



家电行业出海系列研究

买入（维持评级）

行业深度研究

证券研究报告

家电组

分析师：鲍秋宇（执业 S1130524010002）

baoqiuyu@gjzq.com.cn

探究东南亚家电市场增长潜力与国牌突围打法

投资逻辑

为什么家电企业需要出海？国内家电普及率较高，发展逐步平稳，但国内家电市场规模占全球比例仅 22%，且占比自 2015 年以来有所下滑，东南亚、中东非等新兴市场近年来发展迅速，海外有望提供更大发展空间。

如何看待东南亚家电市场发展潜力？①从市场活力来看，东南亚具有人口优势（人口数量约为中国一半，结构更偏年轻，劳动力更具性价比）；贸易政策支持（宽松的贸易政策，良好的营商环境，对内贸易零关税，加速东南亚一体化进程，吸引外商投资，对外积极加入全球贸易体系，受惠于 RECP）；经济发展快速（东南亚市场经济发展水平相当于中国 2010 年，中国与东盟经贸关系持续升级，未来经济发展潜力巨大）。②聚焦家电品类，东南亚家电整体普及率相当于中国城镇 2000S 年代，农村 2010S 年代，渗透率处于快速提升阶段，据欧睿数据，东南亚六国 2023 年冰箱/洗衣机/空调/彩电/清洁电器规模分别为 41/27/43/68/3.6 亿美元，分别为中国市场规模的 19%/18%/9%/38%/7%，若东南亚空/冰/洗市场渗透率达到中国水平，则能有 223%/42%/247%销额提升空间。东南亚冰箱、彩电渗透率以及品牌集中度高于空调、洗衣机、清洁电器。中日韩品牌为主要玩家，日企在空调、韩企在彩电赛道领先优势显著，国牌竞争地位逐渐提升。③聚焦家电渠道，当前东南亚零售渠道以线下渠道为主（占比约 80%），线上受益于跨境电商兴起得以快速发展，据 Momentum Works 数据，2022 年东南亚电商市场 GMV 达 995 亿美元，连续三年为全球电商增速最快地区，其中印尼为东南亚最大电商市场。Shopee 于东南亚电商平台占据半壁江山，然而近年新入局玩家层出，例如拥有内容运营+社交属性，在东南亚拥有庞大用户基础的 Tiktok Shop，以及以极致低价+全托管模式席卷欧美，24 年设立半托管模式利于提升整体履约效率的 Temu，新渠道红利下有望促进更多家电品牌商成长。

中国家电企业如何发力东南亚？东南亚本土消费电器/电子企业因自主研发水平低、制造业基础薄弱、被日韩企业抢占先机而难有起色，消费者更倾向于购买国外品牌，目前东南亚市场日韩企业为国牌主要竞争对手。过去，中国家电龙头凭借产品力优势（持续迭代/物美价廉）、本地化产能、自主&并购品牌、渠道持续布局等方式发力东南亚市场，例如海尔智家并购三洋发力“海尔+Aqua”双品牌，本土化战略下高端创牌成效显著；海信视像/海信家电通过体育营销+线上布局+性价比定位，发挥东盟区黑白电协同作用，持续抢占市场份额；美的集团通过研产销一体化，并购东芝续写东南亚品牌领先地位。而看未来，东南亚市场电商渠道迅速发展，背后均有着中国电商巨头的身影，我们认为不断涌起的新兴渠道有望给出海品牌商带来渠道红利，而国内品牌商已提前在国内积累相应渠道运营经验，有望复制于东南亚市场，打开出海成长空间。

投资建议

家电品牌出海乃大势所趋，东南亚地区人口、经济发展正处于上升期，营商政策相对宽松，给予家电市场良好发展环境，我国优质家电企业基于产品、成本、效率多重优势，积极进行渠道布局、自有品牌打造，出海抢占全球份额前景可期。建议积极配置：全球化策略布局下，提升自有品牌占比，发力第二增长曲线 TOB 业务、分红率保持稳定较高水平的**美的集团**。国内产品结构升级+渠道革新，国外低库存+自主品牌占比提升+市占率提升，预计未来海外增速更快，三电业务结构优化、收入有望提速的**海信家电**。技术优势明显，海外积极投入营销资源，提升品牌影响力，出海份额提升+大屏化升级逻辑清晰的**海信视像**。国内商用冷柜龙头，冷柜出海+冷藏业务打开成长空间，23Q3 将部分经销出口东南亚业务转为直销，提升地区把控力与运营效率的**海容冷链**。可选小家电出海优势企业，凭借领先的产品创新力、渠道持续扩张，从而攫取市场份额、提升品牌实力，且在国牌扫地机出海中具有先发优势的**石头科技**。

风险提示

原材料价格及汇率大幅波动，海内外需求波动的风险，海外相关政策风险，关税及运费波动风险。



内容目录

1、为什么我国家电企业需要出海？	4
1.1、内销市场逐渐饱和，出海打开家电企业增长空间	4
2、如何看待东南亚家电市场发展潜力？	4
2.1、整体市场活力：人口红利+政策支持+经济发展	4
2.2、聚焦家电品类：东南亚家电渗透率处于快速提升阶段	8
2.3、聚焦渠道红利：家电品牌商在跨境电商兴起下有望迎来渠道红利	13
3、中国家电企业如何发力东南亚市场？	18
3.1、现状：日韩企业为主要竞争对手，中国企业持续发力份额提升	18
3.2、过去：中国家电龙头通过产能投放+自主&并购品牌+渠道拓展等方式发力东南亚市场	19
3.3、未来：跨境电商入局者增多，渠道红利显现，有望打开中小品牌增长空间	21
4、投资建议	21
5、风险提示	22

图表目录

图表 1：中国城镇居民每百户耐用品拥有量增速放缓	4
图表 2：中国家电零售额/量自 2018 年前后占全球比例均有所下滑	4
图表 3：东南亚 2022 年人口数量为中国人均数量的 48.1%	4
图表 4：东南亚主要国家年龄结构更加年轻化（2023 年）	5
图表 5：东南亚国家每周工作时长与中国相似，高于欧美（2022 年）	5
图表 6：东南亚制造业劳动者每小时工资低于中国	5
图表 7：越南积极融入全球贸易体系	6
图表 8：2010-2022 年东盟地区 FDI 流入增速高于全球水平	6
图表 9：东南亚地区对外商投资政策较宽松	6
图表 10：东盟地区 GDP 总量增长速度较全球平均水平更快	7
图表 11：2022 年东南亚十一国经济发展水平梯度	7
图表 12：中国东盟经贸关系不断升级	7
图表 13：中国与东盟双边贸易额实现跨越式增长	8
图表 14：2023 年中国出口东盟各国出口额占比	8
图表 15：东南亚国家彩电渗透率持续提升	8
图表 16：东南亚国家冰箱渗透率持续提升	8
图表 17：东南亚国家洗衣机渗透率持续提升	8
图表 18：东南亚国家分体式空调渗透率持续提升	8
图表 19：洗衣机价格区间，菲律宾、印尼处于较低水平	9
图表 20：东南亚五国空冰洗市场提升空间预测	9
图表 21：东南亚国家冰箱市场规模及竞争格局	10
图表 22：东南亚国家洗衣机市场规模及竞争格局	11
图表 23：东南亚国家空调市场规模及竞争格局	12



图表 24: 东南亚国家彩电规模及竞争格局	12
图表 25: 东南亚国家清洁电器规模及竞争格局	13
图表 26: 2023 年东南亚主要国家家电品类线下渠道占比较大（按零售量）	13
图表 27: 移动世界收入拆分	14
图表 28: 越南移动世界旗下品牌情况	14
图表 29: 2022 年东南亚地区五国电商渗透率水平约 60%	15
图表 30: 2023 年各区预计电商增长率，东南亚领先	15
图表 31: 2023 年预计电商增长最快的十个国家，东南亚有 5 国上榜	15
图表 32: 东南亚主流电商平台 GMV 逐年增长	16
图表 33: 东南亚四大电商平台 GMV 逐年增长（亿美元）	16
图表 34: 东南亚分国家电商规模及平台占比，印尼为最大电商市场，Shopee 于各国市占率保持第一	16
图表 35: Temu 全托管与半托管模式差别，半托管利于拥有海外仓的卖家	18
图表 36: 东南亚消费者更倾向于购买国外品牌	18
图表 37: 东南亚七国市场的白电呈现出明显的高端化趋势，2021 年容量 400L 以上冰箱零售额占比提升至 35%	19
图表 38: 2023 年东南亚空调品牌线上市场份额排行，海信位于第一名	20
图表 39: 2023 年东南亚具体国家电商空调线上份额情况	20
图表 40: 东南亚小家电线上销售占比高于大家电	21
图表 41: 小家电公司 2022、2023 年国内抖音 GMV 增速亮眼	21



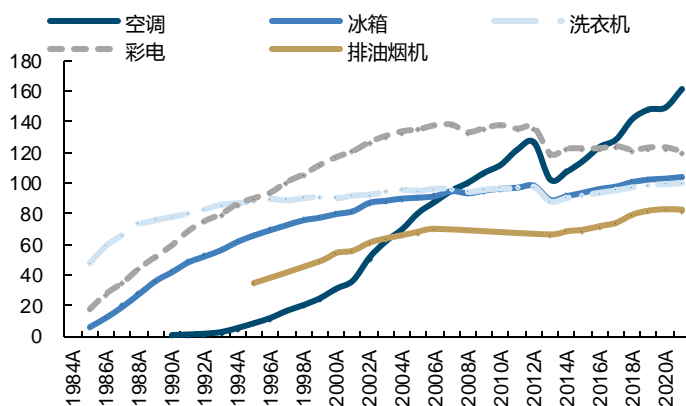
1、为什么我国家电企业需要出海？

1.1、内销市场逐渐饱和，出海打开家电企业增长空间

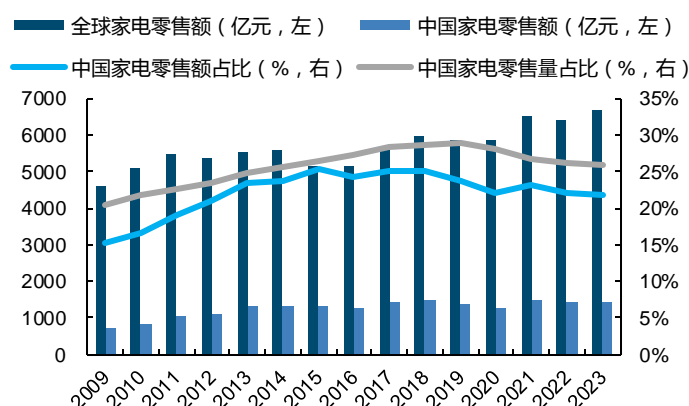
国内家电普及率较高，在人口/地产红利减弱下发展逐步平稳，海外提供更大发展空间。家电产品销量受人口/户数限制明显（平常家庭基本上每家一台冰箱/洗衣机），2000 年左右时期我国家电行业受地产快速发展、家电下乡等政策扶持下保有量得以快速提升，然而 2010 年后在我国人口红利/地产红利减弱下国内大家电/刚需小家电保有量趋于稳定，增速趋缓，行业销量天花板将近。但当我们把视野放大至全球，2023 年全球家电零售额/量分别为 6666 亿元/33 亿件，中国家电市场零售额/量占全球比例分别为 21.8%/25.8%，不同于国内家电市场偏更替需求的处境，全球家电市场仍处于增长期，东南亚、中东非、南美等新兴市场近年来发展迅速，中国家电零售额/量自 2018 年前后占全球比例均有所下滑。

图表1：中国城镇居民每百户耐用品拥有量增速放缓

图表2：中国家电零售额/量自 2018 年前后占全球比例均有所下滑



来源：wind，国金证券研究所



来源：Euromonitor，国金证券研究所

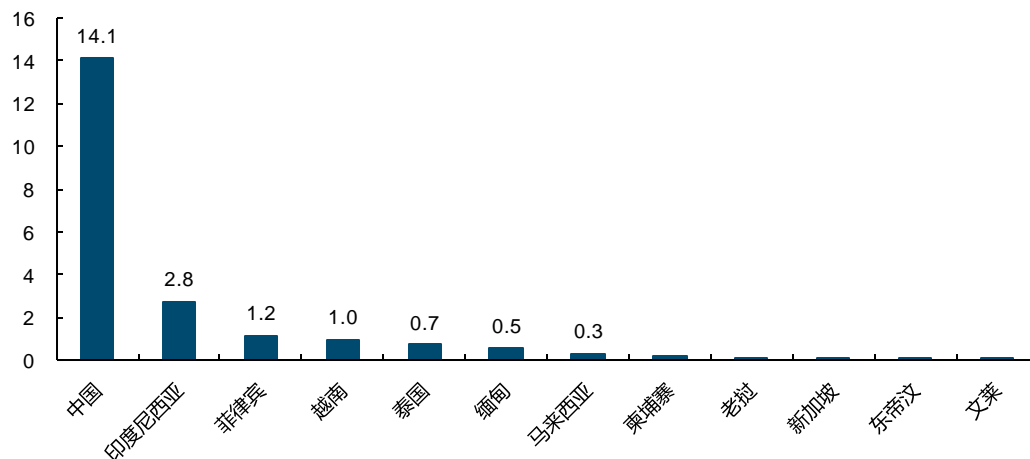
2、如何看待东南亚家电市场发展潜力？

2.1、整体市场活力：人口红利+政策支持+经济发展

2.1.1、人口红利：人口基数大，结构更偏年轻，劳动力成本低

东南亚人口基数庞大。2022 年东南亚十一国人口数量达 6.8 亿人，为中国人口数量的 48.1%。其中印度尼西亚人口数达 2.8 亿人，为东南亚人口数量最大国家。家电等耐用消费品受到人口/户数天花板限制，从需求端来说，东南亚庞大的人口数量提供了广阔的家电产品消费空间。

图表3：东南亚 2022 年人口数量为中国人口数量的 48.1%

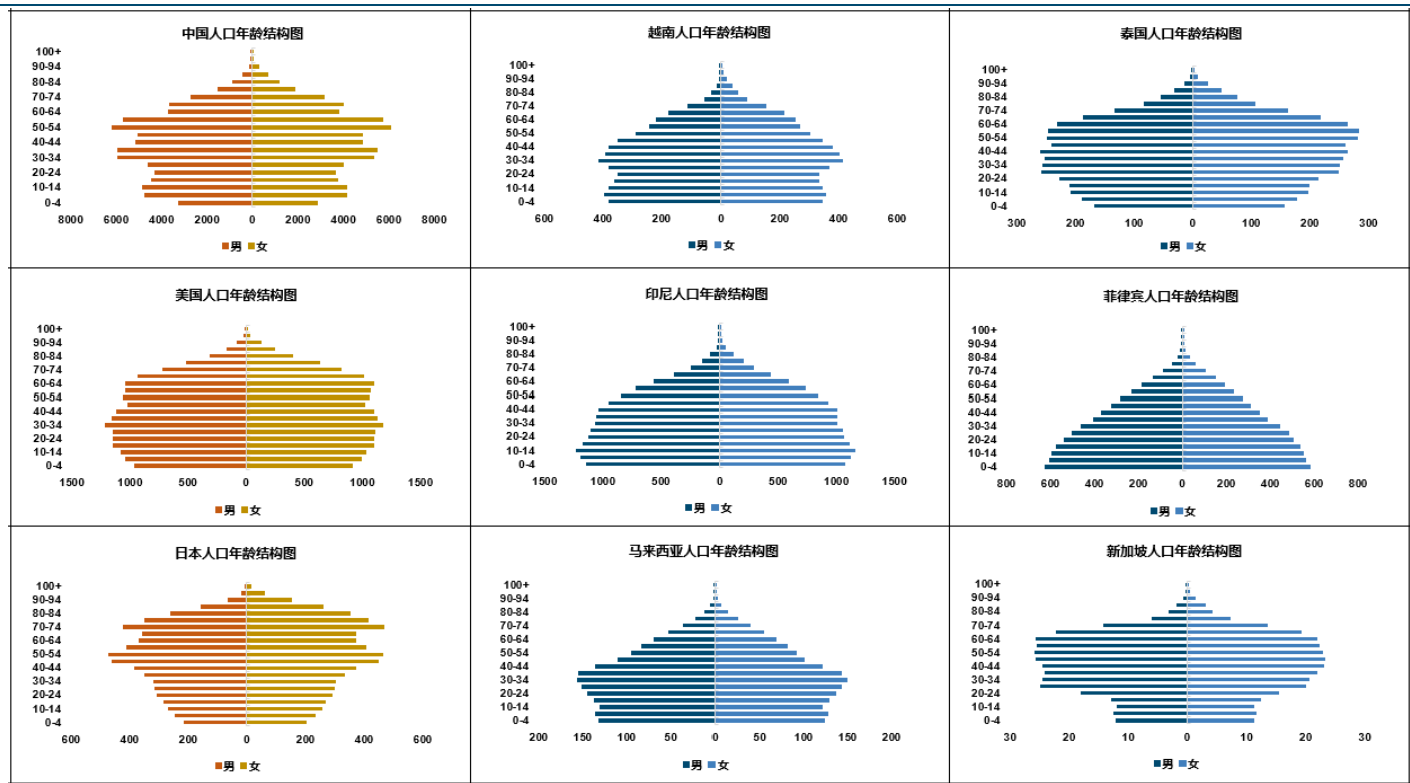


来源：Euromonitor，国金证券研究所



东南亚人口结构更偏年轻。2023 年菲律宾、越南、印尼 0-14 岁潜在劳动力比重均在 25% 左右，人口年龄中位数均在 30 岁左右，中位数远小于中国、美国、日本。从供给端来说，年轻的人口结构意味着更多更适用的劳动力，年轻人的就业将促进当地经济繁荣，当更多年轻人就业并产生收入时，他们也将成为购买力的主要来源，带动当地消费市场的增长。

图表4：东南亚主要国家年龄结构更加年轻化（2023 年）

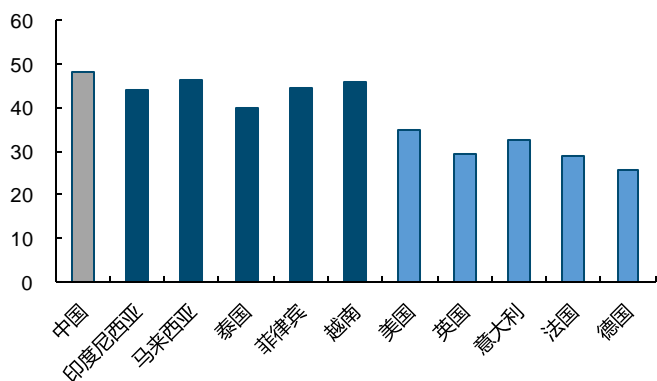


来源：PopulationPyramid.net，国金证券研究所

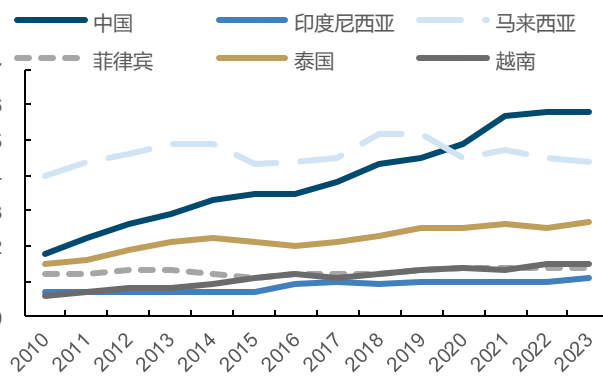
东南亚国家劳动力每周工时和中国相当，但制造业劳动者每小时工资低于中国。根据 CEIC 数据，2022 年东南亚国家每周工作时长为 40-47 小时，与中国 48 小时接近，高于欧美 26-35 小时。然而，东南亚制造业劳动者每小时工资仅为中国 19%-76%，考虑到一般家电生产制造对员工教育水平要求不高，对于中国家电企业来说，东南亚市场劳动力相比中国或更有性价比。

图表5：东南亚国家每周工作时长与中国相似，高于欧美（2022 年）

图表6：东南亚制造业劳动者每小时工资低于中国



来源：CEIC，OECD，国金证券研究所



来源：Euromonitor，国金证券研究所

2.1.2、政策支持：宽松的贸易政策，良好的营商环境

东南亚地区贸易政策宽松，营商环境良好。1) 对内贸易零关税，一体化进程加速：1967 年东盟成立，起初成员国仅马来西亚、菲律宾、泰国，2022 年东帝汶加入东盟补齐最后一块版图，东盟包含全部东南亚 11 国；1992 年 CEPT 签署以来，东盟各国逐渐确立了降



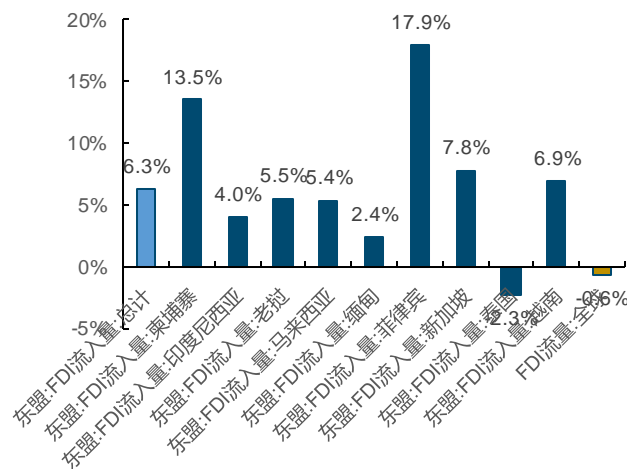
低关税行动表，实现区域内贸易零关税，东盟一体化进程经历飞速发展，促使东盟成为世界市场中富有竞争力的生产基地，吸引外资流入。2) 对外开放程度高，积极融入全球贸易体系。以越南为例，2006 年加入世界贸易组织；2019 年 1 月与文莱、新加坡、马来西亚一同加入《全面与进步跨太平洋伙伴关系协议》(CPTPP)，各协约国将逐步减少进口关税到零；2019 年 6 月与东盟签署自由贸易协定，双方约定在 2030 年之前削减双边贸易 99% 的关税；2022 年 RCEP 协定正式生效，这是由中国、日本、韩国、澳大利亚、新西兰及东盟 10 国共同签署，覆盖全球 30% 的经济规模、22 亿人口以及 1/3 的货物贸易，是世界最大规模的自贸协定，RCEP 将带来更低的关税和更优惠的贸易政策，以加强国际合作，为东南亚营造良好的通商环境，预计该协定的实施将在 2030 年前给全球经济带来每年 1860 亿美元收入，2023 年 6 月随菲律宾加入，RCEP 在所有 15 个成员国全部正式生效。受益于全球产业链转移，2010-2022 年东盟 FDI CAGR 为 6.3%，明显高于全球平均水平的-0.8%。

图表7：越南积极融入全球贸易体系

图表8：2010-2022 年东盟地区 FDI 流入增速高于全球水平

贸易协定全名	生效年份
东盟自由贸易区	1993
东盟-中国自由贸易协定	2003
东盟-韩国自由贸易协定	2007
东盟-日本全面经济伙伴关系协定	2008
越南-日本经济伙伴关系协定	2009
东盟-印度自由贸易协定	2010
东盟-澳大利亚-新西兰自由贸易协定	2010
越南-智利自由贸易协定	2014
越南-韩国自由贸易协定	2015
越南-欧亚经济联盟自由贸易协定	2016
跨太平洋全面进步伙伴关系协定	2019
东盟与香港（中国）自由贸易协定	2019
越南-欧盟自由贸易协定	2020
越南-英国自由贸易协定	2020
区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）	2022

来源：国金证券研究所



来源：wind，国金证券研究所

图表9：东南亚地区对外商投资政策较宽松

<p>菲律宾</p> <p>经济自由度指数：世界排名89</p> <ul style="list-style-type: none"> · 电商领域允许净资产超过20万美元的公司100%外商持股(or 超过10万美元资产净值的同时拥有超过50名本地员工) · 无需法律实体即可进行跨境销售 · Lazada 和 Shopee 允许特定国家的卖家进行跨境销售 · 申请进口许可证需要本地法律实体 	<p>印度尼西亚</p> <p>经济自由度指数：世界排名60</p> <ul style="list-style-type: none"> · 在电子商务中投资约700万美元或创造大于1000个工作岗位的企业允许100%外商直接投资。否则，最多只允许49% · 无需法律实体即可进行跨境销售 · Lazada 允许特定国家的卖家进行跨境销售 	<p>马来西亚</p> <p>经济自由度指数：世界排名42</p> <ul style="list-style-type: none"> · 私人有限公司 (Sdn Bhd) 允许外商100%持股 · 无需法律实体即可进行跨境销售 · Lazada 和 Shopee 允许特定国家的卖家进行跨境销售
<p>越南</p> <p>经济自由度指数：世界排名72</p> <ul style="list-style-type: none"> · 一般来说，越南允许外商直接投资(FDI)，外资所有权最高可达100%。当然，也有例外情况，比如受该国对世贸组织或其他条约承诺而限制的部门或活动 · 无需法律实体即可进行跨境销售 · Lazada 允许特定国家的卖家进行跨境销售 	<p>泰国</p> <p>经济自由度指数：世界排名80</p> <ul style="list-style-type: none"> · 在雇佣了一定数量的本地员工后允许外商100%持股投资 · 无需法律实体即可进行跨境销售 · Lazada 和 Shopee 允许特定国家的卖家进行跨境销售 	

来源：Tmo Group，国金证券研究所；注：经济自由度指数由《华尔街日报》和传统基金会每年发布

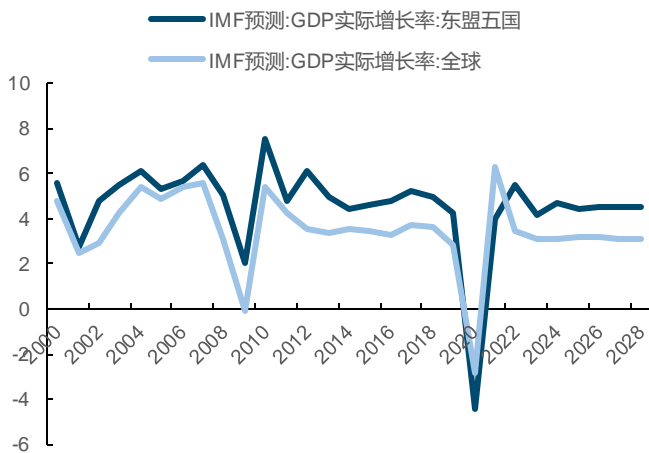
2.1.3、经济发展：东南亚经济正处于快速发展阶段，中国与东南亚经贸关系不断升级

东南亚市场经济发展水平相当于中国 2010 年，未来经济发展潜力巨大。2022 年，东南亚人均 GDP 达 5318 美元，约为中国的 42%，相当于中国 2010-2011 年发展水平，但处于快速增长阶段，2000-2022 年，东南亚 GDP 总量 CAGR 为 8.7%，领先全球年均增长率 3.5pct。东南亚内部 11 个国家按经济发展水平可分为三个梯队：①第一梯队的新加坡、文莱，人口合计 609 万，占东南亚人口 1%，但发展水平超越我国北上广深一线城市；②



第二梯队的马来西亚、泰国、印度尼西亚、菲律宾、越南，人口合计 5.9 亿，占东南亚人口 87%，对标我国二、三线城市，城市化水平快速提升，经济高速增长，发展潜力大；③第三梯队的老挝、缅甸、柬埔寨、东帝汶，人口合计 7982 万，占东南亚人口 12%，对标我国农村市场。

图表10：东盟地区 GDP 总量增长速度较全球平均水平更快



来源：IMF，国金证券研究所

图表11：2022 年东南亚十一国经济发展水平梯度

国家	2022年人口总数 (万人)	2022年人均GDP (美元)	19-22 GDP CAGR	城市化率	经济发展对标中国	对标中国人均GDP发展时间
第一梯队						
新加坡	564	82808	7.8%	100%	超北上广深	
文莱	45	37851	7.4%	79%	超北上广深	
第二梯队						
马来西亚	3265	11993	5.8%	78%	陕西省	2021年
泰国	7170	6910	0.9%	53%	黑龙江省	2013年
印度尼西亚	27550	4788	7.4%	58%	后4%地级市	2008年
菲律宾	11556	3499	1.0%	48%	后4%地级市	2006年
越南	9819	4164	7.3%	39%	后4%地级市	2007年
第三梯队						
东帝汶	134	2389	16.0%	32%	欠发达地区	2001年
老挝	753	2054	9.9%	38%	欠发达地区	2000年
缅甸	5418	1149	3.8%	32%	欠发达地区	
柬埔寨	1677	1760	3.2%	25%	欠发达地区	

来源：IMF，国金证券研究所；注：欠发达地区为低于 2022 年中国最低地级市 2498 美元人均 GDP

随着经贸关系的不断升级，中国与东南亚双边贸易额也实现了跨越式增长。东盟与中国山水相连，自古以来就是海上丝绸之路的重要枢纽。1991 年，中国与东盟开启对话进程，揭开了中国与东盟合作的序幕；2010 年，中国东盟贸易区正式全面启动，货物贸易零关税覆盖双方 90%以上税目产品；2021 年底，中国与东盟正式建立全面战略伙伴关系，2022 年 RCEP 正式生效。中国与东盟双边贸易额持续增长，海关总署数据显示，1995 年，中国与东盟贸易总额仅为 184 亿美元，2023 年，中国与东盟贸易总额已达 9265 亿美元，其中，对东盟进口/出口分别为 3880/5237 亿美元。从出口贸易额来看，目前，中国对东盟前六大贸易伙伴分别是越南（27%）、马来西亚（17%）、新加坡（15%）、泰国（14%）、印度尼西亚（12%）、菲律宾（10%）。

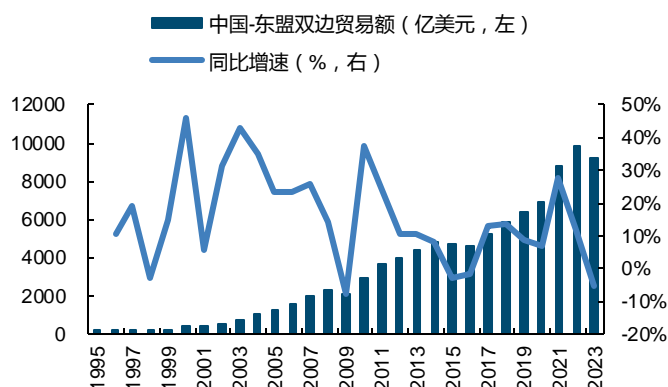
图表12：中国东盟经贸关系不断升级

时间	中国-东盟经贸合作进展
1991 年	中国与东盟开启对话进程，揭开了中国与东盟合作的序幕
1991 年-1997 年	中国和东南亚进行简单的双边经贸和投资阶段
1997 年-2001 年	中国和东南亚经贸关系开启制度化的合作阶段
2001 年-2010 年	自贸区更加广泛地在东亚地区范围内推进
2010 年	中国东盟贸易区正式全面启动，进入以“互联互通”为核心的中国-东南亚合作阶段，货物贸易零关税覆盖双方 90%以上税目产品
2019 年	实施自贸区 2.0 版升级
2021 年底	中国与东盟正式建立全面战略伙伴关系
2022 年	RCEP 正式生效
2023 年	中国东盟自贸区 3.0 版升级谈判启动

来源：中国政府网，国金证券研究所

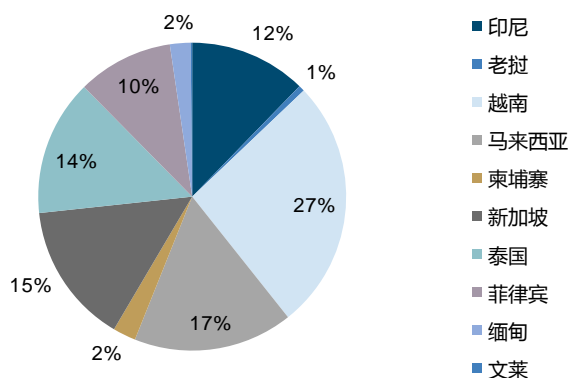


图表13：中国与东盟双边贸易额实现跨越式增长



来源：海关总署，国金证券研究所

图表14：2023年中国出口东盟各国出口额占比

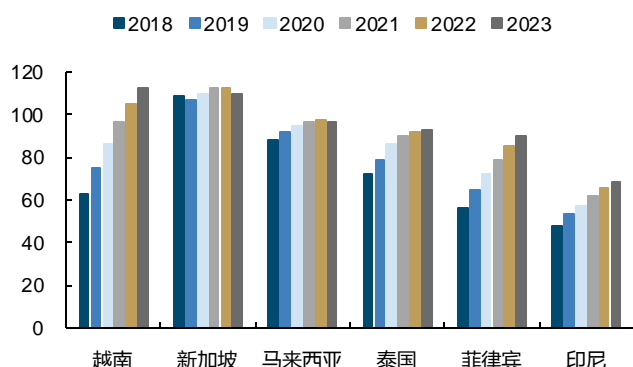


来源：海关总署，国金证券研究所

2.2、聚焦家电品类：东南亚家电渗透率处于快速提升阶段

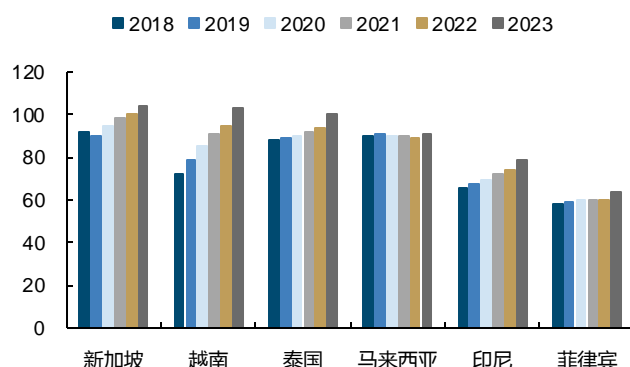
东南亚大家电的普及顺序依次为彩电、冰箱、洗衣机、空调，与中国发展路径相似，整体普及率相当于中国城镇 2000S 年代，农村 2010S 年代，正处于快速成长期。细分来看，彩电普及率相当于中国农村 2005 年左右水平，近几年提升速度显著，冰箱普及率较高，约为中国城镇 2015 年左右水平，洗衣机相当于中国农村 2012 年左右水平，空调相当于中国农村 2018 年水平。

图表15：东南亚国家彩电渗透率持续提升



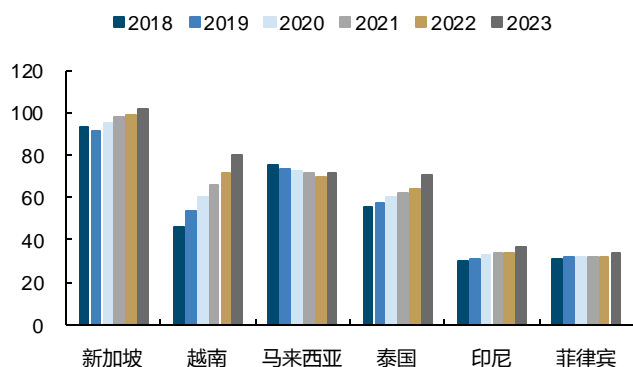
来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表16：东南亚国家冰箱渗透率持续提升



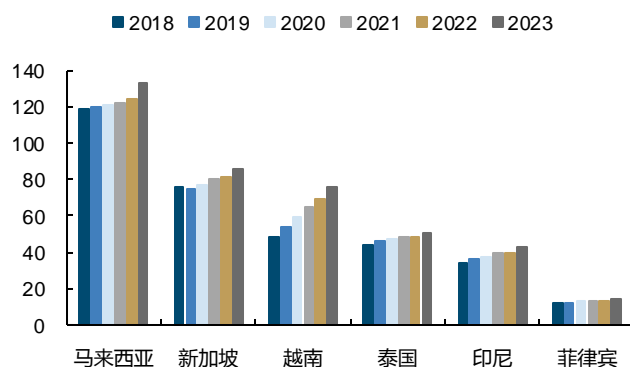
来源：Euromonitor，国金证券研究所；注：品类包含冰箱和冷柜

图表17：东南亚国家洗衣机渗透率持续提升



来源：Euromonitor，国金证券研究所；注：品类包含自动与半自动洗衣机

图表18：东南亚国家分体式空调渗透率持续提升



来源：Euromonitor，国金证券研究所

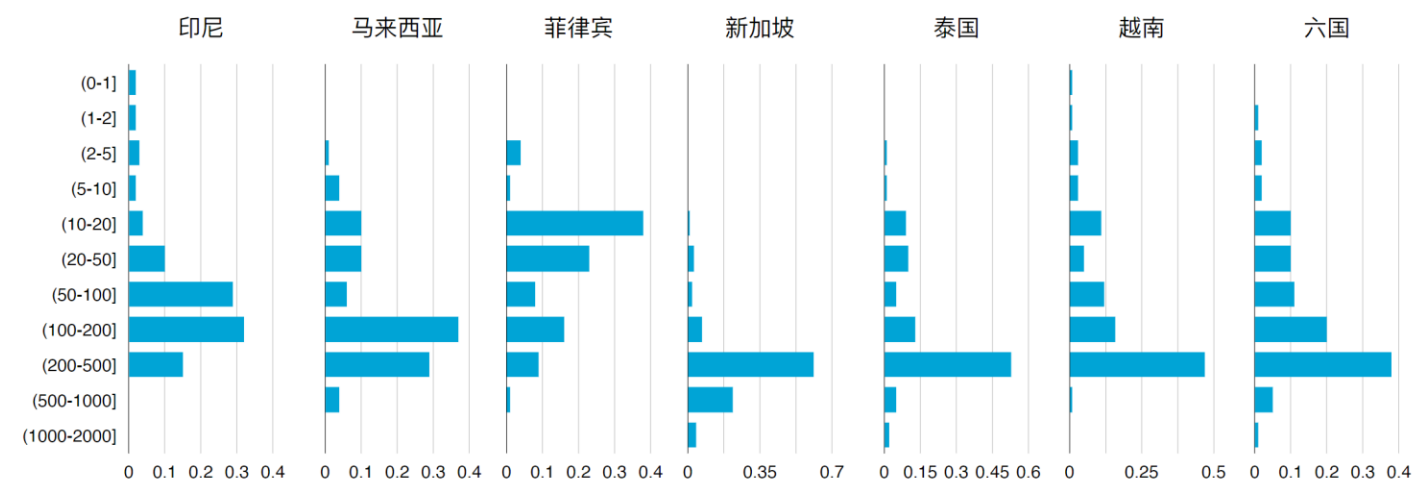
从品类上来看，1）冰箱的较高普及率主因东南亚高温多湿的气候环境下食物保存更加依赖制冷电器，从而推动了冰箱的销售。2）考虑到东南亚的高温天气，空调的普及潜力巨大，目前主要受制于消费者购买力和电力配套设施的落后，因此大部分东南亚居民选择采用电风扇替代，但近年来，东盟国家也开始逐步增加电力建设投入，同时，越南等国



家也从中国等地进口电力来满足自身的电力需求。3) 泰国、印尼、菲律宾的洗衣机普及程度相对落后，一方面因为公共洗衣房的普及，例如曼谷雨季较长气候潮湿，居民普遍希望洗后烘干，但洗烘一体机价格昂贵，而公共洗衣房可以提供烘干服务，公共洗衣房的普及也在一定程度上抑制了洗衣机消费需求，另一方面东南亚气候温暖，冬季不会过冷，考虑印尼、菲律宾人均消费水平不高，而洗衣机于家电中属于单价较高品类，替代手工洗衣缺乏一定动力。

就区域结构而言，新加坡、马来西亚和越南的大家电普及率较高，而印尼和菲律宾的家电普及率和产品均价则明显偏低。越南的大家电普及率受当地消费习惯的影响较深，其人均 GDP 和城市化率落后于菲律宾和印尼，但大家电普及率却不低，原因在于与其他东南亚主要国家相比，越南居民的储蓄意愿较低，而消费意愿较高，家电又有一定形象展示作用，因此对中高端家电的购买意愿更为强烈。而印尼和菲律宾的家电普及率和产品均价明显偏低，主因印尼和菲律宾是岛国，国土分布广泛，基础设施落后，交通物流不便，导致家电难以渗透到经济中心以外的地区，此外泰国、印尼和菲律宾人均 GDP 处于较低水平，中低收入消费群体对价格敏感，根据 Tmo Group 数据，两国洗衣机市场均价明显低于六国平均水平，中低端的半自动洗衣机/迷你洗衣机占比较高。

图表19：洗衣机价格区间，菲律宾、印尼处于较低水平



来源：Tmo Group，国金证券研究所

我们对东南亚五国空冰洗市场提升空间预测做如下假设，若东南亚五国空调渗透率达到中国 2023 年空调渗透率（136%）的 100%/90%/80%，则有 88/76/64 亿美元提升空间，较 2023 年东南亚市场规模提升 223%/193%/162%。若东南亚五国洗衣机渗透率达到中国 2023 年洗衣机渗透率（69%）的 100%/90%/80%，则有 62/54/45 亿美元提升空间，较 2023 年东南亚市场规模提升 247%/213%/179%。若东南亚五国冰箱渗透率达到中国 2023 年冰箱渗透率（101%）的 100%/90%/80%，则有 16/11/5 亿美元提升空间，较 2023 年东南亚市场规模提升 42%/28%/13%。东南亚空调与洗衣机市场规模提升空间更为广阔。

图表20：东南亚五国空冰洗市场提升空间预测

市场	达到 2023 年中国空调渗透率的			达到 2023 年中国洗衣机渗透率的			达到 2023 年中国冰箱渗透率的		
	100%	90%	80%	100%	90%	80%	100%	90%	80%
印尼（万件）	1123.8	1011.4	899.1	1952.2	1757.0	1561.7	793.1	713.8	634.5
马来西亚（万件）	155.4	155.4	155.4	67.8	67.8	67.8	77.6	69.8	62.0
菲律宾（万件）	1194.3	1074.9	955.4	606.5	545.8	485.2	402.1	361.9	321.7
泰国（万件）	424.9	382.4	339.9	309.2	278.3	247.3	249.2	224.3	199.3
越南（万件）	402.8	362.6	322.3	162.8	146.5	130.2	272.0	244.8	217.6
五国加总（万件）	3301.2	2986.7	2672.1	3098.3	2795.3	2492.2	1794.0	1614.6	1435.2
提升空间（万件）	2280.6	1966.0	1651.4	2205.6	1902.6	1599.5	527.7	348.3	168.9
2023 年品类均价（美元）	387.4			282.1			309.5		
提升规模（亿美元）	88.3	76.2	64.0	62.2	53.7	45.1	16.3	10.8	5.2
提升规模百分比	223%	193%	162%	247%	213%	179%	42%	28%	13%

来源：Euromonitor，国金证券研究所；注：马来西亚空调、洗衣机 2023 年渗透率高于中国的 90%，故在 90%、80%假设分析时仍取 100%假设时的数据

2.2.1、冰箱：格局较为集中，中日韩企业优势明显



2023 年，东南亚主要国家（新加坡、印尼、菲律宾、越南、泰国、马来西亚）冰箱市场规模合计 41.2 亿美元，同比增长 6.1%，相当于中国市场冰箱规模的 19%。分国家看，印尼自 2021 年反超越南成为东南亚最大冰箱市场，2023 年市场规模达 1.2 亿美元，但增速较低，2013-2023 年 CAGR 达 -1.3%，2023 年印尼冰箱保有率仅达 78%，相当于中国城镇 90 年代末期水平，随着印尼人均 GDP 提升，我们认为冰箱普及进度或将提速。越南、菲律宾冰箱市场零售额增速较快，2013-2023 年 CAGR 分别为 4.2%、3.3%，其 2023 年冰箱保有率分别为 103%、63%。

东南亚冰箱市场 CR3 平均 56%，格局较为集中，中国企业通过海尔、AQUA（海尔并购）、美的、东芝（美的并购）、海信等品牌在东南亚冰箱市场站稳脚跟，海尔系于东南亚市场位于市占率三、四名的水平，美的系在泰国、马来西亚市场优势更大，海信主战场为马来西亚，目前国牌主要的竞争品牌为松下、LG、三星、夏普（鸿海并购）。中国企业市占率仍有提升空间。分市场来看：

- 印尼市场 Aqua、美的（包含东芝）市占率分别达 15.8%、4.5%，市场份额前二分别为鸿海并购的夏普（27.7%）以及印尼本土品牌 Polytron（17.5%）。
- 越南市场 Aqua、东芝市占率分别达 18.3%、9.3%。市场份额前二被韩国三星（25.1%）和日本松下（18.7%）占据。
- 泰国市场竞争激烈，为国牌市占率最高的东南亚市场。东芝位于行业第一（16.3%），其次为海尔（15.0%），三、四名分别为三星（14.4%）和日立（11.3%），前几大品牌商份额差距不大。
- 菲律宾市场海尔市占率达 13.2%，位列第四。韩企松下、LG、三星包揽前三。
- 马来西亚市场海尔占比 7.8%、美的（包含东芝）占比 11.5%、海信占比 5.3%。前二品牌夏普与三星市占率加总高达 46.9%。

图表21：东南亚国家冰箱市场规模及竞争格局

	印尼		越南		泰国		菲律宾		马来西亚	
23年冰箱市场规模（百万美元）	1217.7		1148.2		700.0		602.5		250.7	
13-23年市场规模CAGR	-1.3%		4.2%		2.8%		3.3%		-2.2%	
市占率前三品牌	品牌名称	市占率	品牌名称	市占率	品牌名称	市占率	品牌名称	市占率	品牌名称	市占率
	Sharp (Hon Hai Precision Industry Co Ltd)	27.7%	Samsung (Samsung Corp)	25.1%	Toshiba (Midea Group Co Ltd)	16.3%	Panasonic (Panasonic Corp)	23.1%	Sharp (Hon Hai Precision Industry Co Ltd)	25.0%
	Polytron (Hartono Istana Teknologi PT)	17.5%	Panasonic (Panasonic Corp)	18.7%	Haier (Haier Group)	15.0%	LG (LG Corp)	18.8%	Samsung (Samsung Corp)	21.9%
	Aqua (Haier Group)	15.8%	Aqua (Haier Group)	18.3%	Samsung (Samsung Corp)	14.4%	Samsung (Samsung Corp)	13.8%	Panasonic (Panasonic Corp)	9.2%
CR3	61.0%		62.1%		45.7%		55.7%		56.1%	
CR5	80.0%		80.8%		67.5%		76.6%		70.6%	
海尔系（海尔+Aqua）占比	15.8%		18.3%		15.0%		13.2%		7.8%	
美的系（美的+东芝）占比	4.5%		9.3%		16.3%		-		11.5%	
海信占比	-		-		2.6%		0.4%		5.3%	

来源：Euromonitor，国金证券研究所

2.2.2、洗衣机：韩国企业优势明显，东芝&Aqua 影响力提升

2023 年，东南亚主要国家（印尼、菲律宾、越南、泰国、马来西亚）洗衣机市场规模合计 26.7 亿美元，同比增长 5.3%，相当于中国市场的 18%。分国家看，越南市场规模最大，2023 年达 7.4 亿美元，13-23 年 CAGR 达 4.9%，保持稳定增长。

东南亚市场洗衣机 CR3 为 49%，海尔系洗衣机市占率于东南亚位于三、四名水平；美的东芝于越南、马来西亚市场优势突出，位于市占率第二；泰国市场海尔、美的份额不足 10%，具有较大提升空间。分市场来看：

- 越南市场国牌市占率最高，东芝、Aqua 市占率分别达 19.0%、17.3%，排名二、三。第一大品牌为 LG（19.1%），前五大品牌份额差距不大。
- 泰国市场国牌仍具提升空间，海尔、东芝位于行业四、五名水平，市占率分别为



8.5%、8.3%。前两大品牌分别为 LG（24.7%）和三星（19.7%）。

- 印尼市场 AQUA、美的市占率分别达 14.0%、1.8%，市场份额前二分别为鸿海并购的夏普（21.5%）以及 LG（15.0%）。
- 菲律宾市场较为分散，海尔（包含 GE）市占率达 7.3%。美的（包含东芝）市占率达 8.5%。
- 马来西亚市场美的（包含东芝）市占率达 18.4%，位列第二。海尔占比 8.5%、海信占比 0.6%。三星市占率大幅领先，达 25.0%，位列第一。

图表22：东南亚国家洗衣机市场规模及竞争格局

	越南		泰国		印尼		菲律宾		马来西亚	
23年洗衣机市场规模（百万美元）	739.3		661.4		526.1		354.4		237.0	
13-23年市场规模 CAGR	4.9%		4.4%		3.5%		5.4%		-1.5%	
市占率前三品牌	品牌名称	市占率	品牌名称	市占率	品牌名称	市占率	品牌名称	市占率	品牌名称	市占率
	LG (LG Corp)	19.1%	LG (LG Corp)	24.7%	Sharp (Hon Hai Precision Industry Co Ltd)	21.5%	Panasonic (Panasonic Corp)	12.8%	Samsung (Samsung Corp)	25.0%
	Toshiba (Midea Group Co Ltd)	19.0%	Samsung (Samsung Corp)	19.7%	LG (LG Corp)	15.0%	Sharp (Hon Hai Precision Industry Co Ltd)	11.5%	Toshiba (Midea Group Co Ltd)	12.4%
	Aqua (Haier Group)	17.3%	Panasonic (Panasonic Corp)	9.2%	Aqua (Haier Group)	14.0%	LG (LG Corp)	10.9%	Sharp (Hon Hai Precision Industry Co Ltd)	11.7%
CR3	55.4%		53.6%		50.5%		35.2%		49.1%	
CR5	87.1%		70.4%		66.5%		50.2%		68.5%	
海尔系（海尔+Aqua）占比	17.3%		8.7%		14.0%		7.3%		8.5%	
美的系（美的+东芝）占比	19.0%		8.3%		1.8%		8.5%		18.4%	
海信占比	-		0.4%		-		-		0.6%	

来源：Euromonitor，国金证券研究所

2.2.3、空调：行业持续增长，日企品牌力显著

2023 年，东南亚主要国家（越南、印尼、泰国、马来西亚、菲律宾）空调市场规模为 43.2 亿美元，相当于中国市场的 9%。东南亚整体空调普及率低，空调属于电扇消费升级产品，需求刚性不及冰箱，但东南亚空调市场规模持续增长，越南、菲律宾增速较高，2013-2023 年 CAGR 分别为 6.7%、3.7%。

空调市场 CR3 为 48%，日本品牌占明显优势，中国品牌逐渐成长，美的在越南、马来西亚，海尔在泰国、格力在印尼市占率均超 10%。分市场来看：

- 泰国海尔市占率第三达 10.6%，美的（包含东芝）市占率达 4.3%，日本三菱、大金市占率高达 17.9%、14.1%，位列市场前二。
- 越南市场美的优势明显，美的（包含东芝）占比 11.5%。松下、大金市占率分别为 25.7%、18.7%，位列市场一二。
- 印尼市场格力市占率为国牌中最高，占比 10.9%，市占率前三分别为夏普、大金、松下。
- 菲律宾市场国牌占比较低，最高为海尔（包含 GE）市占率达 6.3%。格力市占率达 2.0%。
- 马来西亚市场格局较为集中，美的市占率达 11.1%，位列第三，大金、松下位列前二，市占率分别达 26.5%、19.5%。



图表23：东南亚国家空调市场规模及竞争格局

	泰国		越南		印尼		菲律宾		马来西亚	
23年空调市场规模 (百万美元)	1046.5		931.2		855.6		581.9		538.4	
13-23年市场规模 CAGR	2.6%		6.7%		2.2%		3.7%		2.1%	
市占率前三品牌	品牌名称	市占率	品牌名称	市占率	品牌名称	市占率	品牌名称	市占率	品牌名称	市占率
	Mitsubishi (Mitsubishi Electric Corp)	17.9%	Panasonic (Panasonic Corp)	25.7%	Sharp (Hon Hai Precision Industry Co Ltd)	18.3%	Carrier (United Technologies Corp)	18.6%	Daikin (Daikin Industries Ltd)	26.5%
	Daikin (Daikin Industries Ltd)	14.1%	Daikin (Daikin Industries Ltd)	18.7%	Daikin (Daikin Industries Ltd)	18.0%	Panasonic (Panasonic Corp)	17.0%	Panasonic (Panasonic Corp)	19.5%
	Haier (Haier Group)	10.6%	Toshiba (Midea Group Co Ltd)	8.6%	Panasonic (Panasonic Corp)	13.5%	LG (LG Corp)	9.4%	Midea (Midea Group Co Ltd)	11.1%
CR3	42.6%		53.0%		49.8%		45.0%		57.1%	
CR5	59.2%		69.1%		73.2%		59.6%		70.8%	
海尔系（海尔 +Aqua）占比	10.6%		4.7%		6.4%		6.3%		3.2%	
美的系（美的+东 芝）占比	4.3%		11.5%		4.8%		-		11.1%	
格力占比	4.0%		4.6%		10.9%		2.0%		5.2%	
海信占比	-		-		-		0.2%		2.2%	
长虹占比	-		-		3.0%		-		-	

来源：Euromonitor，国金证券研究所

2.2.4、彩电：格局最为集中，韩企优势突出，中国企业持续追赶

2023 年，东南亚主要国家（越南、印尼、泰国、新加坡、马来西亚、菲律宾）彩电市场规模为 68.0 亿美元，同比增长 2.9%，相当于中国彩电市场的 38%。彩电较于白电优先普及，2023 年越南、泰国、马来西亚、菲律宾普及率超过 90%，印尼普及率较低，但市场持续增长。

彩电市场格局最为集中，CR3 为 67%，韩国企业优势突出，中国企业持续追赶。在东南亚主要国家彩电市场，三星、LG 普遍占据主导地位。中国品牌 TCL、海信在东南亚有一定市场份额，并在上升阶段。2023 年 TCL 在菲律宾、越南彩电市场零售量占比 15.9%、10.8%，相比 2019 年提升 3.3pct、2.8pct；2023 年海信在马来西亚、泰国零售量占比 7.0%、6.0%，相比 2019 年提升 1.5pct、1.5pct。

图表24：东南亚国家彩电规模及竞争格局

	印尼		菲律宾		越南		泰国		马来西亚	
23年彩电市场规模 (百万美元)	2213.7		1631.5		1393.5		807.0		355.0	
13-23年市场规 模CAGR	1.5%		8.9%		9.6%		-2.3%		-1.0%	
市占率前三品牌	品牌名称	市占率	品牌名称	市占率	品牌名称	市占率	品牌名称	市占率	品牌名称	市占率
	LG (LG Corp)	31.3%	Samsung (Samsung Corp)	32.9%	Samsung (Samsung Corp)	39.5%	Samsung (Samsung Corp)	29.5%	Samsung (Samsung Corp)	22.3%
	Samsung (Samsung Corp)	23.1%	LG (LG Corp)	27.3%	LG (LG Corp)	17.9%	LG (LG Corp)	21.6%	Sharp (Hon Hai Precision Industry Co Ltd)	15.7%
	Sharp (Hon Hai Precision Industry Co Ltd)	16.4%	TCL (TCL Corp)	15.9%	TCL (TCL Corp)	10.8%	TCL (TCL Corp)	13.8%	LG (LG Corp)	15.3%
CR3	70.8%		76.1%		68.2%		64.9%		53.3%	
CR5	82.6%		80.1%		68.2%		77.7%		67.3%	
海信占比	0.2%		2.1%		-		6.0%		7.0%	
TCL占比	5.7%		15.9%		10.8%		13.8%		1.4%	

来源：Euromonitor，国金证券研究所

2.2.5、清洁电器：行业增速较快，中国小家电企业初露头角

2023 年，东南亚主要国家（越南、印尼、泰国、新加坡、马来西亚、菲律宾）清洁电器



市场规模为 361.9 亿美元，同比增长 9.3%，相当于中国清洁电器市场的 7.3%。东南亚清洁电器市场普及率不高，行业保持较快增长。

东南亚清洁电器 CR3 为 44%，欧美、日本企业竞争优势较大，中国小家电企业初露头角。在东南亚清洁电器市场，伊莱克斯、飞利浦、日立等企业普遍占据龙头地位。中国品牌小米、科沃斯在东南亚国家布局较全面，德尔玛于印尼市场市占率达 12%，位于第二。

图表25：东南亚国家清洁电器规模及竞争格局

	泰国		马来西亚		越南		印尼		菲律宾	
23年清洁电器市场规模（百万美元）	91.2		86.9		44.6		41.1		5.2	
13-23年市场规模CAGR	8.3%		6.5%		7.3%		16.5%		6.0%	
市占率前三品牌	品牌名称	市占率	品牌名称	市占率	品牌名称	市占率	品牌名称	市占率	品牌名称	市占率
	Electrolux (Electrolux AB)	15.2%	PerySmith (3A United Sdn Bhd)	18.7%	Hitachi (Arçelik AS)	27.6%	Electrolux (Electrolux AB)	13.7%	Imarflex (Imarflex Industrial Co Ltd)	30.1%
	Philips (Versuni Holding BV)	15.1%	Russell Taylors (Black Dots Marketing Sdn Bhd)	7.7%	Panasonic (Panasonic Corp)	12.5%	Deerma (Foshan Shunde Deerma Electric Appliances Co Ltd)	12.0%	Electrolux (Electrolux AB)	20.5%
	Hitachi (Arçelik AS)	14.1%	Riino (Voxtera Marketing (M) Sdn Bhd)	4.5%	Electrolux (Electrolux AB)	11.7%	Philips (Versuni Holding BV)	11.2%	Black+Decker (Stanley Black & Decker Inc)	7.6%
CR3	44.4%		30.9%		51.8%		36.9%		58.2%	
CR5	66.7%		39.7%		58.5%		53.5%		70.0%	
小米占比	8.7%		1.0%		-		3.9%		4.3%	
美的占比	-		3.6%		-		-		-	
德尔玛占比	-		-		-		12.0%		-	
石头科技占比	-		0.9%		0.4%		3.0%		-	
科沃斯+添可占比	0.4%		2.7%		0.9%		7.3%		-	

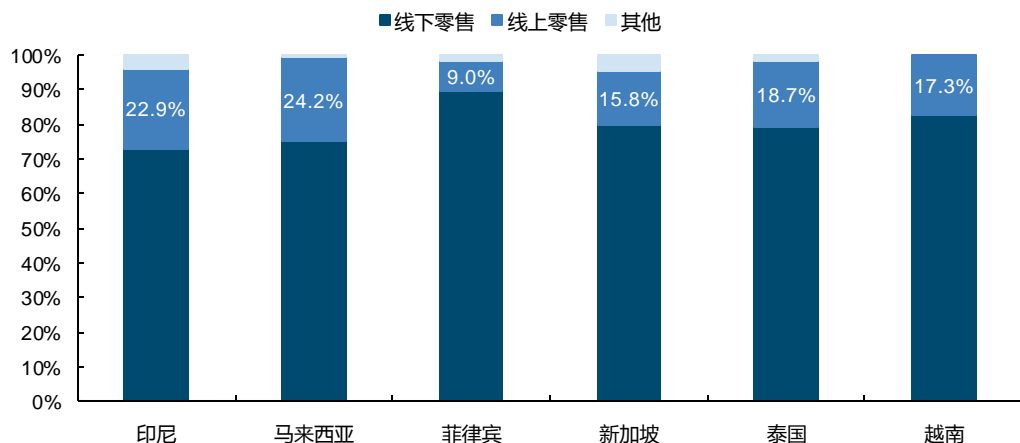
来源：Euromonitor，国金证券研究所

2.3、聚焦渠道红利：家电品牌商在跨境电商兴起下有望迎来渠道红利

2.3.1、线下渠道：为当下东南亚市场主要销售渠道

根据欧睿数据，东南亚主要国家线下渠道占绝对优势，2023 年占比约 80%，其中印度尼西亚、马来西亚线上占比均超过 20%。

图表26：2023 年东南亚主要国家家电品类线下渠道占比较大（按零售量）



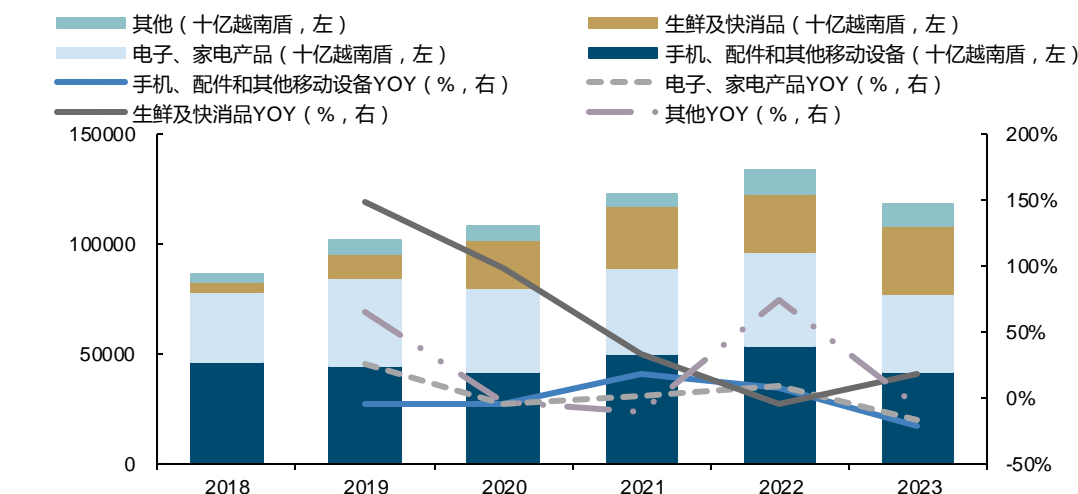
来源：Euromonitor，国金证券研究所

以越南为例，城镇化路径、庞大年轻的人口、快速发展的制造业和高消费低存款的习惯加速了越南零售业的发展。越南连锁渠道最典型的代表是“移动世界”，成立于 2004 年，最初定位为电子商务网站，2014 年在胡志明交易所上市，逐渐发展成为越南最大的家电、手机零售行业龙头，截至 2023 年末旗下手机零售业态 1078 家、家电零售 2190 家、商超



业态 1698 家、医药门店 527 家。家电零售业态绿色电机店铺面积从 100 到 1000 平方米不等，门店经销家电、消费电子、摩托车等多品类，采用多品牌混合陈列的方式，根据家电产品的销售额收取一定的提成，并且和电器生产商在商店内进行联合营销，和家电品牌共同承担营销成本。移动世界旗下店面均已渗透到越南乡镇、村级。

图表27：移动世界收入拆分



来源：移动世界财报，国金证券研究所

图表28：越南移动世界旗下品牌情况

业务logo	23年收入占比	业务介绍	门店展示
	23.9%	消费电子零售业态。 成立于2004年，门店经销多品牌手机、平板电脑、笔记本电脑及配件，手机零售业务在越南市场占有率第一，业务遍及越南63个省市。 23年末门店数量（包括Topzone）：1078家 单店面积：100-200平方米	
移动世界			
	46.7%	家电零售业态。 前身为Dienmay.com连锁店，成立于2010年底，2015年孵化门店经销电视、冰箱、洗衣机、消费电子、摩托车，家电零售在越南市场份额第一，业务遍及越南63个省市。 23年末门店数量：2190家 单店面积：1代大店：500-1000平方米；mini店：300-400平方米；supermini店：120-150平方米	
绿色电机			
	26.7%	商超业态。 2015年底孵化第一家门店，专门零售生鲜食品和生活必须品的连锁店，自2021年以来，BXH已成为收入最多的前三名的现代杂货零售商，并且是唯一出现在越南前十电子商务网站中的在线食品和消费品零售渠道。 23年末门店数量：1698家	
绿白花			
		医药日化零售业态。 是一家专门提供药品、功能性食品、医疗器械、化妆品以及众多保健品和日用消费品的药房连锁企业。 2017年，MWG对Phuc An Khang连锁药房进行少数股权投资，在胡志明市拥有14个销售点，并更名为An Khang药房并采用新的品牌标识。2021年，MWG提高持股比例，占据控股多数，安康正式并入集团整体经营业绩。 23年末门店数量：527家	
安康医药			
	2.7%	母婴产品零售业态。 2022年初开启运营，主要分布于胡志明市，销售产品包含牛奶、尿布、食品、安全化妆品、日用品、玩具或时尚用品等。 23年末门店数量：64家	
AVAKids			
		苹果专卖店。 首家连锁店于2021年10月22日开业，专门提供Apple产品，例如：iPhone、iPad、Apple Watch、MacBook和Apple配件。TopZone的购物空间按照严格的标准设计，具有档次和现代感。截至目前，TopZone已迅速发展成为越南苹果生态系统中第一大专营零售产品的连锁店。	
Topzone			
		安装及售后服务业态。 主要服务包括送货及安装服务、电子安装、维修服务、电子授权保修服务。2021年之前主要服务于MWG集团旗下公司的内部需求，但自2021年起，Tam Tam开始服务外部客户。	
Tam Tam			

来源：移动世界官网，Google，国金证券研究所

2.4.2、线上渠道：东南亚为全球电商规模增速最快地区，我国家电品牌商乘跨境电商



之风有望迎来渠道红利

东南亚是世界上最大的移动设备和社交媒体用户的所在地之一。东南亚主要五个国家的移动设备渗透率都超过 100%，意味着许多人拥有不止一个常用移动设备。从互联网和电商渗透率来看，马来西亚和泰国的互联网渗透率明显高于其他 3 个国家，五国的电子商务渗透率相差不大，都在 60%+ 水平。

图表29：2022 年东南亚地区五国电商渗透率水平约 60%

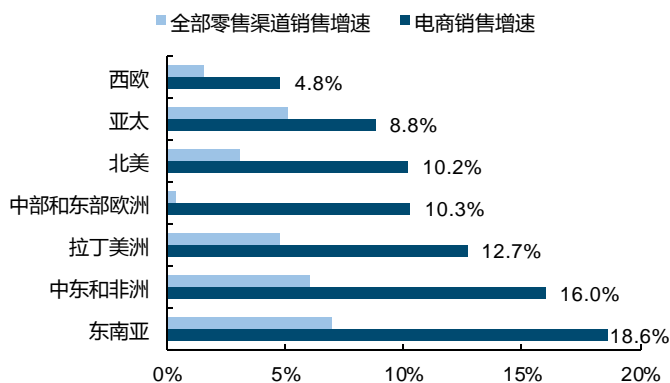


来源：Datareportal 2023, Kepios, GWI [Q3 2022], 国金证券研究所

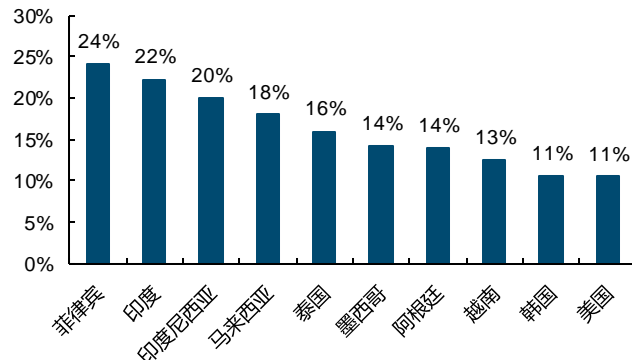
东南亚连续三年为全球电商增速最快地区。据 eMarker 数据，2023 全球电商规模增速最快的仍是东南亚地区，销售增速高达 18.6%，该区已经连续 3 年位居榜首。其中，东南亚的菲律宾、印尼、马来西亚、泰国以及越南，均在各国电商市场规模增速榜单前十之列，增速超 12%。

图表30：2023 年各区预计电商增长率，东南亚领先

图表31：2023 年预计电商增长最快的十个国家，东南亚有 5 国上榜



来源：eMarker, 国金证券研究所

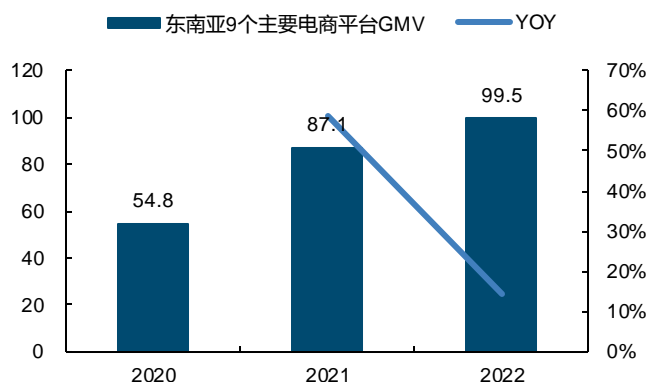


来源：eMarker, 国金证券研究所

印尼为东南亚最大电商市场，Shopee 在东南亚电商平台占据半壁江山。据 Momentum Works 数据，2022 年东南亚电商市场 GMV 达 995 亿美元，同比增加 14.2%，其中印度尼西亚为最大电商市场，GMV 高达 519 亿美元，占东南亚总额 52%。除了泰国之外，各国 GMV 排名基本和人口排名一致。新加坡和马来西亚在人均 GMV 上领先也与他们领先其他国家的人均 GDP 相符。按平台来看，Shopee 的 GMV 在东南亚所有国家均排名第一，在东南亚总 GMV 高达 479 亿美元，占比达 48.1%；Lazada 马来西亚、泰国、越南、菲律宾 GMV 排名第二；在印度尼西亚，Shopee 和 Tokopedia 的 GMV 占比非常接近，分别是 36% 和 35%，Lazada 以 10% 的 GMV 占比排在第三。

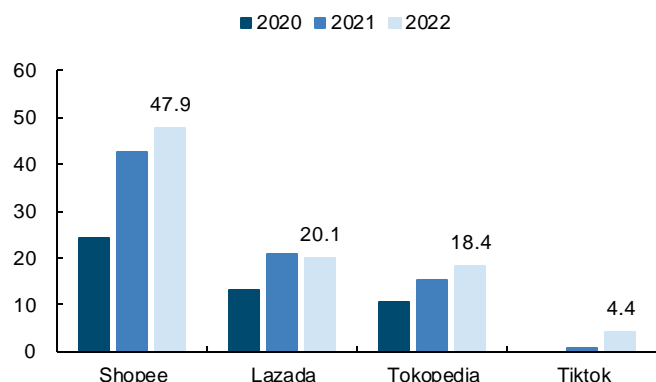


图表32：东南亚主流电商平台 GMV 逐年增长



来源：Momentum Works, 国金证券研究所

图表33：东南亚四大电商平台 GMV 逐年增长 (亿美元)



来源：Momentum Works, 国金证券研究所

图表34：东南亚分国家电商规模及平台占比，印尼为最大电商市场，Shopee 于各国市占率保持第一

市场	22 年人均 GDP (美金)	22 年市场 GMV (亿美元)	22 年 GMV 排名 TOP3 电商平台	畅销品类
印度尼西亚	4073	519	1、Shopee (GMV 占比 36%) 2、Tokopedia (GMV 占比 35%) 3、Lazada (GMV 占比 10%)	• 电子产品 • 时尚 • 玩具、爱好、DIY
泰国	6278	144	1、Shopee (GMV 占比 56%) 2、Lazada (GMV 占比 40%) 3、TikTok (GMV 占比 4%)	• 电子产品 • 个人和家庭护理 • 饮料
菲律宾	3528	115	1、Shopee (GMV 占比 60%) 2、Lazada (GMV 占比 36%) 3、TikTok (GMV 占比 4%)	• 电子产品 • 个人和家庭护理 • 家具
越南	3656	90	1、Shopee (GMV 占比 63%) 2、Lazada (GMV 占比 23%) 3、Tiki.vn (GMV 占比 6%)	• 电子产品 • 时尚 • 玩具、爱好、DIY
马来西亚	11372	87	1、Shopee (GMV 占比 78%) 2、Lazada (GMV 占比 19%) 3、TikTok (GMV 占比 3%)	• 电子产品 • 时尚 • 玩具、爱好、DIY

来源：Momentum Works, 国金证券研究所

东南亚“一极多元”电商市场竞争格局初成，新入局玩家层出。虽然近年来 Shopee 和 Lazada 整体保持稳健增长，但增速明显趋缓。2021 年三季度，Shopee 的订单数量同比增长 123.2%，且连续 9 个季度实现同比三位数的增长，到 2022 年三季度，订单量增速已放缓至 19.2%。2022 年二季度，Lazada 在东南亚的订单量同比增长仅 10%，第三季度订单量同比下跌。

- 新入局玩家层出，增速亮眼。2022 年开始，TikTok Shop 陆续进入马来西亚、泰国、越南、菲律宾和新加坡等 5 个东南亚国家市场，据 The Information 报道，自 2022 年上半年开放东南亚跨境入驻以来，TikTok Shop 全年 GMV 月均复合增速近 90%，2022 年达到 44 亿美元的交易额。2023 年初 TikTok Shop 正式宣布在东南亚上线商城，2023 年 GMV 超过 130 亿美元，其中印尼突破 40 亿美元，泰国市场约 35 亿美元。据路透社报道，在人口总数 6.3 亿的东南亚地区，TikTok 下载量高达 3.6 亿，活跃用户达 2.65 亿，积累了庞大用户基础。
- 此外中国在线品牌折扣零售商唯品会也于 2023 年 1 月正式宣布征战东南亚市场，同步上线官网“vipshop.sg”和 APP。
- 2023 年 8 月拼多多旗下跨境电商平台 Temu 正式上线菲律宾站点（东南亚首站），Temu 自 22 年 9 月上线以来以极高性价比席卷欧美市场，据晚点 LatePost 报道 Temu 2023 年 GMV 有望实现 140 亿美元，2024 年目标 300 亿美元，东南亚市场有望为新增长极。

即使东南亚电商市场，已形成了“一极多元”的竞争格局，但在高度增长的市场，头部



玩家仍未显示出绝对优势，依然有可能孕育新的头部玩家。

【Shopee】全能型选手，聚焦性价比、多样化商品，给予客户良好购物体验

Shopee 是一家来自新加坡的电商平台，创立于 2009 年，隶属于母公司 Sea，截至 2024 年 2 月 10 日腾讯是 Sea 的最大股东，持股比例为 18.69%。Shopee 于 2015 年在东南亚和中国台湾上线，2016 年进入越南市场。Shopee 的主要业务模式是 C2C，即个人卖家和买家之间的交易，同时也提供 B2C 的服务，即品牌商家和买家之间的交易。Shopee 的目标用户是年轻的、喜欢网购的、对价格敏感的消费群体，因此，Shopee 的产品定位是低价、高性价比、多样化的商品，涵盖了美容、家居生活、女装、手机和平板电脑、家用电器等多个类目。

Shopee 的优势在于给予客户良好购物体验。例如简洁易用的界面设计、方便齐全搜索方式、安全可靠的支付方式、快速高效的物流服务、丰富有趣的营销活动等（双十一、双十二、黑色星期五、圣诞节、新年等），还会邀请当地的明星和网红，作为其品牌代言人或直播嘉宾，提高其品牌知名度和影响力。

【Lazada】东南亚版“京东”，提供高品质产品，拥有自有物流仓储网络

Lazada 是一家来自新加坡的电商平台，于 2012 年进入越南市场，是越南最早的电商平台之一，2016 年被阿里巴巴收购。Lazada 的业务模式是 B2C，同时也提供 C2C 的服务。Lazada 的目标用户是对品质和服务有较高要求的消费者，因此，Lazada 的产品定位是中高端、正品保证、品牌丰富的商品，涵盖了服装、鞋包、美妆、母婴、家电、数码等多个类目。

Lazada 的优势在于后台支持强。Lazada 于 2016 年被阿里巴巴收购，可以借助阿里巴巴的资金、技术、经验和资源，来提升其平台的运营能力和竞争力。此外还可以通过阿里巴巴的生态系统，如天猫、淘宝、支付宝、菜鸟网络等，来引入更多的品牌商家、商品、支付方式和物流服务，丰富平台的内容和功能。Lazada 拥有自己的物流和仓储网络，称为 Lazada eLogistics (LEL)，覆盖了越南的主要城市和地区，为用户提供了快速、可靠、便捷的配送服务。LEL 还为卖家提供了一站式的物流解决方案，包括商品的存储、包装、发货、退货等，降低了卖家的运营成本和风险，提高了卖家的效率和满意度。此外 Lazada 非常重视品牌的建设和用户的忠诚度，会定期举办各种品牌活动和会员活动，为用户提供了更多的优惠和福利，增加了用户的粘性和回购率。Lazada 还会与当地的政府、媒体、社会组织等合作，开展各种公益和社会责任活动，提升其品牌的形象和声誉和影响力。

【TikTok Shop】内容运营+社交属性，实现流量到销售的转化

TikTok Shop 是一家来自中国的电商平台，于 2020 年在越南上线，是一款集视频社交和电商于一体的 APP，由抖音（TikTok 的中国版）开发。TikTok Shop 的业务模式是 B2C，同时也提供 C2C 的服务。TikTok Shop 的目标用户是年轻的、喜欢视频社交的、对潮流和时尚感兴趣的消费者，因此，TikTok Shop 的产品定位是时尚、潮流、个性化的商品，涵盖了服装、鞋包、美妆、配饰、数码、玩具等多个类目。

2023 年 10 月 4 日，印尼政府正式封禁 TikTok Shop，最直接的原因是根据修订后的印尼贸易部第 50/2020 号条例，表示电商与社交媒体业务必须分开。2023 年 12 月 11 日，TikTok 宣布将以 8.4 亿美元的价格从 GoTo 购买了 Tokopedia（印尼第二大电商平台）75.01% 的股权，1 月 31 日，TikTok 和 GoTo 的合作交易正式完成，TikTok Shop 也借此重返印尼市场。

TikTok Shop 的最大优势是其独特的视频社交和直播带货功能，包括以下几个方面：利用视频社交吸引和留住用户、利用直播带货促进和增加销售，提高了用户的信任感和购买意愿。利用明星和网红提升品牌知名度和影响力，TikTok Shop 利用了 TikTok 的明星和网红资源，让用户可以在同一个 APP 中关注和追随自己喜欢的明星和网红，观看他们的视频和直播，同时也可以购买他们代言或推荐的商品，实现了明星和电商的无缝对接，提高了用户的忠诚度和回购率。

【Temu】全托管模式扶持白牌打造极致低价，半托管模式有望提升整体履约效率

Temu 是一家来自中国的电商平台，为拼多多旗下跨境电商平台，于 2022 年 9 月上线，首站选择消费力突出的美国市场，凭借极致性价比策略和高投入全覆盖的营销策略在海外快速攻城略地。Temu 采用全托管+竞价机制，目标人群是追求极致低价的用户，从 Temu 平台销售流程来看，整体流程中卖家仅需负责供货（发布商品、配送至国内仓），其余推广、需求分析、物流发货、售后客服等均由平台负责安排。全托管模式下平台买手掌握较大主动权（对内沟通卖家、选择产品、确定价格，对外分析需求等），而卖



家虽然仍拥有商品货权，但在定价、退货等环节都较为被动，无自主掌控权。另根据晚点 LatePost 报道显示 Temu 引入竞价机制，平台每周举行一次竞价，同款价低胜出可获得更多流量支持，而竞价失败的商品会被平台限制备货与上新。

Temu 的全托管模式优势在于降低产品出海的门槛，加速卖家入驻，更利于白牌成长而非品牌商品牌打造。Temu 的竞价机制下目前供货卖家主要以白牌为主，随着卖家涌入未来可能出清对于利用信息差赚差价或者拿货型卖家，而拥有创新设计差异化产品或者规模效应成本优势突出的卖家或更具优势。目前 Temu 品牌入驻数仍相对较少，2023 年 3 月 Temu 加强对品牌 KA 商家的招募，可以给予品牌商家首页品牌店铺推广、品牌搜索流量加权、外投广告优先等特权，且对于国内知名度较强的品牌如美的、九阳、小熊、李宁、安踏等只需拥有相关品牌授权即可入驻，目前 Temu 已与小米、特步、李宁等展开合作，我们认为当客流增长至一定规模后，会顺势吸引更多强势品牌厂商进驻，从而带来平台整体价格带提升，也会为品牌带来更高的利润空间。

随着业务发展、卖家实力的增强，2024 年初 Temu 推出半托管模式，利于拥有海外仓、已在海外备货等拥有本土发货能力的卖家。半托管模式计划于 2024 年 3 月 15 日在美国站点上线，3 月底将扩展至欧洲站点，后续东南亚、日韩、俄罗斯也在拓展范围内。半托管模式下，卖家需要管理海外仓产品、申报供货价格（依然由 Temu 买手核价）、出单后发货履约，两种模式中，定价、营销、售后、客服等皆由平台负责，差别在于仓储与物流履约，选择半托管的模式商家不需要使用多多跨境指定的仓库物流服务商。Temu 半托管模式将缩短发货时效、拓展大件玩家、提升海外仓周转率，提升整体履约效率。

图表35: Temu 全托管与半托管模式差别，半托管利于拥有海外仓的卖家

	全托管	半托管
供货价申报	商家	
产品核价、定价	平台	
营销	平台	
仓储	平台及平台指定的服务商	商家
物流履约	平台及平台指定的服务商	商家
售后	平台	

来源：Temu 官网，国金证券研究所

3、中国家电企业如何发力东南亚市场？

3.1、现状：日韩企业为主要竞争对手，中国企业持续发力份额提升

东南亚消费者更爱好海外品牌，本土消费类电器和电子消费品企业难有起色，日韩为中国主要竞争对手。东南亚国家目前经济水平仍处于发展中，国内自主研发水平低，制造业起步晚，并且对比中国没有全产业链优势，再加上日韩大家电企业在东南亚已形成先发优势，因此本土企业较难有起色。从消费心理来说，东南亚消费者更倾向于购买国外品牌的大家电和影像设备，认为国外品牌质量更好，马来西亚、新加坡、泰国消费者对中国品牌接受度比较高，菲律宾人对外国品牌的接受度都比较好，越南人、印尼人偏爱西方品牌。因此中国在东南亚市场主要竞争对手为日韩品牌。

图表36: 东南亚消费者更倾向于购买国外品牌

<p> 泰国 Thailand</p> <ul style="list-style-type: none"> 中国产品接受度适中 注重商品质量，品牌忠诚度高 喜欢3C及小家电产品 对电子商务信任度高，对社交购物有浓厚兴趣 	<p> 越南 Vietnam</p> <ul style="list-style-type: none"> 喜爱西方品牌 价格敏感度较高，对新产品尝试兴趣低 喜欢服饰、小家电、手表、美妆个护、厨具等产品 对电子商务缺少信任 	<p> 马来西亚 Malaysia</p> <ul style="list-style-type: none"> 中国产品接受度高 购买力强，喜好促销活动，通过社媒平台与品牌互动 喜欢3C、美妆、服饰、家居等产品
<p> 新加坡 Singapore</p> <ul style="list-style-type: none"> 中国产品接受度高 价格敏感度低，买正品，注重产品及服务，喜欢评论和评分 喜欢女装、3C及家居产品，喜欢社交分享 	<p> 菲律宾 Philippines</p> <ul style="list-style-type: none"> 对外国品牌接受度较高 对价格敏感但购物能力强，喜欢社交媒体 喜欢中国智能手机、美妆个护及家居，或是本地找不到的商品 	<p> 印尼 Indonesia</p> <ul style="list-style-type: none"> 倾向国际品牌的3C产品 对价格敏感，喜欢从社交媒体和电视广告中获取促销信息，千禧穆斯林为主要用户 喜欢美妆个护、母婴及配饰等产品



来源: Datareportal 2022, Statista 2021, 国金证券研究所

3.2、过去：中国家电龙头通过产能投放+自主&并购品牌+渠道拓展等方式发力东南亚市场

中国大家电龙头企业将生产基地布局到以泰国、越南为核心的地区，同时通过自主品牌推广、并购日本品牌等方式，扩大品牌影响力。考虑到东南亚以线下消费渠道为主，同时电商兴起大幅影响居民消费决策，因此深耕线下渠道，把握线上渠道快速增长红利也是中国家电企业渠道发力方式。

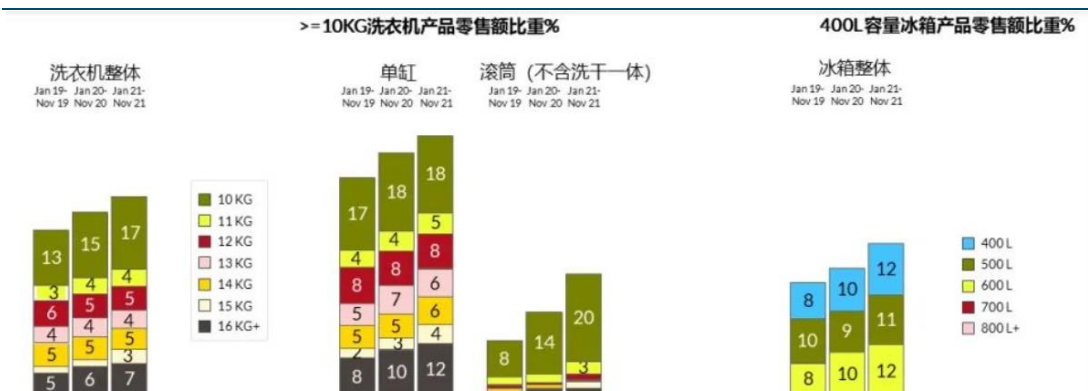
3.2.1、海尔智家：并购三洋发力“Aqua+海尔”双品牌，本土化战略下高端创牌成效明显

并购三洋白电业务，产品产能渠道资源全面整合。2007 年-2012 年海尔分阶段并购了日本企业三洋的家电业务，获得 Aqua 永久使用权。三洋家电以冰洗起家，深耕南亚及东南亚白电市场超 30 年，产品端，海尔获得三洋冰箱的风冷技术、制冰技术、变频节能技术等产品技术，同时基于品牌沉淀推行高端化；产能端，海尔获得包括越南、泰国、印尼、菲律宾、马来西亚、日本 6 个市场的家电业务，泰国、越南、印尼、日本的 4 个制造基地，以及日本的冰箱和洗衣机 2 个研发中心，极大提升本土化制造能力，大幅降低生产成本；渠道端，借助 Aqua 原有渠道，进驻泰国、越南百货店，最大程度触及消费者；管理端，获得日本企业先进的管理经验和产品研发团队。海尔智家在东南亚实行双品牌驱动战略，在越南、印尼等有排华传统的国家使用 Aqua 品牌（高端）；在马来西亚、泰国使用海尔品牌。2022 年，东南亚家电市场整体承压，海尔智家却实现了 12% 的逆势增长，其中在越南、马来西亚、印度尼西亚、菲律宾均实现两位数增长，倍速于行业。

面对竞争，海尔拒绝价格战，以高端产品打开市场实现自主创牌。东南亚大家电同样有着产品升级的趋势，例如容量 400L 以上冰箱零售额占比由 2019 年的 26% 提升至 2021 年的 35%。2017 年，海尔冰箱在越南首先推出了高端产品 T 门 456 型冰箱，随后下半年又推出了海尔 528 型对开门高端冰箱，并一举杀入了当地冰箱销量 TOP3 排行榜，而且以 6000 元人民币的售价，成为销量榜前三名中价格最高的产品，同时，2019 年海尔 AQUA 于同奈省投资的洗衣机工厂正式投产使用，主要用于生产中高端滚筒洗衣机。

高端创牌的成功得益于本土化的全球战略，海尔基于当地消费者的需求开发更具实用价值的产品。由于东南亚地区气候炎热，并且潮湿的环境使空调内部极易滋生霉菌，当地每个家庭一年空调的清洗费用超过 1000 元，针对这一痛点，海尔推出了具有自清洁和杀菌功能的空调。泰国人无冰不欢，海尔便研发了可以制作爽口沙冰的 T 门冰箱，实现分区控温，让蔬菜瓜果在泰国闷热潮湿的环境中依然长久保鲜。印尼地处热带，气温比较高，却经常出现断电的情况，AQUA 冰箱则推出了断电 48 小时的情况下食物不化冻的功能，满足当地群众的需求。针对南亚及东南亚地区湿热天气洗衣机易滋生内筒异味和细菌脏污问题推出免清洗洗衣机，通过差异化产品优势迅速打开市场。

图表37：东南亚七国市场的白电呈现出明显的高端化趋势，2021 年容量 400L 以上冰箱零售额占比提升至 35%



来源: GFK, 国金证券研究所

3.2.2、海信视像/海信家电：体育营销+线上布局+性价比定位，重视东盟区黑白电协同

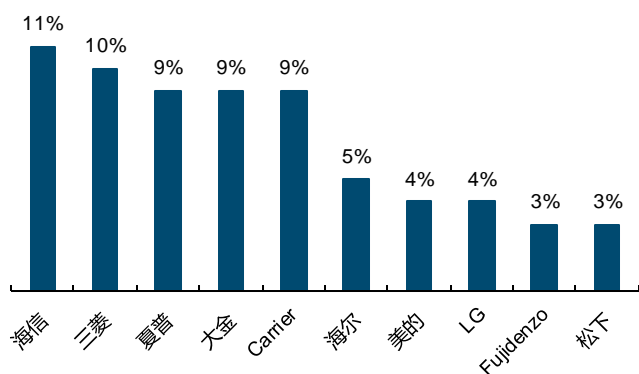
独特的体育营销下海信品牌成功亮眼世界。自 2008 年开始，海信就积极参与体育赛事冠名赞助，包括澳网公开赛、F1 赛事和美国第二大汽车赛事等，到了 2016 年，海信还赞助了欧洲杯，并成为欧洲杯历史上首个中国品牌赞助商，极大推动了英法德意等欧洲国家对海信品牌认知度提升。随后，海信继续赞助了 2018 年世界杯、2020 年欧洲杯以及



2022 年卡塔尔世界杯，多年来，对于全球顶级赛事的支持，为海信开辟了一条独特的体育营销之路，海信的品牌国际化进程得以加快。

乘电商发展红利，海信于线上渠道布局领先。2019 年到 2021 年东南亚迎来了线上的快速发展期，Shopee 平台在东南亚市场呈现出的高速发展，占据东南亚电商几乎半壁江山，海信也借着这个契机在东南亚进行了大力布局，与 Shopee 双方建立起“以用户为中心”的共识基础上，海信通过创新的联合营销方式，首先着重扩大规模 and 市场份额。在价格平衡方面，海信推出了功能差异化的线上专款产品，以满足不同渠道消费者的需求，减少对线下销售体系的冲击。从线上销售情况来看，海信在泰国、马来西亚这些核心东南亚市场的线上销售排名基本上常年位居电视品类 TOP1，除了当地的市场体量大、线上发展条件更加成熟外，在当地的产品组合、投入策略，以及和 Shopee 平台双方之间的强交互也是决定海信成功的因素之一。

图表38：2023 年东南亚空调品牌线上市场份额排行，海信位于第一名



来源：TMO Group，国金证券研究所

图表39：2023 年东南亚具体国家电商空调线上份额情况

印尼		马来西亚		菲律宾	
排名	品牌	排名	品牌	排名	品牌
1	夏普	1	海信	1	Fujidenzo
2	大金	2	大金	2	Astron
3	LG	3	XTREME	3	TCL
4	AQUA	4	海尔	4	Matrix
5	Gree	5	松下	5	美的

新加坡		泰国		越南	
排名	品牌	排名	品牌	排名	品牌
1	三菱	1	Carrier	1	Dreame
2	美的	2	三菱	2	松下
3	EuropAce	3	海信	3	Hyundai
4	CHiQ	4	海尔	4	Casper
5	TCL	5	大金	5	三星

来源：TMO Group，国金证券研究所

东盟区的成立显示海信发展东南亚决心，未来黑白电有望协同发展。2022 年 11 月海信成立东盟区，是继日本区后的第二个直营市场，当月，海信重启旗下东芝电视在越南市场的业务。海信在东盟区域的业务延续了增长态势，成立三个月收入同比增长达 47%，反映东盟区的资源整合已初见成效。2023 年 12 月 21 日，海信集团旗下的海信家电和海信视像共同宣布，为了推进全球化发展战略，共同拓展东盟区业务发展和品牌建设，两家公司已于 12 月 21 日签署了《合资协议书》，决定共同出资设立青岛海信环亚控股有限公司，新成立的合资公司注册资本约为 3.18 亿元，两家公司各出资 1.59 亿元，均持股 50%，这一合作旨在借助海信的全品类优势，在东盟区实现黑白电协同发展，促进产品套系化、高端化升级。黑电方面，目前 LG 和三星在东南亚的投入放缓，海信加大品牌和产能投入，未来将通过“东芝+海信”双轮驱动，以体育营销带动海信品牌，提升品牌调性和份额，以东芝对标日韩品牌，突破当地市场。

3.2.3、美的集团：研产销一体化，并购东芝续写东南亚品牌领先地位

发展东南亚“研产销”一体化布局。美的集团于 2007 年在越南设立了其海外第一个生产基地，主要生产小家电等，而近年，泰国成为美的集团在东南亚加码投资的主要国家。美的目前在泰国已经形成四个基地，分别是位于大城的美芝压缩机和威灵电机工厂，在巴吞他尼的冰箱、洗衣机工厂，在暖武里的冰箱、微波炉、生活电器工厂以及在春武里的空调工厂，形成从上游核心部件到下游家电产品的垂直一体化产业链。美的泰国空调工厂是美的在海外规模最大的数智化绿色工厂，总装自动化生产线上应用了库卡机器人和自动化设备，以工业 4.0 为标杆，占地 20.8 万平方米，位于泰国“东部经济走廊”（EEC），预计 2025 年空调工厂全面建成后将成为泰国乃至东南亚地区最大的空调生产基地之一。基于泰国工厂，美的空调还建立了东盟研发中心，将工厂升级为“研产销”一体化布局，利于提升开发、交付满足当地独特需求产品的能力，提升供应链响应速度和经营决策速度；其次是从东盟辐射、补充其他市场的需求。未来美的还会在更多东盟国家加快“研产销”一体化布局。目前，美的空调泰国工厂的本地员工占比约 85%，东盟研发中心 90% 的成员来自于泰国、菲律宾、印尼等东盟国家，针对东盟电费上涨和电力紧张的问题，研发高能效产品。

并购东芝，续写东南亚品牌领先地位。美的并购东芝白电前，东芝白电业务主要集中在东南亚、日本市场，份额居前，2014 年，东芝是泰国市场份额最大的冰箱品牌，市场占比达到 24%；在越南，东芝洗衣机的市场份额达到 18%，排名第二，而美的在包括泰国、印度尼西亚在内的六个东南亚国家中，其空调、洗衣机和冰箱未进入市场五行列。并



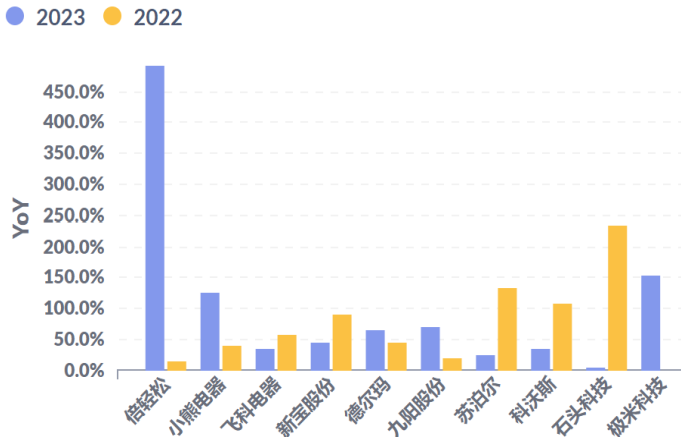
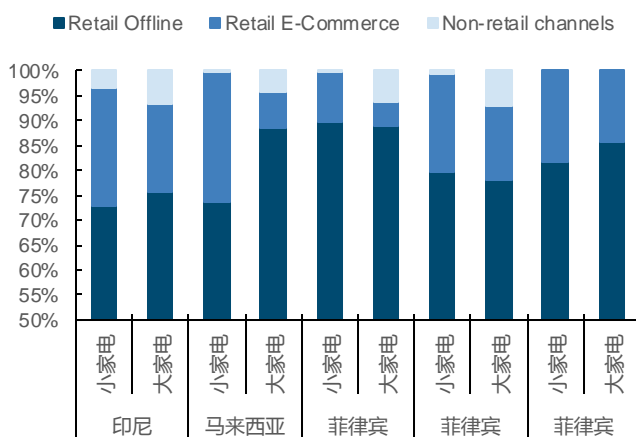
购东芝使得美的在东南亚及日本市场引来份额突破，此外在电控等技术领域也获得进步。2016 年 3 月美的正式收购东芝白电业务，收购后短期采用矩阵式管理，海外销售由原来东芝团队去做。但运行了两年后效果不及预期，2017-2018 年，美的将组织架构和运作模式做了调整，东芝只负责日本本土的经营，其他海外的经营转由美的国际团队来负责，东芝仍然要负责这些地区的产品认证和安全标准把控，保证东芝品牌与美的的区分度。越南市场 2018 年才推出了东芝的滚筒产品，但经过两年时间的渠道拓展，2020 年东芝品牌已成为了越南市场份额第一名的滚筒洗衣机品牌。

3.3、未来：跨境电商入局者增多，渠道红利显现，有望打开中小品牌增长空间

线上渠道红利或将打开中小品牌成长空间。小家电相比于大家电来说安装属性更弱、体积更小、单价更低，更适合线上销售，东南亚小家电销售占比高于大家电，电商渠道的发展带动诸多小家电公司快速发展。东南亚电商渠道变革与国内十分相似，2020 年在国内抖音直播购物兴起之时，涌现出了诸多具有互联网优秀运营能力的小家电企业，例如飞科电器、德尔玛、倍轻松，均在抖音渠道获得高速增长。反观东南亚市场跨境电商渠道，背后均有着中国电商巨头的身影，玩法与国内相似，我们认为不断涌起的新兴渠道有望给出海品牌商带来渠道红利，而国内品牌商已提前在国内积累相应渠道运营经验，利于复制于东南亚市场，打开出海成长空间。

图表40：东南亚小家电线上销售占比高于大家电

图表41：小家电公司 2022、2023 年国内抖音 GMV 增速亮眼



来源：Euromonitor，国金证券研究所

来源：国金数字 lab，国金证券研究所

4、投资建议

家电出海乃大势所趋，大家电板块与人口红利/地产政策挂钩紧密，东南亚地区人口、经济发展正处于上升期，营商政策相对宽松，给予家电市场良好发展空间。小家电板块则更加考验企业线上运营的能力，受益线上渠道红利，叠加产品创新力带动品类渗透率提升。我国优质家电企业基于产品、成本、效率多重优势，积极进行渠道布局、自有品牌打造，出海抢占全球份额前景可期。

建议积极配置：1) 白电企业通过产品创新、品牌并购、本地化运营多种方式出海，有望在出海带动下打开成长空间，提升公司估值。**美的集团**：全球化策略布局下，提升自有品牌占比，发力第二增长曲线 TOB 业务、分红率保持稳定较高水平 (50%+)。**海信家电**：国内产品结构升级+渠道革新，国外低库存+自主品牌占比提升+市占率提升，预计海外增速更快，三电业务有望于 25 年迎业务结构优化、收入提速。**海信视像**：中国具有上游面板产业链优势，国牌技术已经与韩系拉平甚至赶超，随国牌持续在海外投入营销资源，提升品牌影响，中国企业有望复刻当年韩系取代日系的过程，此外近年行业大屏化趋势显著，利于提升产品均价以及公司盈利水平。公司出海份额提升+大屏化升级逻辑清晰，长期利润率对标三星、LG 有望达 6%+。**海容冷链**：国内商用冷柜龙头，冷柜出海+冷藏柜打开成长空间，23Q3 于东南亚地区设立子公司，将部分经销出口东南亚业务转为直销，提升地区把控力与运营效率。

2) 可选小家电出海优势企业，有望凭借强产品创新力，加之渠道持续扩张，攫取市场份额，提升品牌实力。**石头科技**：产品创新力领先海外龙头+国牌出海先发优势。**苏泊尔**：背靠母公司 SEB (全球小家电龙头)，产品创新力+品牌实力推进业绩稳健增长，分红率保持较高水平。建议关注出海作为第 N 曲线、打造自有品牌影响力，对于新渠道及时反



映的飞科电器、小熊电器，预计两者都将以东南亚地区作为出海先行地。

5、风险提示

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

汇率波动风险。如果出口企业以美元计价，人民币相对美元升值，可能会对出口企业毛利率及汇兑损益产生负面影响。

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

海外相关政策风险。若海外出台部分政策对国牌推广、跨境电商平台进行针对性限制，那么企业将面临较大经营波动。

关税、运费变动风险。当前全球宏观经济环境复杂，如果海外国家关税政策出现变化，运费大幅波动，会对我国出口企业产品价格优势、盈利能力产生较大负面影响。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

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

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

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

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

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

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

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

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

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
 电话：021-80234211
 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
 邮编：201204
 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
 紫竹国际大厦 5 楼

北京
 电话：010-85950438
 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
 邮编：100005
 地址：北京市东城区建内大街 26 号
 新闻大厦 8 层南侧

深圳
 电话：0755-86695353
 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
 邮编：518000
 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
 18 楼 1806



【小程序】
 国金证券研究服务



【公众号】
 国金证券研究