

家用电器行业专题

岁寒迎春来，抓住白电底部布局机遇期

行业研究 · 行业专题

家用电器

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：陈伟奇

0755-81982606

chenweiqi@guosen.com.cn

S0980520110004

证券分析师：王兆康

0755-81983063

wangzk@guosen.com.cn

S0980520120004

证券分析师：邹会阳

0755-81981518

zouhuiyang@guosen.com.cn

S0980523020001

证券分析师：李晶

lijing29@guosen.com.cn

S0980525080003

□ 白电当前处于什么位置？

- 通过复盘家电下乡期间家电的股价表现，我们发现，**家电相对收益有望在销量同比增速最差的时间点触底，并随着降幅的收窄而有所反弹。随着销量增速逐步回正并实现一定幅度的正增长，家电有望取得明显正相对收益。**在这期间，**收入业绩增长稳健、市占率提升的家电龙头公司股价涨幅明显更好。**
- 2025年以来（截至11月11日），**家电跑输大盘10.5%，白电板块跑输大盘20.6%。**白电板块今年由于关税扰动、及市场对内外销高基数的担忧，估值已处于2020年以来19.2%的较低估值分位数水平，重仓持股比例持续下降。

□ 白电内销：需求韧性足，龙头份额稳中有升

- 2025年1-9月空调/冰箱/洗衣机内销量同比增长8%/2%/5%，其中9月开始出现下降，国补高基数压力初显。后续看，国补高基数压力主要集中在2025Q4及2026Q2，后续增速有望逐步修复。中长期看，我国空调需求仍具备增长潜力，尚有30%以上的家庭住房未安装空调；冰洗规模则相对稳定，行业需求韧性充足。格局方面，空冰洗行业集中度均有所提升，1-9月空调行业CR3同比提升0.2pct，冰洗龙头海尔、美的份额持续提升。

□ 白电外销：国补持续贡献增量，品牌出海大有可为

- 2024年受益于全球高温天气及海外新兴市场开拓，我国白电外销增长强劲。但2025Q2开始白电出口明显降速，因此2026Q2开始，外销也将迎来相对较低的基数。随着关税不确定性逐渐消弭、及家电企业在海外产能、营销和渠道布局的完善，家电出海仍有望贡献持续的增长动能。此外，海外降息周期下住房及家电需求有望改善、全球气候变暖下欧洲等区域空调渗透率有望提升，为我国家电出海打下良好的需求基础。

□ 投资建议：白电当前处于筑底阶段，抓住底部布局机遇期

- 2025Q4白电行业内外销在较高的基数下有所承压，但2026年基数压力有望逐季度好转。在此基础上，白电内外销降幅有望逐季度收窄，且随着海外需求好转、及自有品牌出海持续贡献增长动能，白电板块整体有望回到稳健正增长通道。白电龙头增长韧性充足，市占率不断提升，海外OBM业务持续贡献增量，有望实现好于行业的增长。当前白电板块估值处于底部、股息率可观，重点推荐白电龙头美的集团、海尔智家、TCL智家、格力电器、海信家电。

□ 风险提示：关税风险、国内外需求波动、政策力度不及预期、行业竞争加剧、新领域拓展不及预期、原材料及汇率大幅波动。

- [01] 白电板块当前处于什么位置？
- [02] 内销：需求韧性足，龙头份额稳中有升
- [03] 外销：持续贡献增量，品牌出海大有可为
- [04] 投资建议及风险提示

01

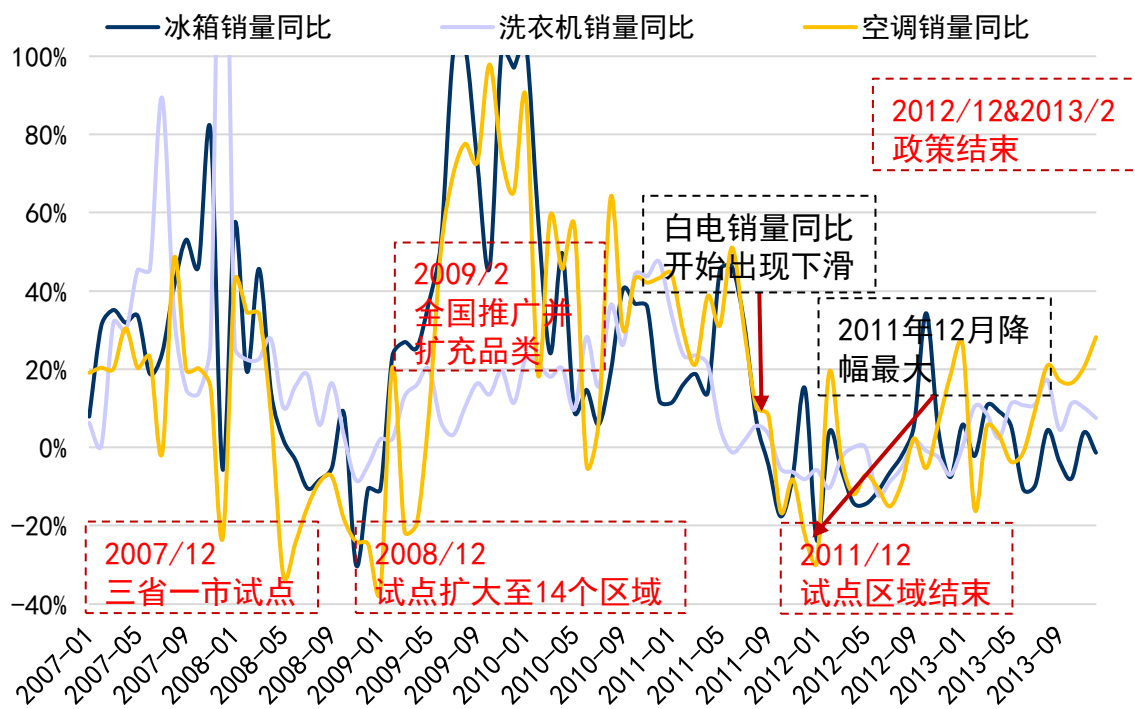
白电当前处于什么位置？

复盘家电下乡，目前家电板块或处于筑底阶段

□ 2025年以来，家电尤其是白电股价表现较弱，主要出于国补扰动下高基数的担忧。但通过复盘上一轮家电下乡时期，家电业绩及股价的表现，我们发现今年家电股价表现与之存在共通之处：

- 上一轮家电下乡期间，白电销量自2011年9月开始出现下滑迹象，但2011年3月开始家电指数相对沪深300收益已进入盘整期，并在7月底出现回落，于12月中旬触底。对应时间中，空调销量于2011年12月及2012年1月创下20%+的最大幅度同比下降，此后降幅开始环比收窄，降幅最大的时间点或是家电指数触底的信号。
- 2025年1-8月中旬家电指数相对沪深300收益基本持平，8月中下旬开始明显跑输。2025Q4是白电内销量基数最高的时期，整体降幅或相对较大，对标2011年来看，或是**此轮家电跑输大盘的底部阶段**。

2011年家电下乡期间，9月白电销量出现同比下降迹象



资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理

2011年期间家电相对收益自销量增速下降前夕回落，降幅最大时触底



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

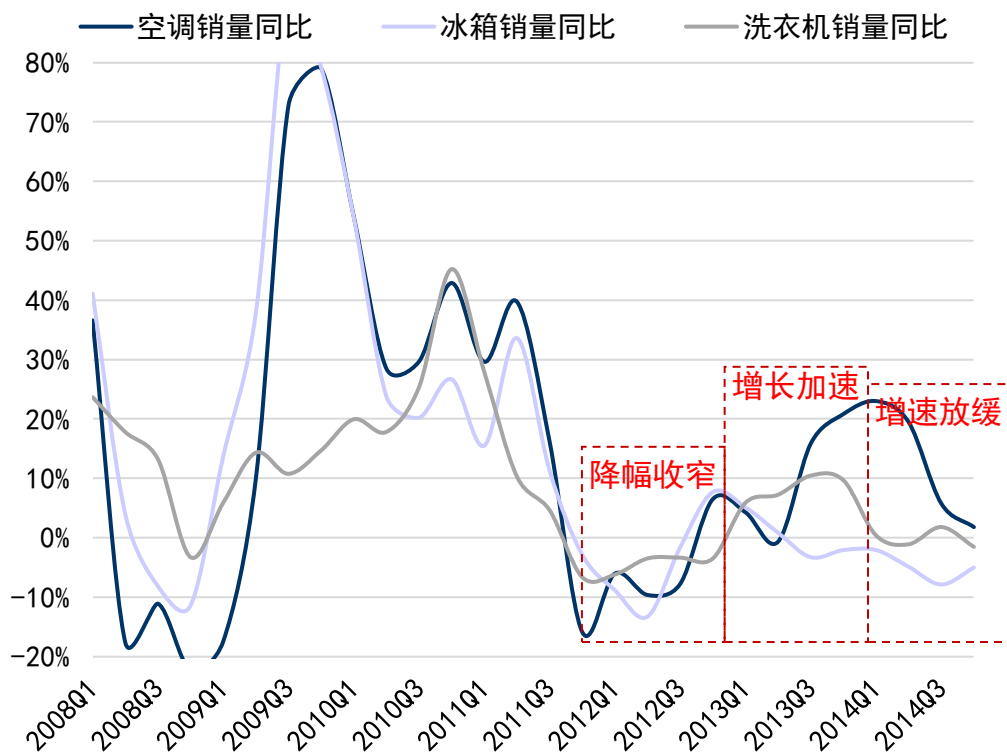
复盘家电下乡，家电股价在什么时候开始上涨？

□ 从2011年底触底后家电相对沪深300收益的表现看，家电指数经历了三个阶段：

- **盘整期**（2012年3月至2013年2月）：家电相对收益在上涨后小幅震荡，这期间白电销量增速从-10%左右逐步提升至2013Q1约+5%；
- **快速上涨期**（2013年2月至2014年2月）：家电相对收益提升超40%，这期间空调销量增速逐步提升至2014Q1的20%+；
- **震荡期**（2014年2月至2014年底）：空调及冰洗销量同比增速逐步回落，但空调销量依然维持同比正增长，家电收益与大盘持平。

□ 以此作为未来判断依据来考虑，**家电股价在底部反弹后，或许也需要充分消化高基数的下降压力后，才有望迎来较为明显的相对收益。**

家电下乡高基数后，白电销量增速从降幅收窄至正增长



资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理

家电下乡导致的高基数压力后，家电相对收益经历盘整再上涨

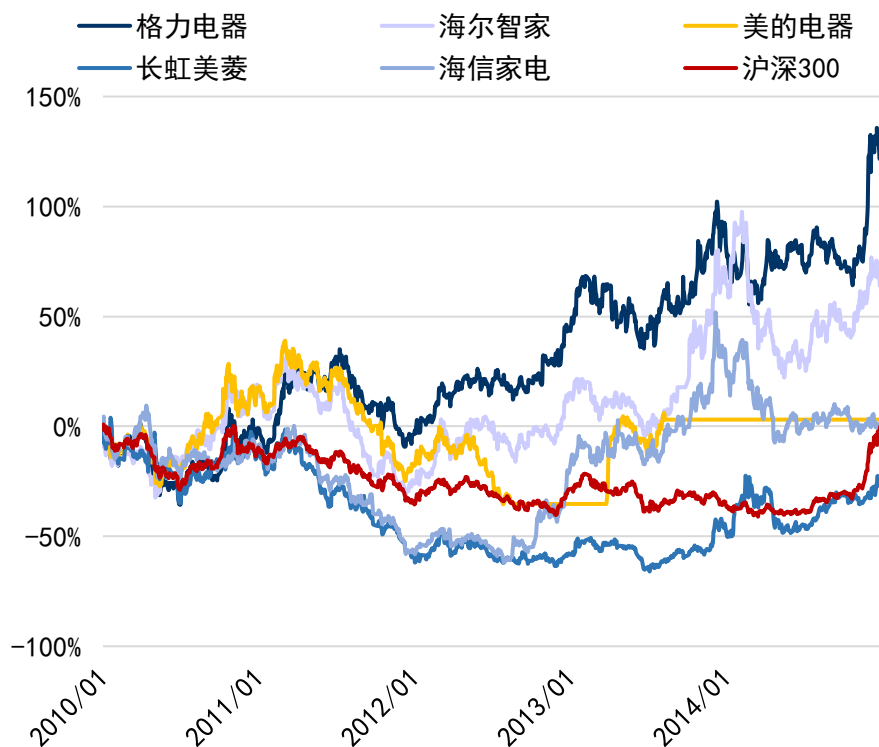


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

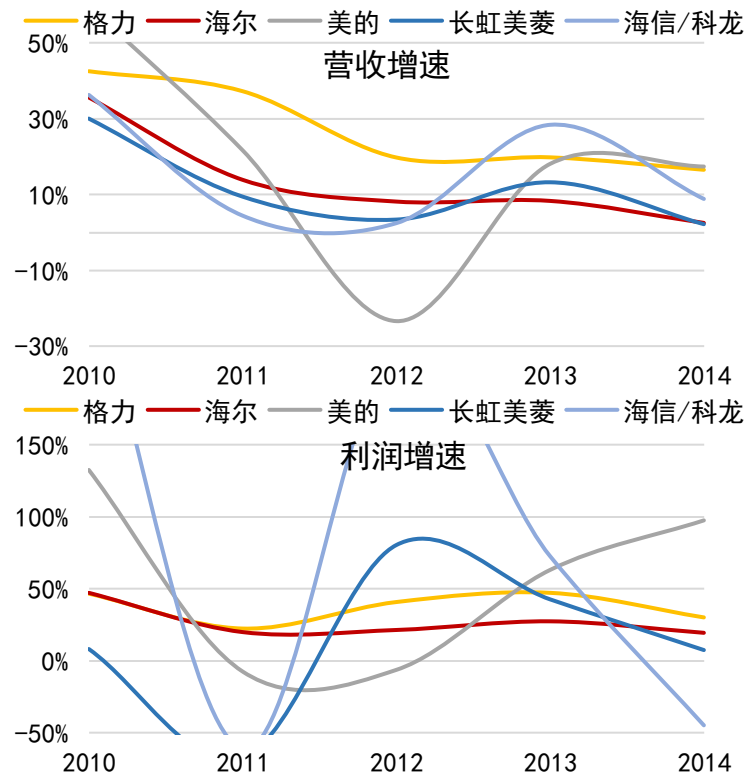
复盘家电下乡，该选什么公司？

- 从家电下乡中后期及结束后1-2年的白电股价表现看，**家电龙头格力电器、海尔智家涨幅最大**（美的由于集团整体上市故无法完整比较）。预计主要系：1）2011-2014年格力、海尔利润增长稳定，每年利润增速均在20%及以上；2）格力、海尔在空调、冰洗领域的份额持续提升，集中度升高、行业格局向好。
- 对应现在，我们预计**白电龙头依然有望实现好于行业的股价表现**，一方面具备内外销均衡布局下业绩的稳健增长，另一方面行业竞争同样出现改善迹象，龙头通过多品牌策略、高效渠道优势、领先的技术实力及产品力，有望获得更多份额。

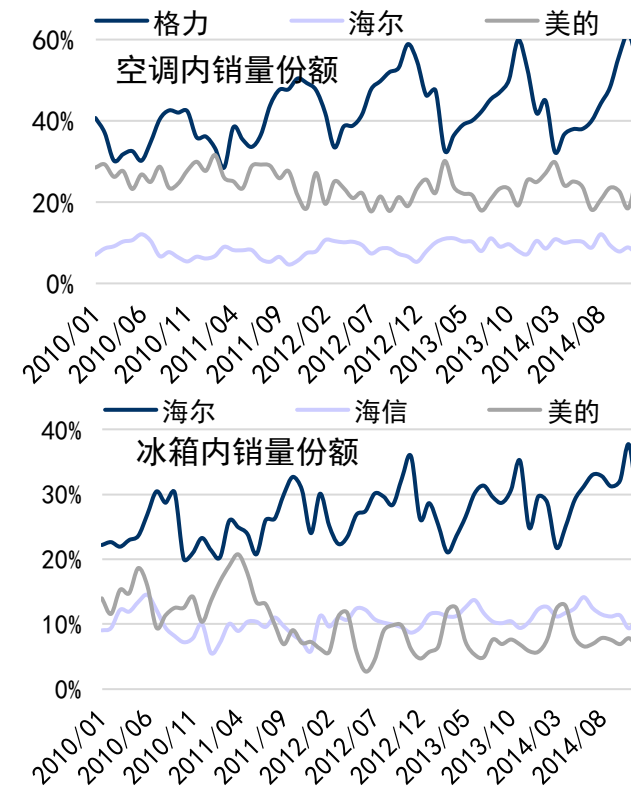
家电下乡时期及此后1-2年，龙头股价表现最佳



格力、海尔在2010-2014年业绩增长稳健



格力、海尔在空调、冰箱份额提升



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理

2025年以来家电跑输大盘，白电板块股价表现较弱

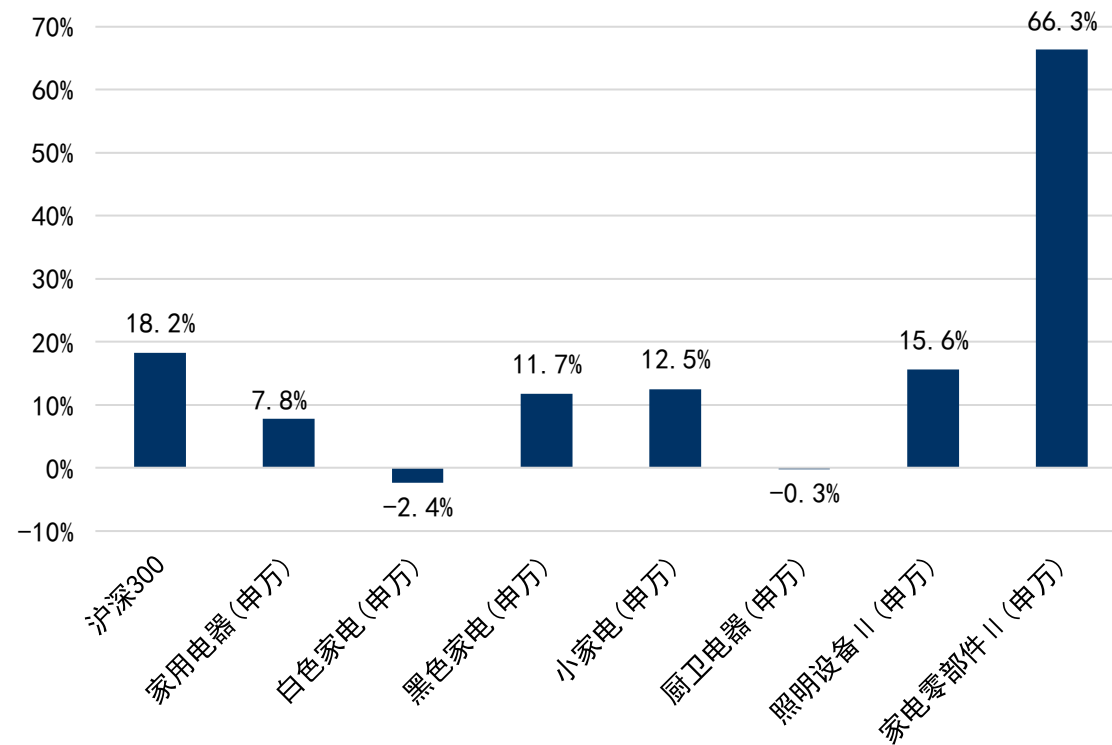
- 截至11月11日，2025年以来家电指数上涨7.8%，同期沪深300上涨18.2%，家电跑输大盘。今年以来家电指数受业绩增长驱动，我们统计的47个家电上市公司2025年前三季度营收/业绩分别增长7.6%/9.1%，但关税扰动、市场担忧国补高基数及行业竞争等拖累家电股价表现。
- 分板块，2025年以来向科技领域转型的家电零部件企业涨幅最高。家电子版块中，白电板块今年股价表现最差，受关税、出口承压及国补扰动影响较大，跑输沪深300约20.6%；黑电、小家电及照明设备板块上涨超10%，黑电今年在产品结构升级下业绩增长较好、小家电行业需求迎来修复、照明板块则受到外延拓展的拉动；家电零部件板块涨幅最高，部分企业向机器人/科技等领域转型，受益于整体科技板块的行情。

2025年以来家电公司股价受业绩提振、受关税等拖累



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

2025年以来家电板块小幅跑输沪深300，家电零部件涨幅最高



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理; 时间截至2025年11月11日

家电行业估值处于偏低水平，白电行业估值位于底部

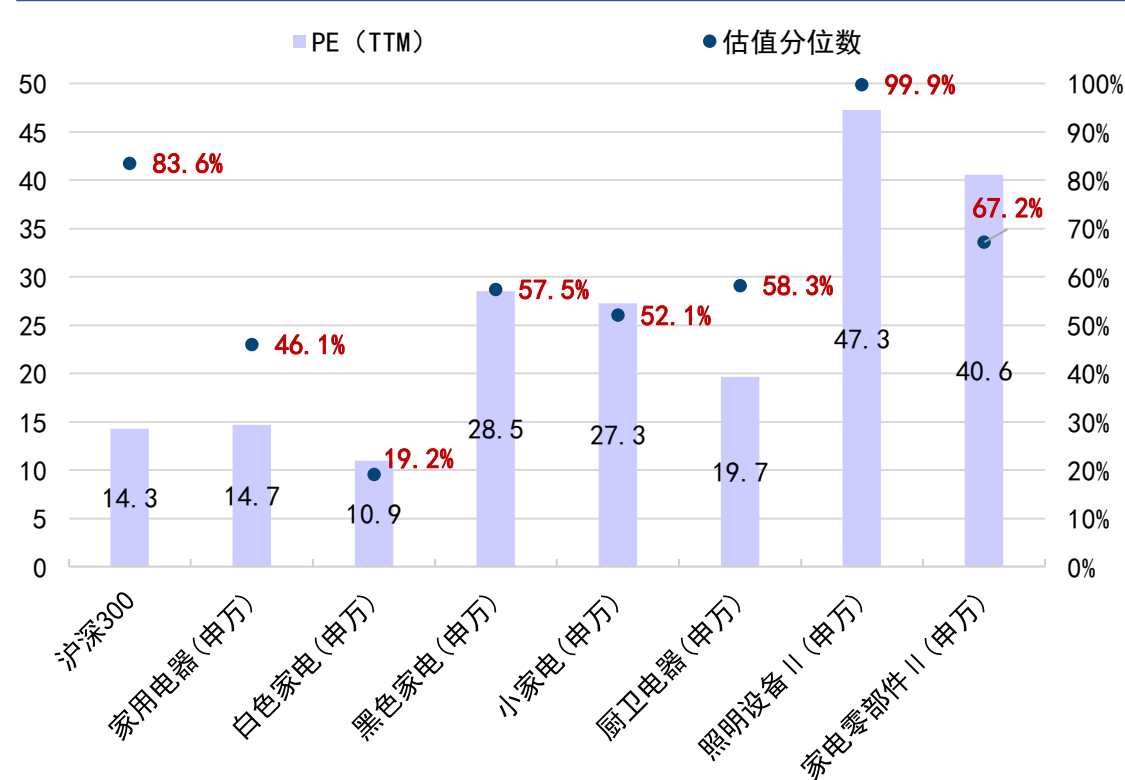
- 目前家电行业估值处于2020年以来中偏下的水平：截至11月11日，申万家电指数PE（TTM）为14.67X，位于2020年以来46.1%的分位数水平。国补政策实施以来，家电上市公司业绩普遍实现较好的增长，但估值水平并未明显抬升。
- 分板块，白电板块的估值处于历史较低水平，位于2020年以来19.2%的估值分位数水平；黑电、小家电、厨卫电器板块处于处于2020年以来平均估值左右；照明设备板块估值偏高预计主要系行业受关税、地产等因素影响，业绩有所下降。

目前家电估值尚处于2020年以来偏低水平



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

2020年以来家电电子板块估值的分位数水平：白电最低

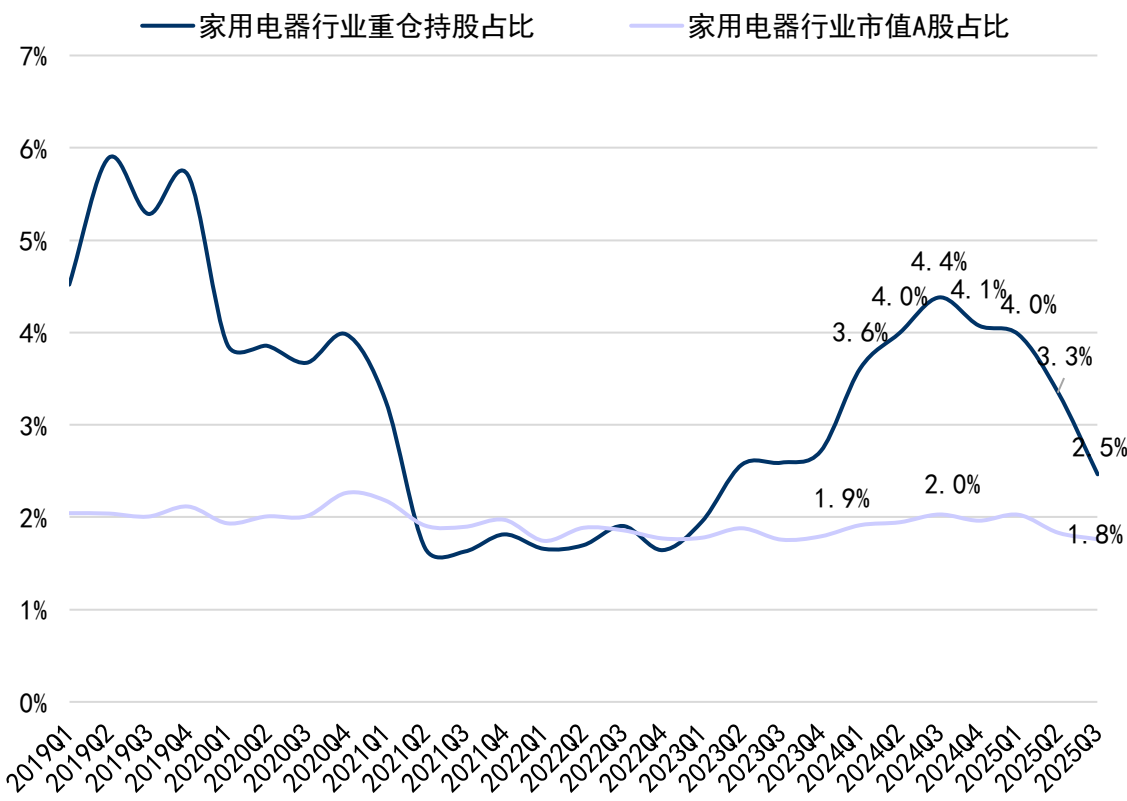


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理；时间截至2025年11月11日

家电重仓比例持续回落，白电持股比例下降最大

- 25Q3家电重仓持股比例延续下降趋势，但仍处于超配水平：Q3家电上市公司被基金重仓持股占比达到2.5%，环比下降0.9pct。以家电市值占A股1.8%的比例计算，家电处于超配水平。
- 分板块，白电重仓比例下降最大、小家电获加仓。Q3白电/黑电/小家电/厨卫电器/照明设备/家电零部件板块重仓持股比例环比分别-1.06%/-0.13%/0.21%/0.01%/0.00%/0.11%，受国补影响较大的白电及厨电板块重仓比例下降较大，小家电、家电零部件重仓比例提升。

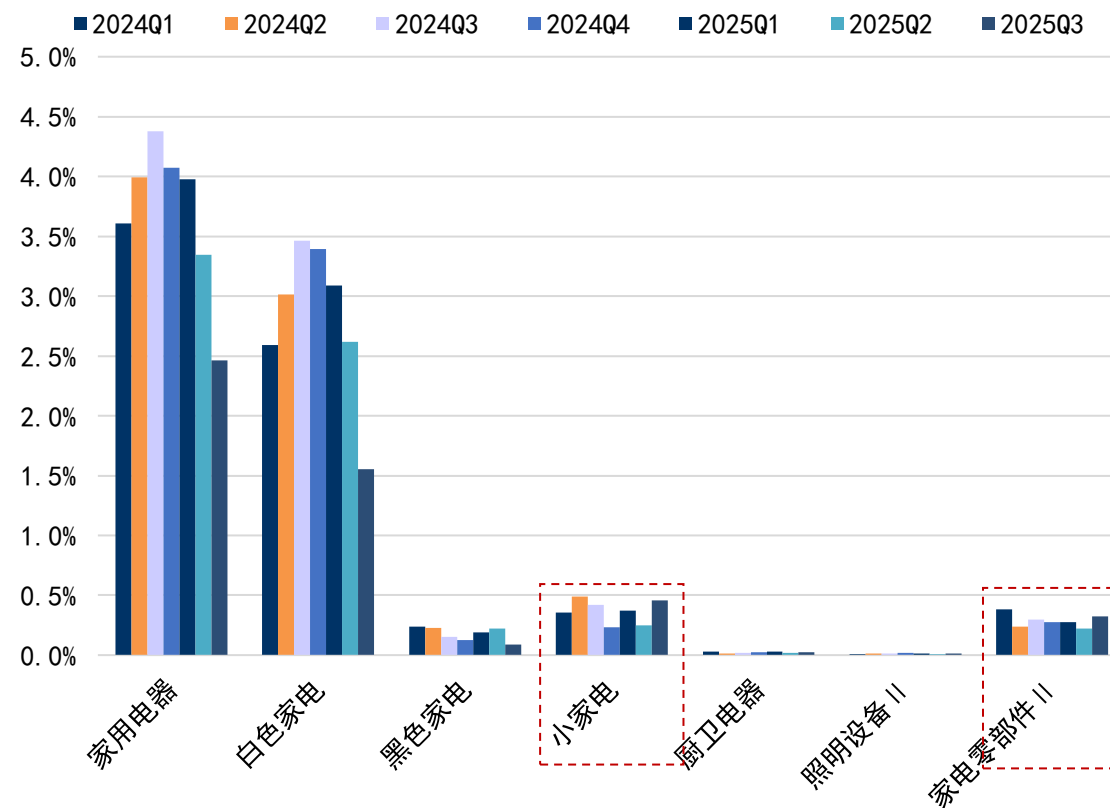
2025Q3家电重仓持股比例持续下降



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

2025Q3小家电、家电零部件板块获加仓



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

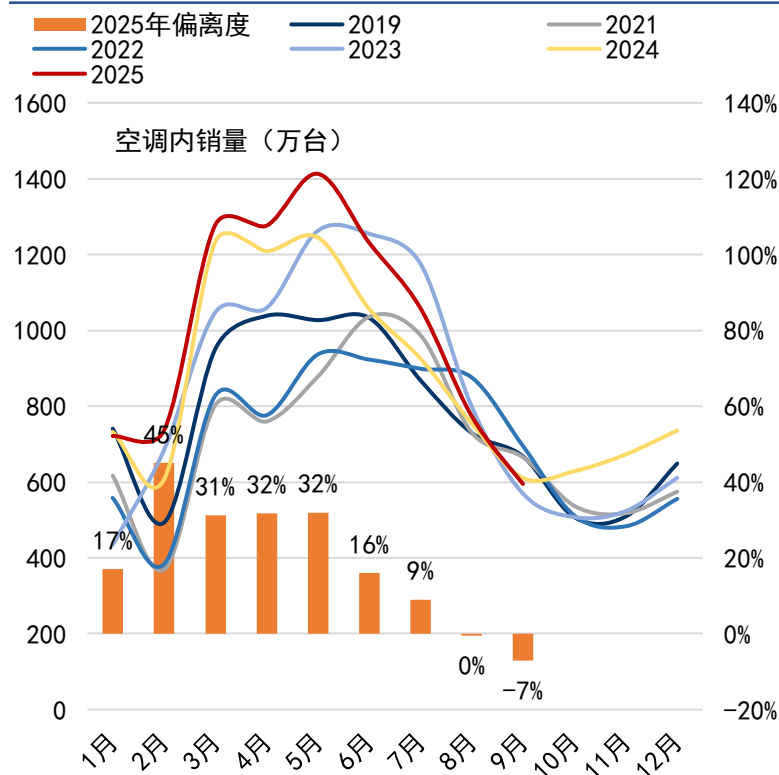
02

内销：需求韧性足，龙头份额稳中有升

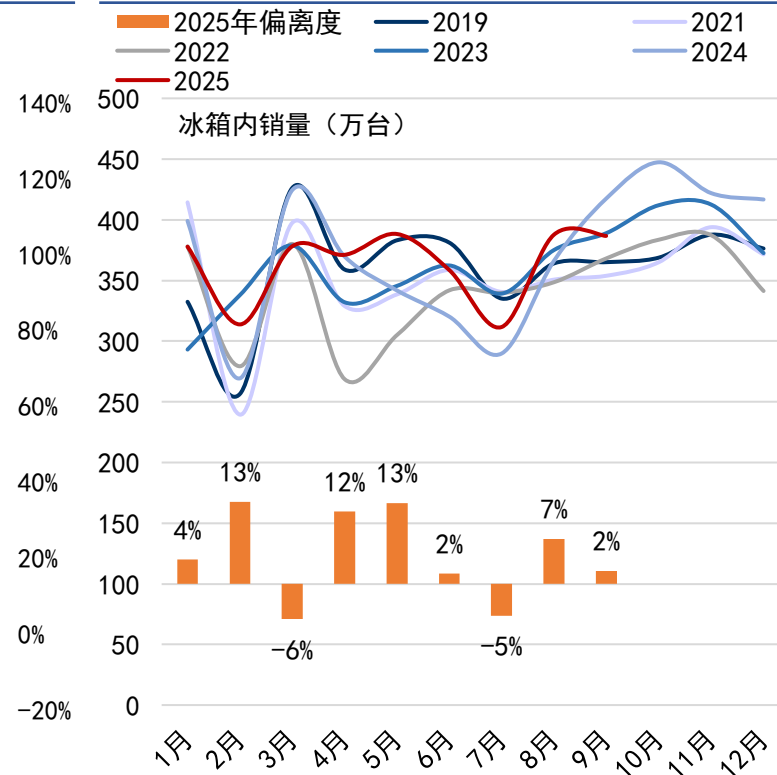
白电高基数压力主要在2025H2及2026H1

- 1-9月白电内销量同比小幅增长：空调/冰箱/洗衣机1-9月内销出货量同比增长8.4%/2.4%/4.6%，在国补的拉动下，白电销量增长幅度有限。9月空冰洗内销量同比均有所下降，国补的负面扰动开始显现。
- 2026年分季度展望，26Q2基数压力相对较大。空调内销量在2025Q1/Q2/Q3同比分别+6.2%/+11.6%/+6.0%，冰箱2025Q1/Q2/Q3同比分别-2.1%/+8.5%/+1.2%，洗衣机2025Q1/Q2/Q3同比分别+8.5%/+8.3%/-1.9%。
- 以过去5年的月销量均值计算，2026年空冰洗的基数压力也主要集中在上半年：以2019、2021-2024年月销量均值作为基准，计算2025年月销量的偏离度，偏离度较大的月份集中在上半年。（注：空调由于渗透率提升、天气等影响，销量持续增长，故偏离度更高。）

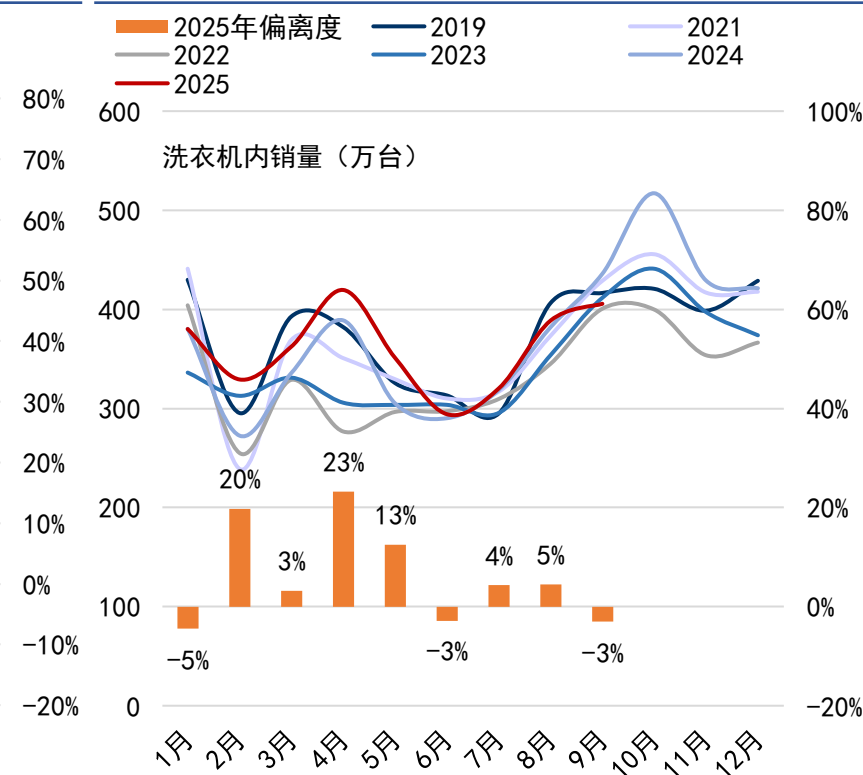
2025Q2空调内销量增长较快



2025年4-5月冰箱内销量增长较快



2025H1洗衣机内销量增长较快



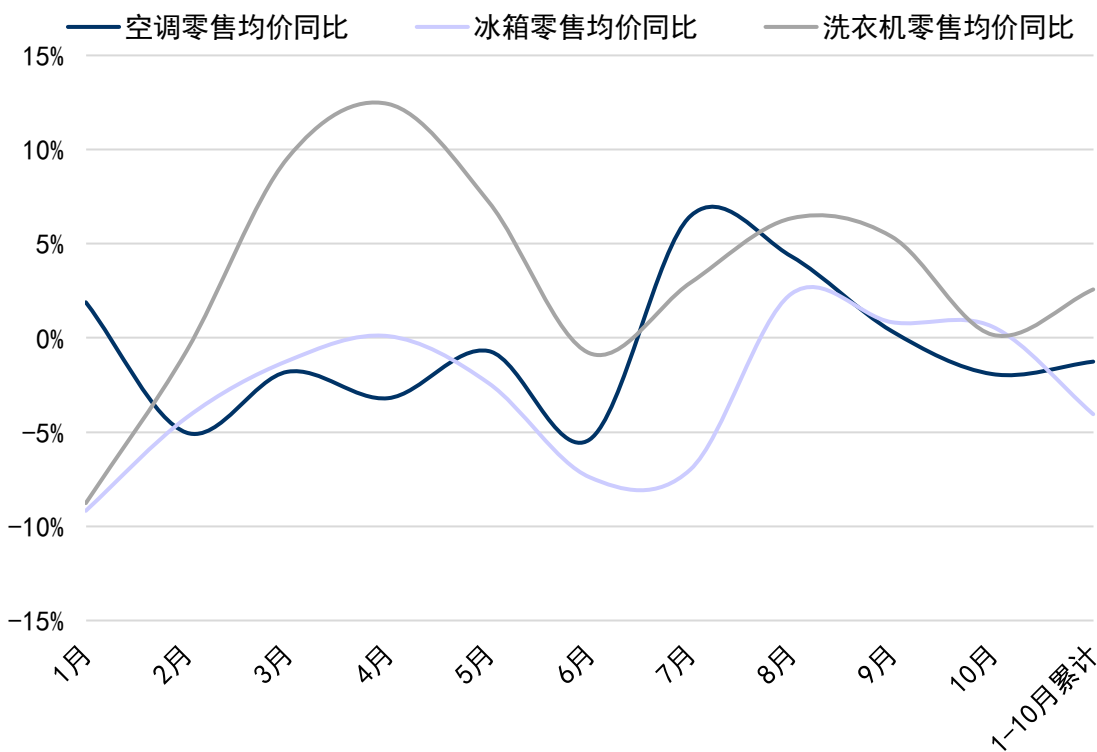
资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理；注：偏离度以2025年销量较2019、2021-2024年均值高多少的比例计算，下同

资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理

线上价格竞争缓和，线下均价受国补扰动

- 618后白电线上价格有所修复：奥维云网监测数据显示，H1空冰洗线上价格同比分别-3.5%/-4.5%/+3.1%，但7月开始，空调、洗衣机均价迎来修复。10月进入双十一大促，但空调均价降幅也小于H1，白电线上竞争有所缓解。
- 线下价格受国补扰动：国补对白电结构拉升贡献明显，但9月进入去年国补的高基数后，均价出现一定下降。
- 价格竞争预计以短期为主，对盈利影响有限。此前价格竞争多发生于行业需求下行、库存高企、成本下降阶段，当前原材料价格、扁平化的渠道体系、库存等不支持长时间的价格竞争，预计后续龙头企业仍会以中长期利润为主导，积极参与短期竞争而非中长期价格战。

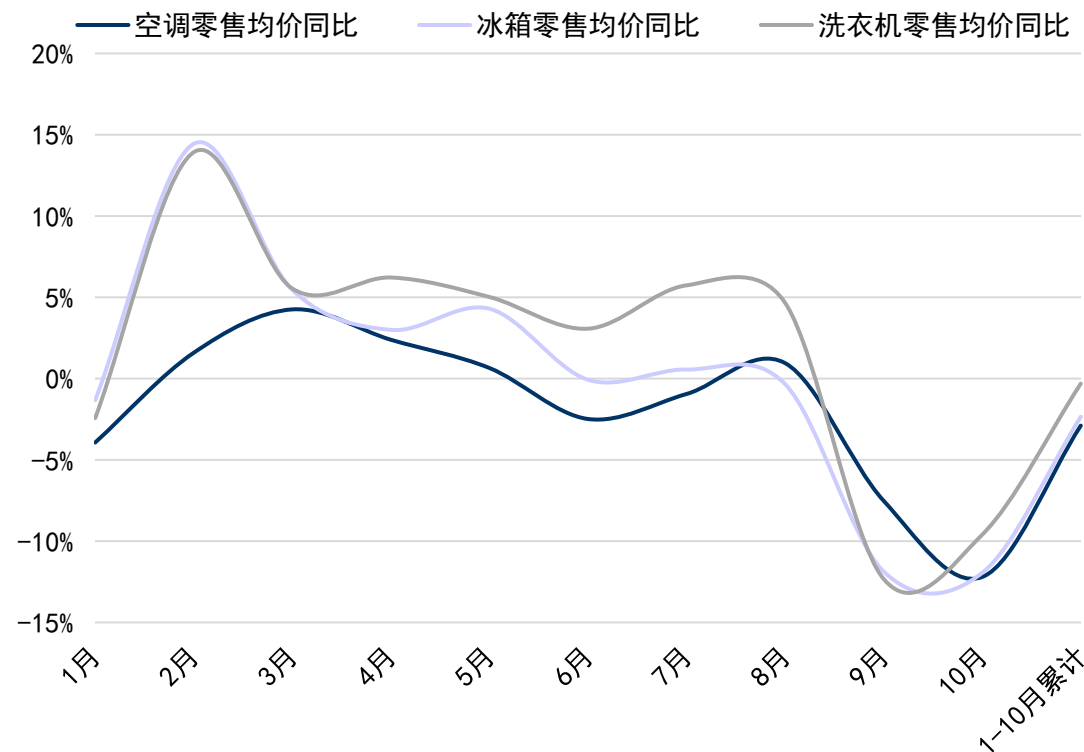
7月开始白电线上均价有所修复



资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

白电线下价格在9-10月受国补高基数扰动



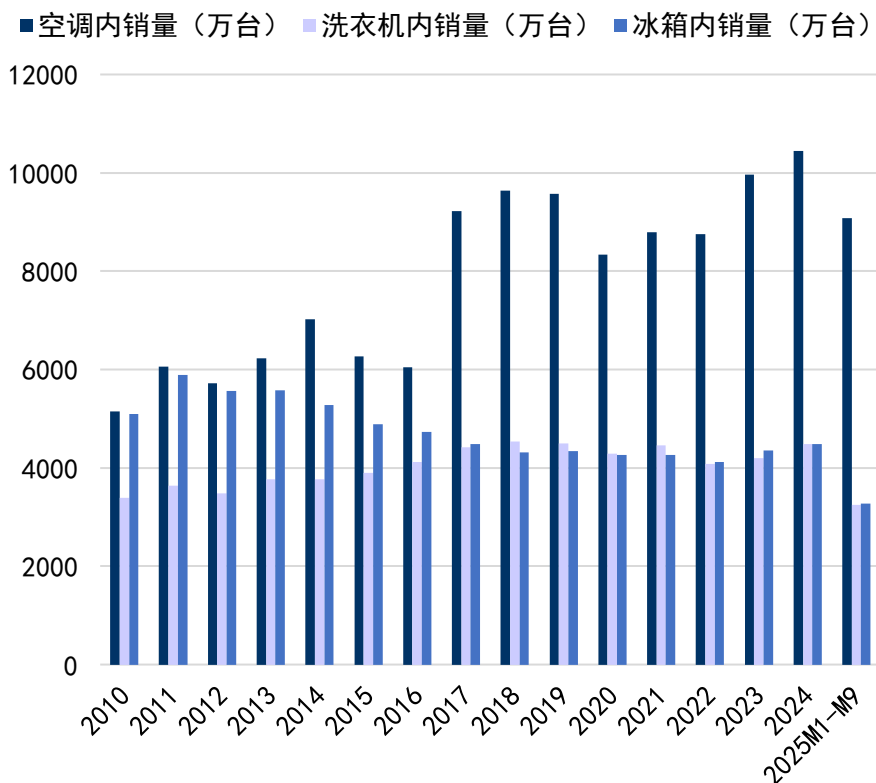
资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

中长期看，空调渗透率仍有提升空间，冰洗规模具备韧性

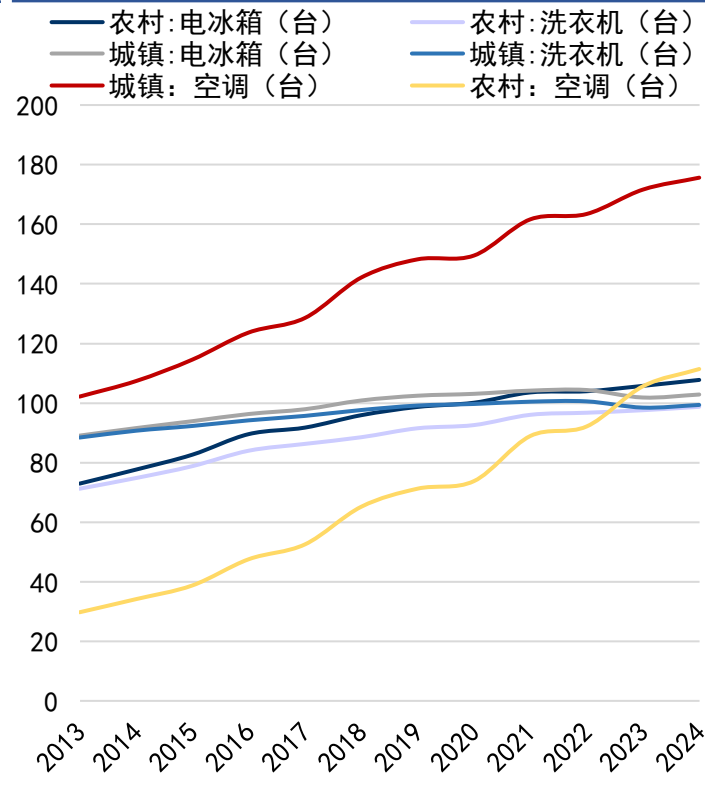
□ 空调内销量仍具备成长空间：

- 我国空调内销量在波动中不断成长，2010-2024年复合增长5.2%；而冰箱、洗衣机复合增速分别为-0.9%/2.0%。
- 2024年我国冰洗户均保有量已达到100%左右，已进入存量更新为主的阶段，近几年来销量规模较为稳定。但空调家庭/农村保有量为175.7/111.5台/百户。参考我们在美的集团深度中的计算方法，假设城市每户住房间数保持2020年2.49间/户、农村每户住房间数保持2020年3.86间/户，则尚有29.4%的城市家庭房间、71.1%的农村家庭房间尚未安装空调。空调销量尚有一定的成长空间。

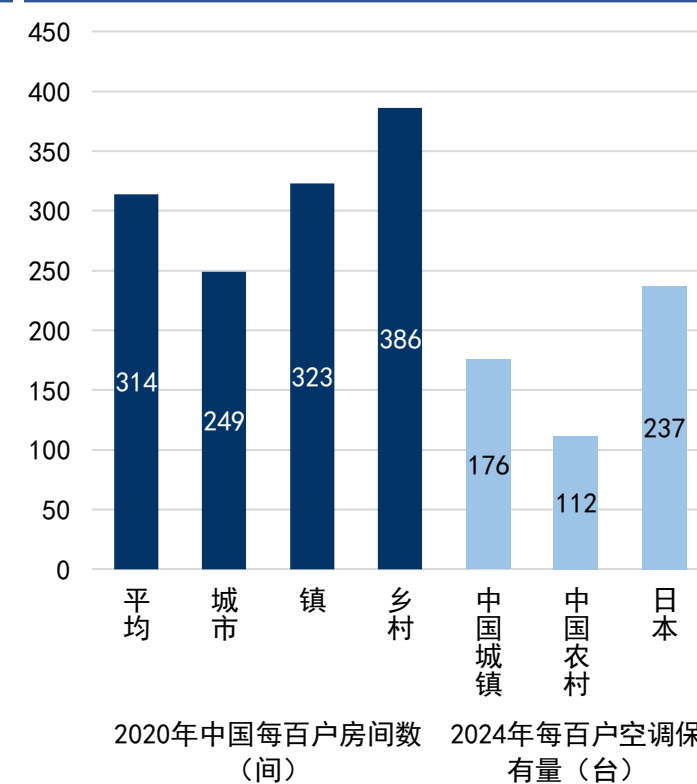
我国空调内销量波动中成长、冰洗销量稳健



我国每百户空调保有量稳步提升



对比我国家庭房间数，空调存在提升空间



资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理

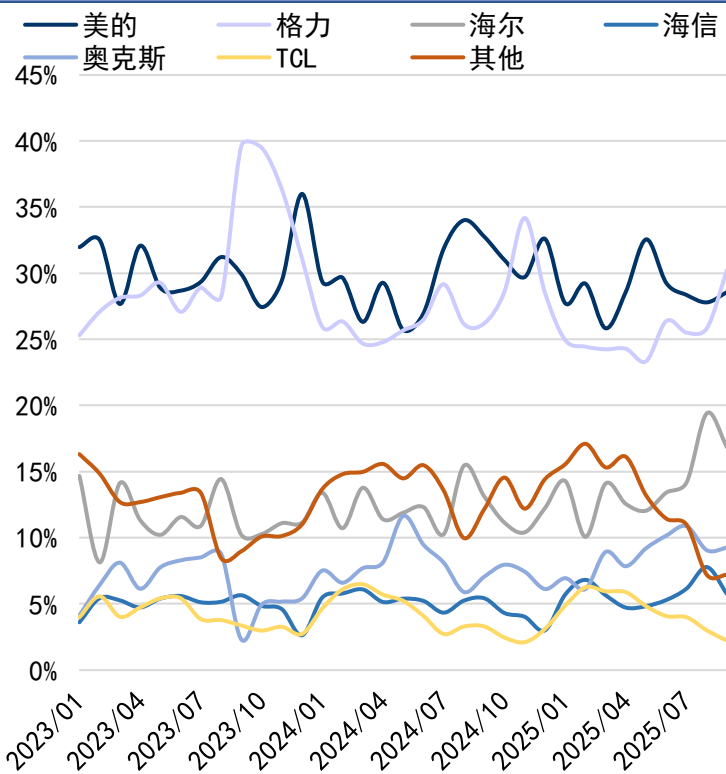
资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

资料来源：国家统计局，日本统计局，国信证券经济研究所整理

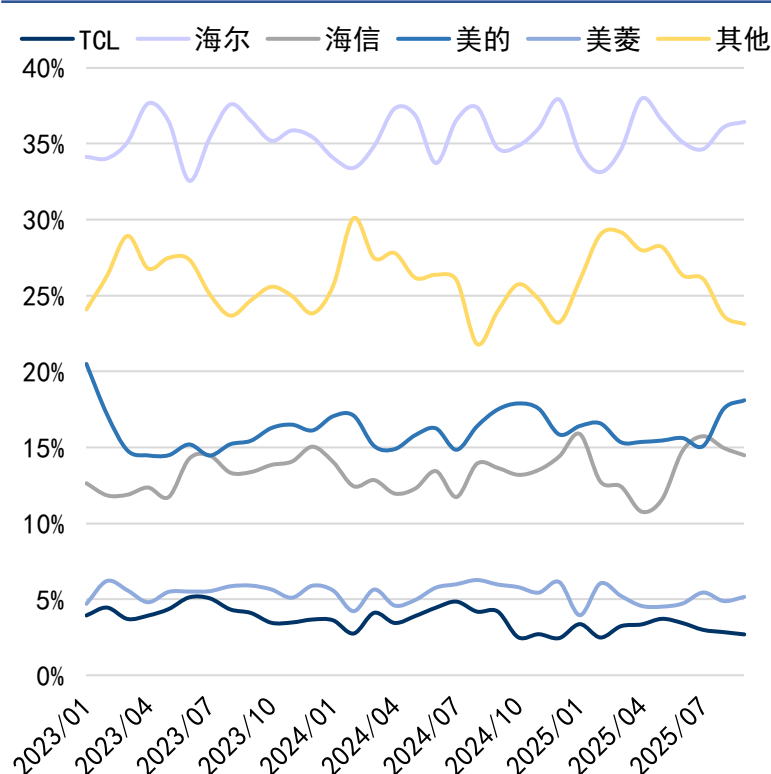
白电龙头份额稳健，冰洗马太效应进一步强化

- **空调内销**：2025年1-9月，海尔凭借好产品及爆款策略实现份额加速提升，行业CR3同比提升0.2pct；尾部品牌份额进一步下降。
- **冰箱内销**：格局相对稳定，1-9月海尔/美的/海信份额分别提升0.05/0.08/0.70pct，头部集中度持续提升，中腰部品牌份额下降。
- **洗衣机内销**：1-9月龙头海尔和美的份额分别提升1.7/0.6pct，小米份额提升相对较快，中腰部品牌有所承压，行业集中度进一步提升。
- **展望2026年**，白电内销大盘压力或持续半年左右，行业承压下，我们看到**头部企业在多品牌布局、渠道效率提升、强化营销等诸多方面的动作**，凭借更高的盈利能力及领先的技术、产品实力，龙头企业有望在行业需求的波动中获得更多的份额。

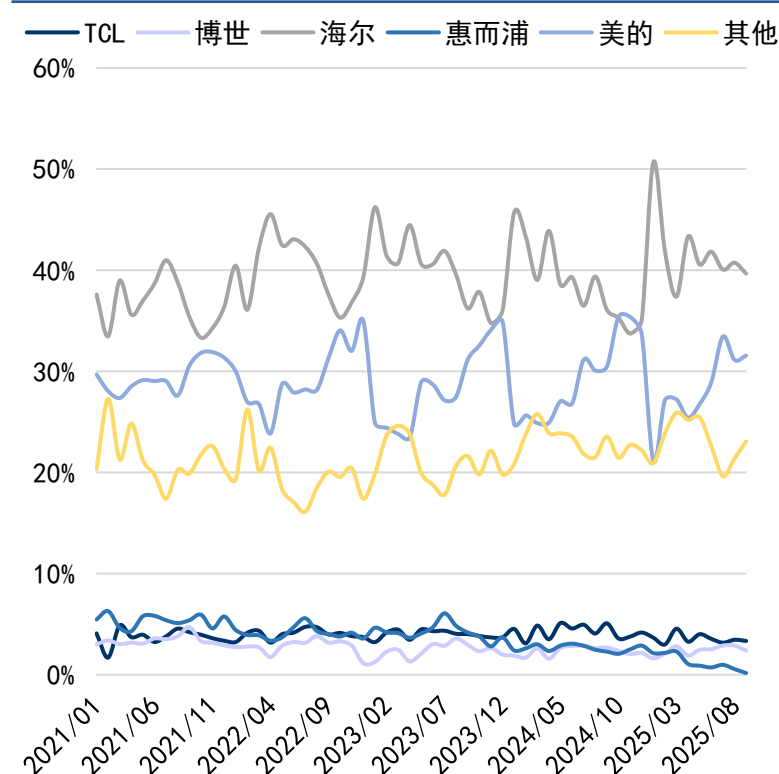
空调内销量格局：美的份额提升



冰箱内销量格局：海尔/美的/海信份额提升



洗衣机内销量格局：头部份额集中



资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理

资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理

资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理

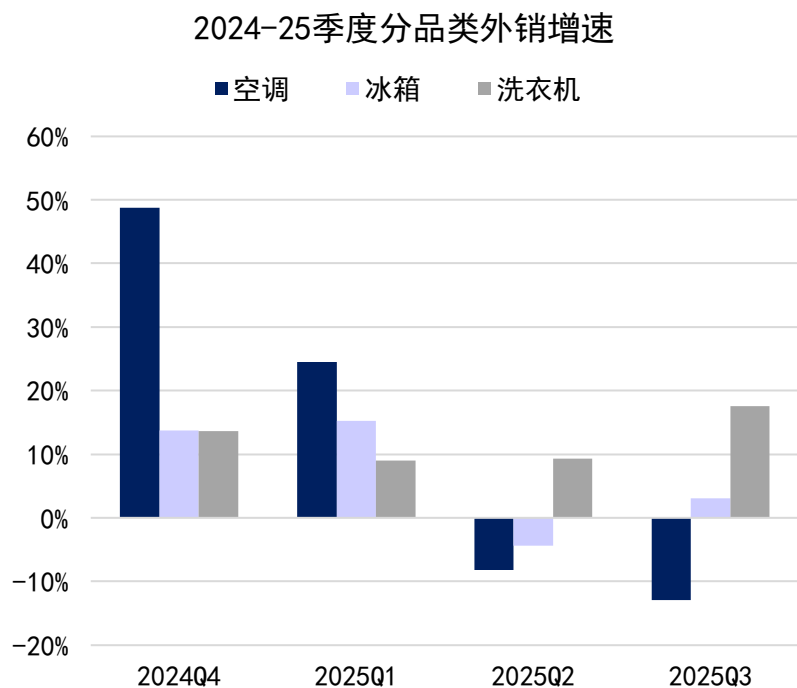
03

外销：持续贡献增量，品牌出海大有可为

家电出口情况-短期面临基数压力，但出海大趋势不变

- **短期看，25Q4外销基数较高，26Q2基数压力开始逐步降低：**2024年受益于高温天气和海外市场的开拓，白电2024年整体增速较高，25Q2开始白电外销增速明显放缓，因此26Q2开始白电基数将相对较低。同时考虑到外销市场自身仍保持较高的内生增速潜力，预计26Q2开始，在低基数下，外销有望回归稳健增长通道。
- **出海大趋势不变：**25Q2受关税及企业全球化产能调整影响，我国家电出口有所波动。但经过2018年以来关税的多轮调整，美国在我国家电出口中的占比已相对较低，2024年空冰洗出口北美洲的销量占比仅为8.6%/18.9%/4.9%。随着关税不确定性逐渐消弭，及我国企业在海外产能、营销及渠道的布局走向成熟，叠加海外或将进入降息周期，家电需求有望好转，预计家电企业海外收入仍将保持稳健增长。

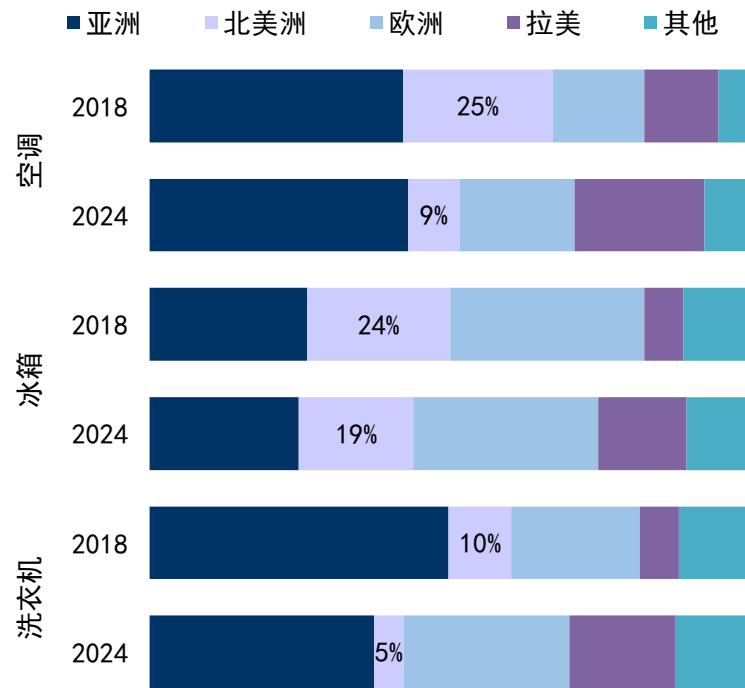
2026年开始外销基数逐步走低



资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理

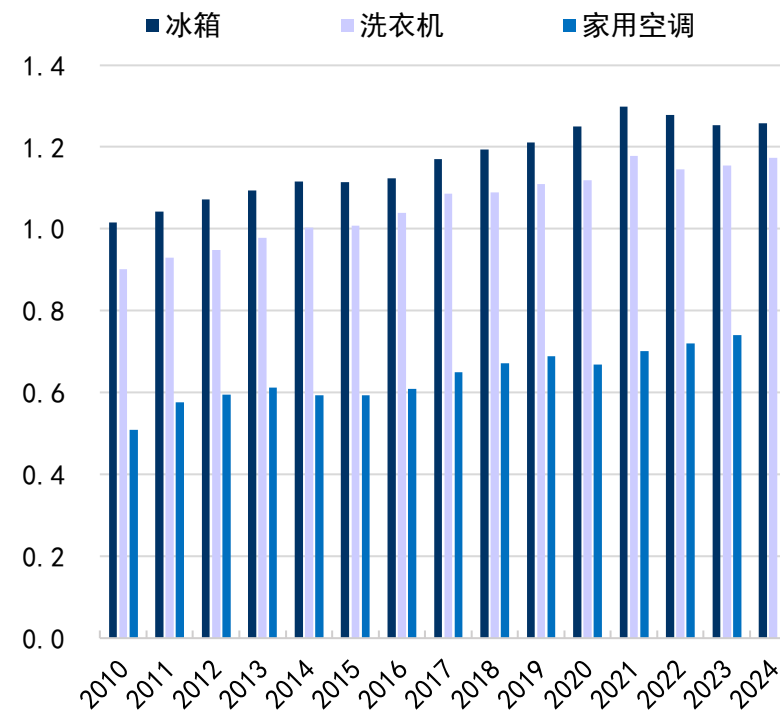
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

北美在我国白电出口中的占比较低



资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理

海外白电销量稳步增长



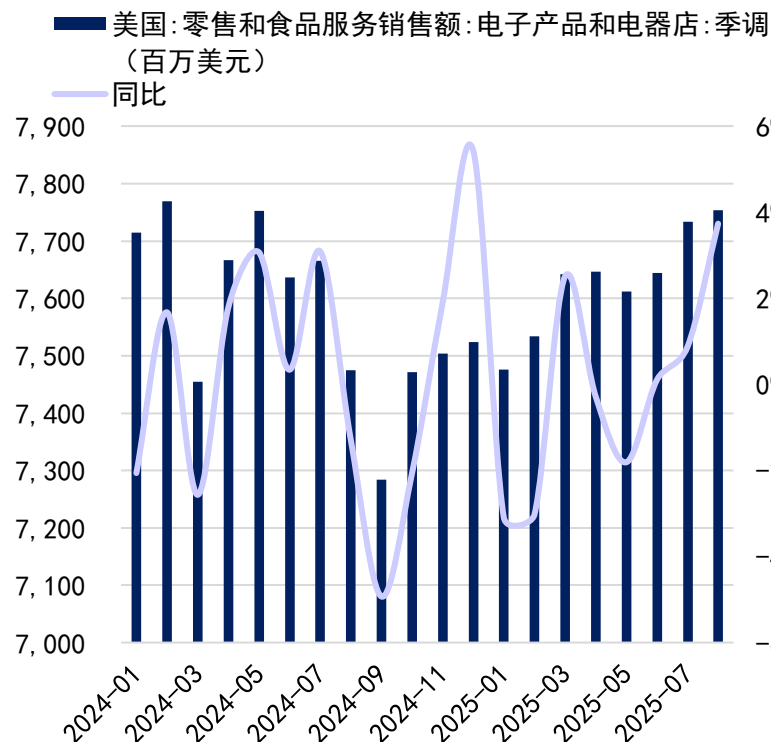
资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理；注：以全球销量-中国销量作为海外销量

海外零售需求跟踪：美国家电零售额增长稳健，家电库存底部回升



- **美国线下家电门店零售额回归稳健增长：**根据美国商务部的数据，2025年1-8月美国电子和家电店销售额同比持平，但Q2以来持续修复；Q1/Q2家电个人消费支出同比分别增长1.7%/1.3%。虽然受到关税扰动，但美国家电需求增长依然稳健。
- **美国家电库存底部回升，或进入加库存周期。**美国家电家具门店库存自2022年顶部回落以来，到2024年12月达到底部，库销比低于2017-2019年任一月份。2025年以来，加关税预期逐步升温，门店库存环比陆续提升，7月库销比1.54，仍低于2019年同期库销比水平。目前美国家电家具门店库存尚处于正常偏低水平，库存仍有提升空间；在关税带来的不确定性风险下，渠道存在一定的加库存动机，短期内有望为家电出货带来良好增长，平滑关税的不利影响。

2025年以来美国家电店销售额稳步回暖



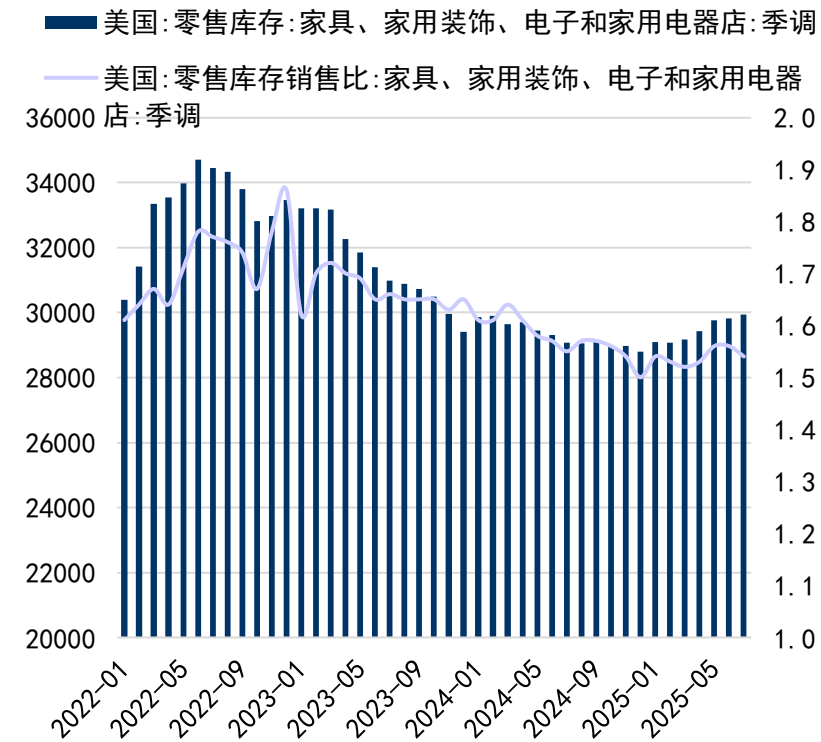
资料来源：美国商务部，国信证券经济研究所整理

2025H1美国家电个人消费支出增长稳健



资料来源：美国经济分析局，国信证券经济研究所整理

美国家电家具门店库存底部回升，但库销比仍低



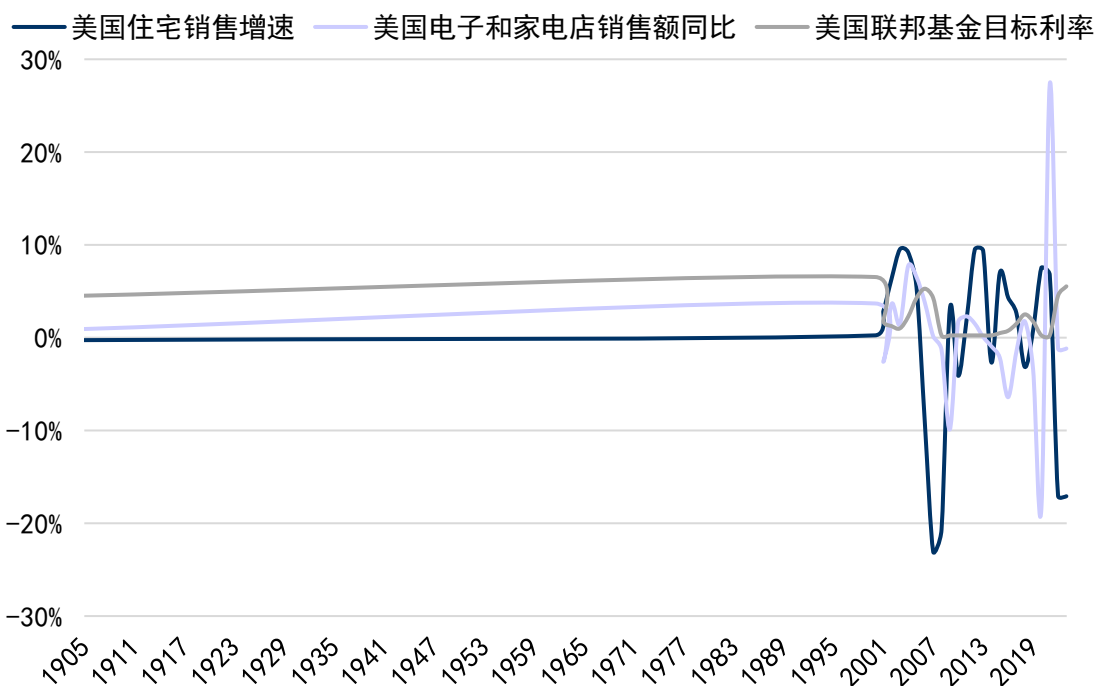
资料来源：美国商务部，国信证券经济研究所整理

海外零售需求跟踪：降息周期或来临，带动家电需求回暖

□ 美国的家电零售增速与地产存在较强的正相关关系；美国若降息，有望拉动地产及家电需求

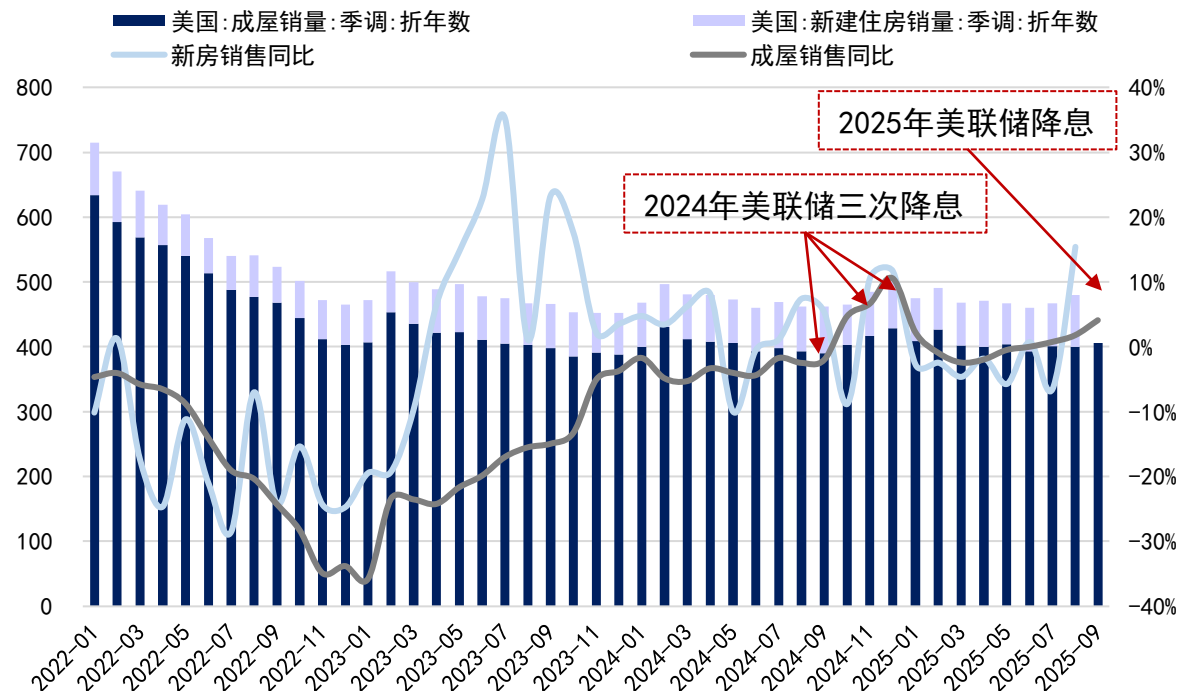
- 将家电零售增速与美国住房销售（新建与成屋销售）的增速拟合，从历史数据看**家电零售增速与地产变动具备较强的趋同性**，整体滞后住宅销售增速1-2年，且家电消费增速相对更平滑。在成熟市场，地产需求的变动对家电增速的影响依然存在。
- **美国地产对利率敏感度高**：美国新房及成屋的销售增速与利率存在明显的反向关联，利率越低，购房者需要支付的贷款成本越少，购房需求越好。2024年9月-12月美联储开启降息，带动地产销售增速快速回正。
- **基于前瞻指标的预判**：2025年1-8月美国新建住房和成屋销售合计套数同比-0.3%，且25H2增速明显转正，在2024年底开始降息后，住房销售增速相对稳健。美联储有望于2025Q4或明年再度开启降息周期住房市场预计将逐步企稳回升，有望带动家电消费回暖。

美国利率与住宅销售增速、家电销售增速存在反比关系



资料来源：美国商务部，国信证券经济研究所整理；注：利率取当年12月31日联邦基金目标利率

2024年底美联储开始降息后，美国住房销售增速明显好转



资料来源：美国商务部普查局，全美地产经纪商协会，国信证券经济研究所整理

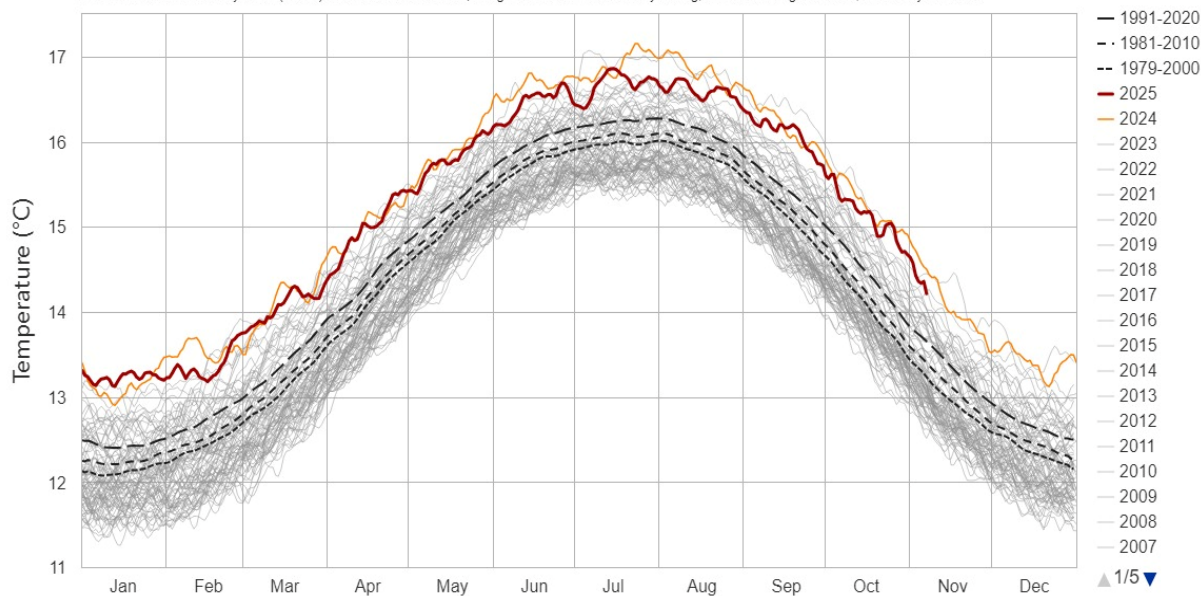
全球天气变暖，欧洲等区域空调渗透率存在提升空间

- 长期来看，不仅是经济发展，全球持续变暖的趋势对于空调渗透率的提升也打下了基础。
- 从渗透率来看，一方面新兴市场的空调渗透率增长明显，另一方面，欧洲当前相对不高的渗透率之下，全球变暖或进一步迫使部分地区形成“用风扇”到“用空调”的改变。
 - 人口基数较大且气候较炎热的印度、东南亚、拉美近年空调保有率提升较快但依然有较大空间
 - 经济基础较好的欧洲空调的家庭拥有率同样处于相对较低水平，西欧33%的保有率仅略高于拉美30%的水平

美国利率与住宅销售增速、家电销售增速存在反比关系

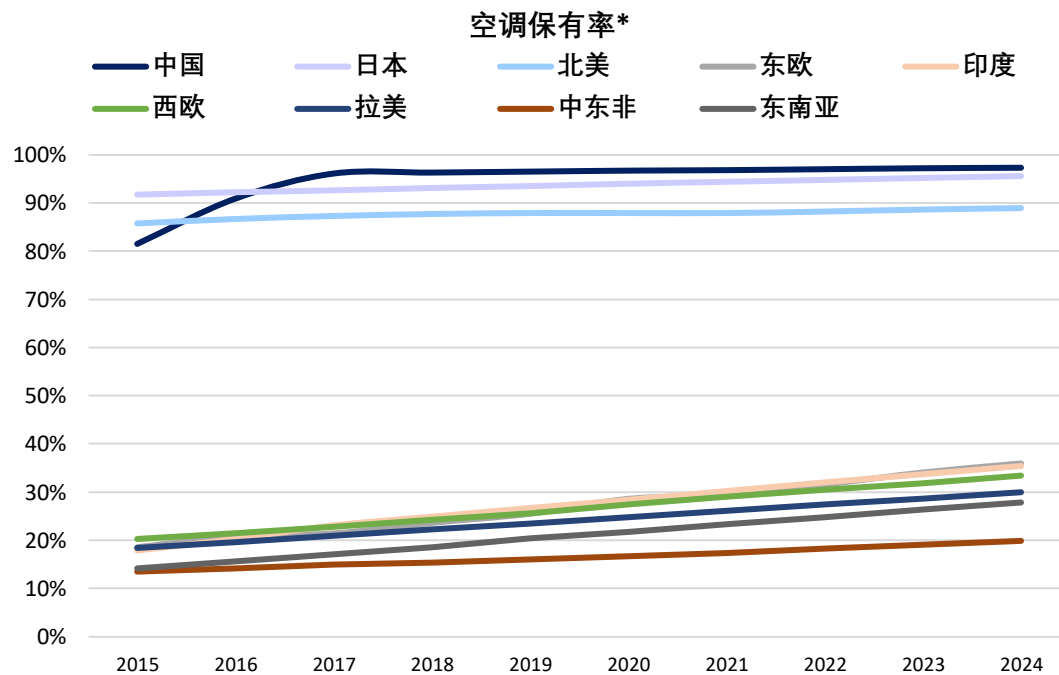
Daily Surface Air Temperature, World (90°S-90°N, 0-360°E)

Dataset: ECMWF Reanalysis v5 (ERA5) downloaded from C3S | Image Credit: ClimateReanalyzer.org, Climate Change Institute, University of Maine



资料来源: climatoreanalyzer, 国信证券经济研究所整理

不仅是新兴市场，欧洲空调仍有较大提升空间



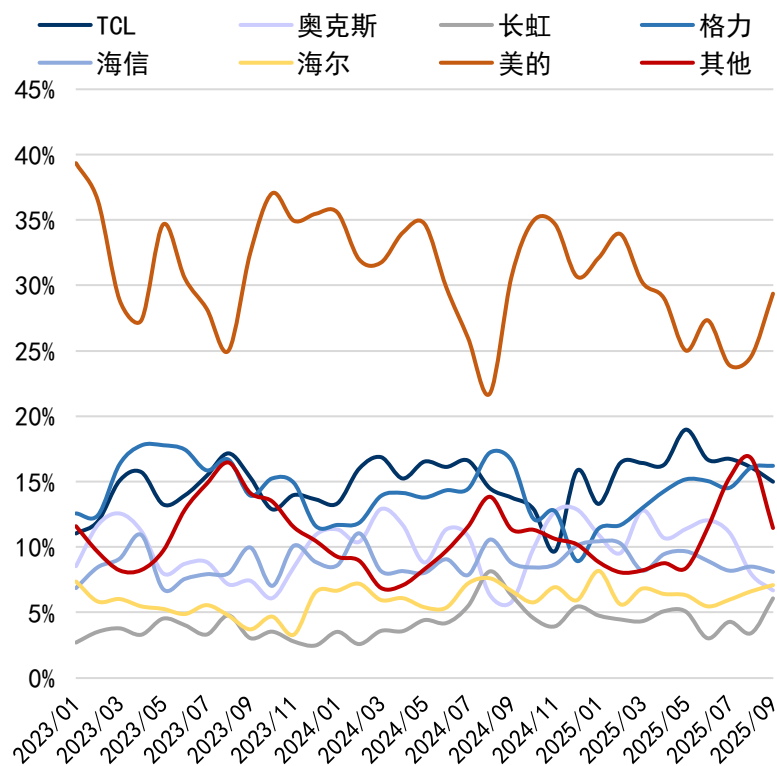
资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

*注: 保有率采用有空调的家庭/总家庭户数计算, 不考虑每户空调的安装数量, 含窗机

白电外销格局相对稳定，集中度相对较低

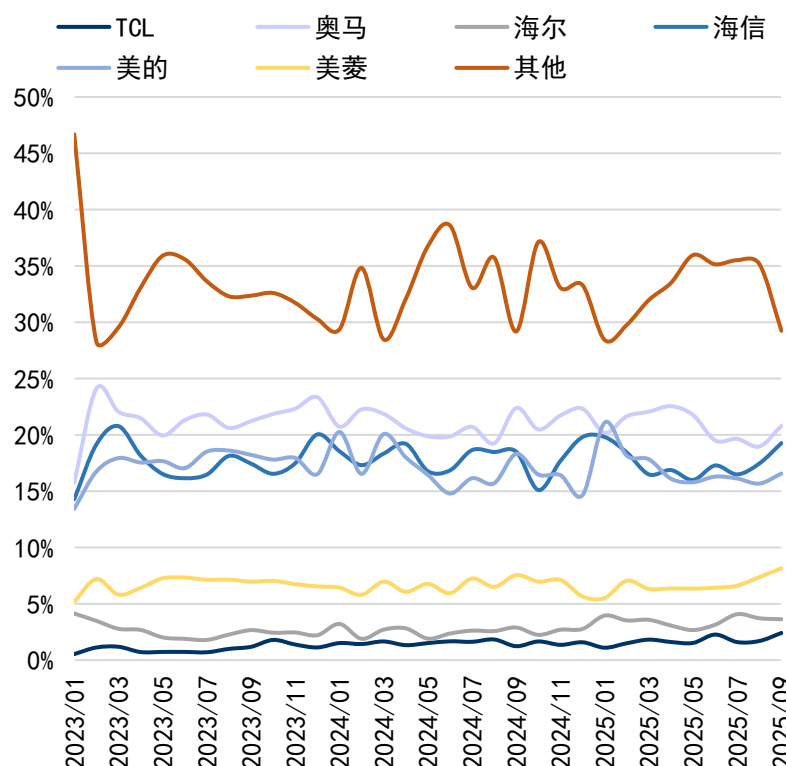
- **空调外销**：一超多强格局，美的空调外销产能转移至海外影响份额。2025年TCL和格力份额提升，2025H2中小品牌份额下滑。
- **冰箱外销**：龙头奥马+TCL冰箱份额进一步稳定；1-10月海尔市占率提升0.9pct。
- **洗衣机外销**：行业格局较为分散，龙头美的、海尔市占率在20%左右；t同样受转产影响，美的1-9月份额降低2.3pct。
- **展望2026**，白电外销受关税影响情况预计逐步明朗，外销有望回归稳健增长。白电出海头部品牌通过渠道、品牌端的长期运营，预计在新兴市场有望实现持续较快增长，整体份额保持提升趋势。

空调外销量格局：美的产能外移、份额下滑



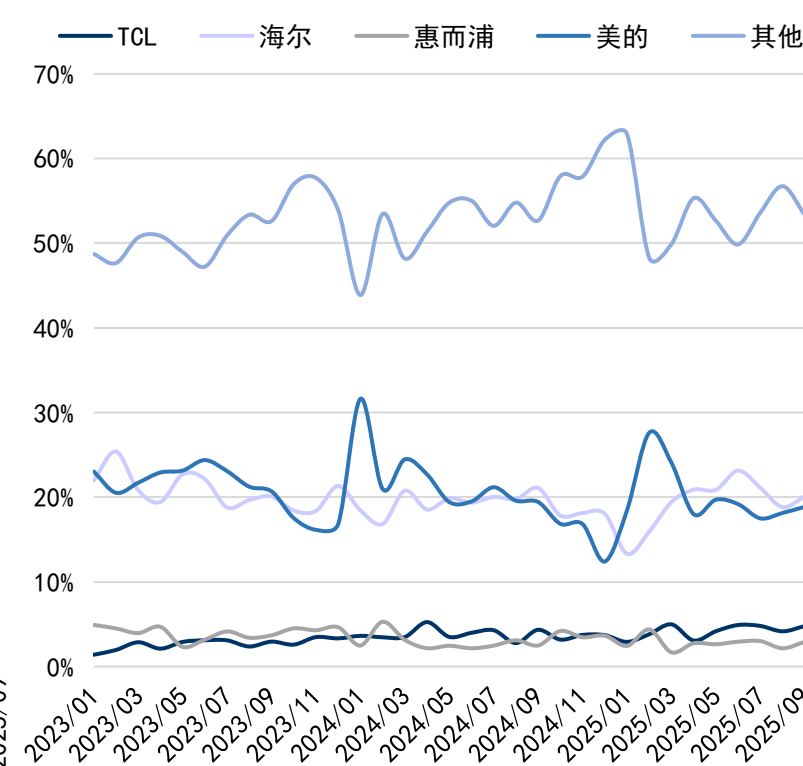
资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理

冰箱外销量格局：龙头奥马持续提升



资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理

洗衣机外销量格局相对稳定



资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理

04 | 投资建议及风险提示

投资建议：白电当前处于筑底阶段，抓住底部布局机遇期



- 通过复盘上一轮家电大规模政策刺激期间家电的股价表现，我们发现家电相对收益有望在销量同比增速最差的时间点触底，并随着降幅的收窄而有所反弹。随着销量增速逐步回正并实现一定幅度的正增长，家电有望取得明显正相对收益。在这期间，收入业绩增长稳健、市占率提升的家电头部企业股价涨幅明显更好。
- 2025Q4白电行业内外销在较高的基数下预计有所承压，但2026年基数压力有望逐季度好转。在此基础上，白电内外销降幅有望逐季度收窄，且随着海外需求好转、及自有品牌出海持续贡献增长动能，白电板块整体有望回到稳健正增长通道。白电龙头增长韧性充足，市占率不断提升，海外OBM业务持续贡献增量，有望实现好于行业的增长。当前白电板块估值处于底部、股息率可观，重点推荐白电龙头美的集团、海尔智家、TCL智家、格力电器、海信家电。

公司名称	股价	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB	投资评级
			2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	
美的集团	79.60	6131	5.03	5.84	6.43	15.8	13.6	12.4	2.77	优于大市
海尔智家	27.34	2407	2.00	2.27	2.53	13.7	12.0	10.8	2.14	优于大市
TCL智家	11.33	123	0.94	1.04	1.14	12.1	10.8	9.9	3.61	优于大市
格力电器	41.00	2297	5.75	5.98	6.28	7.1	6.9	6.5	1.59	优于大市
海信家电	27.22	360	2.42	2.56	2.82	11.3	10.6	9.7	2.23	优于大市

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

- **关税等进出口政策及国际贸易环境变化风险。**家电海外销售的比重不低，美国等是国内家电海外销售的重要市场之一，如果未来中美贸易关系出现恶化，导致关税政策出现重大调整或出台新的贸易限制政策，进而推高贸易壁垒和交易成本，则可能对家电出口业务及经营业绩造成一定的负面影响。
- **行业需求假设过于乐观的风险。**本文假设2026年国内家电需求逐季度修复、海外家电需求在降息的带动下出现回暖，这些假设主要系参考历史情况及其他品类推断而出，可能存在一定的误判，进而影响对行业发展的判断。
- **海外业务运营风险：**部分家电企业已在全球多地建立生产基地、研发中心和销售中心，海外收入占比逐年提升。海外市场受当地政治经济局势、法律体系和监管制度影响较多，上述因素发生重大变化，将对家电企业当地运营形成一定风险。
- **国内需求波动的风险。**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，进而影响行业规模的增加。
- **行业竞争加剧风险。**家电行业充分竞争、产品同质化较高，近年来行业集中呈现提升态势，但个别子行业因供需失衡形成的行业库存规模增加可能会导致价格战等风险。AI加持下，智能家电产品可能会因为产品同质化而导致价格竞争，从而影响盈利。
- **海外产品和渠道扩张不及预期的风险。**当前欧美为主的海外市场的产品结构、渠道结构与国内存在较大差别，若国内产品或品牌无法更好地适应海外消费者变化的需求，则可能出现销售增长不及预期的风险；渠道方面欧美消费者在线下的消费比例显著高于国内，且对传统零售商和传统龙头品牌具有较高依赖度，若国内品牌在与线下零售商的合作进度不及预期，则有可能影响份额提升的进度，进而使外销规模的增长不及预期。
- **新赛道拓展进度不及预期的风险。**家电企业进行新领域扩张需要经历前期研发、生产供应链和客户送样测试等积累，此过程一般所需时间维度较长，往往表现出前期投入较大但收入和盈利端短期无法体现正向贡献，若新领域的扩张速度不及预期则或导致公司整体的收入利润产生负向影响的风险。
- **汇率和政策风险。**若汇率存在较大的波动，则会导致相关外销领域的增速受到影响；而关税等贸易政策也会对相关外销领域产生影响，若主要出口国家关税提升则会造成行业整体盈利能力下行和产品竞争力减弱的风险。
- **原材料价格波动风险。**如果未来原材料价格出现大幅波动，可能导致行业的毛利率出现大幅波动，对行业的盈利能力造成不利影响。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032