

家电行业25年报&26Q1总结

—景气低位企稳，边际改善可期

分析师：王刚	执业编号：S1130524080001
分析师：赵中平	执业编号：S1130524050003
分析师：蔡润泽	执业编号：S1130525090001

2026/5/5

- **白电：高基数下需求筑底，有望迎来修复。**25Q4白电板块收入同比-6.7%，25全年收入同比+4.3%；25Q4利润同比-24.8%，25全年利润同比+2.8%；26Q1收入、利润单季度表现环比均有修复。25Q4承压主要受国补退坡影响，部分地区补贴资金阶段性暂停，叠加前期透支消费，单Q4出现较明显下滑；进入26年，新一轮国补政策及资金已落地，滞后需求得到释放，26Q1收窄至-0.8%。分公司看，白电公司26Q1利润增速环比25Q4均出现了明显的改善，主要得益于需求的触底回暖与基数压力的减缓。展望后续，25Q1是出口基数高点，随后基数压力明显放缓，预计出口增速迎来回升；内销方面，基数同样前高后低，下半年景气度回升确定性高。
- **黑电：结构升级驱动盈利改善，全球份额稳步提升。**25年：全球电视销量2.1亿台，同比持平，国内电视销量2763万台，同比-10.4%。国内海信表现好于大盘，TCL略弱于大盘；海外TCL势能明显更强，同比实现接近双位数销量增长。盈利端，结构优化拉动25年毛利率明显改善，海信、TCL盈利能力均有改善，主要系Mini LED出货占比提升及国内国补环境下竞争格局优化。26Q1：海信视像主营业务增长9.4%，TCL电子业绩预告中枢对应收入增速为15%，表现接近，预计国内、海外均实现了良好增长。格局方面，中资品牌全球份额持续提升，韩系在竞争下盈利承压，三星、LG电视部门OPM转负，26年预计份额继续下滑，中资有望在中高端市场拿下更多份额。
- **厨电：内需疲软+地产低迷影响下收入仍有所承压，但龙头或出现企稳迹象。**25Q4厨电板块收入同比-26.0%，26Q1降幅环比收窄。至分公司来看，传统厨电龙头企业已有企稳迹象，老板、华帝、万和电气26Q1收入下滑环比显著收窄，日出东方实现单季度17%的增长。
- **小家电：内需疲软，出口表现相对更优。**25Q4小家电板块收入同比+4.1%、26Q1收入+4.0%，主要得益于欧圣、石头科技、德昌、科沃斯等出口业务增长拉动，其中石头、欧圣期间分别实现34%/23%、15%/28%的收入增长；利润表现弱于收入，预计主要系原材料价格处于高位、汇兑损失扩大等因素影响。
- 本周景气度方面，白电略有承压，黑电略有承压，厨电底部企稳，扫地机略有承压。
- **投资建议：**1) 内销格局优化、出海份额持续提升的黑电龙头，推荐海信视像、TCL电子。2) 经营韧性突出、蓄水池深厚、分红有望提升的白电龙头，推荐美的集团、海尔智家，建议关注海信家电。3) 看好成长性突出&国产品牌全球竞争显著占优的科技消费，推荐影石创新、绿联科技、石头科技，建议关注科沃斯。
- **风险提示：**海内外需求波动的风险、原材料价格波动风险、行业竞争加剧、汇率波动风险、关税风险

目录

01

家电板块：韧性较好，期待修复

02

白电：高基数下需求筑底，有望迎来修复

03

黑电：结构提升+出海拉动增长

04

厨电&小电：需求筑底，利润承压

05

投资建议

06

风险提示

01 家电板块：韧性较好，期待修复

家电板块：国补拉动营收增长，利润表现稳健

- 家电板块25年累计收入/归母净利润同比分别+3.5%/-6.7%，26Q1单季度收入/归母净利润同比分别-0.2%/-8.0%。
- 营收端，25年国补刺激下，家电收入端实现稳健增长，26Q1受国补透支影响+海外出货高基数影响增速环比略降。利润端，受到大宗原材料价格走高影响，25年、26Q1盈利水平同比有所降低，25年板块净利率7.2%，同比-0.7pct，26Q1板块净利率7.5%，同比-0.7pct。

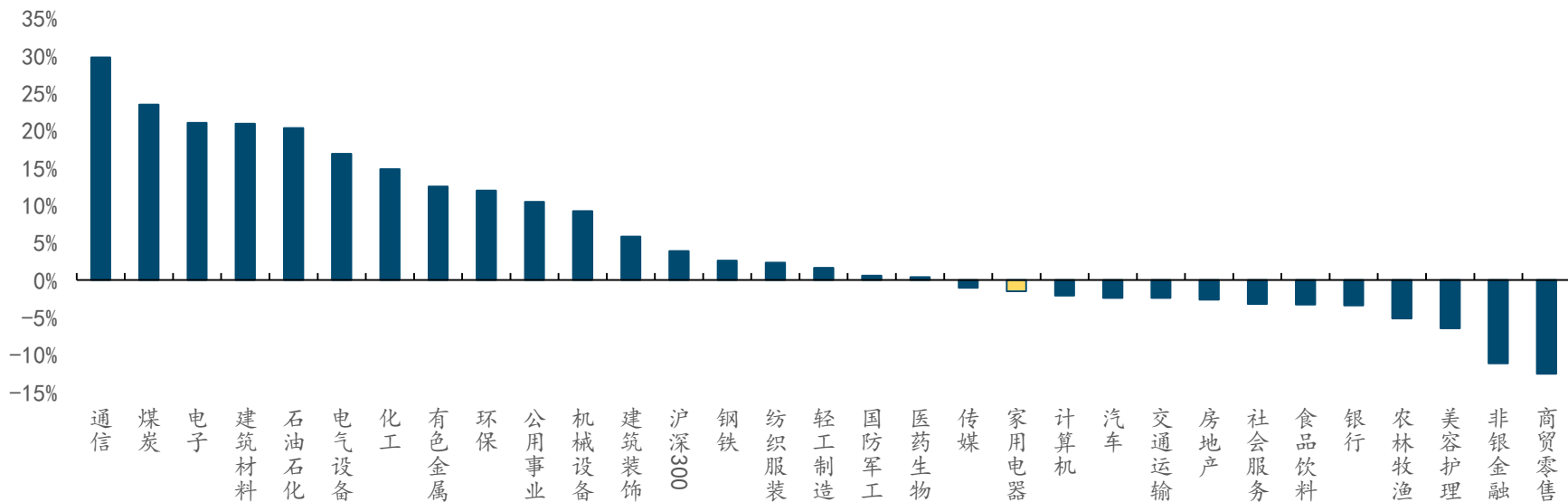
图：家电板块25年、26Q1财务表现

	年度			单季度		
指标	2023FY	2024FY	2025FY	2024Q1	2025Q1	2026Q1
营收yoy	7.3%	4.7%	3.5%	8.4%	12.8%	-0.2%
归母净利润yoy	14.0%	6.8%	-6.7%	10.5%	25.3%	-8.0%
毛利率	26.0%	24.6%	24.5%	25.2%	23.6%	23.5%
销售费用率	10.0%	8.6%	8.7%	9.4%	8.2%	7.9%
净利率	7.7%	7.9%	7.2%	7.4%	8.2%	7.5%
经营净现金流yoy	52.2%	-19.3%	6.4%	-52.3%	121.0%	-22.4%

家电板块：关税扰动、国补退坡等因素影响下情绪低迷

■ 截至2026年4月30日，申万家用电器行业指数年累计收益率-1.5%，相对沪深300指数跑输5.4%，涨跌幅位居所有申万一级行业第19，主要系国补效果减弱、需求疲软、大宗成本高位等因素影响。

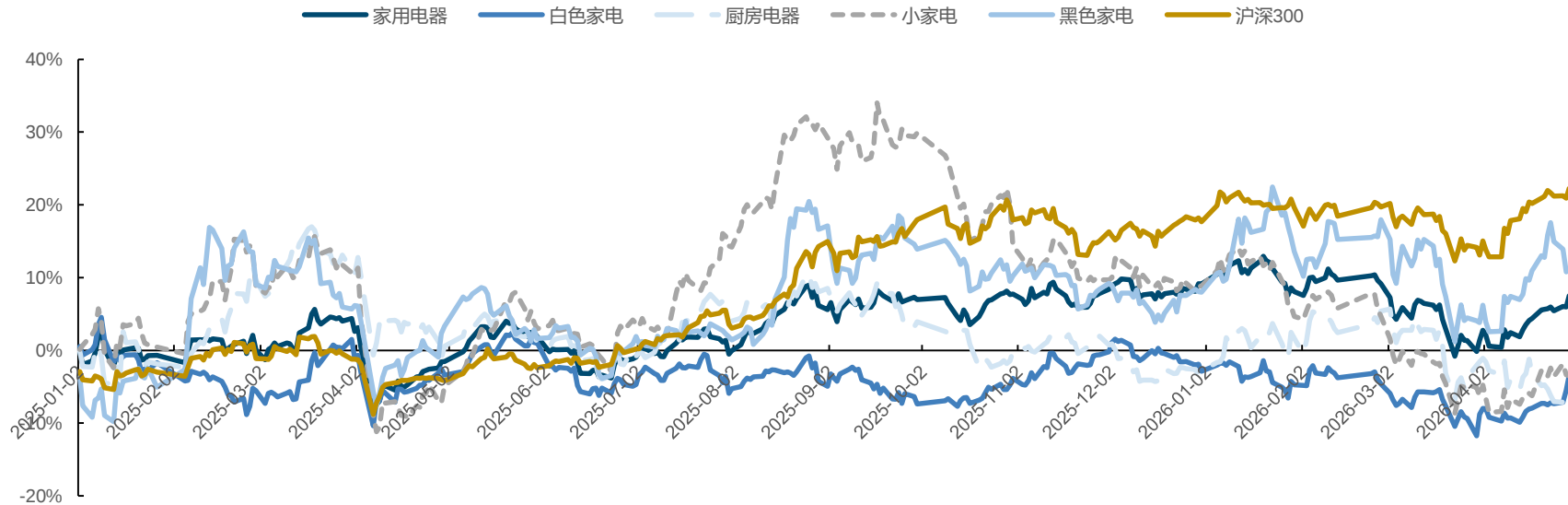
图：家电板块2026年累计收益率为-1.5%



细分板块中，黑电表现最好，小家电相对承压

■ 26年以来，各子板块涨跌幅由高至低排序：黑电+3.0%、白电-0.6%、厨电-4.9%、小家电-11.3%。

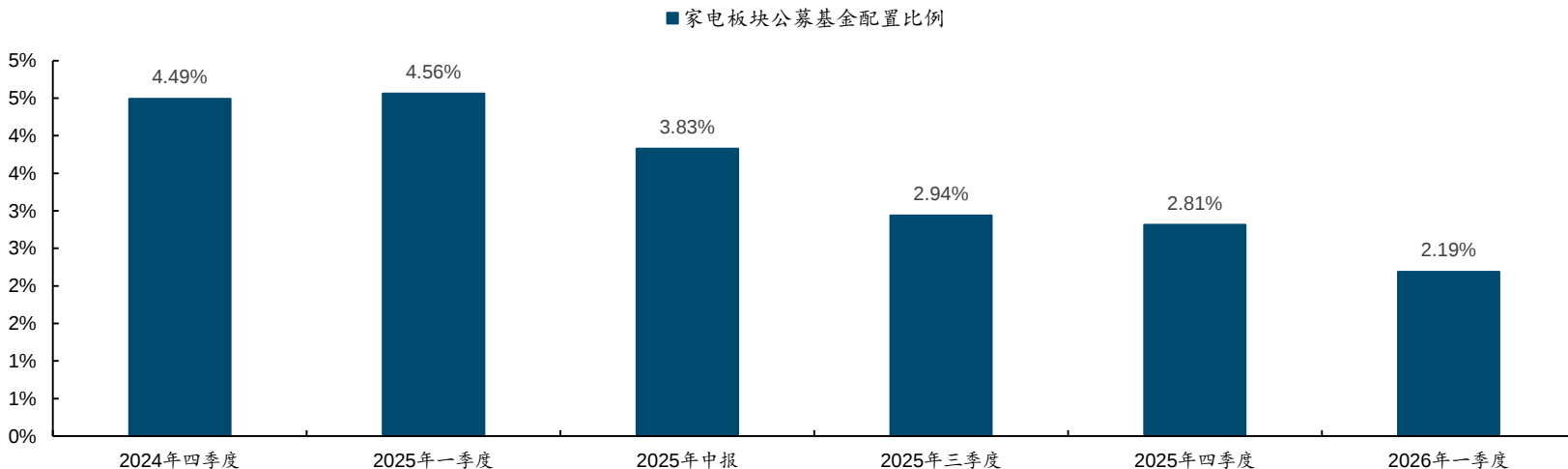
图：25年至今细分板块涨幅



资金面表现：公募持仓低位，情绪有望迎来修复

- 25H2以来公募基金家电板块配置比例持续下降，主要系家电国补退坡、透支影响下需求疲软，但随着出货基数逐步走弱，家电出货增速有望回温，情绪有望迎来修复。

图：26Q1家电板块公募基金配置比例为2.2%

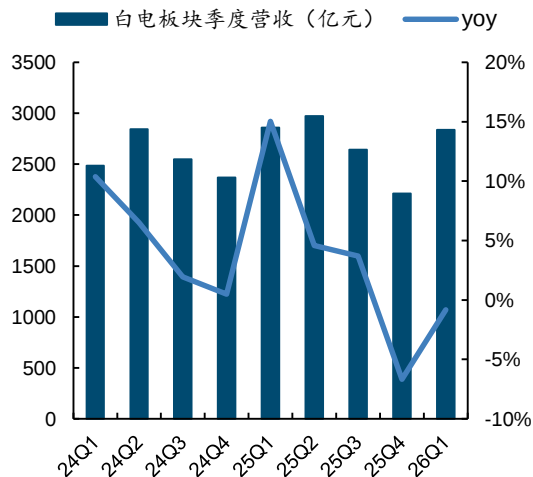


02 白电：高基数下需求筑底，有望 迎来修复

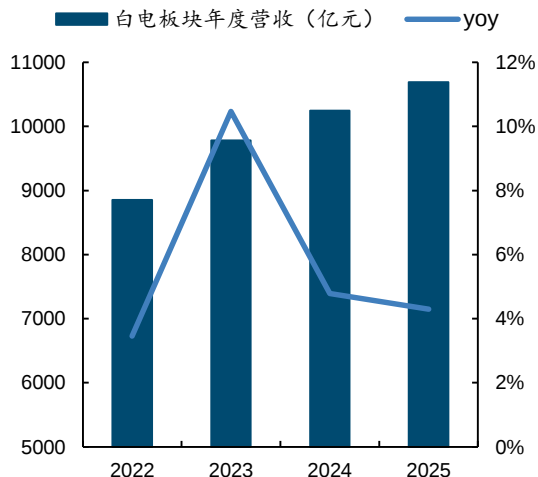
白电回顾：25Q4承压较重，26Q1明显修复

- 25Q4白电板块收入同比-6.7%，前三季度分别为+16.4%、+5.9%、+5.1%，25全年收入同比+4.3%，增速同比略有放缓；26Q1下滑收窄至-0.8%。
- 25Q4承压主要受国补退坡影响，26Q1已进入修复阶段：25Q4受补贴资金消耗过快影响，部分地区国补政策阶段性暂停。在政策调整的背景下，部分消费者选择观望政策后续的落地情况，叠加前期存在部分透支消费，单Q4出现较明显的下滑。进入26年，新一轮国补政策及资金已落地，此前滞后的消费需求得到释放，26Q1白电板块收入基本持平同期。
- 分公司来看，26Q1整体呈现出收入环比改善的态势，其中格力、TCL智家增速转正，海信、长虹美菱下滑大幅收窄，美的受同期高基数影响收入增速环比略降，海尔则受到北美极端天气影响单季度收入下滑。

图：白电板块分季度营业收入及增速



图：白电板块年度营业收入及增速



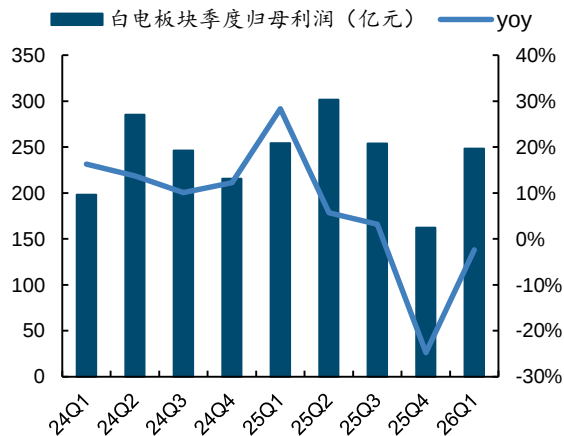
图：白电公司分季度收入增速表现

营收yoy	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
美的集团	20.6%	11.0%	9.9%	5.7%	2.5%
海尔智家	10.1%	10.4%	9.5%	-6.7%	-6.9%
格力电器	13.8%	-12.1%	-15.1%	-21.5%	3.5%
海信家电	5.8%	-2.6%	1.2%	-26.0%	-7.2%
长虹美菱	23.8%	18.8%	-6.3%	-13.9%	-0.5%
TCL智家	9.6%	2.4%	-2.3%	-5.2%	6.2%

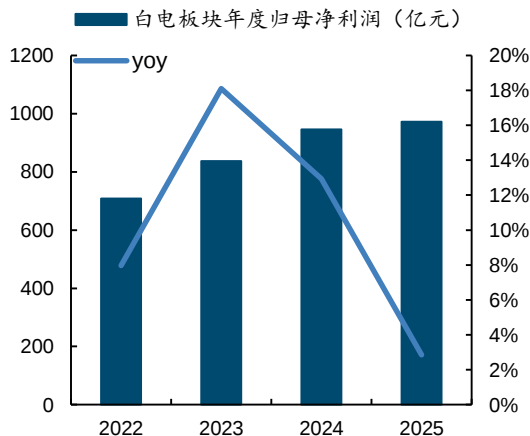
白电回顾：25Q4承压较重，26Q1明显修复

- 25Q4白电板块利润同比-24.8%，前三季度分别为+28.3%、+5.7%、+3.2%，25全年利润同比+2.8%，较去年同期增速明显下降；26Q1下滑收窄至-2.4%。
- 25Q4利润承压主要系需求疲软+大宗高位影响：从全年维度看，前三季度国补整体拉升了出货结构，同时企业普遍推行的降本增效策略对大宗影响也形成了一定的对冲，白电板块全年利润实现了微增。单季度看，25下半年以来以铜为代表的大宗原材料出现比较明显的上行，原材料成本压力加大+透支+基数压力下，25Q4利润增长出现一定承压态势，但进入26Q1有所恢复。
- 分公司看，白电公司26Q1利润增速环比25Q4均出现了明显的改善，主要得益于需求的触底回暖与基数压力的减缓，其中美的、格力、TCL智家在同期高基数下实现了正增长。

图：白电板块分季度归母净利润及增速



图：白电板块年度归母净利润及增速



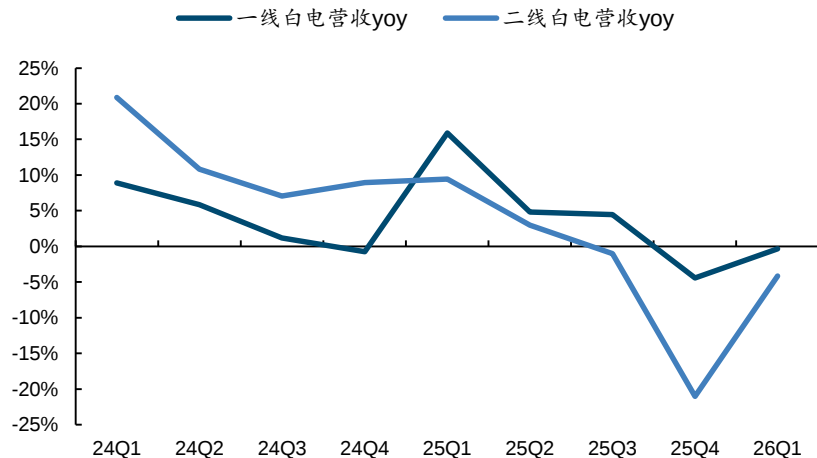
图：白电公司分季度归母利润增速表现

利润yoy	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
美的集团	38.0%	15.1%	8.9%	-11.3%	2.0%
海尔智家	15.0%	15.9%	12.8%	-39.2%	-15.2%
格力电器	26.3%	-10.1%	-9.9%	-26.2%	3.0%
海信家电	14.9%	-8.3%	-5.4%	-32.5%	-8.2%
长虹美菱	16.8%	-9.2%	-38.3%	-146.2%	-61.3%
TCL智家	34.0%	0.8%	27.5%	-24.8%	1.6%

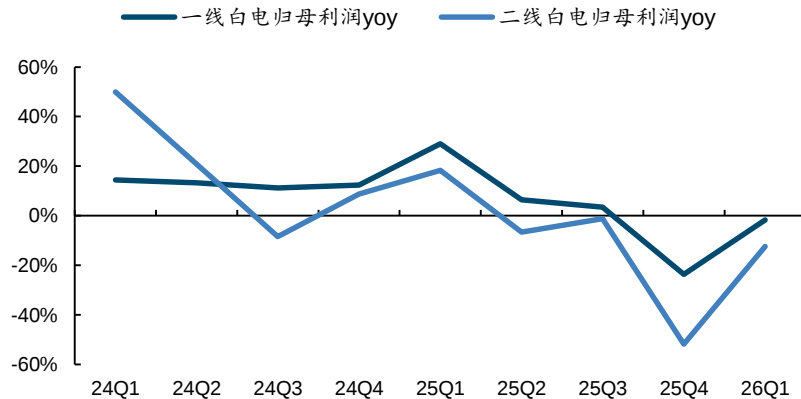
一二线表现差异：国补以来一线龙头增速更快，25Q4剪刀差扩大

- 国补政策以来龙头企业更为受益，一线白电收入、利润表现均更稳健。国补政策更利好龙头品牌，龙头品牌凭借更密集、更深化的线下渠道承接更多的国补红利。以24Q4为分界，一线白电与二线白电企业之间的收入增速出现分化，25年以来一线龙头增速持续快于二线，25Q4在需求承压阶段剪刀差则进一步走阔。

图：国补以来一线白电表现反超二线，25Q4优势进一步拉大



图：从利润端看，一线白电的稳定性大幅优于二线



盈利能力表现：25Q4承压筑底，企业表现分化

- 季度来看，美的、格力25Q4、26Q1毛利端表现较好，海尔25Q4毛利率下滑较多，主要系其北美敞口较大、关税带来的摩擦成本较高，及25Q4国补退坡下对卡萨帝等高端品牌的冲击更为明显。二线企业中海信家电、TCL智家表现较好，其中海信预计得益于SKU精简、家空&央空部门协同加强等，TCL智家预计受益于风冷等高端产品出货提升。整体来看，白电企业25Q4、26Q1净利率端表现略弱于毛利率，预计主要系收入承压下期间费用率提升所致。
- 年度来看，多数白电企业25年实现了毛利率的同比提升，预计主要得益于前三季度国补拉动+企业积极推进制造端降本增效措施；净利率表现分化，美的、TCL智家同比提升，格力、海信同比持平，海尔、长虹美菱同比下降。

图：白电企业毛利率变动情况

毛利率 yoy	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	2023	2024	2025
美的集团	-1.0%	-0.4%	1.1%	0.5%	0.1%	1.4%	0.7%	0.0%
海尔智家	0.1%	0.1%	0.1%	-5.1%	-0.1%	0.2%	0.3%	-1.2%
格力电器	-1.4%	-0.6%	-0.2%	5.0%	0.0%	3.3%	0.0%	0.3%
海信家电	0.3%	1.1%	0.2%	0.8%	0.2%	0.5%	-0.4%	0.5%
长虹美菱	-1.1%	0.1%	0.0%	-2.0%	-2.3%	-0.4%	-2.2%	-0.7%
TCL智家	2.5%	-1.0%	3.3%	4.5%	2.6%	3.5%	-0.4%	2.2%

图：白电企业归母净利率变动情况

净利率 yoy	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	2023	2024	2025
美的集团	1.2%	0.4%	-0.1%	-1.2%	0.0%	0.5%	0.4%	0.2%
海尔智家	0.3%	0.4%	0.2%	-1.7%	-0.6%	0.0%	0.5%	-0.1%
格力电器	1.4%	0.3%	1.0%	-1.5%	-0.1%	1.3%	2.8%	0.0%
海信家电	0.4%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.1%	1.4%	0.3%	0.0%
长虹美菱	-0.1%	-0.7%	-0.5%	-4.5%	-1.5%	1.8%	-0.6%	-1.1%
TCL智家	1.2%	-0.1%	1.6%	-0.9%	-0.3%	1.5%	0.4%	0.5%

内外销表现差异：白电企业海外增速均好于国内

- 分区域对比来看，25年白电企业外销增速均好于内销。
- 一线中美的内外销表现均优于海尔，预计主要系1) 美的toB业务快速增长拉动，2) 海尔北美敞口较大，受到关税及北美需求疲软的影响更大；格力预计主要受到业务结构相对单一影响，25年空调需求有所波动。二线中海信国内收入下滑，预计主要受到1) 与地产需求紧密挂钩的中央空调装修板块拖累较大，2) 集团内部进行SKU精简，部分低利润率产品线撤出的阶段性影响。

图：2022-2025白电企业出口增速对比

海外增速	2022	2023	2024	2025
美的集团	3.6%	5.8%	12.0%	15.9%
海尔智家	9.9%	7.6%	5.3%	8.1%
格力电器	3.3%	7.0%	13.2%	-2.9%
海信家电	7.4%	12.3%	27.6%	6.4%
长虹美菱	7.4%	46.8%	35.1%	10.7%

图：2022-2025白电企业内销增速对比

国内增速	2022	2023	2024	2025
美的集团	-1.1%	9.9%	7.7%	9.4%
海尔智家	4.0%	7.1%	13.7%	3.1%
格力电器	6.2%	15.2%	-5.4%	-10.7%
海信家电	13.4%	15.0%	-2.1%	-5.4%
长虹美菱	18.8%	12.0%	10.1%	3.9%

资料来源：Wind，国金证券研究所

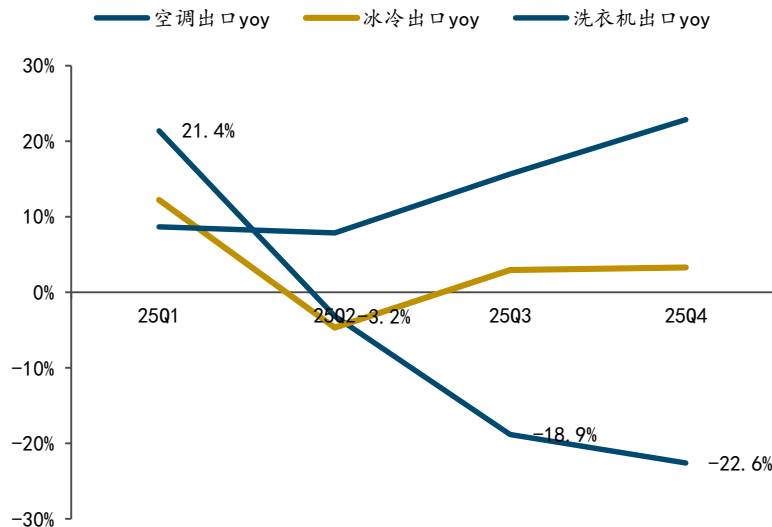
如何展望出口？基数逐步回落，欧洲+新兴的需求高景气存在预期差

- 从总体数据上看，受到北美关税影响，全年白电出口数量有所下滑，据海关总署，25年家电出口20367万台，同比-4.6%。但考虑到22年、23年白电出口分别实现了29.6%、11.6%的增长，**高基数+关税扰动下25年家电出口实际上表现不错。**
- 分区域来看，北美是下滑的主要原因，25年白电出口至北美的数量同比-6.7%；欧洲增长5.3%，绝对增速虽不突出，但考虑到在22年、23年已连续实现20%以上增长，欧洲表现实际相当亮眼。新兴虽然整体下滑6.7%，但细拆来看主要是异常天气扰动下空调的下滑为主，冰洗分别实现19.1%、13.0%的增长。**展望后续，25Q1是去年出口基数高点，随后基数压力明显放缓，预计出口增速迎来回升。**

图：高基数下欧洲、新兴出口数据依然不乏结构性亮眼表现

单位：万台	2022	2023	2024	2025	25年yoy	22-25 CAGR
欧洲合计	3521	4322	5517	5808	5.3%	18.2%
空	1220	1155	1597	1723	7.9%	12.2%
冰	1665	2164	2701	2623	-2.9%	16.4%
洗	636	1003	1219	1461	19.9%	32.0%
北美合计	2863	2480	2826	2422	-14.3%	-5.4%
空	1060	612	729	790	8.3%	-9.3%
冰	1678	1672	1874	1431	-23.6%	-5.2%
洗	125	196	222	201	-9.6%	17.1%
新兴合计	8379	12328	13003	12138	-6.7%	13.1%
空	3836	6461	6121	4111	-32.8%	2.3%
冰	2679	3424	4082	4862	19.1%	22.0%
洗	1864	2443	2801	3165	13.0%	19.3%
整体合计	14763	19131	21346	20367	-4.6%	11.3%
空	6117	8228	8447	6624	-21.6%	2.7%
冰	6022	7260	8657	8916	3.0%	14.0%
洗	2625	3642	4241	4827	13.8%	22.5%

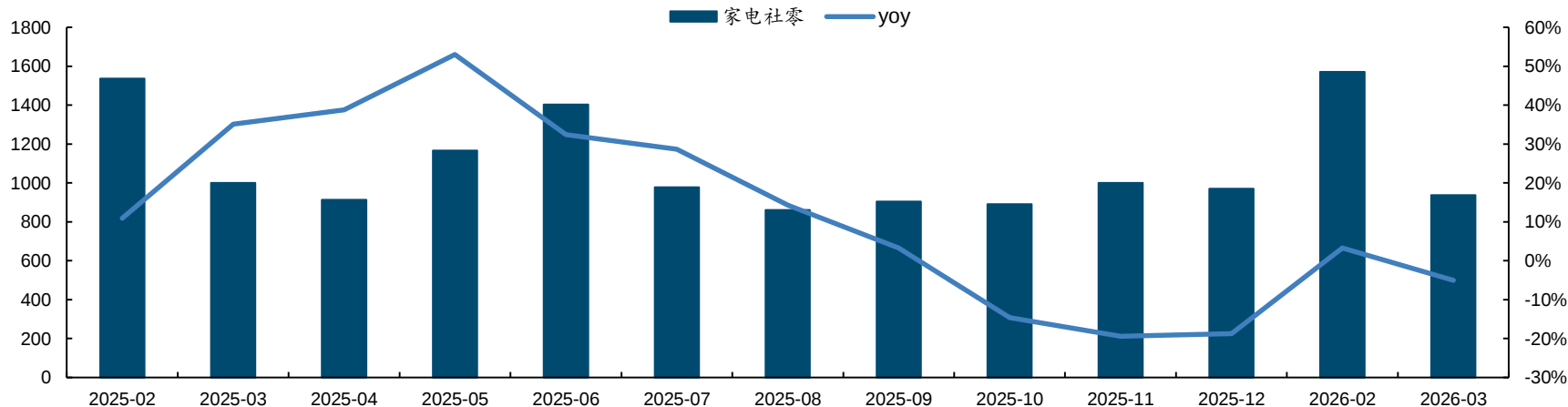
图：25Q1是出口基数最高的阶段，后续逐步走低



如何展望内销？基数前高后低，下半年景气度回升的确定性高

- **25年内销上下半年需求差异较大。**25年上半年在国补政策刺激+旺季销售的双重催化下，家电社零快速增长，25H1累计增速34%；下半年受到需求透支+退坡影响，社零规模环比收窄，25Q3、25Q4同比分别+19.8%、-13.9%。
- **26年预计在基数压力放缓后内需景气度将会迎来回升。**受2025Q1国补带来的高基数影响，2026Q1家电零售同比承压，预计Q2基数压力仍存，下半年起随着基数回落及政策托底，行业景气度有望回升。

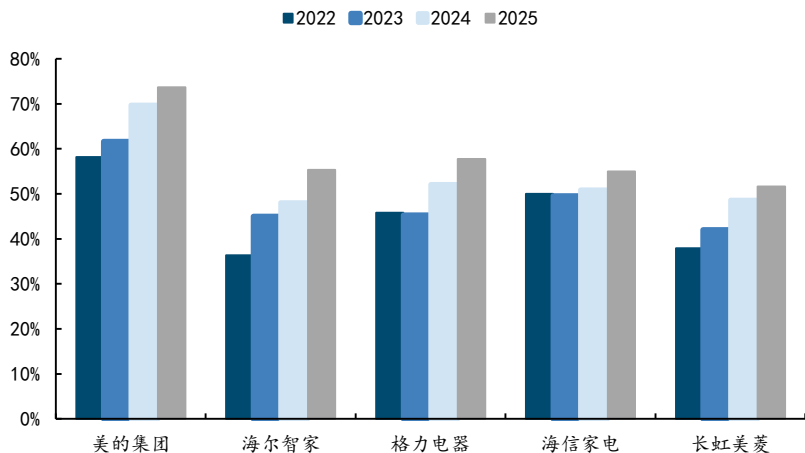
图：25年内销基数前高后低，下半年增长有望提速（单位：亿元）



估值低位+分红提升潜力足，随着景气度回升有望迎来修复

- **估值安全垫充足。**白电板块估值处于历史低位，5年期PE-TTM估值水位在24.64%，显著低于历史均值。
- **分红率提升潜力足。**一方面，22年以来白电企业分红水平不断提升，25年美的分红率提升至73%，26年宣布65-130亿回购计划，海尔宣布未来三年分红提升计划，26-28年分红不低于58%、60%、60%。未来看，白电龙头盈利表现稳健、抗风险能力强、现金流质量高，有进一步提升分红的潜力，低估值+红利属性的防御属性突出。

图：白电龙头分红率不断提升，25年美的分红率达73%



图：白电企业资本开支占经营现金流的比例

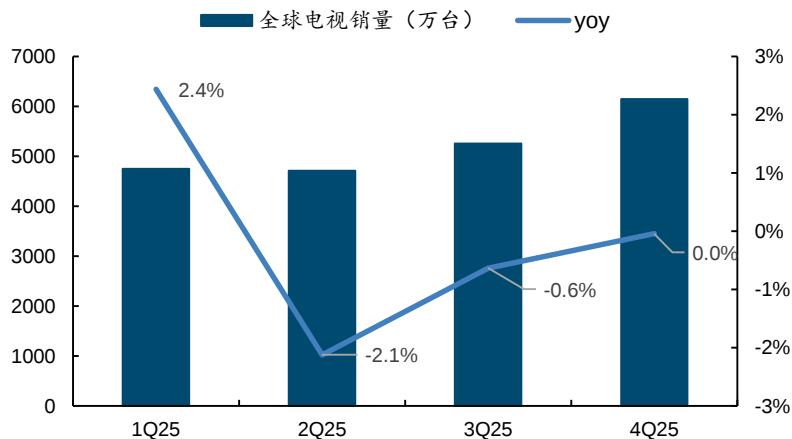
资本开支占 OCF比例	2020	2021	2022	2023	2024	2025
美的集团	16%	19%	21%	11%	13%	21%
海尔智家	44%	32%	41%	39%	38%	34%
格力电器	24%	302%	21%	10%	11%	4%
海信家电	10%	26%	22%	9%	27%	36%
长虹美菱	26%	163%	19%	13%	8%	50%

03 黑电：结构提升+出海拉动增长

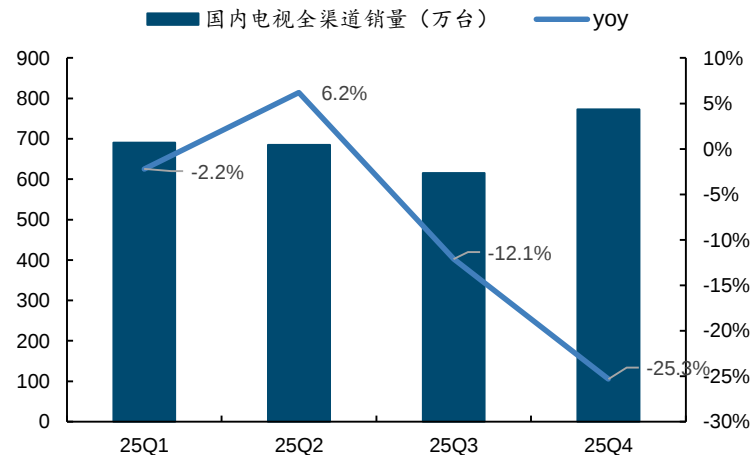
黑电回顾：25年全球电视销量持平，国内下滑

- 25年全球电视销量持平。据Omdia数据，25年全球电视销量2.1亿台，同比-0.1%，Q1是增速基数高点，同比+2.4%，Q2是增速基数低点，同比-2.1%，下半年表现基本持平。
- 25年国内电视销量同比下滑。据奥维推总数据，25年国内电视全渠道销量2763万台，同比-10.4%，销额同比-7.3%。上下半年分化比较明显，25Q2在国补+618的刺激下是季度销量的高点，25H2受到国补退坡的影响销量出现显著下滑。

图：25年全球电视分季度销售量及同比



图：25年国内电视全渠道分季度销售量及同比



黑电龙头公司对比：海信国内表现更优，TCL海外势能强劲

- 25年：
 - 国内：海信表现好于大盘，TCL略弱于大盘，海信均价表现优于TCL。根据我们的拆解，25年海信、TCL国内出货量均下滑10%左右，与国内大盘表现类似，但海信作为国内的龙一品牌更受益于国补政策，上半年均价提升幅度较大，带动全年均价中个位数提升，因此销额维度表现优于TCL。
 - 海外：25年TCL海外势能明显更强。25年海信海外出货量同比略增比实现接近双位数的销量增长，出货高增长主要得益于1) 欧洲渠道突破后的铺货拉动，2) 新兴市场线上、线下双轨推进，成功开拓重点渠道。
- 26Q1：26年一季度海信视像主营业务增长9.4%，TCL电子业绩预告中枢对应收入增速为15%，两家龙头公司表现接近，预计国内、海外均实现了良好增长。

图：海信视像、TCL电子电视业务国内表现对比

国内	25H1	25H2	25FY
海信收入 yoy	14%	-18%	-6%
销量yoy	2%	-20%	-10%
均价yoy	11%	3%	5%
TCL收入yoy	5%	-21%	-10%
销量yoy	3%	-18%	-9%
均价yoy	1%	-3%	0%

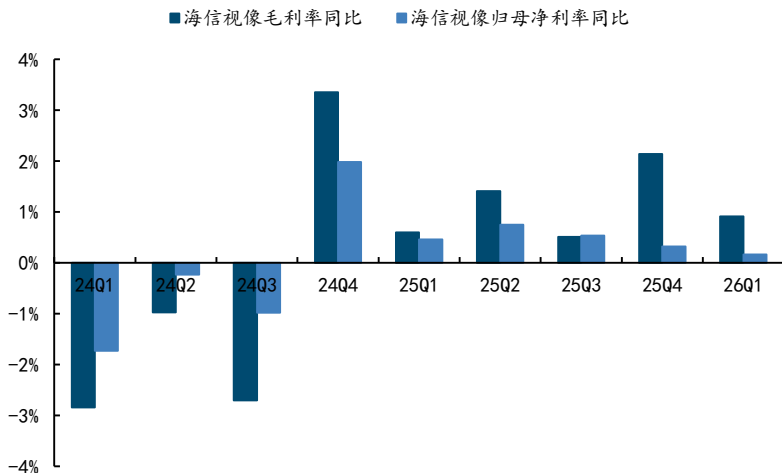
图：海信视像、TCL电子电视业务海外表现对比

海外	25H1	25H2	25FY
海信收入 yoy	-1%	-2%	-2%
销量yoy	-2%	3%	1%
均价yoy	1%	-6%	-3%
TCL收入yoy	12%	21%	16%
销量yoy	9%	8%	8%
均价yoy	3%	12%	7%

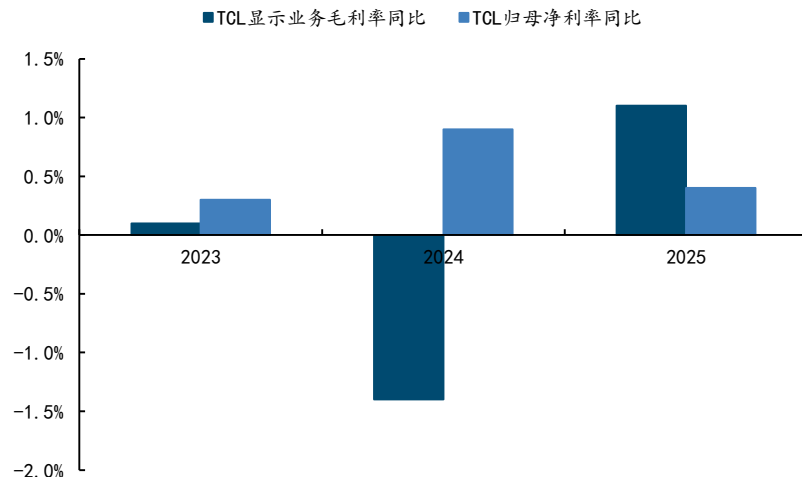
盈利表现对比：结构优化拉动毛利率明显改善

- **25年两家黑电龙头盈利能力同比均实现较好的提升。**其中海信连续五个季度实现了毛利率的提升，TCL则23-25年实现了归母净利率的连续提升，主要系1) Mini LED出货占比提升带动盈利能力改善，2) 国内市场在国补环境下利好龙头，竞争格局改善。
- **26Q1：盈利能力延续改善趋势。**26Q1海信视像毛利率、归母净利率同比分别+0.9pct、+0.2pct，延续改善趋势；根据TCL电子披露的业绩预告中枢计算，26Q1TCL电子归母净利率为1.3%，同比提成0.7pct。

图：2025年海信视像盈利同比提升



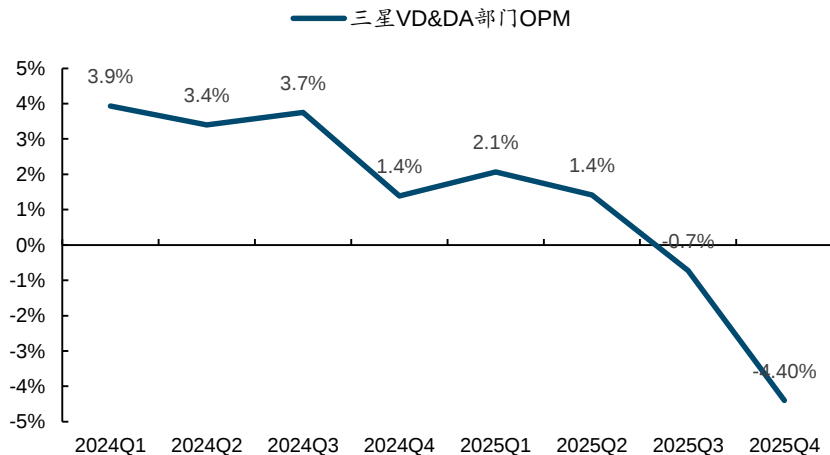
图：2025年TCL电子盈利能力同比提升



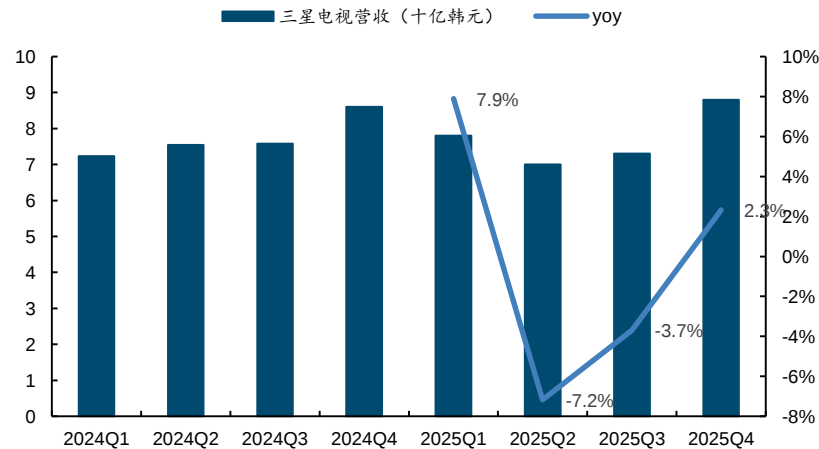
韩系25年表现如何？中资竞争下，三星、LG电视部门盈利承压

- 三星：25年Q3电视部门盈利转负、25Q4降价效果不理想，盈利进一步恶化。25Q3三星VD&DA部门OPM转负至-0.7%（同比-4.3pct，环比-2.1pct），25Q4三星加强促销策略，但收入提振效果并不理想，Q4同比仅增长2.3%，但利润侵蚀严重，三星VD&DA部门OPM进一步下探至-4.1%。

图：三星电视所在部门Q3 OPM转负、Q4压力进一步增大



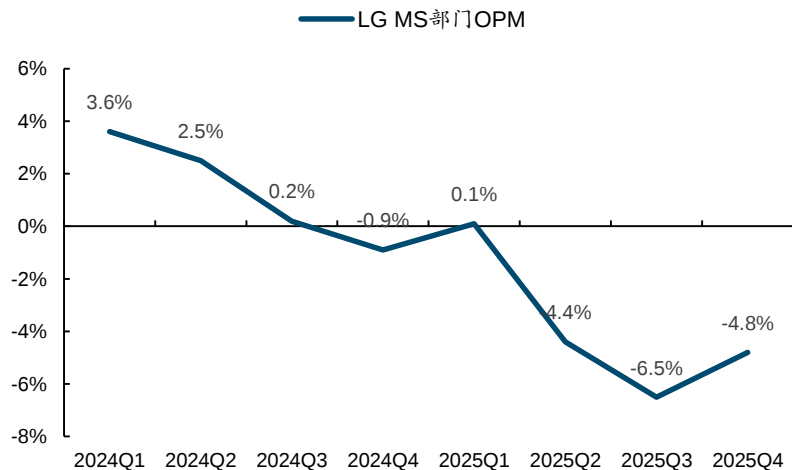
图：三星电视Q4的降价策略效果不佳，收入同比仅+2.3%



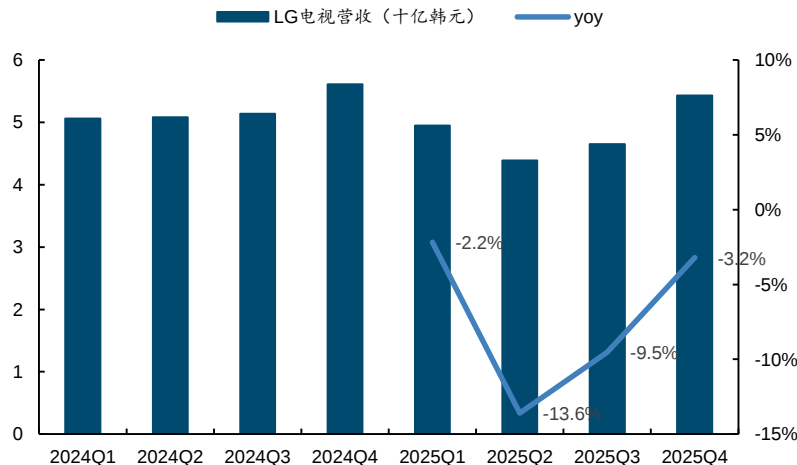
韩系25年表现如何？中资竞争下，三星、LG电视部门盈利承压

- **LG：Q2起盈利能力大幅恶化。**LG MS部门OPM降至-6.5%（同比-6.7pct，环比-2.1pct），25Q4韩系在北美黑五期间价格策略激进，导致三星VD&DA部门OPM进一步下探至-4.1%，LG在裁员费用较同期大幅减少的情况下OPM依然持续承压。收入端持续承压，全年电视所在部门的收入下滑7%。

图：LG电视所在部门Q2起盈利能力大幅恶化



图：LG电视25年季度收入持续下滑



资料来源：LG电子公告，国金证券研究所

26年三星策略：抓住体育赛事窗口期+基于AI打造差异化体验来破局

■ 三星策略：

- 1) 从需求看，北美体育赛事是关键窗口：三星强调26年要紧抓体育赛事带来的换机窗口期。
- 2) 从技术路线上看，通过Micro LED等产品实现利润修复：26Q1三星提及通过Micro LED等新产品线，加强收入增长、强化盈利能力。
- 3) 从竞争的角度看，不再强调价格策略，转向基于AI带来的消费者差异化体验：26年最新的策略中不再强调通过中低端产品的布局增强收入，转为重点发力AI，以实现差异化的消费者体验而破局。

图：三星在25Q4的展望中更强调通过差异化、新产品实现利润修复

	25年三季报表述	25年四季报表述
26年展望一：	通过Micro LED等创新产品，强化高端市场领导地位	基于AI打造差异化的消费者体验，强化市场领导地位
26年展望二：	扩大中低端产品的销售以实现收入增长	通过体育赛事带来的换机窗口期实现收入增长
针对下季度的展望	25Q4:通过对高端电视、大尺寸电视的促销实现收入增长	26Q1：通过如Micro LED等新产品线实现收入增长及盈利恢复

26年LG策略：强调通过成本端、运营端效率提升实现盈利修复

■ LG策略：

- 1) 从需求看，体育赛事有积极影响，但存储等涨价会压制需求：LG预计26全年电视需求持平略增。
- 2) 从技术路线上看，预计LG仍然会以OLED为主要抓手：LG在26年展望中强调在产品上提供更好的消费者价值。
- 3) 从竞争的角度看，LG强调26年在成本端向中资对齐：LG计划确保其产品成本达到与中国厂商可比，并提升运营效率，来改善盈利能力。

图：LG在26年展望中强调加大降本成效措施

25 LG年报中MS部门展望

26年市场展望：

冬奥会、世界杯等体育赛事预计将对需求产生正面拉动。但由于宏观经济不确定性仍在持续，且元器件（如内存）价格上涨已传导至产品价格，预计需求将与去年持平或仅实现温和增长

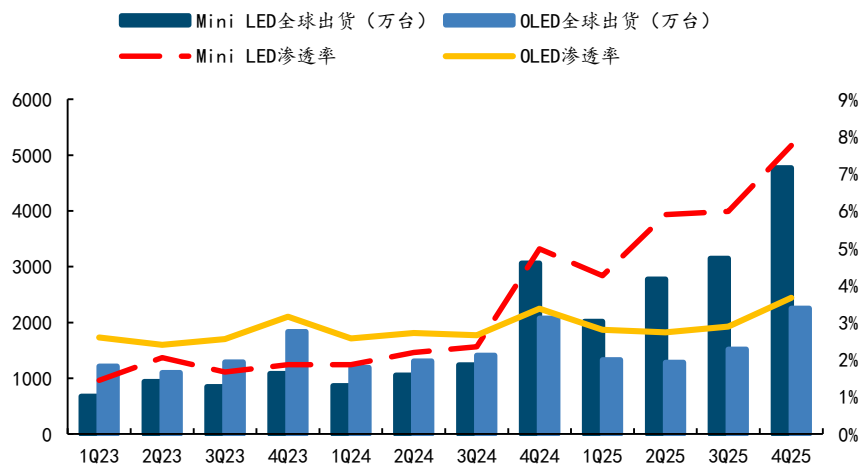
26年公司展望：

通过持续努力为客户创造更大价值，进而提升产品竞争力，推动销售增长。同时，我们计划通过打造与中国厂商相当的成本竞争力，并提升运营效率，来改善盈利能力。此外，我们还计划通过强化 webOS 平台和 B2B 业务的竞争力来创造新需求，从而引领市场。

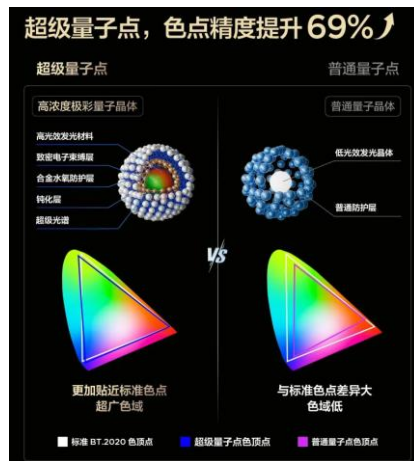
25年技术路线有何变化？Mini技术迭代+加速放量，抢占更多高端份额

- **25年Mini LED出货量优势较OLED进一步放大。**据OMDIA，25年全球Mini LED的出货量渗透率已经达到6%，同比实现翻倍，同期OLED全球渗透率3%，同比持平。长期来看，Mini LED能够在性能与成本上做到更好的平衡，高端Mini LED显示效果不输OLED，在大尺寸产品上质价比优势进一步扩大，中长期看Mini LED的成长性远远大于OLED，在中高端电视市场的渗透率预计将保持快速提升。
- **TCL、海信是Mini LED赛道的龙头，全球份额领先，引领高端技术迭代，未来优势有望进一步扩大。**25年TCL Mini LED电视全球出货同比+118%，其中国内出货增长33.6%，海外增长228%，全球出货量市占率达到31.1%，稳居全球第一；海信25年海外Mini LED出货量同比增长超过26%，欧洲Mini LED出货增长超过45%，日本、东盟Mini LED出货增长翻倍。

图：25年Mini LED较OLED的出货优势进一步放大



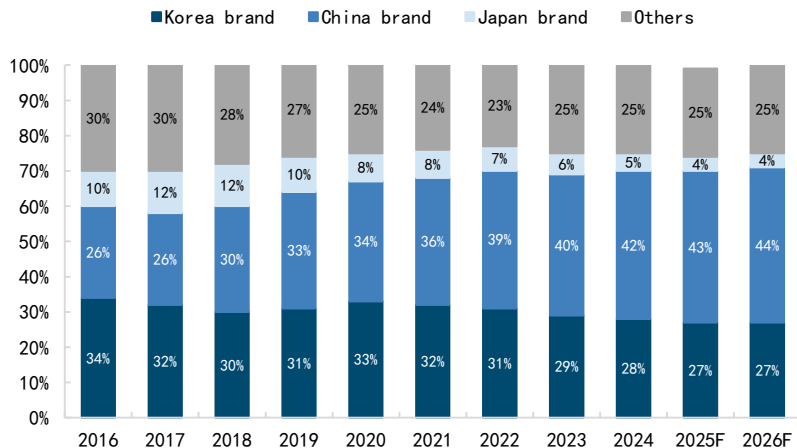
图：TCL、海信分别推出SQD、RGB Mini LED技术新路线



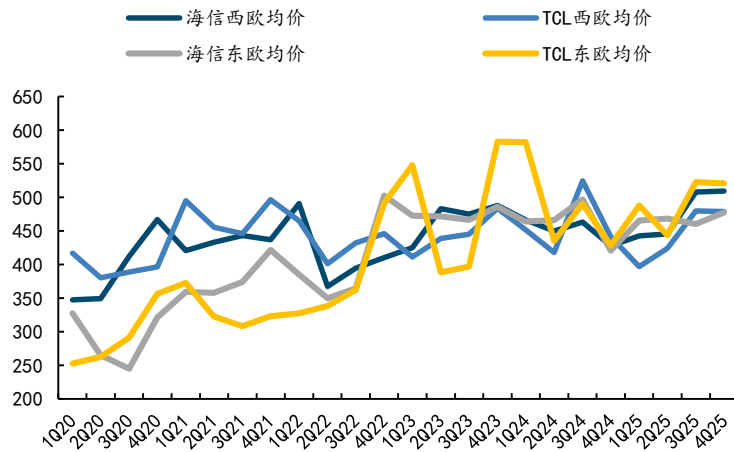
后续怎么看海外？格局加速演化，中进韩退

- **判断一：韩系份额预计会进一步萎缩。**2015-2025年，以TCL、海信为代表的中资品牌全球电视出货量份额由20%+提升至40%以上，实现跨越式提升。但出货结构尚存短板，2024年三星+LG销量份额虽降至30%以下。韩系退出LCD面板产业后，电视份额加速下滑，25年亏损较多，26年或注重利润修复，预计26年份额将继续下滑。
- **判断二：中资在中高端市场拿下更多份额，均价有望进一步抬升。**2024年以来，韩系在全球电视的高端市场的出货额出现明显下滑，而TCL+海信份额则实现了明显提升，带动中资均价提升，25年Mini LED已经展现出较强的潜力，预计26年渗透率会进一步上升，带动中资均价中枢提升。

图：2015-2025年期间全球电视品牌份额变化



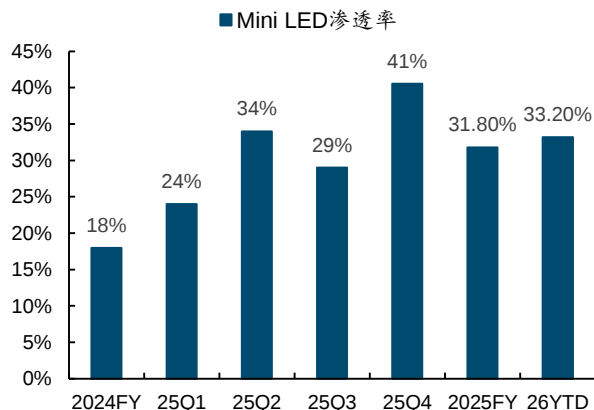
图：2020年以来中资在欧洲的均价实现跨越式提升



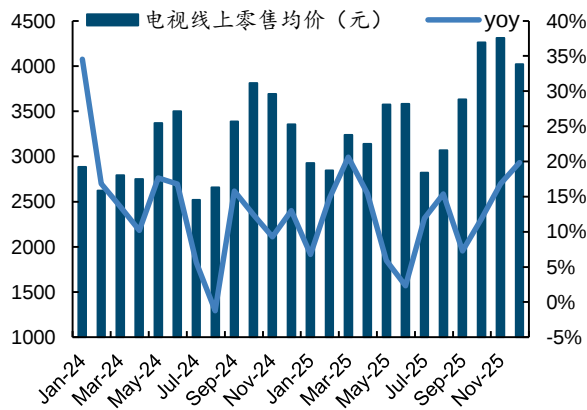
后续怎么看内需？份额向龙头集中+竞争趋缓，结构提升成为主线

- **判断一：出货结构升级仍将是国内电视市场主旋律，Mini LED技术会继续作为结构升级的主导力量。**25年Mini LED渗透率达到32%，电视均价实现较好提升，26年1-2月Mini渗透率仍在提升，有望继续带动结构升级。
- **判断二：竞争格局有望持续优化，份额向龙头集中。**一方面，电视在小米集团中作为IoT入口的地位下降，小米注重结构提升，价格竞争有放缓去死，另一方面，小米在Mini LED赛道缺乏产业链及技术优势，份额差距拉大，26年至今小米Mini新品仅在参数上调整，并未有新技术路线突破。

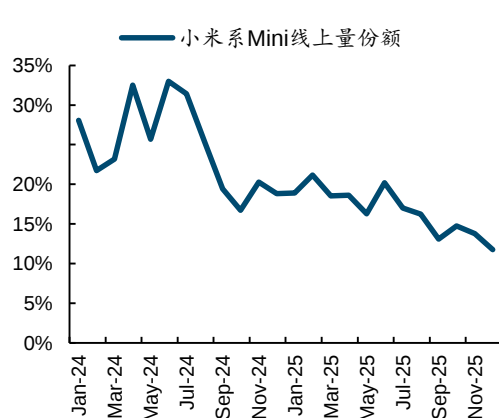
图：国内Mini LED快速提升



图：国内电视均价快速提升



图：小米Mini LED市场份额持续流失



04 厨电&小家电：需求筑底，利润承压

厨电&小电：受到需求疲软+原材料高位影响，整体仍然处于磨底过程中

- 厨电板块收入表现：内需疲软+地产景气度低迷影响下收入承压，但龙头出现企稳迹象。25Q4厨电板块收入同比-26.0%，26Q1降幅环比收窄至14.1%。
分公司来看，传统厨电龙头企业已有企稳迹象，老板、华帝、万和电气26Q1下滑环比显著收窄，日出东方实现单季度17%的增长。
- 小家电板块收入表现：国内受国补退坡+内需疲软影响，承压较明显，出口企业表现相对更优。25Q4小家电板块收入同比+4.1%、26Q1收入+4.0%，主要得益于欧圣、石头科技、德昌、科沃斯等出口业务增长拉动。

图：厨电公司季度收入及同比

营收yoy	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
华帝股份	-8.8%	-10.4%	-7.9%	-17.0%	-5.9%
老板电器	-7.2%	1.6%	1.4%	-26.5%	-5.5%
万和电气	15.9%	-2.4%	1.3%	-19.1%	-5.4%
浙江美大	-64.0%	-38.8%	-36.2%	-47.4%	-25.6%
火星人	-53.3%	-39.3%	-35.8%	-46.7%	-5.2%
亿田智能	-54.6%	-45.9%	-33.9%	-63.3%	-62.1%
日出东方	-5.2%	-16.2%	-18.8%	-28.3%	17.3%
帅丰电器	-58.3%	-38.3%	-42.8%	-47.8%	-52.0%

图：小家电板块季度收入及同比

营收yoy	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
苏泊尔	7.6%	1.9%	-2.3%	-0.7%	1.7%
九阳股份	-3.2%	-14.4%	-11.0%	-1.6%	-9.4%
新宝股份	10.4%	-6.6%	-9.8%	-5.4%	-10.4%
小熊电器	10.6%	29.6%	14.7%	-5.0%	-6.1%
北鼎股份	33.4%	34.7%	19.0%	21.1%	16.1%
欧圣电气	61.3%	-14.6%	1.4%	15.1%	28.2%
德尔玛	8.6%	0.3%	-10.3%	-7.4%	-16.6%
比依股份	65.7%	16.1%	-3.4%	2.7%	3.5%
富佳股份	60.1%	34.6%	-3.3%	7.4%	-4.2%
莱克电气	3.2%	-1.8%	1.4%	1.4%	-3.1%
科沃斯	11.1%	37.6%	29.3%	-2.4%	27.1%
飞科电器	-1.5%	-16.2%	-7.8%	-0.6%	-13.6%
德昌股份	21.3%	2.8%	8.5%	9.1%	2.7%
石头科技	86.2%	73.8%	60.7%	34.2%	23.3%
倍轻松	-32.8%	-39.4%	-28.5%	-8.5%	-0.8%

厨电&小电：受到需求疲软+原材料高位影响，整体仍然处于磨底过程中

- 厨电板块利润表现：26Q1龙头利润降幅环比显著收窄。25Q4、26Q1厨电板块利润承压，但与收入表现趋势类似，老板、华帝等传统厨电龙头企业出现企稳迹象，26Q1下滑环比显著收窄至-9.8%、-4.9%。
- 小家电板块利润表现：利润表现弱于收入。25Q4小家电板块利润同比-24.4%、26Q1同比-27.6%，下滑幅度大于收入端，预计主要系原材料价格处于高位、汇兑损失扩大等因素影响。

图：厨电公司季度归母利润及同比

归母净利 yoy	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
华帝股份	-14.3%	-5.6%	-19.7%	-167.7%	-4.9%
老板电器	-14.7%	3.0%	0.6%	-73.7%	-9.8%
万和电气	8.0%	5.5%	1.6%	-229.4%	-55.6%
浙江美大	-89.9%	-78.0%	-37.9%	-265.1%	-62.7%
火星人	-246.9%	-1767.7%	265.1%	1874.6%	-1.7%
亿田智能	-1042.0%	-321.9%	36.8%	-262.4%	-17.0%
日出东方	-10.7%	-19.2%	-143.5%	-4.9%	-15.1%
帅丰电器	-105.8%	-74.5%	-109.1%	-465.9%	459.0%

图：小家电板块季度归母利润及同比

归母净利 yoy	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
苏泊尔	5.8%	-5.9%	-13.4%	-10.0%	1.7%
九阳股份	-21.9%	-53.2%	-101.1%	-124.5%	-18.4%
新宝股份	43.0%	9.8%	-13.1%	-40.9%	-68.1%
小熊电器	-14.0%	641.5%	113.2%	36.3%	-38.7%
北鼎股份	47.7%	140.9%	288.9%	0.0%	-1.8%
欧圣电气	43.8%	-1.4%	-82.5%	-137.6%	-81.9%
德尔玛	1.2%	1.0%	-44.3%	6.5%	-7.8%
比依股份	48.0%	-33.1%	-45.1%	-75.5%	-210.0%
富佳股份	7.9%	-61.7%	10.8%	-127.6%	-98.0%
莱克电气	-16.2%	-39.6%	-30.0%	-49.3%	-92.4%
科沃斯	59.4%	62.2%	7160.9%	78.1%	-14.7%
飞科电器	0.5%	3.5%	-8.8%	-916.2%	4.2%
德昌股份	-5.0%	-75.6%	-45.8%	-99.3%	-84.4%
石头科技	-32.9%	-43.2%	2.5%	-35.5%	20.8%
倍轻松	-111.7%	-425.8%	126.4%	1011.3%	535.0%

05 投资建议

- 建议重点关注三条主线：
 - 1) 内销格局优化、出海份额持续提升的黑电龙头，推荐海信视像、TCL电子。
 - 2) 经营韧性突出、蓄水池深厚、分红有望提升的白电龙头，推荐美的集团、海尔智家，建议关注海信家电。
 - 3) 看好成长性突出&国产品牌全球竞争显著占优的科技消费，推荐影石创新、绿联科技、石头科技，建议关注科沃斯。

6 风险提示

- **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，进而影响上市公司的盈利状况。
- **行业竞争加剧。**若行业发生价格战等情况，或对公司经营情况产生负面影响，进而影响公司利润水平。
- **汇率波动风险。**汇率的大幅波动会导致公司产生汇兑损益变动与外销毛利率变动，进而影响公司利润水平。
- **关税风险。**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，会对我国出口企业利润产生一定影响。
- **原材料价格波动风险。**如果未来原材料价格出现大幅波动，可能导致企业毛利率出现大幅波动，对企业的盈利能力造成不利影响。

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题