等，品类渐增多样化。
- **补贴形式：**家电下乡与以旧换新采取直接面向消费者补贴，节能产品惠民补贴企业来间接补助消费者；补贴对象可以同时享受以旧换新与节能惠民政策，但家电下乡不得与其他政策交叉使用。
- **财政支持力度：**整体支持力度较大，中央财政补贴 80%，地方财政补贴 20%，2007-2013 年间整体财政支出超千亿元。
- **拉动效果：**财政补贴撬动家电消费成果显著，三项完整政策周期下以千亿的财政补贴拉动了万亿级别的家电消费，拉动倍数达 8.44。

政策补贴期间，家电指数较沪深 300 超额收益显著。我们选取 2007 年 12 月 3 日作为基期进行计算，在政策推行期间，家电指数相对大盘的超额收益显著，且随着政策实施范围、补贴力度的扩大超额收益在持续增加，当然此轮家电下乡政策期间也同时享有地产政策刺激，股价提振更为明显。

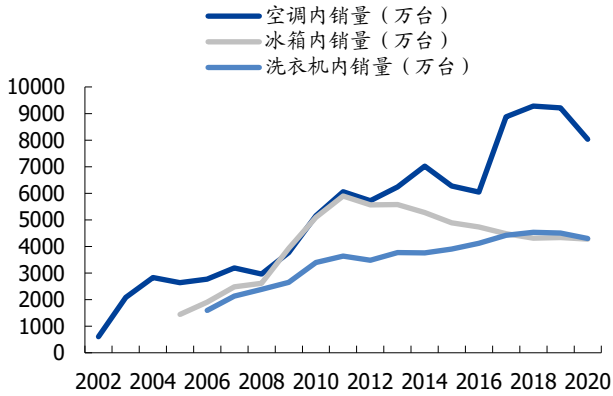
图表14：补贴政策期间家电指数相较沪深 300 超额收益显著



资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：选取 2007 年 12 月 3 日为基期分别计算申万家电指数及沪深 300 指数的涨跌幅，超额收益为二者涨跌幅之差

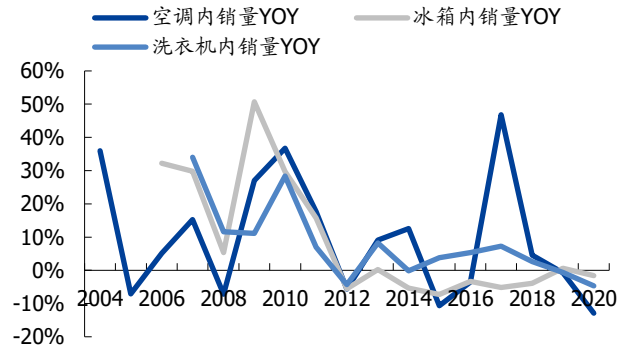
从量的角度看，政策对内销量短期提振迅速且效果明显，但透支后续需求。在补贴期间，空调和冰箱的销量均保持较高增速，洗衣机销量也在稳定增长，2008-2013 年 CAGR 分别为 16%/16%/10%。从销量增速的节奏来看，2009 和 2010 年由于家电下乡在全国推广，且有其他政策的叠加，处于阶段性增速高峰期。但在政策退出后，行业增速明显下降，空调和洗衣机还能维持震荡增长，但冰箱的销量出现了持续性下滑。

图表15: 补贴期间空冰洗内销量均持续提升(万台)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表16: 补贴期间空冰洗内销量保持高增长



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

下文我们针对 2008-2013 年家电补贴期间白电内销量的政策拉动效果进行测算, 具体测算过程如下:

- 1) 由家电补贴带来的新增和更新需求=白电内销量-由地产销售带来的新增需求;
- 2) 由地产销售带来的新增需求= $t-2$ 的住宅销售套数 \times 当年白电百户保有量, 由于国家统计局自 2013 年起开始公布总白电保有量数据, 本文 2008-2012 年的百户保有量通过农村、城镇的白电百户保有量及户数计算所得, 2013 年则采用国家统计局披露数据。

从测算结果来看, 我们得出如下结论:

- 1) 家电补贴拉动需求效果明显, 占每年内销量的比重在 80%-94%之间。在政策推行期间, 空调和冰箱每年由补贴拉动的需求占比高达 90%左右, 洗衣机由补贴带动的需求占比也在 80-85%左右。
- 2) 空调和冰箱享受到了更多的政策红利, 由补贴拉动的增量更大。空调、冰箱、洗衣机 2008-2013 年期间累计由补贴带动的需求销量分别为 2.74、2.56、1.61 亿台, 我们认为洗衣机拉动效果不及空调和冰箱或与保有量基数、产品技术迭代等因素相关。

图表17: 2008-2013年家电补贴政策期间内销量拆分测算

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
空调内销量(万台)	2965	3767	5150	6060	5716	6235
yoy	-7%	27%	37%	18%	-6%	9%
由地产销售带来的新增需求(万台)	216	295	289	485	565	643
占比	7%	8%	6%	8%	10%	10%
t-2住宅销售套数(万套)	505	625	557	804	882	914
空调百户保有量(台)	43	47	52	60	64	70
由家电补贴带来的新增&更新需求(万台)	2749	3471	4862	5575	5151	5592
占比	93%	92%	94%	92%	90%	90%
冰箱内销量(万台)	2608	3930	5097	5897	5567	5577
yoy	5%	51%	30%	16%	-6%	0%
由地产销售带来的新增需求(万台)	269	367	358	604	698	749
占比	10%	9%	7%	10%	13%	13%
t-2住宅销售套数(万套)	505	625	557	804	882	914
冰箱百户保有量(台)	53	59	64	75	79	82
由家电补贴带来的新增&更新需求(万台)	2338	3563	4738	5293	4869	4828
占比	90%	91%	93%	90%	87%	87%
洗衣机内销量(万台)	2382	2646	3398	3636	3481	3769
yoy	12%	11%	28%	7%	-4%	8%
由地产销售带来的新增需求(万台)	332	431	401	608	696	738
占比	14%	16%	12%	17%	20%	20%
t-2住宅销售套数(万套)	505	625	557	804	882	914
洗衣机百户保有量(台)	66	69	72	76	79	81
由家电补贴带来的新增&更新需求(万台)	2051	2215	2996	3028	2785	3031
占比	86%	84%	88%	83%	80%	80%

资料来源: Wind, 国家统计局, 国盛证券研究所

2024年7月新一轮家电以旧换新政策开启, 真金白银惠及消费者。2024年7月底两部门联合发布《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》的通知, 真金白银支持家电产品以旧换新, 本次通知对补贴标准、补贴方式及补贴金额均做出了相关安排, 消费者可享受到**15%-20%**的家电补贴, 后续各省市也陆续出台细则落实本次政策。

图表18: 2024年以旧换新政策梳理

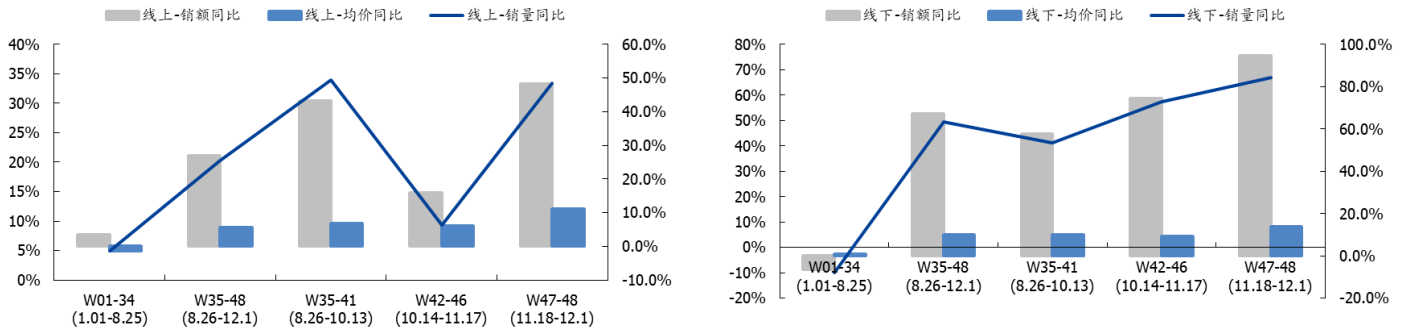
- 直接向地方安排**1500**亿元左右超长期特别国债资金, 用于落实第(三)、(四)、(五)、(七)、(八)、(九)条所列支持政策。
 - (三) 支持老旧营运货车报废更新。
 - (四) 提高农业机械报废更新补贴标准。
 - (五) 提高新能源公交车及动力电池更新补贴标准。
 - (七) 支持地方提升消费品以旧换新能力。
 - (八) 提高汽车报废更新补贴标准。
 - (九) 支持家电产品以旧换新。对个人消费者购买2级及以上能效或水效标准的**冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机**等8类家电产品给予以旧换新补贴。补贴标准为产品销售价格的15%, 对购买1级及以上能效或水效标准的产品, 额外再给予产品销售价格5%的补贴。每位消费者每类产品可补贴1件, 每件补贴不超过2000元。商务部指导各地区结合实际做好优惠政策衔接, 确保政策平稳有序过渡。
- 第(三)、(五)、(七)、(八)、(九)条涉及的支持资金按照总体**9:1**的原则实行央地共担, 东部、中部、西部地区中央承担比例分别为**85%、90%、95%**。
- 确保真金白银优惠直达消费者。
- 若某地区用完中央下达资金额度, 则超出部分由该地区通过地方资金支持, 中央不再负担。截至**2024年12月31日**未用完的中央下达资金额度收回中央。

资料来源: 中国政府网, 国盛证券研究所

从终端销售情况来看, 2024年以旧换新政策激活需求, 驱动产品结构提升。自以旧换新政策推出后, 国内消费持续回暖、需求不断扩大, 据商务部数据, 截至2024年12月

19日，全国超3330万名消费者购买相关家电以旧换新产品超5210万台。家电品类量价齐升明显，据奥维云网数据，2024W35-48，7大家电品类线上量、价分别同比提升20.3%、5.5%，线下量、价分别同比提升49.6%、10%。

图表19: 2024年以旧换新7大品类线上、线下同比情况

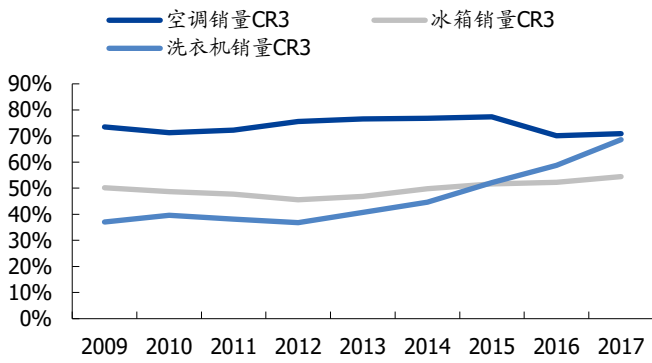


资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所 注: 7大品类包括彩电、空调、冰箱冷柜、洗(干)衣机、热水器、油烟机、燃气灶

从竞争格局来看，与上轮政策表现不同，本轮政策期间一线份额提升，格局优化。

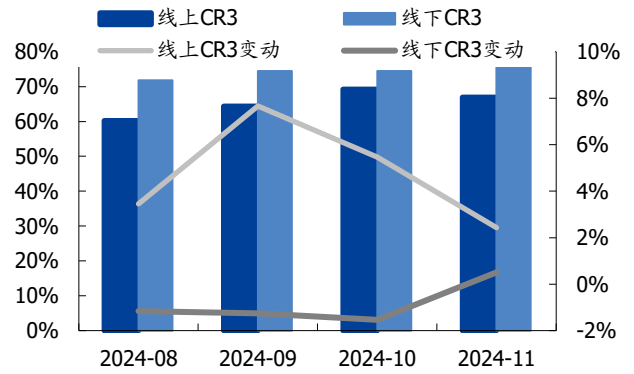
- ✓ 在上轮政策期间，政策补贴延缓行业格局出清，中小品牌短期受益。空调、冰箱、洗衣机的行业集中度在政策补贴期间呈现略微下滑的趋势，虽然各家龙头企业在完善的渠道、品牌及产品布局下市占率基本稳健，也往往享受更多补贴，但行业长尾的中小企业凭借补贴在市场中存活下来，延缓了自然出清过程，甚至出现部分僵尸企业逆势扩产的现象。当然在补贴政策退坡后，行业集中度又重回了上行通道。
- ✓ 本轮政策期间，行业格局并未恶化，线上集中度提升显著，线下略有下滑。从月度数据来看，白电线上CR3逐月同比提升，冰箱线下CR3提升趋势明确，空调格局略有松动；洗衣机线下CR3下滑较多，主要是以中低价位段产品为主的小天鹅品牌市占率下降，但头部外资品牌市占率有所提升。
- ✓ 我们认为本轮与上轮格局表现不同主要为供需两方面因素作用。一方面本轮参与国补的商家资格门槛较高，营收不达标的中小个体户、网店经销商无法享受到补贴；另一方面本次政策主要补贴高能效产品，头部品牌的产品矩阵更齐全、产品价格更高，消费者购买头部品牌既有质量保障，还可以“薅到更多羊毛”，购买意愿提升。

图表20: 2009-2013年期间白电格局集中趋缓



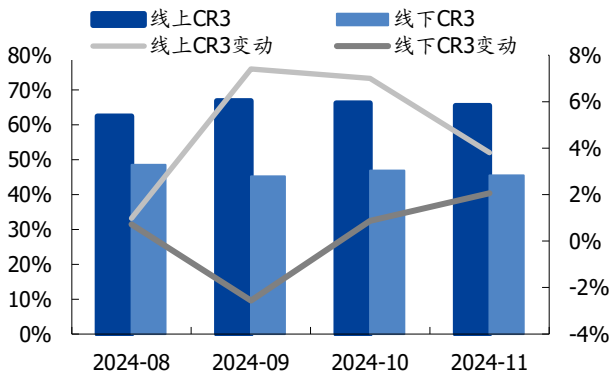
资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

图表21: 2024年8-11月空调格局情况



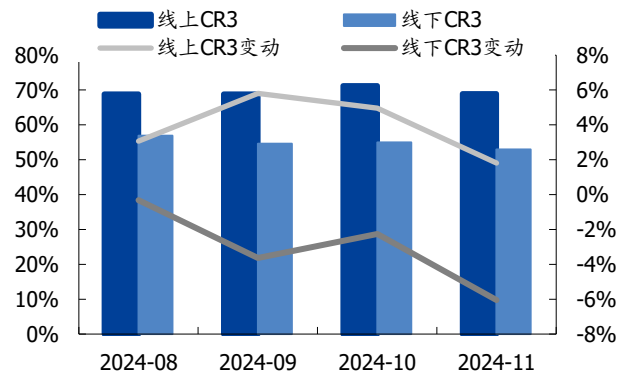
资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

图表22: 2024年8-11月冰箱格局情况



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

图表23: 2024年8-11月洗衣机格局情况



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

2025年家电以旧换新政策无缝衔接。截至2025年1月6日,已有十几个省市均已明确表态将延续2025年的家电以旧换新政策,京东、苏宁等电商平台也率先落实补贴政策,在多地上线。1月8日上午国务院召开例行吹风会明确表示将加力扩围实施家电以旧换新政策。本次吹风会提出资金支持力度将大幅增加,补贴范围由8类家电扩充至12类,空调产品最多可补贴3件,补贴标准仍为售价的15%-20%,同一品类不占用2025年补贴资格。

图表24: 2025年部分省市以旧换新政策出台情况

省份	核心内容
湖北省	1月1日, 2025年湖北省家电以旧换新补贴申请正式开始, 智能家电补贴品类再扩容, 由原来的8大品类扩大至12类, 同时新增77件N类其他家电, 单件/单类最高补贴2000元。
广东省	2025年家电以旧换新政策出台前, 具体补贴品类、补贴标准暂按2024年政策执行。个人消费者购买冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机8类家电产品可享受优惠补贴。
江苏省	国家补贴家电品类有八类。江苏省补家电品类则有所增加, 目前已经扩充了36类产品。空调、冰箱、洗衣机、电视、电脑、热水器、家用燃气灶、吸油烟机这8类国家补家电继续享受一级能效补贴20%, 二级能效补贴15%。省补增加的36类产品中, 涉及空气净化器、洗碗机、家用冰吧、净水器、料理机、面包机等绿色智能和升级类产品。其中, 有9类产品享受一级能效补贴20%, 二级能效补贴15%; 有27类产品享受15%的补贴。
北京市	2024年已纳入国家家电以旧换新政策支持范围的冰箱(含冰柜)、洗衣机(含洗烘一体机)、电视、空调、电脑(含学习机)、热水器(含壁挂炉)、家用灶具(含集成灶)、吸油烟机等8类产品, 自2025年1月1日起继续实施以旧换新补贴政策。补贴标准与2024年保持一致。
上海市	2024年已纳入国家家电以旧换新政策支持范围的冰箱(含冰柜)、洗衣机、电视、空调(含中央空调)、电脑(含台式和便携式计算机)、热水器(含壁挂炉)、家用灶具(含集成灶)、吸油烟机等8大类产品, 自2025年1月1日起继续实施以旧换新补贴政策。
四川省	从2025年1月1日起, 四川家电以旧换新国补继续实施, 电视、空调、冰箱、洗衣机、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机等8大品类均继续在列其中。补贴标准方面, 延续2024年相关政策。2025年, 全省统一采取“补贴立减”方式, 不再需要消费者先申请后等待补贴。
山西省	在家电以旧换新方面, 对于开票日期在2024年12月31日前的家电订单, 原则上不超过2025年1月15日(含1月15日)前完成送货、安装。这一规定同样适用于家装消费品“焕新”方面, 对于开票日期在2024年12月31日前的家装订单, 原则上不超过2025年1月15日(含1月15日)前完成送货、安装。
贵州省	贵州省2025年家电以旧换新暂延续2024年政策。
海南省	2025年1月1日至2025年相关政策文件发布之日起期间, 家电、家装家居补贴品类范围和标准按照2024年政策执行, 消费者享受补贴操作方式与2024年一致, 参与补贴活动的市场主体应在消费购物交易结算后3天内开具订单发票。
湖南省	从2025年1月1日起, 启动实施2025年湖南省家电以旧换新跨年度衔接政策, 于2025年1月1日20:00在中国银联云闪付APP开放领券通道(平台当日须对接调试), 对2024年已纳入国家明确的家电以旧换新政策支持范围的产品, 继续给予以旧换新补贴。在国家2025年家电以旧换新政策发布前, 衔接政策实施范围、补贴标准等按照现有标准执行。
湖北省	在2025年国家相关政策出台前, 湖北省家电、家装厨卫及电动自行车以旧换新补贴活动按照2024年执行。

资料来源: 各省市人民政府, 商务局, 商务厅, 国盛证券研究所

随着 2025 年家电补贴正式开启, 市场关心当前以旧换新进度如何? 还有多大空间可供替换? 下文我们测算目前白电超龄服役情况, 测算的基本假设如下:

- 1) 总保有量=百户保有量×总户数, 其中百户保有量选取 2023 年数据, 总户数采用 2020 年国家统计局人口普查数据;
- 2) 白电安全使用年限普遍在 8-10 年, 我们分别以上下限 8 年和 10 年进行测算;
- 3) 超龄服役量=总保有量-过去更新周期年数总销量, 其中空调有部分为工程机, 假设工程机占比为 30%, 剩余部分为过往总销量, 超龄百分比=超龄服役量/总保有量。

从测算结果来看, 我们得出以下结论:

- 1) 当前白电超龄服役比例较高, 在 10%-30%左右。若假设更新周期为 10 年, 空调、冰箱和洗衣机的超龄百分比分别为 20.8%、11.9%和 12.9%; 若假设更新周期为 8 年, 空调、冰箱和洗衣机的超龄百分比分别为 33.7%、31.8%和 28.7%。
- 2) 以旧换新进度刚刚开始, 大量超龄服役白电尚未更换。据商务部数据, 截至 2024 年 12 月 19 日, 超 3330 万名消费者购买相关家电以旧换新产品超 5210 万台。若以 8 年更新周期计算, 目前白电超龄服役量超 5 亿台; 若以 10 年更新周期计算, 白电超龄服役量超 2.7 亿台, 替换空间仍很大。

图表25: 白电内销以旧换新进度测算

假设1: 更新周期为10年					
	百户保有量 (万台)	总保有量 (万台)	前10年总销量 (万台)	超龄服役量 (万台)	超龄百分比
空调	145.9	72098	81612	14969	20.8%
冰箱	103.4	51096	45040	6056	11.9%
洗衣机	98.2	48526	42254	6272	12.9%
假设2: 更新周期为8年					
	百户保有量 (万台)	总保有量 (万台)	前8年总销量 (万台)	超龄服役量 (万台)	超龄百分比
空调	145.9	72098	68308	24282	33.7%
冰箱	103.4	51096	34869	16227	31.8%
洗衣机	98.2	48526	34586	13940	28.7%

据商务部数据,截至2024年12月19日,超3330万名消费者购买相关家电以旧换新产品超5210万台

资料来源: Wind, 商务部, 产业在线, 国盛证券研究所

2.2 外销: 海外产能布局完善, 美国加征关税风险可控

2017年8月美国贸易代表宣布正式对华发起“301调查”, 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%, 主要产品与清单一基本相同。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26: 美国对华加征关税共经历三大阶段

	关税加征时间 (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 (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 (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 (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, 部分豁免项目延长至2025年5月31日, 但仍有部分品类豁免期限已于2024年6月14日到期。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27: 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
白电+厨电				
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%	
干洗衣机	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%	
黑电				
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
清洁电器				
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
小家电				
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

随着特朗普上台, 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, 关税未必提升至超高幅度; 另一方面, 2018年以来高关税压力下各公司营收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。

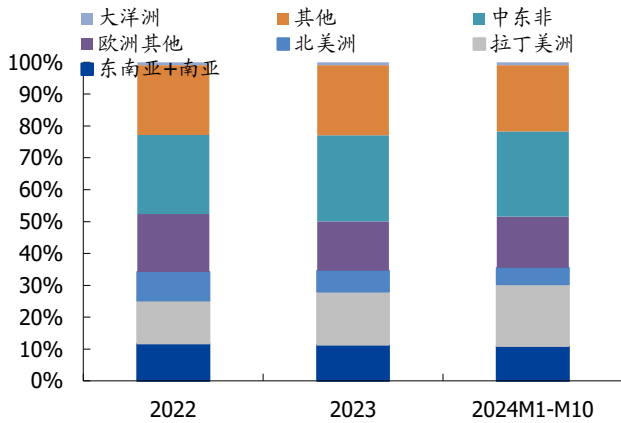
图表28: 家电公司涉税品类及外销收入情况

版块	公司简称	涉税品类	2023A营业总收入 (亿元)	2023A外销收入 (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%
			火星入	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	电视	海信视像	536.16	247.47	46%
	投影仪	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%
	个护电器	其他小家电	莱克电气	87.92	58.25	66%
			飞科电器	50.60	0.06	0%
			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

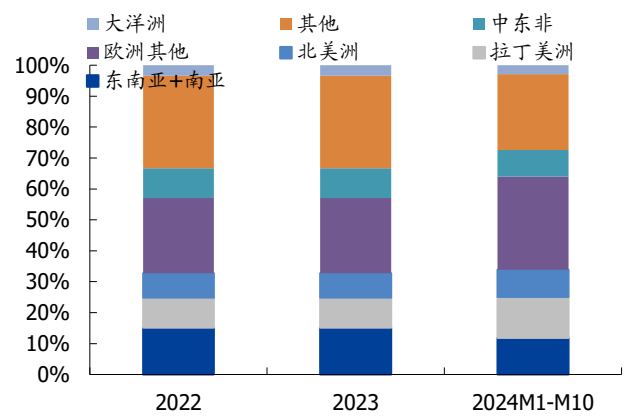
白电出口金额非美区域占比更高，且稳步提升。我国白电近两年出口新兴市场（东南亚+南亚、拉丁美洲、中东非）的比例更高，据海关总署数据，2022年/2023年/2024M1-10 空调出口主要新兴市场占比分别为 50%/55%/57%，洗衣机出口新兴市场比例为 35%/35%/34%，冰箱销额出口主要新兴市场占比分别为 25%/26%/27%。新兴市场已经成为中国家电出口主要市场，且占比近两年持续提升。

图表29: 2022-2024年1-10月空调出口地区分布



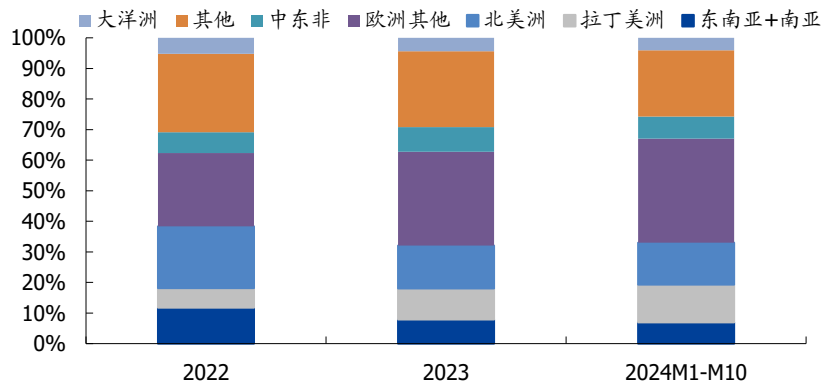
资料来源: 海关总署, 国盛证券研究所

图表30: 2022-2024年1-10月洗衣机出口地区分布



资料来源: 海关总署, 国盛证券研究所

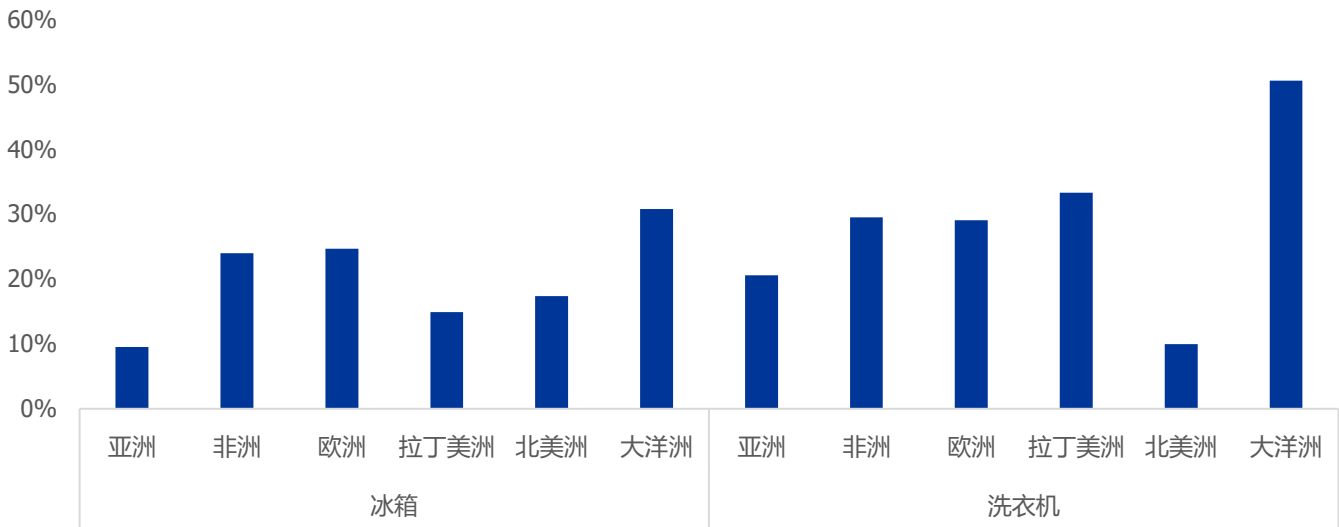
图表31: 2022-2024年1-10月冰箱出口地区分布



资料来源: 海关总署, 国盛证券研究所

白电由中国生产出口至北美比例并不高。以冰箱、洗衣机为例, 2023年由生产并出口至北美的产品销量占比分别为 17%、10%, 从绝对数值以及横向对比其他区域来看, 都不算高, 当地生产或者由东南亚、墨西哥等地生产并出口的产品仍占有一定比例。

图表32: 2023年中国冰箱、洗衣机出口占国外当地销量比例



资料来源: 海关总署, 奥维云网, 国盛证券研究所

白电海外布局完善, 预计新一轮关税政策影响下将加速产业链转移。在上一轮贸易战影响下, 中国家电企业加快海外的产能布局, 在东南亚和墨西哥等区域均有相关产能。在新一轮关税政策的影响下, 我们判断部分供应链企业产能也将向海外转移, 完善产业链配套能力, 以降低成本和规避关税风险, 中国家电产能转移有望从整机转移迈入供应链转移方向。

图表33: 空冰洗主要企业海外产能国家分布

空调		冰箱	
企业	海外产能国家	企业	海外产能国家
美的	越南、印度	海尔	泰国、埃及、俄罗斯
海尔	泰国、巴基斯坦、越南、印度	海信	南非、塞尔维亚、斯洛文尼亚、墨西哥
海信	泰国		
TCL	印尼	洗衣机	
奥克斯	泰国	企业	海外产能国家
长虹	巴基斯坦、印尼	海尔	印度、日本、越南

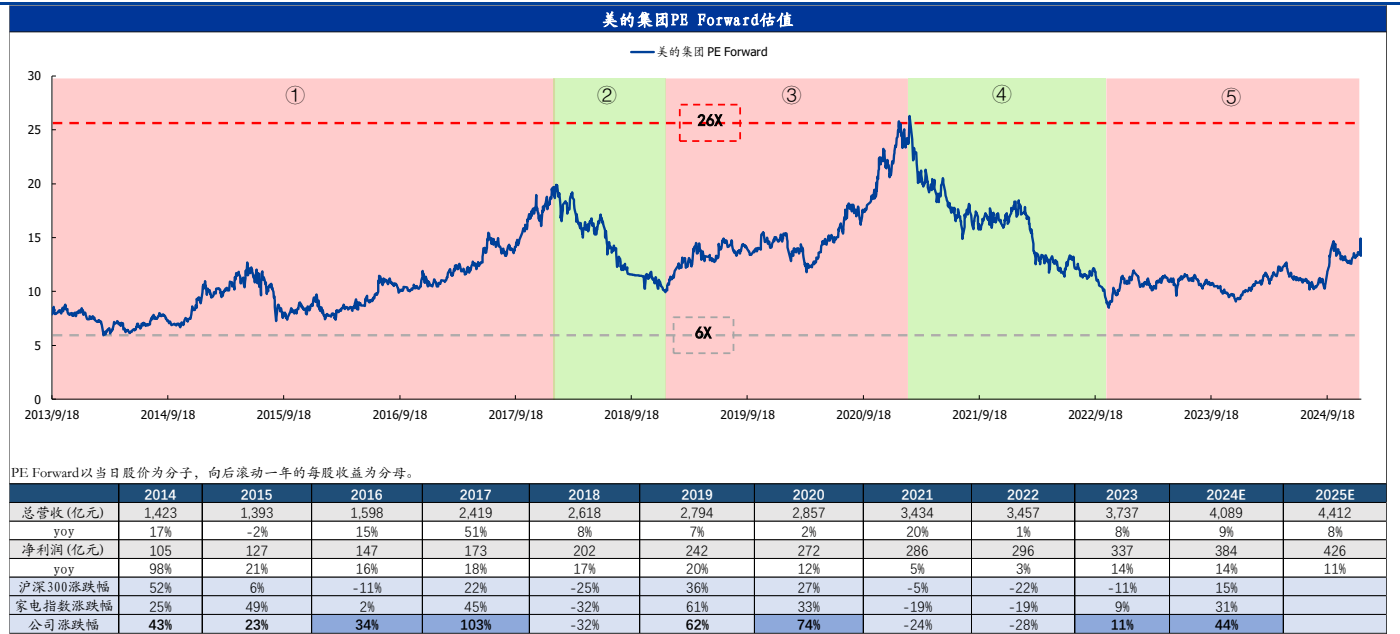
资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

2.3 重点关注个股

我们继续看好白电板块, 除重点推荐美的集团、格力电器、海尔智家外, 海信家电和长虹美菱当前具备估值性价比, 同时 TCL 智家可能迎来资产重组催化, 产业链上游具备销量弹性的华翔股份、长虹华意也值得关注。

美的集团: 预计 2025 年业绩表现无忧, 估值具备性价比。内销: 国补带动下, 公司 2025 年内销预计表现稳健; 外销: 出海进程持续, 海外产能充足, 可实现快速转移, 预计关税扰动影响有限。2023 年美的的分红率 60%以上, 2025 年 1 月 3 日公司 PE-Forward 13.3X, 高分红+低估值带来高性价比。

图表34: 美的集团 PE-Forward 复盘



盈利预测来自Wind一致预期，填充为跑赢两个，加粗为跑赢一个

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (PE-Forward 统计时间截至 2025 年 1 月 3 日)

风险提示: 以旧换新不及预期, 竞争格局恶化超预期, 关税加征超预期。

格力电器: 2025 年有望享受以旧换新红利, 公司估值性价比高。从分红来看, 近期格力释出中期分红, 每 10 股派发现金红利 10 元, 分红比例为 39%, 彰显公司对股东回报的重视程度。从经营层面看, 随着 2025 年以旧换新政策无缝衔接, 空调行业有望在旺季享受到政策红利, 公司作为空调行业龙头, 预计 2025 年业绩表现稳健。从估值角度看, 2025 年 1 月 2 日格力的 PE Forward 仅 7.6X, 估值性价比比较高。

图表35: 格力电器 PE-Forward 复盘



盈利预测来自Wind一致预期，填充为跑赢两个，加粗为跑赢一个

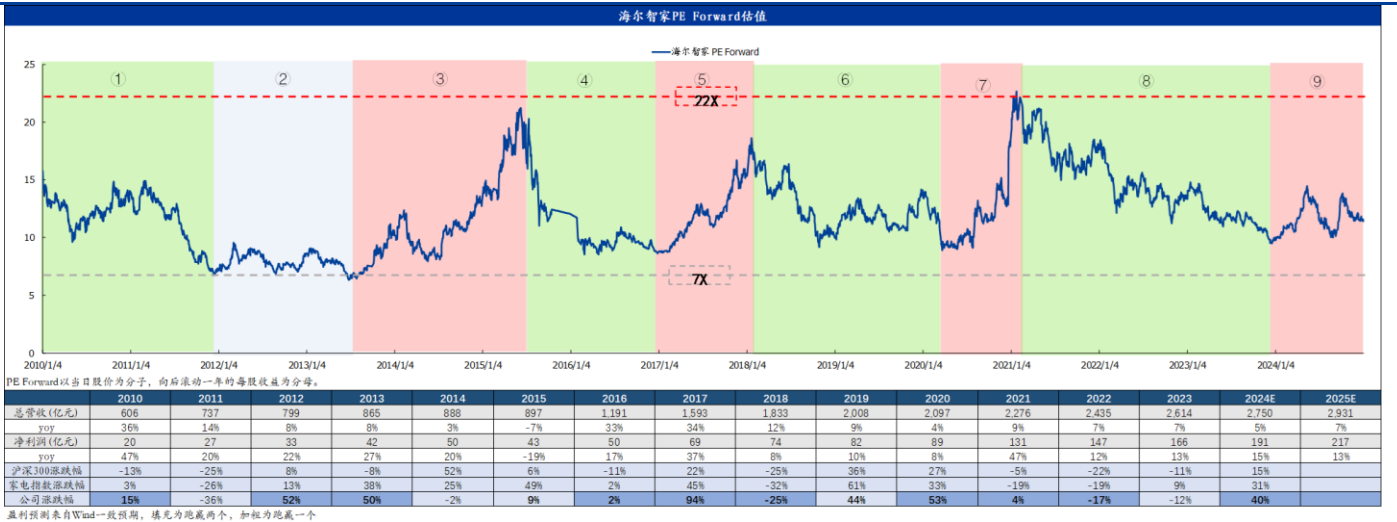
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (PE-Forward 统计时间截至 2025 年 1 月 3 日)

风险提示: 以旧换新不及预期, 竞争格局恶化超预期, 空调行业景气度不及预期。

海尔智家: 2025 年预计表现稳健, 海外产能充足抵御关税风险。内销: 国补政策的延续和扩围有望带动公司内销增长; 外销: 公司在海外持续推进全球化布局, 品牌及产品

矩阵完善，同时海外本土产能充足，预计可抵御关税风险。2023年公司的分红率已经提升至45%，后续有望延续较高分红水平，2025年1月2日PE-Forward 11.4X，估值较为合理。

图表36: 海尔智家 PE-Forward 复盘



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (PE-Forward 统计时间截至 2025 年 1 月 3 日)

风险提示: 以旧换新不及预期, 竞争格局恶化超预期, 关税加征超预期。

TCL 智家: 冰箱 ODM 出口龙头, 潜在资产整合预期。 经营竞争优势: 公司作为多年冰箱出口代工龙头, 子公司奥马冰箱维持较高净利率。公司具备团队稳定性高+规模优势+客户结构覆盖广+产品结构优化等优势。 潜在资产整合: TCL 系或存在空调资产的进一步整合。空调部分是 TCL 白电板块中收入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。

图表37: TCL 智家存在潜在资产整合预期



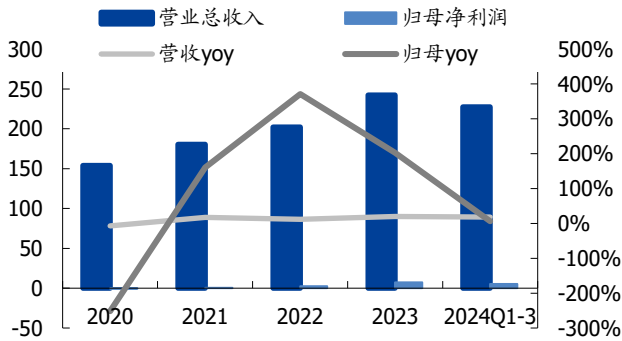
资料来源: TCL 实业年报, 公司公告, iFind, 国盛证券研究所

风险提示: 竞争格局恶化超预期, 资产整合不及预期。

长虹美菱: 低估值+2025年内外销稳健+中长期国改提质增效, 看好公司经营改善持续性。 从2025年来看, 公司内销有望受益于以旧换新政策, 代工大客户小米终端零售依然保持快速增长; 外销作为非美敞口出海标的, 主打新兴市场, 享有结构性优势。 从中长

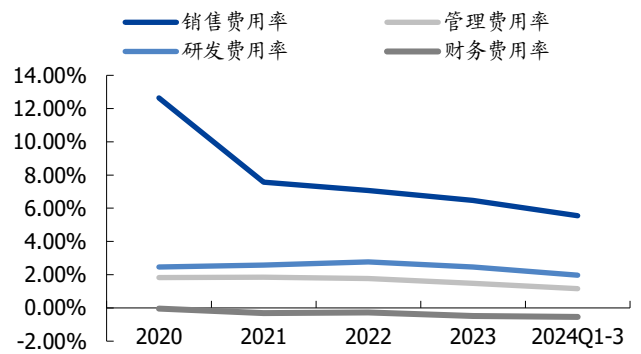
期来看，国企改革提质增效逻辑不变，管理+费用率+集团协同带来经营改善持续性。公司 Wind 一致预期 2025 年 PE 仅 9X，估值具备高性价比。

图表38: 2020-2024Q1-3 长虹美菱营收及业绩 (亿元; %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表39: 长虹美菱费用率持续改善

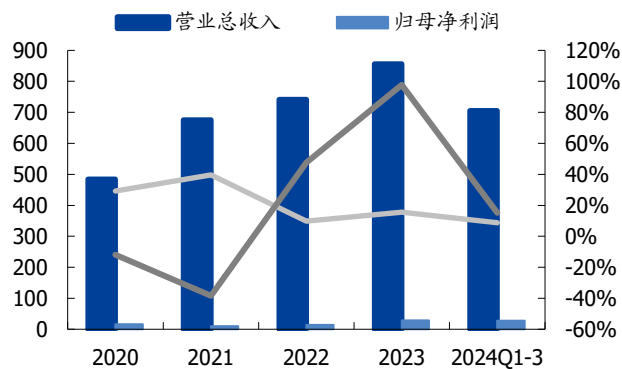


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风险提示: 以旧换新不及预期, 竞争格局恶化超预期。

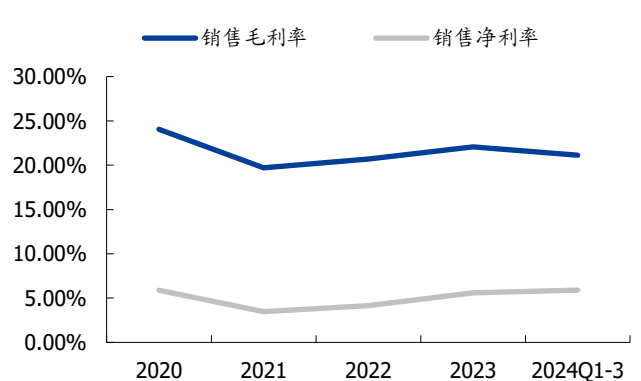
海信家电: 低估值+营收及业绩稳健增长, 看好经营确定性。从收入端看, 国补推动产品结构升级、跨品类套系化运营及出海持续下, 海信家电收入端稳健增长; 从盈利端看, SKU 精简、供应链优化及人效提升带来盈利能力步入上行区间, 中央空调盈利延续正常水平, 家空、冰洗利润率稳中有升, 三电实现盈亏平衡。公司 Wind 一致预期 2025 年 PE 仅 11.67X, 估值性价比较高。

图表40: 2020-2024Q1-3 海信家电营收及业绩 (亿元; %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表41: 海信家电利润率持续改善

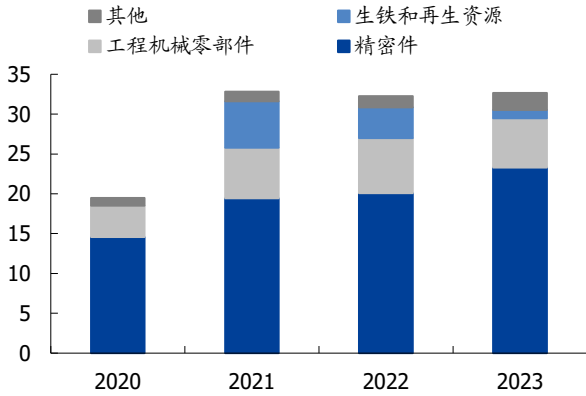


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风险提示: 以旧换新不及预期, 竞争格局恶化超预期, 关税加征超预期。

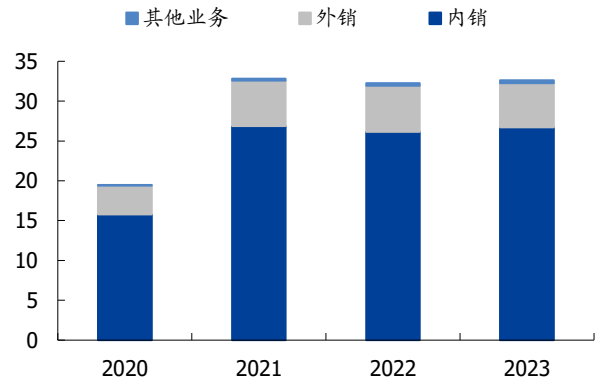
华翔股份: 深化业务布局, 保障未来发展。从业务布局来看, 公司加大压缩机零部件精加工工序的投资力度, 加快泰国业务布局; 同时, 公司积极调整汽车零部件业务市场开发策略, 广泛拓展新客户、探索新产品; 不断突破工程机械零部件制造工艺, 确保准时交付。从核心竞争力来看, 公司具备规模化生产能力与多元化产业布局, 重视持续的工艺优化与严格的质量控制体系, 具备丰富的产业链协同经验。

图表42: 华翔股份主营业务构成(单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表43: 华翔股份分区域构成(单位: 亿元)

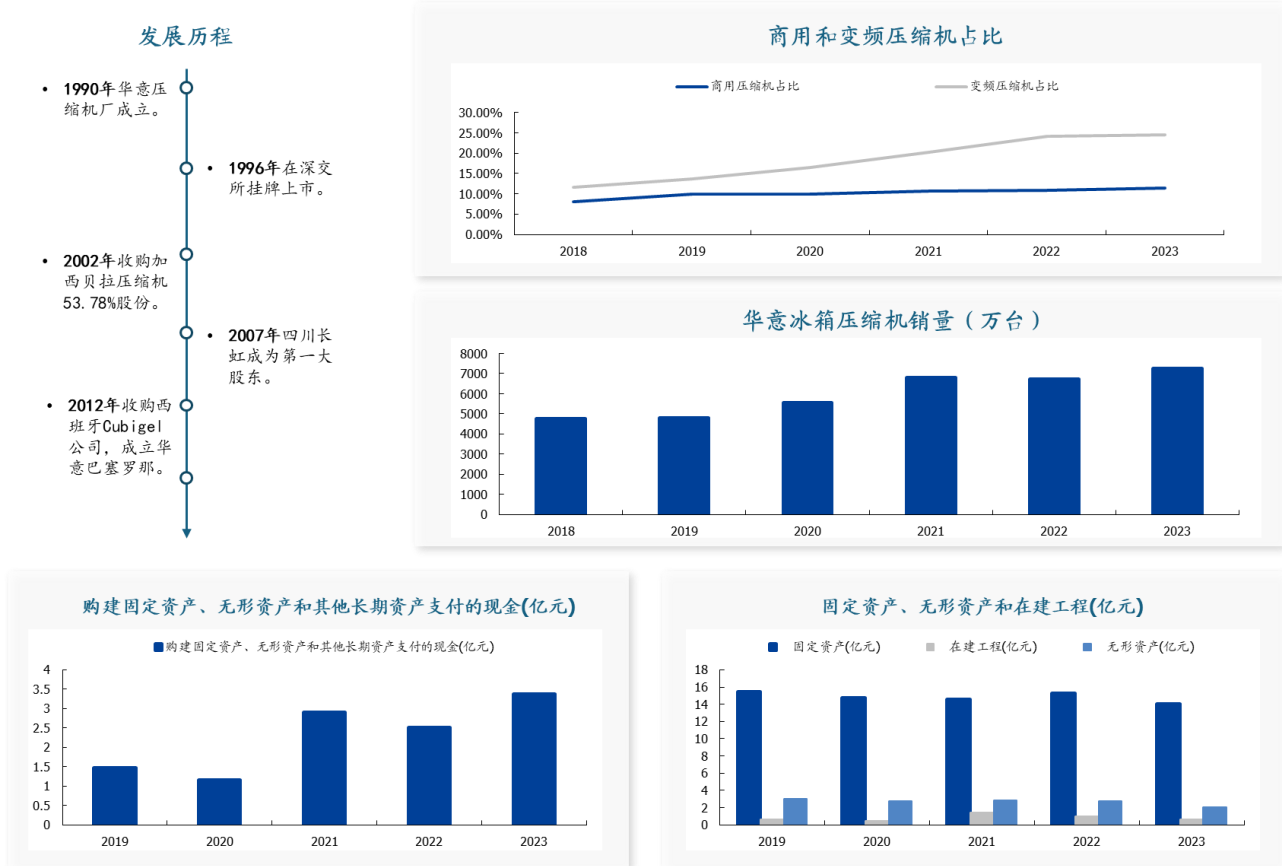


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风险提示: 以旧换新不及预期, 竞争格局恶化超预期。

长虹华意: 冰压稳居全球第一, 销量不断提升, 变频和商用产品结构升级持续。长虹华意 2023 年冰压连续十一年稳居全球第一。公司冰箱压缩机销量持续稳步增长, 近三年的年复合增长率 9.3%, 高于全球行业 1.2% 的平均增长水平。华意每年为技改项目持续投入大量资金, 大力发展商用、变频等高端产品, 产品结构持续优化。同时, 深入推进数字化工厂建设、精细化管理, 效率提升和增收降本可期。

图表44: 长虹华意为产品结构升级进行产能及产线升级投入

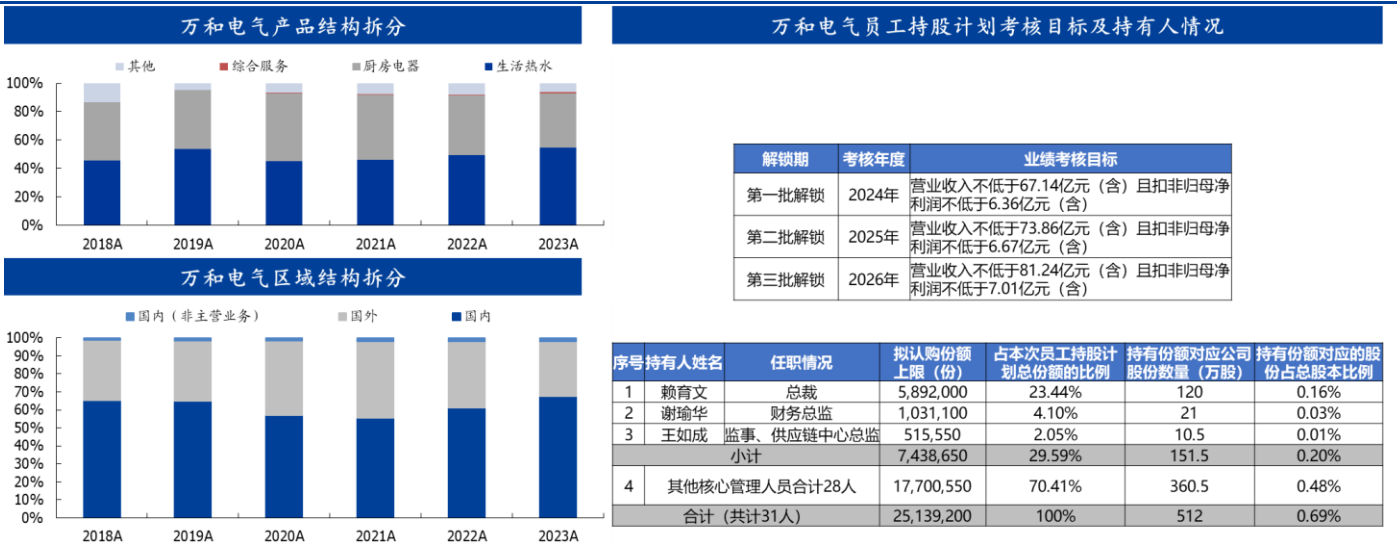


资料来源: 公司官网, 公司公告, 长虹华意官方公众号, Wind, ifind, 国盛证券研究所

风险提示：以旧换新不及预期，竞争格局恶化超预期。

万和电气：燃气热水器头部企业。从经营角度看，公司持续聚焦燃气领域的产品研发，打造燃气热水器、燃气灶具、燃气采暖炉、燃气烤炉等产品，同时坚定培育新能源产业（空气能+电热），成为由单一产品驱动升级为场景生态解决方案的品牌商；从管理角度看，2022年前美的高管赖总就任公司总裁，2024年公司股权激励落地。

图表45：万和电气收入拆分及员工持股计划情况梳理



资料来源：公司公告，Wind，国盛证券研究所

风险提示：以旧换新不及预期，竞争格局恶化超预期。

3. 小家电&清洁电器寻找产品&渠道阿尔法

小家电&清洁电器赛道优选产品&渠道具有阿尔法属性公司。内销端：2024年国内扫地机行业在新品频出、国补政策助力下持续改善，但考虑到行业改善持续性不明确、竞争格局不稳、企业仍处于大力投放研发、销售费用阶段，以及海外收入增速或有放缓趋势，我们认为对于企业来说国内行业的改善充分传导至报表端较为困难。此外建议关注微信小程序送礼功能开启下小家电的新渠道机遇。**外销端：2024年小家电出口在海外补库等因素下保持较高增速，预计25年在高基数、美国关税风险影响下增速或有所放缓，优选高增速&有效规避对美敞口标的，建议关注欧圣电气、德昌股份。**

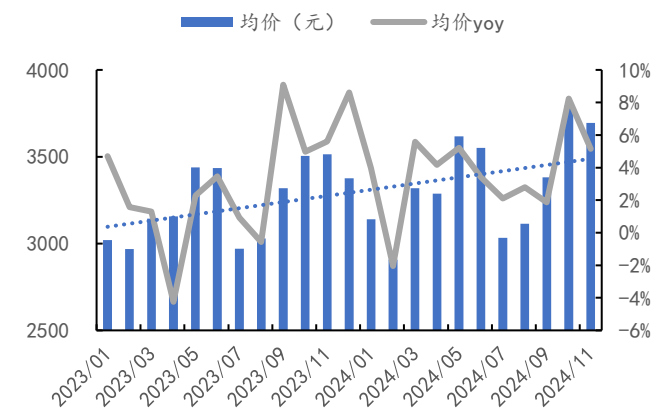
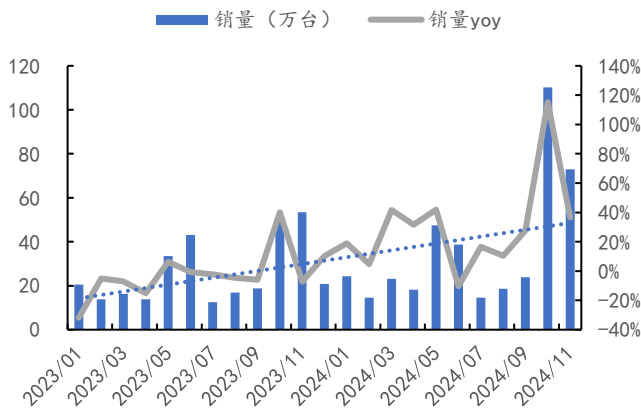
3.1 内销链：扫地机行业持续改善，关注内销弹性赛道

3.1.1 扫地机行业持续改善，格局未稳下企业仍需不断加强产品、渠道、品牌实力

2024年扫地机行业实现量价齐升。2024年1-11月全渠道扫地机销额同比增长46.6%，销量同比增长38.4%，均价提升3.8%，行业持续改善。上半年恢复主因同期基数较低，以及各家新品推出时间相比同期提前；8月以来，地方政府积极响应以旧换新国补政策，虽然清洁电器不属于国补八大类，但地方出资补贴下，除港澳台外，全国31个省市自治区，仅有重庆、北京、河南（郑州有）没有出台针对扫地机器人的补贴，补贴力度绝大部分省市都维持在20%，甚至个别省份，如四川给到了30%的补贴力度，后续10-11月的高速增长主要由于以旧换新国补政策在线上全面铺开、叠加双十一促销的拉动。展望2025年，家电以旧换新中央财政补贴延续2024年政策，有望为国内家电行业增长托底。

图表46: 全渠道扫地机销量提升

图表47: 全渠道扫地机均价提升

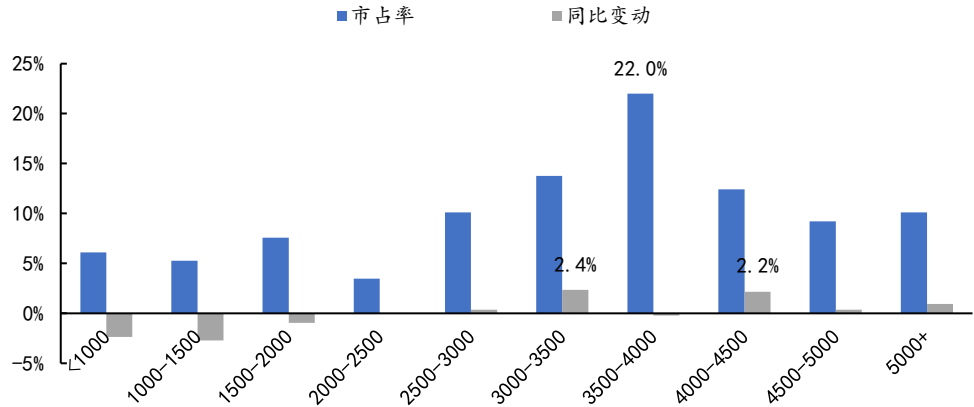


资料来源：奥维云网，国盛证券研究所

资料来源：奥维云网，国盛证券研究所

分产品价格段来看，低端产品占比进一步下降。2024年1-11月扫地机器人线上主流价格段为3500-4000元，占比达22.0%，增长最快的价格段为3000-3500元以及4000-4500元，市占率分别提升2.4pct、2.2pct，2000元以下的产品市占率则有明显下滑。均价提升我们认为主因1)扫地机器人每年均有产品升级，例如2024年1-11月激光+视觉导航的产品销量同比增长18.7%，单一激光导航产品销量同比下滑23.0%，产品升级下越来越多好用的产品被市场熟知，低端产品线逐渐减少。2)2024年8月开始的以旧换新政策优惠下，消费者能够花更少的钱买到配置更高的产品，中高端产品需求进一步释放。

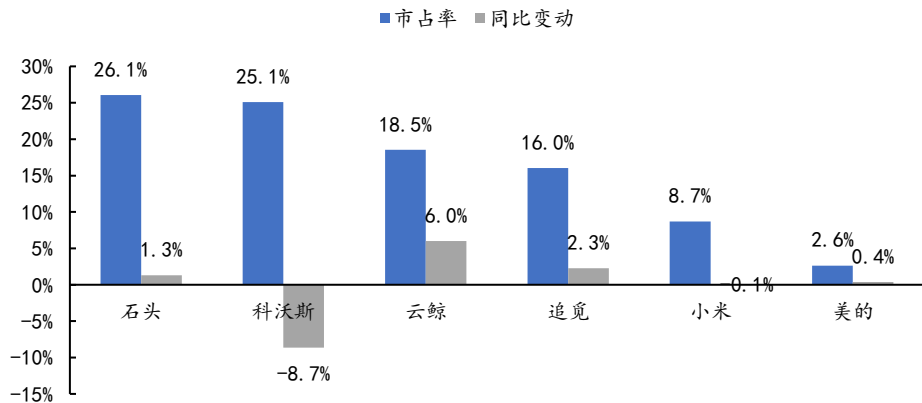
图表48: 扫地机器人 2024 年 1-11 月线上累计销量分价格段市占率及变动



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

从竞争格局来看, 石头位居行业第一, 科沃斯份额下滑较多, 云鲸、追觅快速追赶, 行业格局更为集中。从 2024 年 1-11 月线上扫地机销量市占率来看, 石头科技市占率达 26.1%, 位居行业第一, 在国内竞争力稳步提升; 科沃斯同比下滑 8.7pct 至 25.1%, 位居第二; 云鲸、追觅追赶速度较快, 同比分别增加 6.0pct、2.3pct, 位居三、四位。行业销量 CR4 达 85.7%, 同比+0.9pct, 集中度进一步提升。

图表49: 2024M1-11 扫地机器人线上销量市占率及变动



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

思考: 行业的改善是否有望传导至报表端? 我们认为充分传导较为困难。

国内扫地机行业的改善持续性不明确。2024 年国补政策在一定程度上拉动了国内扫地机行业规模快速增长, 扫地机行业渗透率快速提升阶段往往来自于能够明显优化使用体验感的创新产品推出 (例如此前导航方式的升级), 2025 年行业在需求提前释放下, 若无明显产品力升级、或者较为明显的产品价格下沉, 行业增速不易维持高水平。

科沃斯扫地机市占率下滑。背后反映的是在行业快速发展阶段, 竞争格局仍未稳固。2024 年扫地机产品并没有出现大的产品力跃升, 就国内市场而言, 全功能基站已经成为主流, 各公司产品趋于接近, 因此竞争相对更为激烈。科沃斯于 2024 年年初推出 T30 PRO 产品补足 3000-3500 元产品矩阵, 2024 年 1-11 月在此价格段销量市占率提升 12.1pct, 然而随着各家主流产品价格段下沉、高端旗舰产品推陈出新, 科沃斯在 2500-3000 元销量市占率下滑 15.2pct, 3500 元以上价位段市占率也有大幅下滑。

洗地机行业以价换量趋势下对企业经营的冲击。科沃斯除了扫地机业务外还有约一半收入来自于洗地机, 国内洗地机行业近两年存在以价换量趋势, 2024 年 1-11 月洗地机全

渠道销额增长 12.1%，销量增长 30.5%，均价下滑 16.4%，2000 元以下价格带占比上升，线上 1-11 月 1000-1500 元价格带行业销量占比达 16.9%，同比提升 9.7pct，成为洗地机增速最快价格段。目前洗地机行业正处于成长期，这一阶段的特点是竞争者众多，产品竞争力提升、价格下行，对于企业来说不仅要具备价格竞争力，同时要不断投放费用吸引消费客群，对企业毛利率、净利率均产生一定冲击。我们认为，洗地机行业暂时没有看到竞争放缓趋势，仍处于洗牌阶段。

费用投放未见下行趋势。无论扫地机还是洗地机行业，仍处于发展阶段，产品每年持续迭代出新，行业格局未稳固，因此企业需要在产品创新&规划、营销&渠道铺设上进行大量投入，但市场和营收端的成果可能需要更长时间的等待。

石头科技的主战场——海外市场，面临增长放缓、竞争加剧。海外市场相比国内来说产品结构升级空间更大，企业开拓海外市场往往能获得更高的毛利率水平，但海外市场也避免不了普及率达到一定水平后的增速放缓，以及海外市场竞争加剧等情况，以及中国企业出口美国或面临加征关税风险。

尚未跑出新的增长曲线。科沃斯除了扫地机器人、洗地机产品外，近几年还积极拓展新品类，例如擦窗机器人、空净机器人等，石头科技除了扫地机器人外，也持续推新洗地机、分子筛洗衣机产品，但两家企业新品目前尚未见明显增长曲线。

3.1.2 微信小店送礼功能开启，小家电有望迎来新渠道机遇

微信小店送礼功能简化送礼流程，有望提振小家电消费活力。2024 年 12 月 17 日，微信小店开启“送礼物”功能灰度测试，截至 2025 年 1 月 19 日已正式上线。在送礼物功能里，用户无需提前询问对方的收货地址以及对方心仪款式，将送礼过程中最繁琐的两步进行简化，用户可自行选择礼物送给朋友并完成支付，接收方点击礼物消息后需填写地址并确认“收下礼物”，从而接手订单管理权。

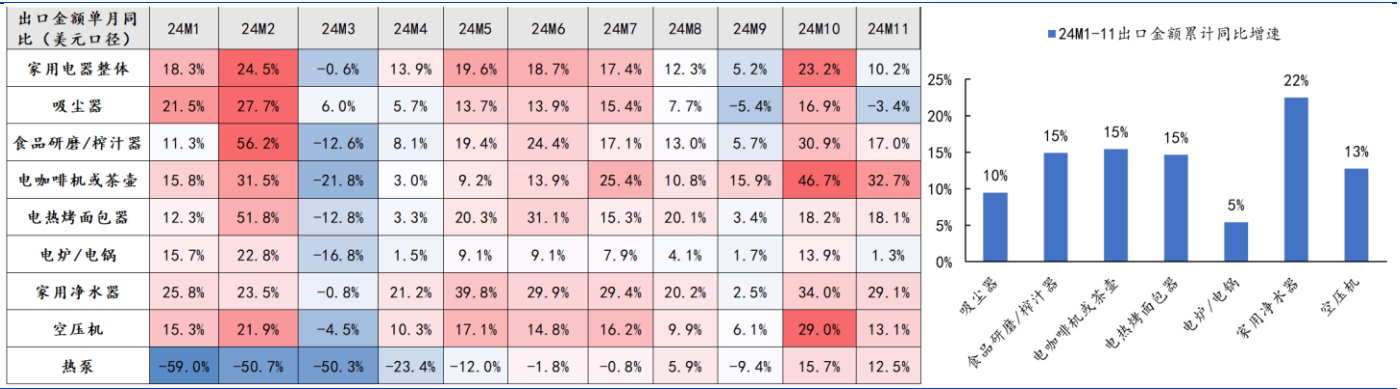
微信小店可以与微信生态所有元素连接，商家可以通过视频号、广告投放、搜一搜、公众号等接入公域流量，同时可以借助小程序、企业微信、服务号、社群等沉淀私域用户，中间则可以基于送礼、联盟、推客等模式进行社交连接，微信小店的形态还在持续进化，未来的想象空间也足够巨大，有望成为腾讯未来收入的重要增量。此外考虑到腾讯拥有庞大的社交资源，微信小店或有望成为社交电商新机遇。

小家电品类适配度更高。家电品类中小家电产品具有客单价低、礼赠属性强、线上销售占比高等特点，与“送礼物”场景匹配度高，目前飞科、倍轻松等小家电品牌均设有微信商城销售入口，后续在微信小店的送礼功能开启后，有望提振经营活力。参考往届乘渠道红利兴起的小家电新秀，例如倍轻松在 2023 年抖音快速发展之际，精准把握住渠道红利，推出爆款产品 N5 Mini 肩颈按摩椅，结合头部达人带货，获得了销额的高速增长。

3.2 出口链：出口景气不减，优选高增速&有效规避对美敞口标的

小家电 2024 年出口景气度保持较高水平。根据海关总署数据，小家电品类 2024 年出口保持较快增长，2024 年 1-11 月吸尘器、榨汁机、咖啡机、面包机均保持 10%以上增长，净水器更是实现 22%增速，我们认为主因海外补库需求以及新兴市场需求增长，此外 10、11 月出口金额同比快速提升或因美国加征关税预期下，抢出口订单提升所致。

图表50: 家电整体出口与部分小家电品类 2024年1-11月出口销额增速情况

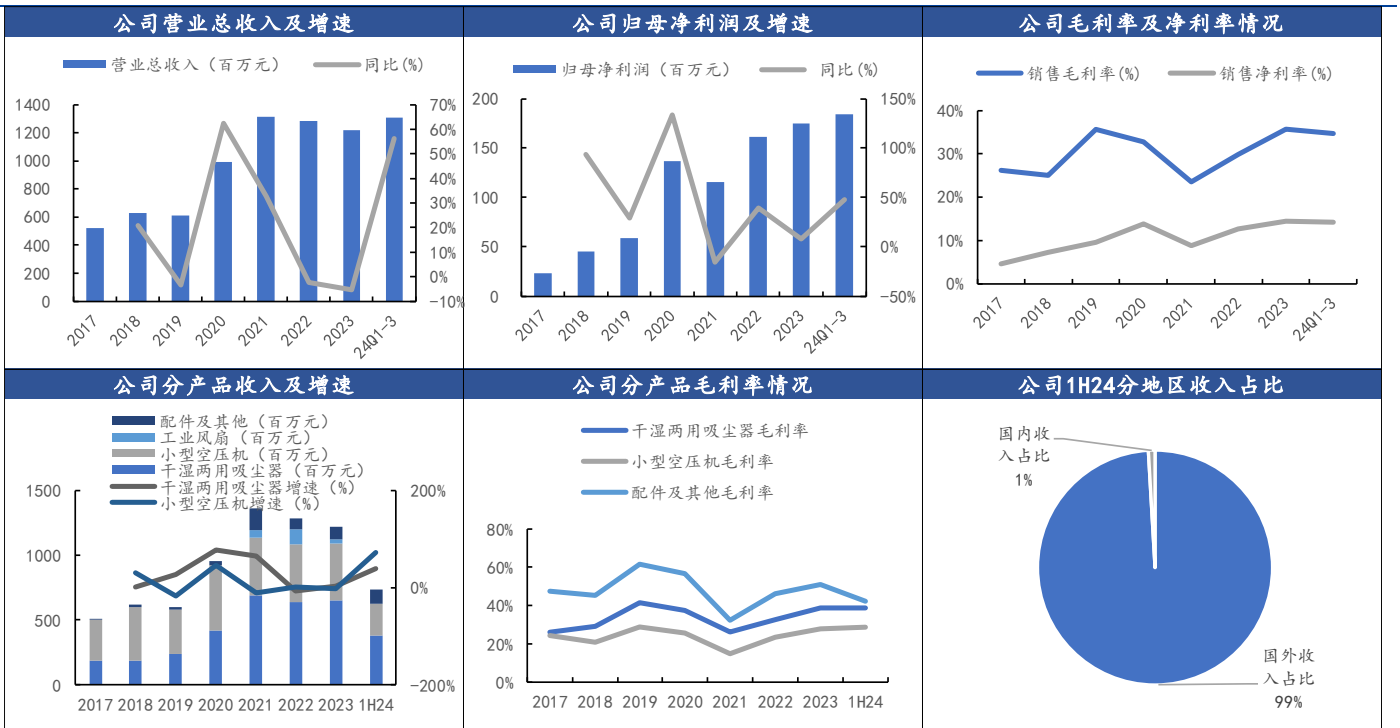


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

展望 2025 年, 出口面临较高基数以及美国加关税等问题, 小家电出口增速或有所放缓。出口链建议关注潜在收入与业绩增速高, 能有效规避对美关税风险问题的标的, 例如欧圣电气、德昌股份。

欧圣电气: 公司以出口北美地区小型空压机与干湿两用吸尘器为主业, 24H1 占比分别为 33.2%、51.5%, 同时拓展工业风扇、洗地机、护理机器人等新品类, 公司主要采用品牌授权、ODM 等模式开展业务, 与 The Home Depot、Lowe's 等国际零售巨头建立长期合作关系。2024 年前三季度实现收入 13.1 亿元, 同比+56.1%, 归母净利润 1.85 亿元, 同比+48.0%。公司历年分红也保持稳定较高水平, 2023 年分红比例 85.8%。马来西亚工厂已经建设完成, 目前正在试产到产能爬坡的阶段, 预计完全达产后可以覆盖北美市场的订单。风险提示: 汇率波动、订单不及预期风险。

图表51: 欧圣电气经营情况

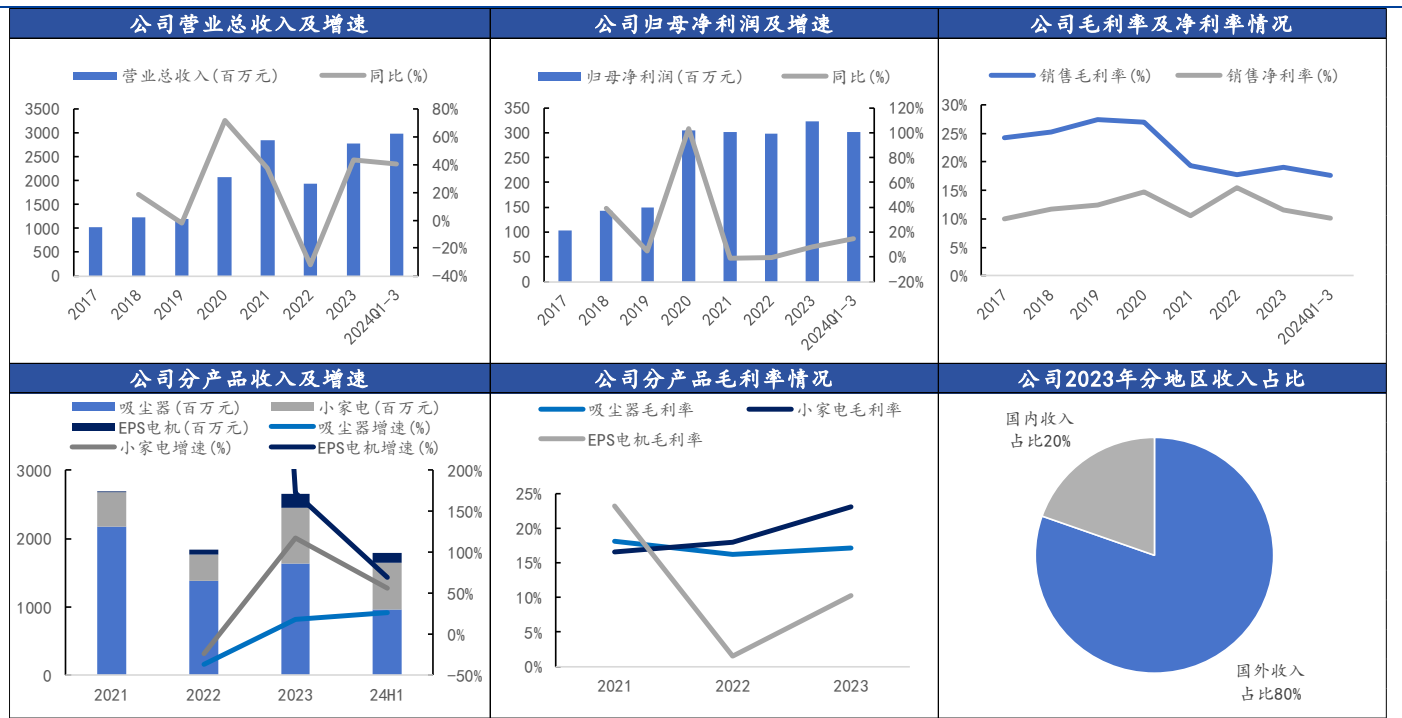


资料来源: Wind, 公司财报, 国盛证券研究所

德昌股份: 公司以吸尘器电机制造起家, 依靠电机技术成功拓展业务边界, 从 2023 年收入分布来看, 吸尘器代工占比 58.8%、小家电代工 (加湿器、电风扇、空气净化器、卷发梳、吹风机等) 占比 29.6%、EPS 电机占比 7.3%, 小家电和 EPS 电机占比持续提

升，公司整体出口占比 80.4%。公司已与创科实业 (TTI)、海伦特洛伊 (HOT)、尚科宁家 (Shark Ninja) 等国际龙头家电品牌商形成了战略合作。2024 年前三季度实现收入 29.9 亿元，同比+40.3%，归母净利润 3.0 亿元，同比+14.5%。截至 2023 年底，公司“越南厂区年产 380 万台吸尘器产品建设项目”建设完成，并启动“越南厂区年产 300 万台小家电产品建设项目”，拟于 2024 年开始工程建设。2024 年 12 月 20 日，公司公告《关于投资建设泰国厂区年产 500 万台家电产品建设项目的公告》，泰国项目落地后有望进一步提升服务海外客户的能力，同时缓解关税风险。此外公司正不断完善海外工厂供应链体系，培育、寻找海外本地供应链优质资源。风险提示：汇率波动、订单不及预期风险。

图表52: 德昌股份经营情况



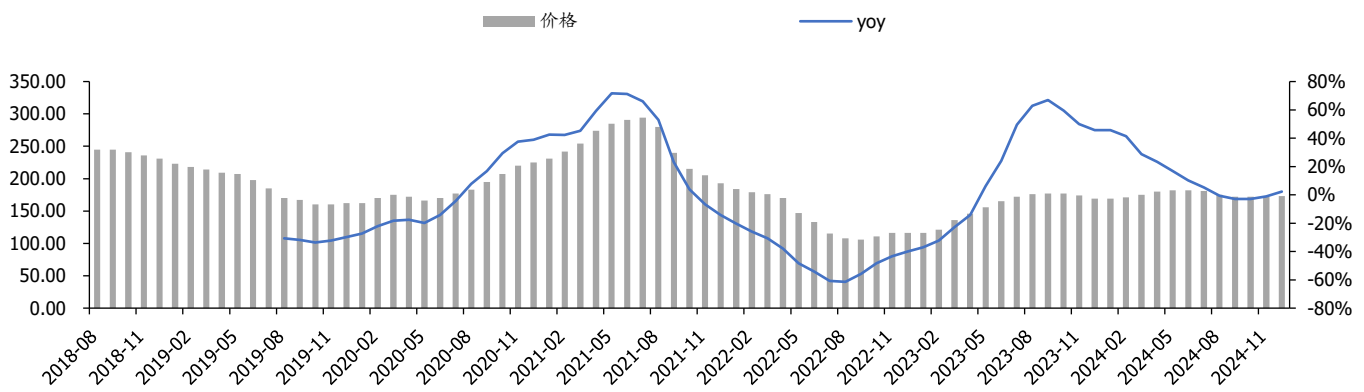
资料来源: Wind, 公司财报, 国盛证券研究所

4. 黑电：板块走出经营周期底部

4.1 成本端：面板价格逐渐企稳

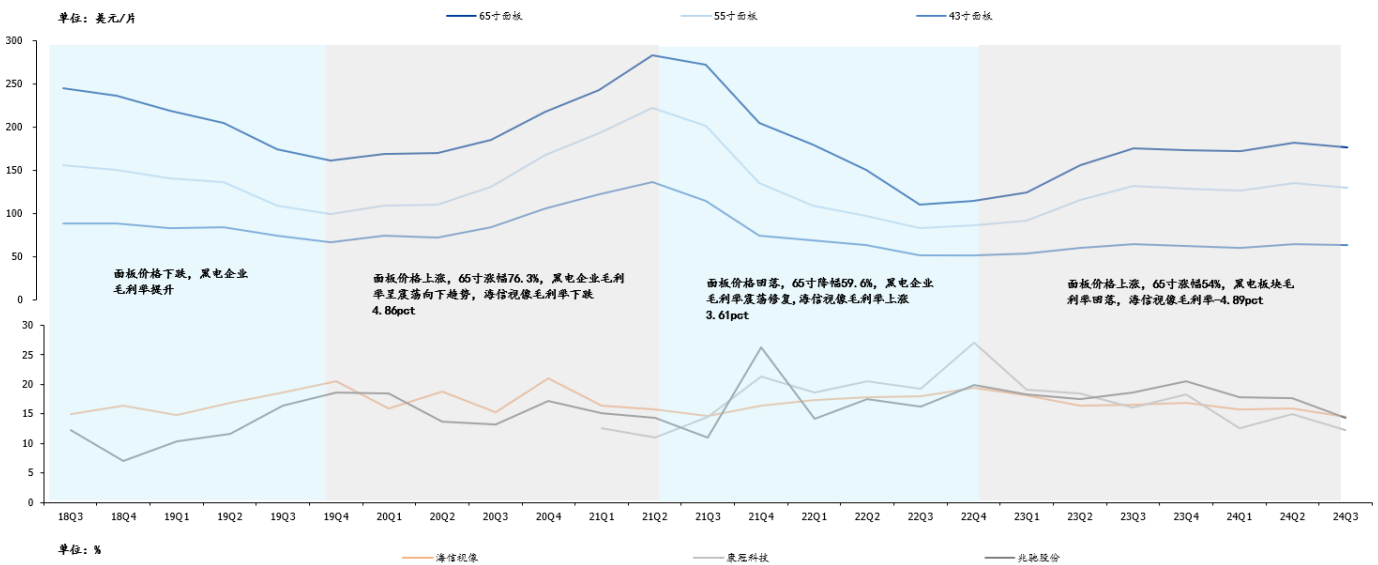
面板价格主要受什么影响？复盘近几年面板周期，我们发现供需关系的短期错配是其主导因素：2018-2020年上半年，由于中国厂商大规模建高世代生产线，市场供给，远远大于需求，面板价格呈下滑趋势；2020年下半年开始，随着面板厂停工、产能下滑、供给端承压，同时全球“居家经济”下对电视的需求提升，面板价格飞速上涨；2022年开始海外需求放缓、厂商新产能投放下面板价格开始下跌；2023年上半年开始，面板厂开始降低稼动率保价格、在上游联合控产之下面板价格回升。面板作为电视重要原材料，其价格波动对于企业盈利能力有十分关键的影响，对比黑电企业毛利率与面板价格我们发现二者呈反向相关关系，面板价格上行时企业毛利率下滑，价格回落时企业毛利率修复。

图表53: 65寸面板价格(美元/片)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表54: 面板价格及电视厂商毛利率成反向相关关系



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2024年上半年面板厂商减产控价、面板价格处于高位，黑电板块盈利能力下滑。如何看待后续面板价格的走势？

从供给端看，近期以来面板企业已经调高了稼动率，据洛图显示，11月至12月，液晶面板大厂的稼动率维持在80%-85%，相比2023年第四季度的70%有显著提升。出货端看，11月液晶电视面板出货量同比/环比分别增加27%/6.7%。需求端看，内销以旧换新政策的延续叠海外欧美市场促销季备货支撑市场规模，终端销售表现强劲。据TrendForce预测，1月份32/55/65寸电视面板价格将分别上涨1/0/2美元。

我们认为在需求端逐渐回暖、供给端稼动率上调的情况下，面板价格长期看会是上涨趋势，但振幅将减弱。考虑到日韩厂商部分供应逐步退出、上游面板供应向中资集中，而中资企业中，海信与京东方是长期战略合作关系，TCL电子与华星光电为关联方，小米正在提升自采比例、而创维持股LGD工厂，上下游合作关系进一步增强的前提下，市场信息流动将更为充分，短期供需变动带来的市场摩擦将会削弱。

图表55: 厂商面板采购计划

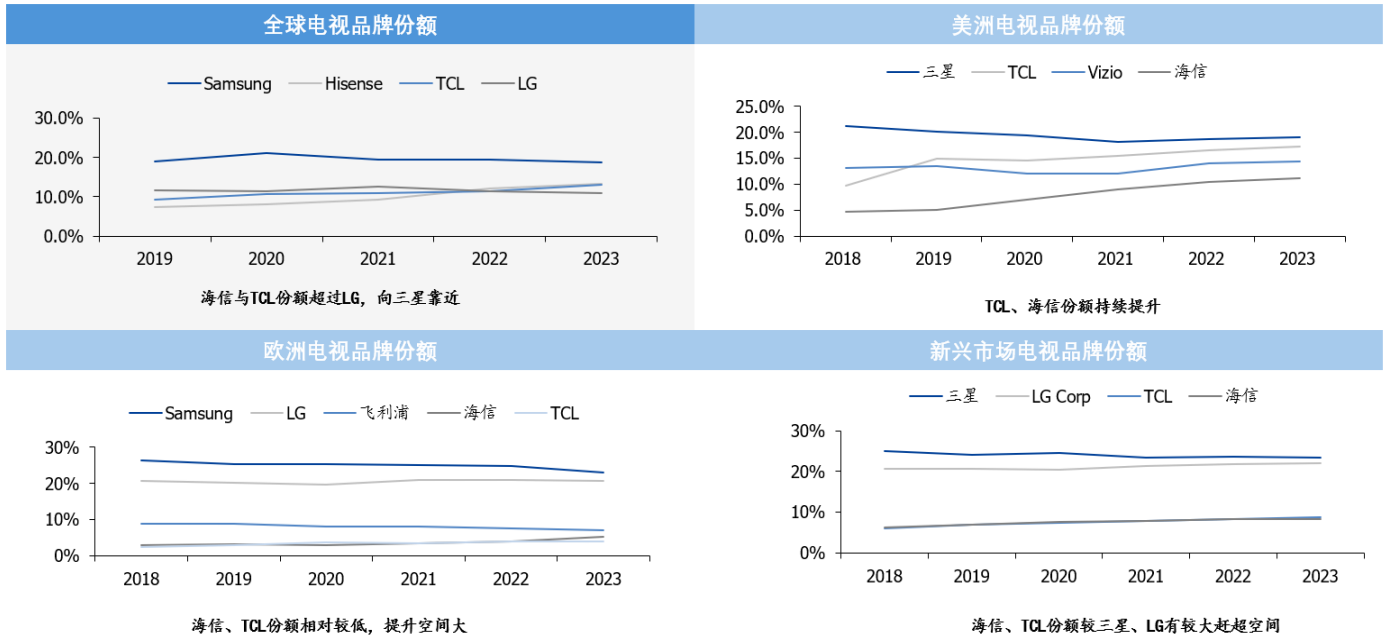
面板采购	
	2025年面板采购规模预计31M，京东方为最大供应商，份额30%。
海信	目标采购30M，供应商以华星为主，24年占比60%，计划后续增大与HKC合作，同时恢复与AUO合作。
TCL电子	以往每年自采面板每年4-5M，占比40%左右，23年10月小米内部TV组织架构调整，后续自采比例提升。
小米	主要与BOE、HKC及INX合作，随着LGD工厂产能恢复，由于创维对该工厂持股10%，2024年创维增加与LGD的合作，从0.8M增加到3-4M。
创维	预计2025年采购38M，从大陆厂商采购量占比恢复至50%，增加BOE/CHOT合作，从CSOT采购量增至10M。
三星	广州LCD工厂被CSOT收购，2025年预计增加与CSOT的合作量，后续新增85寸TV面板的合作；BOE/HKC作为LGE最大的供应商，与LGE之间合作关系稳固，后续从BOE采购100寸TV面板。
LG	

资料来源：奥维睿沃，国盛证券研究所

4.2 外销：全球市场国产替代逻辑可持续验证

外销端，我们认为国产品牌凭借性价比优势在全球市场抢占份额的逻辑可持续。海信视像及TCL电子全球份额持续提升。从市占率看，截至2023年，全球前四大TV品牌为三星、海信、TCL与LG，四者市占率分别为18.6%/13.2%/13%/10.9%。2019-2023年间海信与TCL不断攫取韩系品牌份额，并于2022年超过LG。

图表56: 海信及TCL全球市占率情况

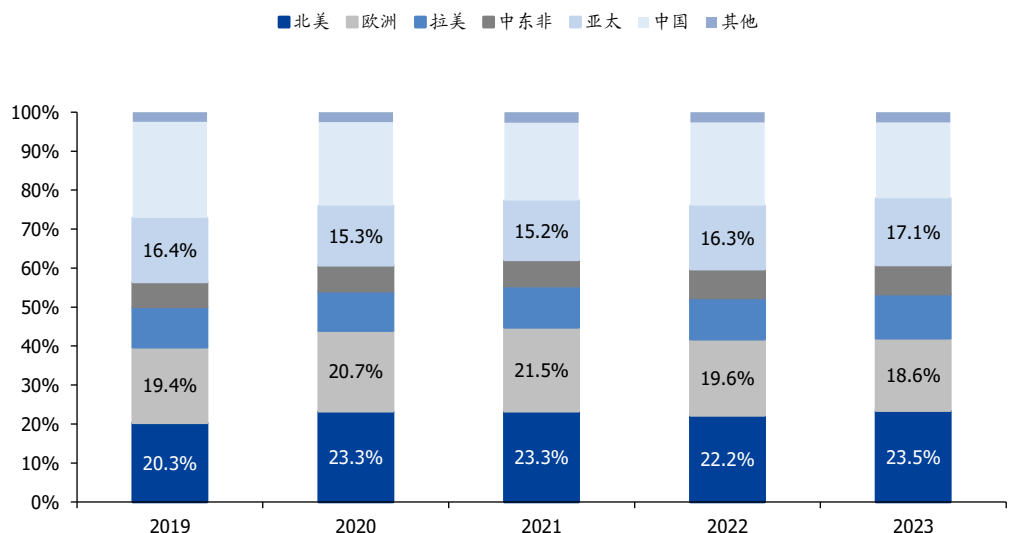


资料来源: 奥维睿沃, 奥维云网, 国盛证券研究所

海信视像与TCL电子过去能持续抢占韩系品牌份额的逻辑是什么?

我们认为过往几年二者份额提升来源于北美市场的攻克。北美是全球最大TV市场, 2023年北美TV出货量为45.9M, 占全球总出货量的23.5%, 近五年来占比始终在20.3%以上, 且出货量也较为稳定。近年以来北美市场贡献了海信视像和TCL电子海外大部分的增量。2019-2023年间, 北美市场占海信视像/TCL电子增量的68%/65%。二者在北美市场的增速也最快, 2019-2023年CAGR分别为22.6%/14.3%。

图表57: 分市场市占率



资料来源: 奥维睿沃, 国盛证券研究所

图表58: 海信及 TCL 分市场增长情况 (单位: 百万)

		2019	2020	2021	2022	2023	CAGR	增量占比
海信视像	北美	2.1	2.7	3.5	4.1	4.8	22.6%	68.1%
	欧洲	1.3	1.5	1.4	1.4	1.4	2.9%	3.9%
	新兴市场	4.7	5.1	5.2	5.4	5.8	5.4%	28.0%
TCL 电子	北美	4.5	7.9	7.2	6.9	7.6	14.3%	64.8%
	欧洲	1.1	1.4	1.7	1.4	1.4	6.3%	6.2%
	新兴市场	4.4	5.0	5.1	5.4	5.8	7.2%	29.0%

资料来源: 奥维睿沃, 奥维云网, 国盛证券研究所

TCL 电子与海信视像是如何攻克北美市场的? 北美市场的特点是渠道高度统一化, 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。中资品牌入驻北美市场的方式是先易后难, 先进入亚马逊、再逐步覆盖沃尔玛、Costco, 随后进入 Bestbuy。以 TCL 为例:

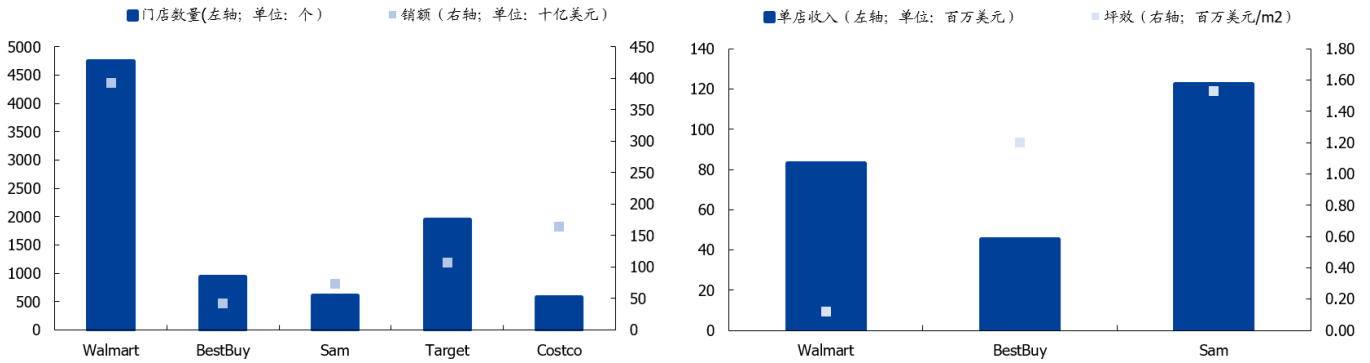
1) 亚马逊是 TCL 最早进入的渠道。 由于早期线下零售渠道壁垒较高, TCL 最早将营销资源投入亚马逊。亚马逊是纯线上渠道, 相对而言进入亚马逊并不是很难, 亚马逊搭好平台、商家自己建店铺即可。TCL 多媒体产业在 2011 至 2013 年的经营初期, 依托与电商主渠道亚马逊的深度合作, 年销量达到了十多万台。TCL 在亚马逊销量始终靠前, 2024 年亚马逊 Prime Day 中 TCL 多款单品在电视品类销售榜单前列。

2) 2014 年起 TCL 逐渐进入沃尔玛渠道。 沃尔玛是大众购物超市, 主要面向中低收入人群, 渠道布局范围较广, 据 Statista 数据, 2022 年沃尔玛门店数量达 4742 家, 销额达 3932.5 亿美元, 规模远超其他渠道。对于沃尔玛渠道而言, 供应能力及是关键。与 Roku 的合作为 TCL 进入沃尔玛提供了契机。Roku 是美国流媒体内容平台, 其早期卖机顶盒, 很早就进入美国主流零售渠道。借助与 Roku 的合作, TCL 与 2014 年得到了沃尔玛“黑色星期五”的订单, 2016 年 TCL 正式进入沃尔玛。沃尔玛渠道一度是 TCL 销售重心, 因为其定位性价比是国牌的强项, TCL 在进入沃尔玛后凭借极致的成本效率和性价比迅速占领市场。

3) 2015 年后 TCL 逐步进入 Costco、山姆会员店、Target。 Costco 是会员制连锁商店, Costco 定义为精选商品, 在每个品类之中选 3/4 个品牌, 目标受众是中等收入以上群体。山姆会员店与 Costco 类似, 但家用电器类销售占比较低, Target 为高折扣零售店、目标客户女性为主。据 Statista 数据, 2022 年 Costco/Sam/Target 门店数量分别为 574/600/1948 家。

4) 2017 年 TCL 进入 Bestbuy, 实现了 6 大渠道全覆盖。 Bestbuy 是专业家电连锁渠道、定位高端, 2022 年 Bestbuy 门店数量 943 家, 远低于沃尔玛, 但 Bestbuy 渠道利润较高, 从坪效看, 2022 年 Bestbuy 坪效为 1.2, 对比沃尔玛仅 0.12。Bestbuy 进入门槛也较高, 大尺寸、高画质等高端化方面能力是关键。

图表59: 北美主要零售渠道门店情况及单店收入对比 (2022年)



资料来源: Statista, 国盛证券研究所

对于不同渠道 TCL 同样匹配不同产品: 在 Costco 与 Bestbuy 两个中高端渠道, TCL 以高端化的 P 系列产品入驻, 沃尔玛消费者对于小尺寸、低价格更为青睐, TCL 对应投放更具性价比产品。

➤ 如何看待后续 TCL 及海信视像的增长空间?

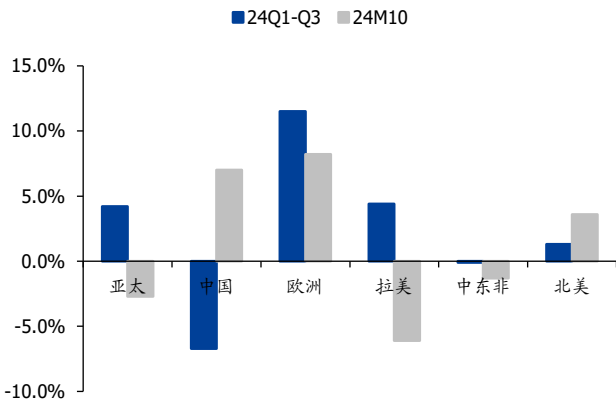
我们认为欧洲区域会是后续亮点:

1) 从市场潜力看, 欧洲区域增速更快、产品结构更好。据奥维睿沃数据, 24Q1-3/24M10 欧洲销量增速分别为 11.5%/5.1%, 远高于其余区域。北美市场由于 2023 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 2023 年基数较低、叠加欧洲杯赛事驱动, 是 2024 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, 而北美电视均价为 572 美元, 远低于欧洲。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 28.3%, 对比北美在频发的价格战之下均价下滑 14.5%。

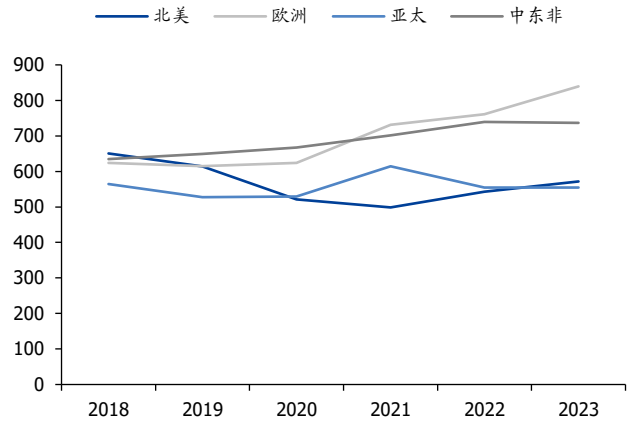
欧洲市场的难点在于拓渠道比北美更加复杂。美国市场的特点是“渠道为王”, 传统六大渠道覆盖了绝大多数电视市场份额, 只要在这些渠道有所突破、就能带来销量的迅速提升。对比欧洲市场国家众多、不同国家销售渠道不一样、需要逐一渗透。

图表60: 欧洲为2024年主要增长区域(销量yoy)



资料来源: 奥维睿沃, 迪显, 国盛证券研究所

图表61: 分市场均价情况(单位: 美元)



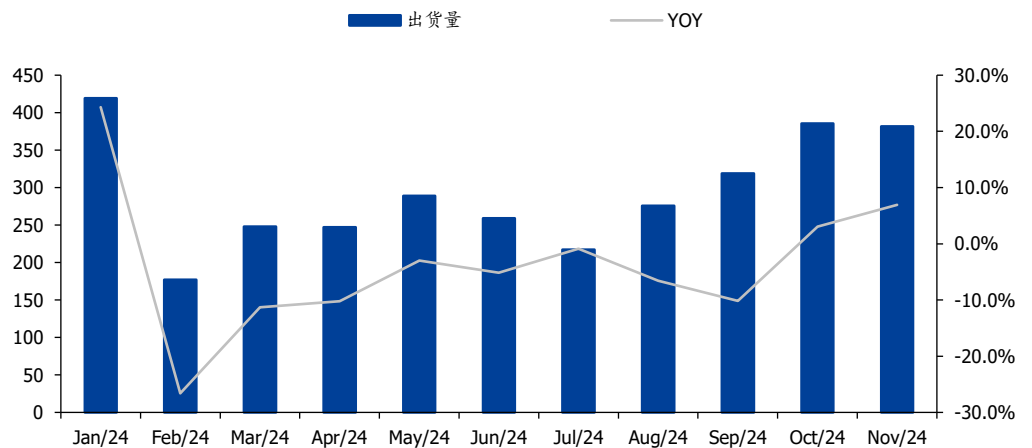
资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

4.3 内销端: 以旧换新焕发内生活力, MiniLED 演绎高端化

量: 以旧换新政策焕发内生活力

2024年10月份以来, 以旧换新政策刺激下中国TV内销市场焕发新生活力。据洛图数据, 2024年10/11月中国市场TV销量分别同比+3.1%/+6.9%, 是自2024年2月份以来, 仅有的两个同比上涨月份。中国电视市场潜在替换需求较大, 我们依据国家统计局数据测算得, 截至2023年底我国电视总保有量为5.3亿台, 分别假设电视更新周期为10年/8年的情形之下, 测算所得电视超龄服役量达9433万/1.86亿台, 超龄百分比为17.7%/34.9%。考虑到2024年以旧换新刚刚开始, 目前电视仍有很大的替换空间。

图表62: 中国TV品牌出货量(百万台)



资料来源: 洛图科技, 国盛证券研究所

图表63: 电视潜在替换需求

分别假设更新周期为 10 年/8 年					
	百户保有量 (台)	总保有量 (万台)	前 10 年总 销量 (万台)	超龄服役 量 (万台)	超龄百分 比
10 年	107.819	53280	43847	9433	17.7%
8 年			34664	18616	34.9%

资料来源: 国家统计局, 奥维云网, 国盛证券研究所 注: 数据来源于测算

➤ 价: Mini LED&大尺寸化推动 ASP 增长

自 2022 年以来 MiniLED 电视逐渐成为热门赛道。Mini LED 电视在分辨率、色域、亮度等领域的表现对比传统显示屏都更为优异。据中怡康数据, 2024M1-M11, 国内 Mini LED 电视的销量已经实现 379.3 万台, 销量市占率达 11.8%, 对比 2022 年市占率提升 10.7pct。2024 年以旧换新期间(2024.8.26-2024.12.29)MiniLED 电视销量 yoy 达 841.2%, 远超行业总体。

图表64: 中国 MiniLED 出货量及市占率 (万台)

	2022 年	2023	2024M1- M11	2024.8.26- 2024.12.29
销量	39.5	92	379.3	
销量 yoy	385.30%	140%	347.1%	841.20%
销量市占率	1.1%	2.5%	11.8%	

资料来源: 洛图科技, 奥维云网, 中怡康, 国盛证券研究所

Mini LED 电视的均价表现更优, 据中怡康数据, 2024M1-M11Mini LED 国内销售均价为 8405 元, 而行业均价在 3747 元左右。细分品牌, Mini LED 主要品牌为海信、TCL 及小米, 以三者 75 寸产品为例, 从入门款-旗舰款, 小米价格带在 5499-6499 间、TCL 价格带在 4999-11999 元间、海信在 5999-13299 元间, 分区相同产品中定价往往海信>TCL>小米。

图表65: 海信/TCL/小米 Mini LED 产品定价

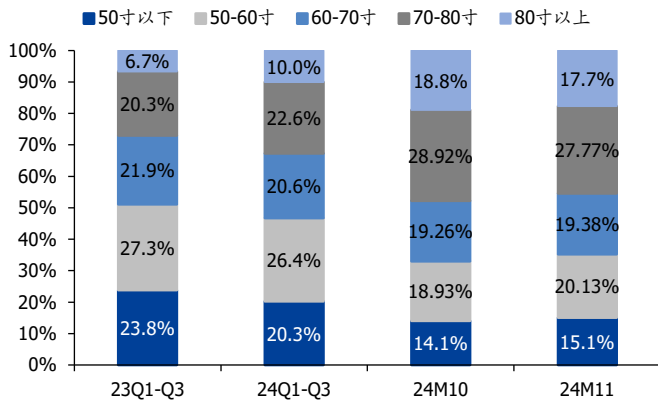
产品定位 75"为例		TCL	Hisense	MI
旗舰	分区 (个)	4032	4000	
	价格 (元)	11999	13299	
高端	分区 (个)	2160	2160	2304
	价格 (元)	8999	9999	6499
中端	分区 (个)	1248	1260	1152
	价格 (元)	6499	5999	5999
入门	分区 (个)	640	512	512
	价格 (元)	4999	6199	5499

资料来源: 迪显, 国盛证券研究所

此外大屏化趋势愈发明显。需求端, 大屏能够提供更具沉浸感和震撼力的视觉效果, 满足消费者对于高品质视听享受的追求; 供给端, 彩电企业纷纷加大对大屏彩电的研发和

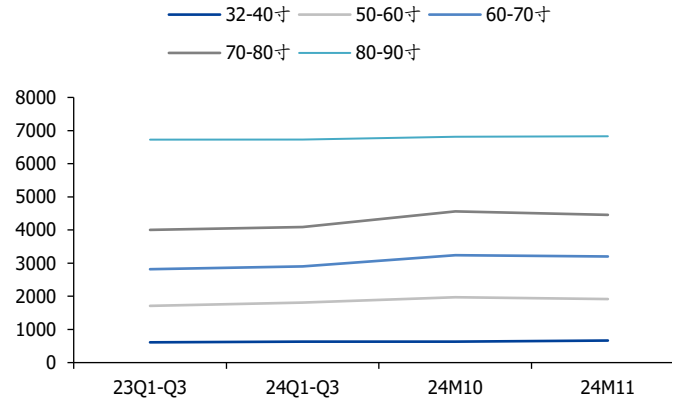
推广力度，通过丰富的产品线满足不同消费者的需求。据奥维数据，2016-2024H1，中国彩电市场平均尺寸从46.5寸提升至62.6寸。2024M11 70寸以上电视占比已达45.4%，而23年前三季度二者占比仅27%；50寸以下产品市占率从23.8%下降至15.1%。从均价看，2024M11 80-90寸/60-70寸/50-60寸及32-40寸产品均价分别为6828/3197/1918/666元，大尺寸均价表现更优。

图表66: 分尺寸市占率 (线上)



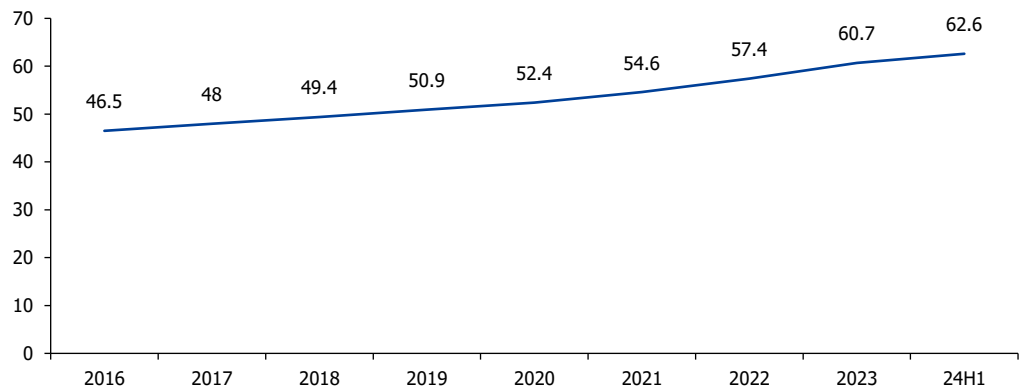
资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

图表67: 分尺寸均价 (元)



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

图表68: 中国电视平均尺寸 (单位: 寸)



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

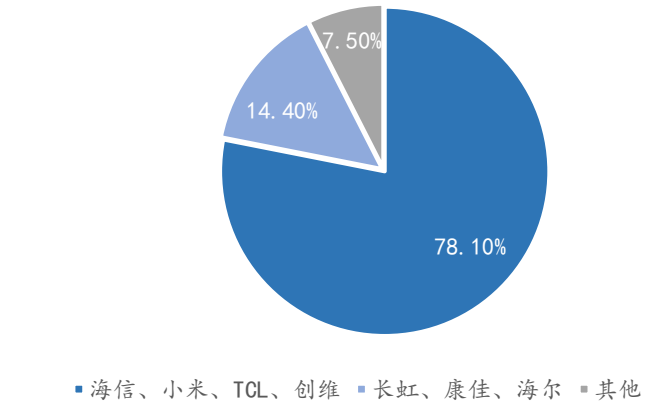
如何看待高端化对于行业竞争格局的影响? MiniLED 和大屏化均会驱动市场集中度提升。MiniLED 电视行业的集中度会更高, 据 CINNO 数据, 2024 前三季度海信、TCL、小米、创维四者合计销量占比达 94%, 而据洛图数据, 2024Q3 四者在总体市场中市占率仅 78.1%。此外, 海信、TCL 等龙头品牌在大尺寸市场中的份额更高, 据奥维云网, 2024Q1-Q3 海信/TCL/小米 80-90 寸的线上销量市占率分别为 21%/16%/12%, 高于其总体市占率 (14%/11%/12%)。

图表69: 中国 Mini LED 电视品牌市占率



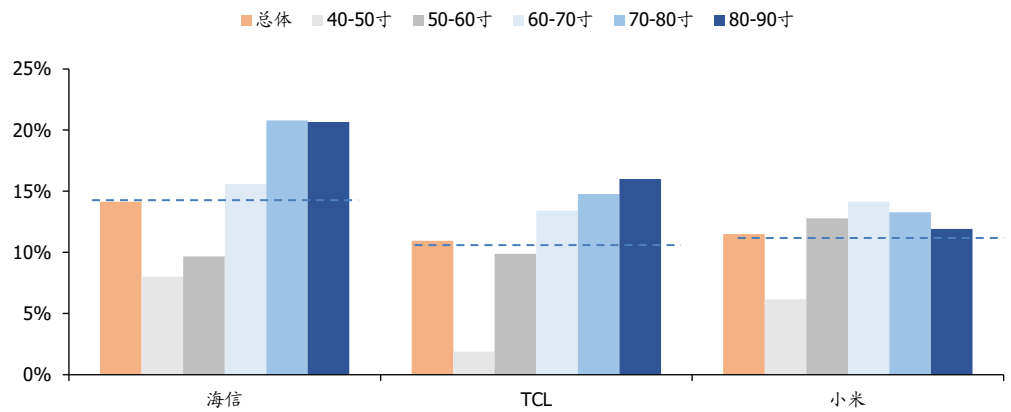
资料来源: CINNO, 国盛证券研究所

图表70: 2024Q3 中国电视品牌市占率



资料来源: 洛图科技, 国盛证券研究所

图表71: 2024 年海信/TCL/小米分尺寸市占率情况



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

如何看待高端化对于黑电企业收入的赋能? 以海信视像与 TCL 电子为例, 我们以 2023 年为基数测算在 MiniLED 销量增长下二者 2024、2025 年电视业务收入增量及 Mini LED 部分对增量的贡献比, 具体过程如下:

1) 总销量端, 我们分别以海信视像及 TCL 电子披露的 2023 年销量 2654/2526 万台为基数, 假设二者 2024 年出货量增速分别为 5%/12% (参考二者前三季度增速 4.7%/12.9%), 二者 2025 年出货量假设为 8%/10%。

2) MiniLED 销量端, 我们分别以群智咨询预测 2024/2025 年行业出货量 600/900 万台, 假设海信视像与 TCLMiniLED 市占率 27%/26% 保持不变, 分别测算出二者 2024/2025 年销量, 假设二者 2024 年 Mini LED 销量增速为 100%/160% (参考前三个季度增速), 倒算出二者 2023 年销量, 用总销量-Mini LED 销量得出非 MiniLED 销量。

3) 假设 Mini LED 单台收入为非 Mini LED 产品的 2.5 倍, 根据 2023 年企业 TV 业务总收入及销量可分别测算出 Mini LED 产品与非 Mini LED 产品单台收入。假设 2024 年及 2025 年单台收入不变, 则可测算出 2024、2025 年预计收入。

测算得海信视像 2024/2025 年 TV 板块收入增速为 9.2%/11.4%, Mini LED 对收入增量的贡献达 80%/58.8%; TCL2024、2025 年收入增速为 17%/13%, Mini LED 对其增量贡献占比为 54%/48.8%。我们发现高端化比量增带来的助益更大。

图表72: Mini LED 对企业收入端弹性测算

	时间	收入(亿)	收入 yoy	Mini LED 销量	非 Mini LED 电视销量	Mini LED 单台收入	非 Mini LED 单台收入	MiniLED 部分对收入增量贡献比
海信视像	2023	413		81	2573			
	2024E	450	9.2%	162	2625	3716	1487	79.6%
	2025E	502	11.4%	243	2767			58.8%
TCL	2023	486		60	2466			
	2024E	569	17.0%	156	2673	4645	1858	53.9%
	2025E	643	13.1%	234	2878			48.8%

资料来源: 公司年报, 群智咨询, Omdia, TCL 电子投资者关系, 奥维睿沃, TrendForce, 海信视像公众号, 国盛证券研究所

TCL 电子: 全球黑电龙头, 股权激励焕发信心

TCL 电子是全球黑电龙头, 公司业务涵盖以电视为主的显示业务、以雷鸟科技主体为主的互联网业务及涵盖光伏、全品类营销、智能家居的创新业务。业务细分看, 截至 2024H1, TCL 电子中大尺寸显示业务/互联网业务/创新业务收入占 TCL 电子比分别为 57%/2.7%/30.7%。

图表73: TCL 电子收入拆分(单位: 亿港元)

	23 收入	24H1 收入	23 收入占比	24H1 收入占比	23 毛利率	24H1 毛利率
总体	789.9	454.9	100.0%	100.0%	18.7%	17.0%
显示业务	565.4	301.4	71.6%	66.2%		
--大尺寸	486.3	259.1	61.6%	57.0%	17.9%	17.0%
--中小尺寸显示	70.5	37.6	8.9%	8.3%		
--商显	8.6	4.6	1.1%	1.0%		
互联网	27.6	12.1	3.5%	2.7%	55.1%	54.0%
创新	186.4	139.5	23.6%	30.7%	14.7%	14.4%
--光伏	63.0	52.7	8.0%	11.6%		
--全品类营销	104.1	77.5	13.2%	17.0%	16.7%	16.3%
--智能连接与智能家居	19.3	9.3	2.4%	2.0%		
其他	10.4	1.9	1.3%	0.4%		

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

股权激励焕发信心。2024 年 TCL 电子就 2023 年的股权激励计划制定了绩效目标, 以 2023 年调整后归母净利润为基数, 激励目标为 2024-2026 年分别增长 65%/100%/150%, 充分彰显了公司对业绩的信心。

风险提示：以旧换新不及预期、海外需求不及预期风险。

海信视像：显示行业领军企业，“1+（4+N）”产业布局完善

海信视像为显示行业领军企业，旗下有“1+（4+N）”产业布局，即以传统智慧终端显示为核心，构建包括激光显示、云服务、芯片、商用显示的四大业务板块。电视板块，海信视像设有海信、东芝、Vidda三大差异化互补品牌：

- 1) 海信品牌为全球综合显示品牌，拥有激光电视、高画质旗舰 ULED 电视、社交/游戏电视、8K 电视、触控智慧屏、商用显示屏、广播级技术基准监视器等多元化精品组合。
- 2) 东芝定位为全球高端品牌，重点布局高端 OLED、火箭炮音响系列旗舰电视，打造世界一流的音画家庭氛围。
- 3) Vidda 为面向年轻人的“高质价比”消费电子科技潮牌，拥有音乐电视、游戏电视及纯三色激光高品质 4K 便携智能投影等。

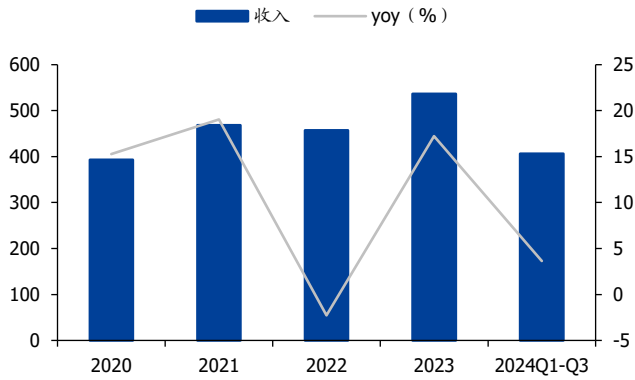
分区域看，2023 年海信国内/海外收入分别为 236.4/247.5 亿元，同比+18.2%/20.45%。北美和欧洲成为海信境外收入第一和第二大增量市场，此外海信市占率在北美、欧洲 GDP 排名前六国家市占率均有所提升。2024Q1-Q3，公司实现营业收入/净利润分别为 406.5/15.63 亿元，同比+3.63%/-18.61%。

图表74：海信分区域市占率情况

区域	市占率	国家	市占率提升
北美	12.76%（零售额）	美国	1.10%
		加拿大	3%
		墨西哥	0.70%
欧洲	德国、英国、意大利市占率第三（零售量）	德国	3.10%
		意大利	4.40%
		英国	3.30%
		法国	1%
		西班牙	2%
日本	33.50%（零售量）	日本	0.70%
东南亚	马来西亚市占率第三（零售量）	马来西亚	11.25%（市占率）
		泰国	14.03%（市占率）

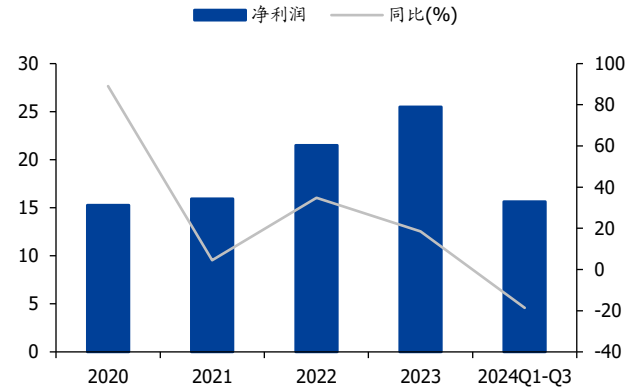
资料来源：公司年报，国盛证券研究所

图表75: 海信视像收入及 yoy (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表76: 海信视像净利润及 yoy (单位: 亿元)

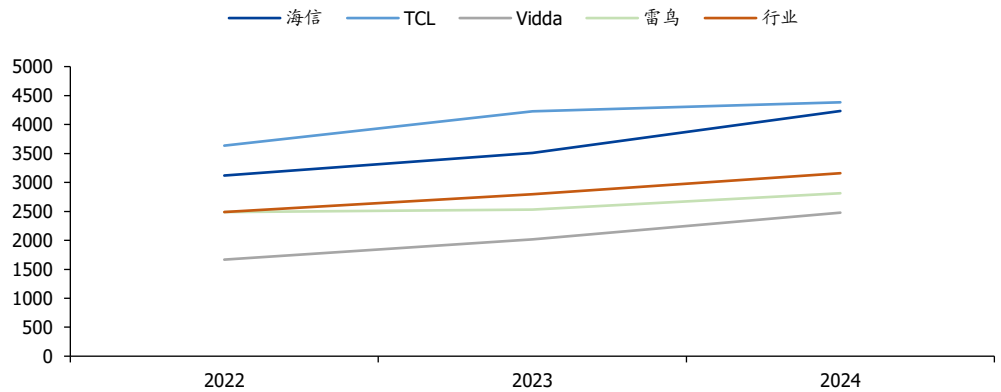


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

如何看待海信视像和 TCL 电子打法的差异性? 从定价看, 我们发现 2024 年以来海信视像高端化战略执行更为坚决, 据奥维云网数据, 2024 年海信/Vidda 均价提升幅度达 20.6%/22.8%, 远高于行业增幅 (13.1%), 对比 TCL 及雷鸟提价不多, 增幅仅 3.6%/11.2%。市场表现看, 2024 年以来雷鸟线上份额提升明显, 而 Vidda 与海信视像份额轻微下滑, 但海信系仍占据行业第一。线下市场中, TCL 及海信视像份额均有所提升。

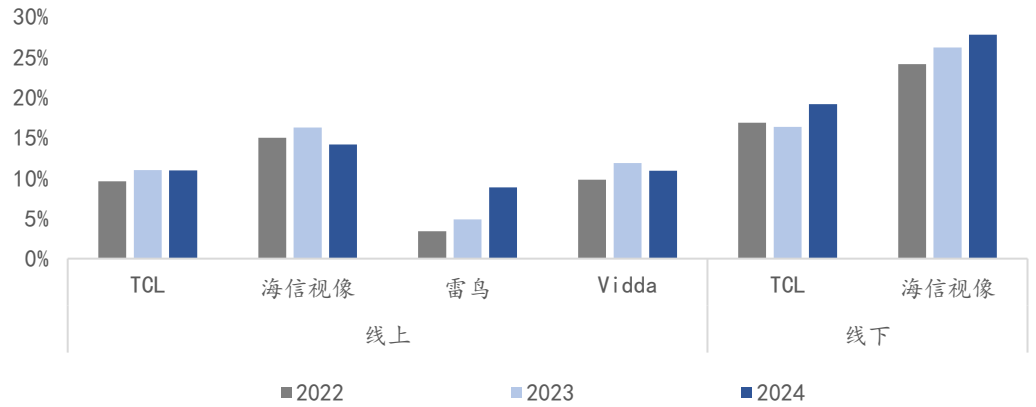
风险提示: 以旧换新不及预期、海外需求不及预期风险。

图表77: 分品牌线上均价情况 (元)



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

图表78: 分品牌市占率情况



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

兆驰股份: 电视 ODM 稳健增长, LED&光模块打开新增长曲线

兆驰股份业务包括电视代工、LED 芯片及封装等。ODM 构建公司稳固的基本盘, LED&光模块打开新增长曲线。

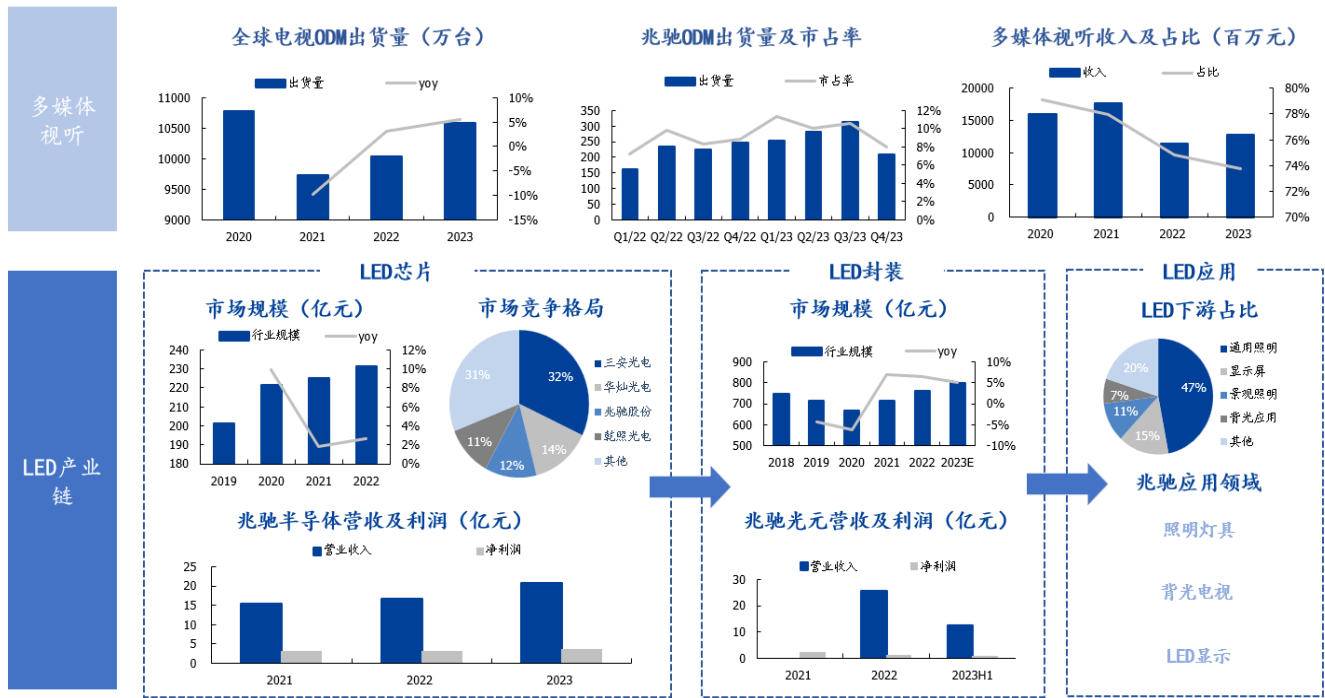
1) 智慧显示业务是公司核心板块, 公司该板块产品涵盖液晶电视、电脑显示器、Mini LED 显示屏等。电视 ODM 贡献该板块公司主要收入, 兆驰代工业务始终处于全球第一梯队, 据洛图数据, 公司 2023 年电视出货量达 1050 万台, 位列全球第三。市场端, 公司以出海为主, 公司产品远销北美、欧洲、东南亚等区域。

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。

3) 2024 年 12 月, 公司披露公告, 宣布拟以自有或自筹 10 亿资金分别投向 2 个项目, 项目 1 为建设光通信半导体激光芯片项目, 项目 2 为建设光通信高速模块以及光器件项目。2024 年起, 公司构建光通讯器件、模块、芯片的垂直产业链雏形, 进一步拓宽业务版图。

风险提示: 新业务拓展不及预期、下游客户需求放缓。

图表79: 兆驰股份分业务拆分



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

康冠科技: 智能显示领域头部玩家, 出海&多品类并驱前行

康冠科技是智能显示领域头部玩家。自1995年成立起,一直聚焦于显示领域,至今完成涵盖电视、智能交互平板、专业显示及创新类产品的多元化产品布局。分业务看,截至2024H1,公司智能电视/智能交互产品/创新显示产品收入占比分别为57.7%/27.5%/9.8%:

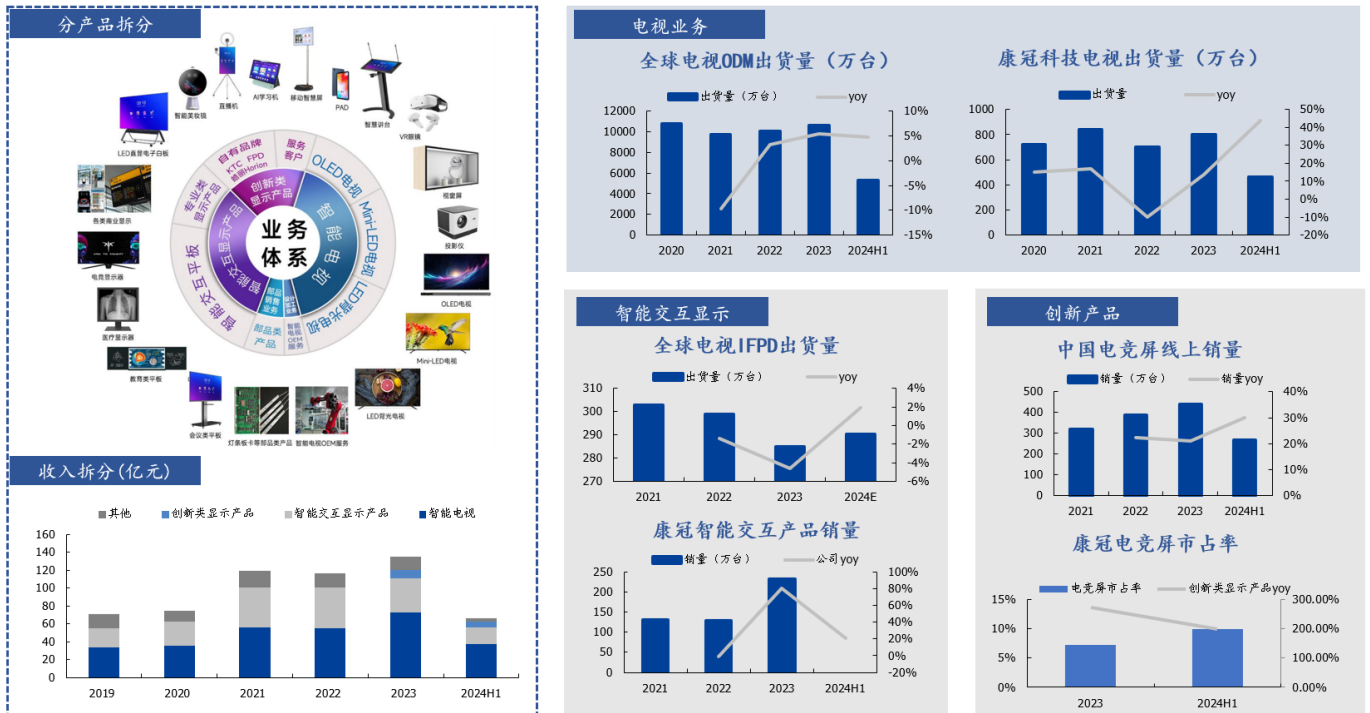
1) 智能电视业务仍是公司收入的核心,公司智能电视业务主要以服务客户为主,服务模式涵盖“三模四擎一极”,销售地区主要为亚太、拉美、中东、非洲等,订单有小批量、柔性、定制化的特点。据迪显数据,公司24H1在全球TV代工市场中名列第四,且出货量同比+43.7%,领跑行业。2024H1公司电视业务收入实现38.1亿元。

2) 智能交互业务对公司有较大的利润贡献。2024H1公司智能交互业务收入实现18.2亿元。智能交互业务可分为智能交互平板与专业类显示产品,其中智能交互平板主要以教育平板及会议平板为主,专业类显示产品包括电竞显示、医疗显示、商业显示等。据迪显数据,24H1公司智能交互平板在生产制造型供应商中出货量全球排名第一。

3) 创新类显示产品是公司新的增长引擎。2024H1公司创新类显示产品实现收入6.5亿元。公司在创新类显示产品方面布局了KTC、皓丽、FPD三大自有品牌,KTC下有随心屏、投影仪等产品,皓丽下有创新移动屏、直播一体机、智显屏等,FPD包含美妆镜、VR眼镜。2024年上半年,公司KTC品牌电竞显示器在中国电竞显示器线上零售市场中的销量排名第三,销售额排名第四。

风险提示: 新品销售不及预期、下游客户需求放缓。

图表80: 康冠科技分业务拆分



资料来源: Wind, 康冠科技年报, 康冠科技半年报, 洛图科技, 国盛证券研究所

风险提示

以旧换新不及预期。若 2025 年以旧换新政策拉动效果不及预期, 市场需求平淡, 则行业有下滑风险。

竞争格局恶化超预期。若市场竞争进一步加剧, 格局恶化, 则可能拖累企业盈利能力。

关税加征超预期。若特朗普上台后, 关税加征幅度超预期, 则将企业出口将承受压力。

测算误差风险。报告中有多处测算, 若假设与真实情况存在偏差, 将可能带来误差。如测算 MiniLED 对黑电企业弹性时, 假设 2025 年企业出货量增长低于预期增速, MiniLED 对企业弹性将低于预期。

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