

2026年05月22日

投资评级：看好（维持）

证券分析师

符超然
SAC: S1350525050004
fuchaoran@huayuanstock.com
李咏红
SAC: S1350525090001
liyonghong@huayuanstock.com

联系人

周宸宇
zhouchenyu@huayuanstock.com
张涛元
zhangtaoyuan@huayuanstock.com

板块表现：



家电行业 2025 年报及 2026 年一季报 业绩综述

——谷底春声近，蓄力待日晴

投资要点：

- **收入：26Q1 行业增速环比改善，黑电与清洁电器表现相对较好。**2025 年家电板块营收 14982 亿元，同比增长 3.4%，其中 25Q4 营收 3319 亿元，同比下滑 6.1%，在内销国补退坡、外销关税和去库存因素影响下，经营承压。26Q1 实现营收 3883 亿元，同比下滑 0.1%，降幅环比收窄。我们认为，增速环比改善主因 25Q1 基数相对较低&地产拖累逐步减弱；外销虽受关税和地缘冲突影响，但龙头仍保持增长韧性。**分板块看**，26Q1 收入增速排序为黑电（+8.0%）、小家电（+3.7%，含清洁电器）、照明（+1.3%）、白电（-0.9%）、零部件（-2.1%）、厨电（-4.3%）。
- **盈利：26Q1 行业利润承压，但降幅环比收窄，竞争有所缓和。**2025 年家电板块实现净利润 1252 亿元，同比持平，其中 25Q4 实现净利润 219 亿元，同比下滑 26.1%，主因竞争加剧、原材料成本上涨、汇兑及高基数原因，盈利表现稍弱于收入。26Q1 板块实现净利润 310 亿元，同比下滑 5.4%，降幅环比收窄，主因 25Q1 基数相对较低，且部分公司经营策略从追求收入规模转向重视利润，行业竞争有所缓和。**分板块看**，26Q1 利润同比增速排序为照明（-0.0%）、白电（-2.5%）、黑电（-7.0%）、零部件（-9.3%）、厨电（-27.4%）、小家电（-30.7%）。
- **股东回报方面，家电龙头提升分红比例且大额回购注销，红利属性继续增强。**截至 2026 年 5 月 20 日，申万家电行业近 12 月股息率达 3.5%，位居全行业第四。板块现金流充沛、龙头公司积极提升股东回报。以白电龙头为例，美的拟回购上限约总股本 1.7%且 100%注销，格力拟回购上限约总股本 3.2%且 70%及以上注销，海尔拟注销库存 A 股、回购 D 股上限共约总股本 1.7%且 100%注销，红利属性继续增强。
- **分板块看，26Q1 黑电、厨电、照明基本面边际改善，白电稳健延续，清洁与零部件盈利承压。**1) 白电：26Q1 内需基数压力相对较小，出海韧性延续，龙头通过提价、调整产品结构、降费增效等方式对冲成本压力。2) 黑电：继续出海抢占全球份额，Mini LED 和大尺寸趋势延续，龙头利润在汇兑压力下仍逆势改善。3) 厨电：26Q1 受地产的拖累边际改善，业绩降幅收窄。4) 小家电：清洁电器出海仍是主要增长来源，竞争稍有缓解；厨房小家电静待业绩拐点。5) 照明电工：26Q1 收入边际回暖，盈利趋稳。6) 上游零部件：26Q1 受高基数影响，营收利润同比走弱，但现金流质量改善。
- **26 年坚持杠铃策略（红利+出海新产品），重点挖掘企业定价权提升的机会。**建议关注三条主线：1) 受益 AI 技术落地，新产品迎来颠覆性创新，从而带来需求高景气，如 NAS、智能影像、智能影音等；2) 受益全球能源价格上涨，油改电品类需求增长，中国厂商正在出海重新定义产品；3) 保持稳步成长的“质量红利”标的，低估值&高股息的公司：美的集团、海尔智家、海信家电。
- **风险提示：原材料价格大幅上涨，行业需求趋弱，汇率大幅波动。**

内容目录

1. 家电行业 25 年报及 26 年一季报业绩综述	5
2. 白电：内销国补高基数压力渐退，出海韧性延续	13
3. 黑电：26Q1 收入增速转正，汇兑拖累盈利	15
4. 厨电：26Q1 地产拖累边际改善，业绩降幅收窄	17
5. 小家电：清洁电器出海引领收入增长，竞争与汇兑拖累利润	19
6. 照明电工：26Q1 收入边际回暖，盈利趋稳	20
7. 零部件：26Q1 受高基数影响营收利润同比走弱，现金流质量改善	21
8. 投资建议：26 年坚持杠铃策略（红利+出海新产品），重点挖掘企业定价权提升的机 会	23
9. 风险提示	24

图表目录

图表 1: 家电板块核心指标分年度情况	6
图表 2: 家电板块核心指标分季度情况	6
图表 3: 家电各板块营业收入年度增速	7
图表 4: 家电各板块营业收入季度增速	7
图表 5: 2026 年一季度我国家用电器和音像器材类社零同比持平	7
图表 6: 2026 年一季度我国家用电器出口金额 (人民币口径) 同比-0.9%	7
图表 7: 家电各板块归母净利润年度增速	8
图表 8: 家电各板块归母净利润季度增速	8
图表 9: 家电各板块年度毛利率 (%)	8
图表 10: 家电各板块季度毛利率 (%)	8
图表 11: LME 铜价格自 25 年以来保持上涨	9
图表 12: LME 铝价格自 25 年以来保持上涨	9
图表 13: 布伦特原油期货价格仍处高位	9
图表 14: 人民币兑美元汇率自 25 年以来升值	9
图表 15: 家电各板块年度净利率 (%)	9
图表 16: 家电各板块季度净利率 (%)	9
图表 17: 家电年度经营性现金流量净额 YoY (%)	10
图表 18: 家电季度经营性现金流量净额 YoY (%)	10
图表 19: 各申万行业股息率 (近 12 月)	10
图表 20: 家电行业公募基金重仓比例及超配比例	11
图表 21: 白电行业公募基金重仓比例及超配比例	11
图表 22: 家电行业各子板块基金重仓比例变化情况	11
图表 23: 26Q1 家电行业基金重仓前 15 标的情况	12
图表 24: 白电板块核心指标分年度情况	13
图表 25: 白电板块核心指标分季度情况	13
图表 26: 白电板块主要公司收入、业绩表现	14
图表 27: 家用空调单月内销量及同比增速	14
图表 28: 家用空调单月外销量及同比增速	14
图表 29: 家用空调内销分品牌市占率	14

图表 30: 家用空调外销分品牌市占率	14
图表 31: 黑电板块核心指标分年度情况	15
图表 32: 黑电板块核心指标分季度情况	15
图表 33: 黑电板块主要公司收入、业绩表现	16
图表 34: 全球 TV 出货量及同比增速	16
图表 35: 全球市场 TV 出货结构 (出货量占比)	16
图表 36: 全球 TV 市场各品牌出货份额	16
图表 37: 各尺寸液晶电视面板价格 (美元/片)	16
图表 38: 厨电板块核心指标分年度情况	17
图表 39: 厨电板块核心指标分季度情况	17
图表 40: 厨电板块主要公司收入、业绩表现	18
图表 41: 中国房屋竣工面积累计值及同比增速 (万平方米)	18
图表 42: 中国商品房销售面积累计值及同比增速 (万平方米)	18
图表 43: 上海商品房成交套数及同比增速 (套)	18
图表 44: 上海二手房成交套数及同比增速 (套)	18
图表 45: 小家电板块核心指标分年度情况	19
图表 46: 小家电板块核心指标分季度情况	19
图表 47: 小家电板块主要公司收入、业绩表现	20
图表 48: 照明电工板块核心指标分年度情况	20
图表 49: 照明电工板块核心指标分季度情况	21
图表 50: 照明电工板块主要公司收入、业绩表现	21
图表 51: 家电零部件板块核心指标分年度情况	22
图表 52: 家电零部件板块核心指标分季度情况	22
图表 53: 家电零部件板块主要公司收入、业绩表现	23
图表 54: 重点覆盖公司推荐逻辑	24

1. 家电行业 25 年报及 26 年一季报业绩综述

本篇综述数据包括 62 家家电上市公司，其中白电 10 家、厨电 8 家、小家电 20 家、黑电 5 家、上游零部件 14 家、电工照明 5 家，具体公司名单如下：

白电：美的集团、格力电器、海尔智家、海信家电、TCL 智家、惠而浦、澳柯玛、春兰股份、长虹美菱、雪祺电气。

厨电：华帝股份、老板电器、火星人、亿田智能、万和电气、日出东方、浙江美大、*ST 帅电。

小家电：苏泊尔、九阳股份、新宝股份、小熊电器、石头科技、科沃斯、倍轻松、北鼎股份、奥佳华、飞科电器、小崧股份、莱克电气、开能健康、哈尔斯、爱仕达、荣泰健康、德尔玛、比依股份、德昌股份、富佳股份。

黑电：海信视像、极米科技、创维数字、兆驰股份、康冠科技。

上游零部件：三花智控、盾安环境、长虹华意、海立股份、康盛股份、毅昌科技、东方电热、秀强股份、顺威股份、亿利达、汉宇集团、天银机电、拓邦股份、和而泰。

照明电工：欧普照明、公牛集团、民爆光电、联域股份、佛山照明。

如无特殊说明，以下正文&图表中出现的净利润、净利率指的是归母净利润与归母净利润率。

下文为行业与各子板块详细数据以及我们的分析观点。

对于家电板块这 62 家公司，我们总结了 2025 年报&2026 年一季报数据：

2025 年：家电板块营业总收入 14982 亿元 (YoY+3.4%)，净利润 1252 亿元 (YoY+0.0%)，毛利率 26.0% (YoY-0.1pct)，净利率 8.4% (YoY-0.3pct)。

2025Q4：家电板块营业总收入 3319 亿元 (YoY-6.1%)，净利润 219 亿元 (YoY-26.1%)，毛利率 27.4% (YoY-0.2pct)，净利率 6.6% (YoY-1.8pct)。

2026Q1：家电板块营业总收入 3883 亿元 (YoY-0.1%)，净利润 310 亿元 (YoY-5.4%)，毛利率 25.0% (YoY+0.1pct)，净利率 8.0% (YoY-0.4pct)。

图表 1：家电板块核心指标分年度情况

	2021	2022	2023	2024	2025
营业收入 YoY	19.4%	3.0%	9.1%	5.3%	3.4%
归母净利润 YoY	11.9%	11.1%	14.1%	8.7%	0.0%
毛利率	24.7%	26.0%	26.3%	26.1%	26.0%
净利率	7.4%	8.0%	8.4%	8.6%	8.4%
销售费用率	9.5%	9.6%	9.1%	9.0%	9.1%
管理费用率 (包含研发费用)	6.7%	7.3%	7.5%	7.6%	7.6%
财务费用率	-0.4%	-0.7%	-0.6%	-0.5%	-0.7%
经营性现金流净额 YoY	-14.1%	44.1%	53.6%	-19.1%	7.5%
(应收账款-预收账款) YoY	7.5%	3.0%	2.2%	13.7%	-6.2%
ROE (摊薄)	16.5%	16.7%	16.7%	15.9%	14.9%

资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 2：家电板块核心指标分季度情况

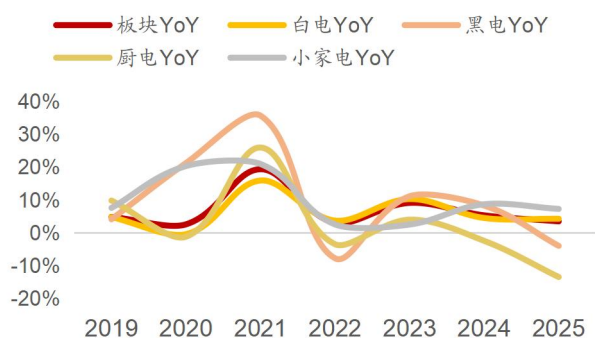
	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
营业收入 YoY	13.0%	4.3%	2.8%	-6.1%	-0.1%
归母净利润 YoY	21.6%	2.6%	3.0%	-26.1%	-5.4%
毛利率	24.9%	26.1%	25.8%	27.4%	25.0%
净利率	8.4%	9.4%	8.7%	6.6%	8.0%
销售费用率	8.6%	8.9%	8.7%	10.2%	8.2%
管理费用率 (包含研发费用)	7.0%	7.2%	7.5%	8.9%	7.0%
财务费用率	-1.2%	-1.2%	-0.3%	0.3%	0.7%
经营性现金流净额 YoY	91.1%	38.8%	2.4%	-51.3%	-18.2%
(应收账款-预收账款) YoY	5.5%	4.0%	3.8%	-11.1%	-3.2%
ROE (摊薄)	4.0%	4.7%	3.9%	2.6%	3.5%

资料来源：Wind，华源证券研究所

收入：26Q1 行业增速环比改善，黑电与清洁电器表现相对较好。2025 年家电板块实现营收 14982 亿元，同比增长 3.4%，其中 25Q4 实现营收 3319 亿元，同比下滑 6.1%，在内销国补退坡、外销关税和去库存因素影响下，经营承压。26Q1 实现营收 3883 亿元，同比-0.1%，降幅环比收窄。我们认为，环比改善主因 24Q4 国补高基数导致 25Q4 同比下滑较大&地产拖累逐步减弱；外销虽受关税和地缘冲突影响，但中国龙头企业仍能保持较强增长韧性。**分板块看**，26Q1 收入同比增速排序为黑电(+8.0%)、小家电(+3.7%，含清洁电器)、照明(+1.3%)、白电(-0.9%)、零部件(-2.1%)、厨电(-4.3%)。

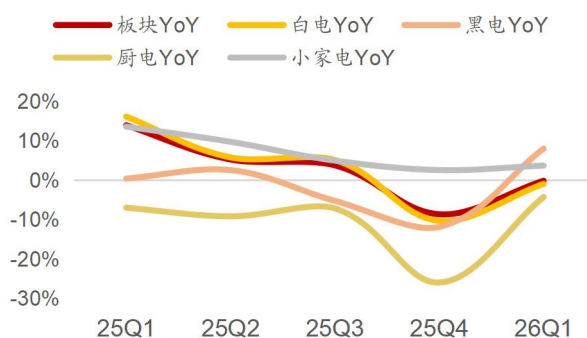
盈利：26Q1 成本、关税及汇兑多重因素扰动，各板块利润均承压。2025 年家电板块实现净利润 1252 亿元，同比持平，其中 25Q4 实现净利润 219 亿元，同比下滑 26.1%，主因竞争加剧、原材料成本上涨、汇兑及高基数原因，盈利表现稍弱于收入。26Q1 板块实现净利润 310 亿元，同比下滑 5.4%，尽管成本压力加大，但核心公司顺价能力较强，且部分公司经营策略从追求收入规模转向重视利润，行业价格战缓和，26Q1 利润下滑幅度环比收窄。**分板块看**，26Q1 利润同比增速排序为照明(-0.0%)、白电(-2.5%)、黑电(-7.0%)、零部件(-9.3%)、厨电(-27.4%)、小家电(-30.7%)。

图表 3: 家电各板块营业收入年度增速



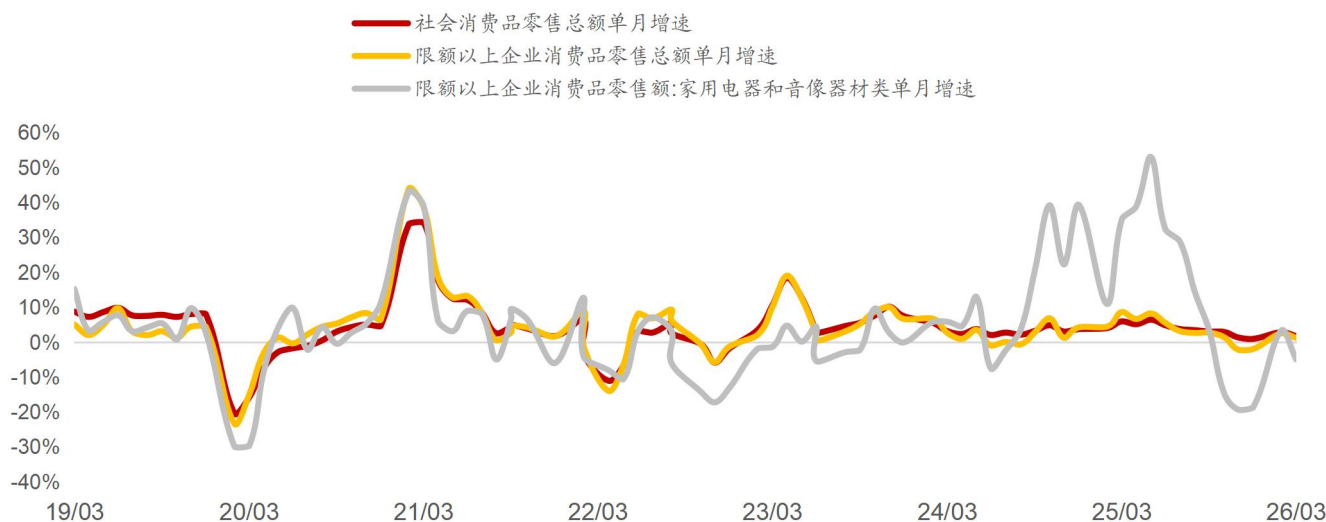
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 4: 家电各板块营业收入季度增速



资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 5: 2026 年一季度我国家用电器和音像器材类社零同比持平



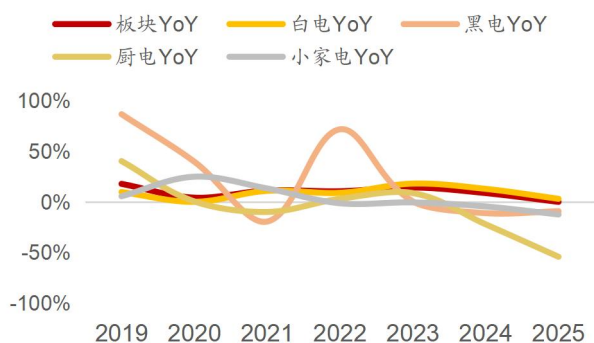
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 6: 2026 年一季度我国家用电器出口金额 (人民币口径) 同比-0.9%



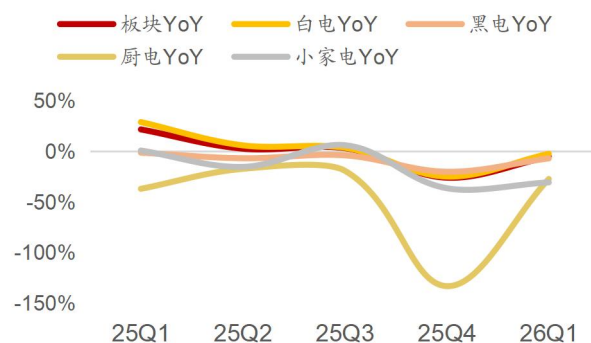
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 7：家电各板块归母净利润年度增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

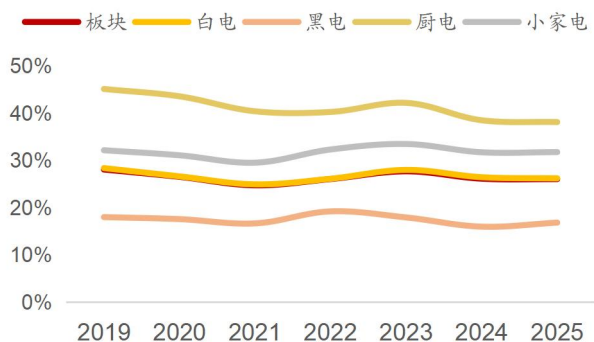
图表 8：家电各板块归母净利润季度增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

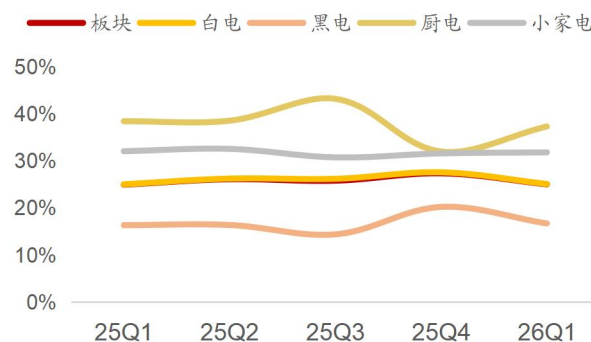
毛利率：价格传导与经营提效对冲成本上涨，26Q1 行业毛利率保持韧性。2025 年板块毛利率 26.0%，同比-0.1pct，保持平稳。25Q4 板块毛利率回升至 27.4%，同比-0.2pct，尽管成本端承压，但核心公司保持较强议价权，产品提价对冲原材料成本上涨，叠加龙头公司经营提效，单季度毛利率仅微降；其中白电、黑电、厨电、小家电、零部件、照明分别同比-0.4pct、+2.4 pct、-4.4 pct、-0.8pct、+0.6pct、+0.9pct。26Q1 板块毛利率为 25%，同比+0.1pct，成本上涨但毛利率仍保持韧性；其中白电、黑电、厨电、小家电、零部件、照明分别同比+0.1pct、+0.4pct、-1.1 pct、-0.2 pct、+0.7pct、+0.2pct。但需要注意，成本上涨的压力传导至下游需要时间，26Q2 行业毛利率或仍然面临压力。

图表 9：家电各板块年度毛利率 (%)



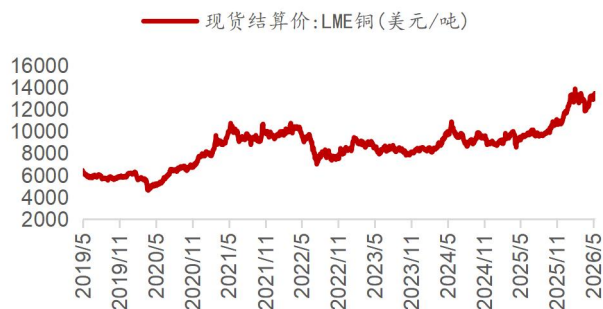
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 10：家电各板块季度毛利率 (%)



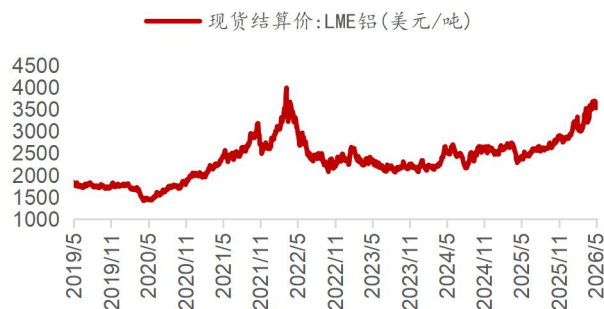
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 11: LME 铜价格自 25 年以来保持上涨



资料来源: ifind, 华源证券研究所

图表 12: LME 铝价格自 25 年以来保持上涨



资料来源: ifind, 华源证券研究所

图表 13: 布伦特原油期货价格仍处高位



资料来源: ifind, 华源证券研究所

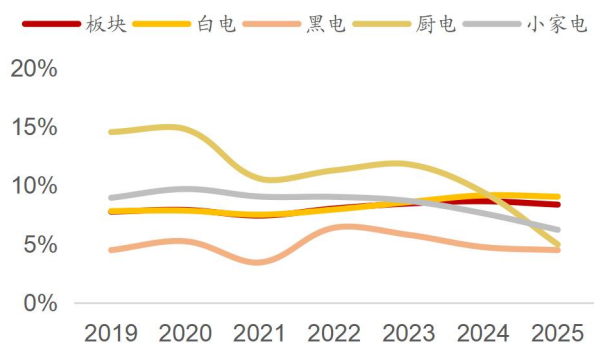
图表 14: 人民币兑美元汇率自 25 年以来升值



资料来源: ifind, 华源证券研究所

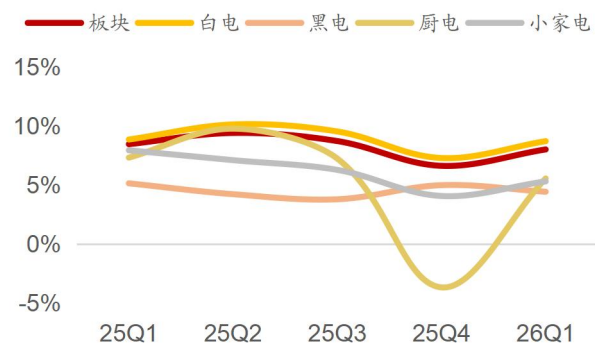
净利率: 受外部汇兑因素拖累, 板块净利率仍有压力。家电板块 2025Q4、2026Q1 净利率分别为 6.6%、8.0%，分别同比-1.8pct、-0.4pct。费用率方面，家电板块 2025Q4、2026Q1 期间费用率分别同比+0.8pct、+1.5pct；其中销售费用率分别同比-0.1pct、-0.4pct；财务费用率分别同比+0.7pct、+1.9pct，或主要由于人民币持续升值导致产生汇兑损失。

图表 15: 家电各板块年度净利率 (%)



资料来源: Wind, 华源证券研究所

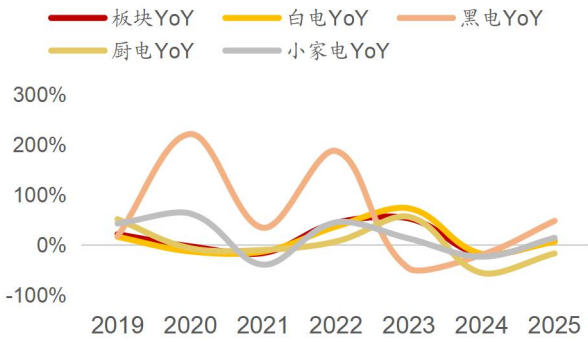
图表 16: 家电各板块季度净利率 (%)



资料来源: Wind, 华源证券研究所

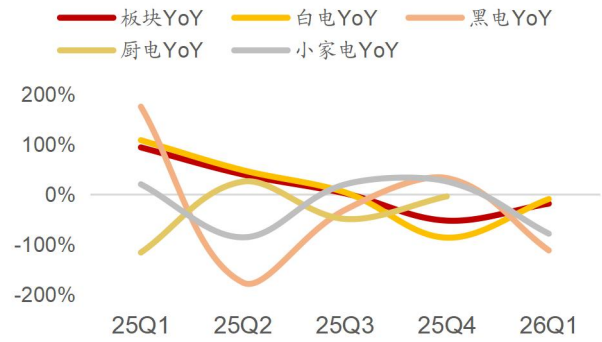
现金流：阶段性承压，26Q1 降幅环比改善。家电板块 2025 年经营性现金流量净额 1760 亿元，同比+7.5%，其中 25Q4 家电板块经营性现金流 219 亿元，同比-51%，预计主要受白电板块公司提前囤货以应对原材料涨价的影响(25Q4 白电板块经营性现金流同比-86%)。26Q1 家电板块经营性现金流量净额 280 亿元，同比-18%，其中厨电、黑电板块现金流波动较大，预计与下游回款节奏变化相关。

图表 17：家电年度经营性现金流量净额 YoY (%)



资料来源：Wind，华源证券研究所

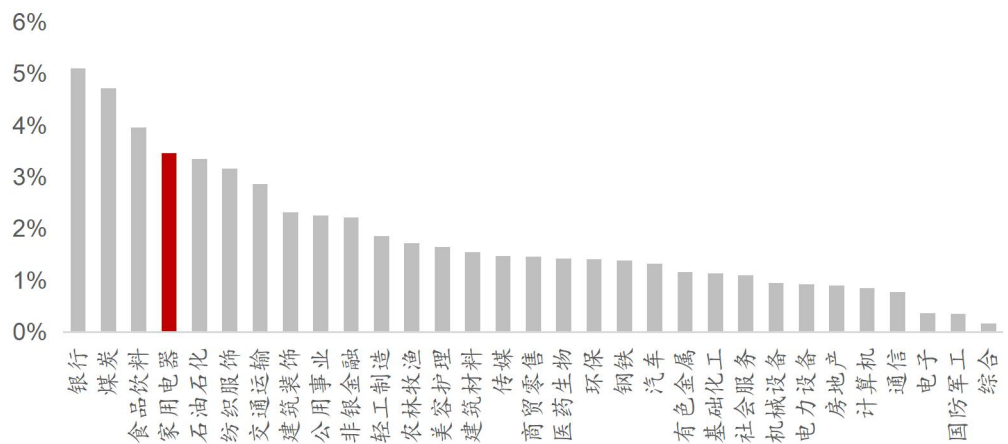
图表 18：家电季度经营性现金流量净额 YoY (%)



资料来源：Wind，华源证券研究所

股息率方面，行业对比看，家电个股配置性价比较高。据 Wind 数据，截至 2026 年 5 月 20 日，申万家电行业股息率（近 12 月）达 3.5%，位居全行业第四。板块现金流充沛、龙头公司积极提升股东回报，保持估值稳定&高股息率优势，或具有配置价值。同时，以白电龙头为例，2026 年回购注销力度加大，美的拟回购上限约 1.7%总股本且 100%注销、格力拟回购上限约 3.2%总股本且 70%及以上注销、海尔拟注销库存 A 股&回购 D 股上限共约 1.7%总股本且 100%注销，红利属性继续增强。

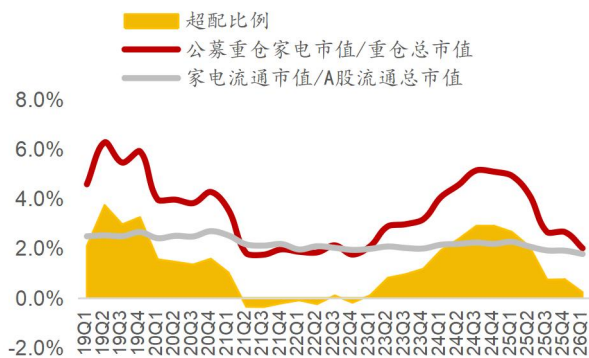
图表 19：各申万行业股息率（近 12 月）



资料来源：Wind，华源证券研究所（股价数据截至 2026 年 5 月 20 日）

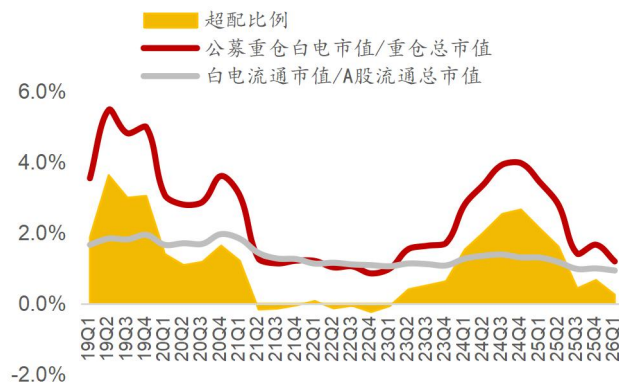
基金持仓：26Q1 家电行业公募基金重仓比例降至低位，板块调整或较为充分。我们选取主动型基金（普通股票型、偏股混合型、平衡混合型、灵活配置型）作为全样本分析家电行业持仓情况，并以申万行业分类标准统计。截至 2026 年一季度末，家电行业公募基金重仓比例为 2.0%，环比-0.7pct，处于 2019 年以来约 21%的较低分位水平；超配比例降至 0.2%，环比-0.5pct。

图表 20：家电行业公募基金重仓比例及超配比例



资料来源：Wind，华源证券研究所

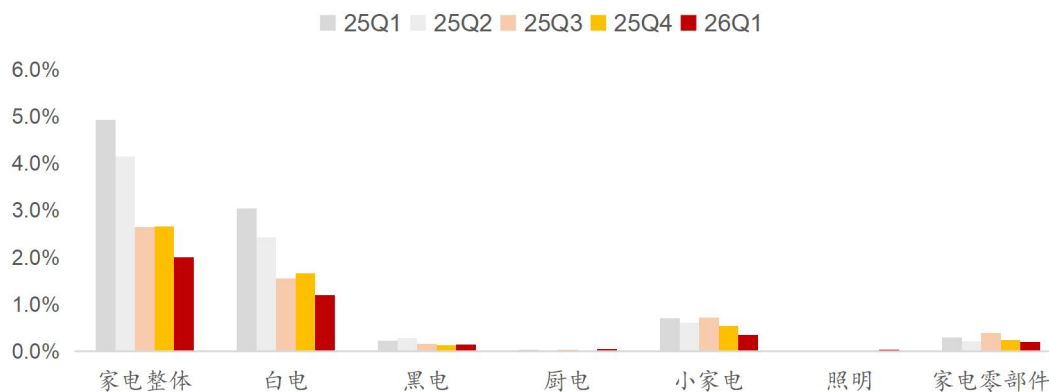
图表 21：白电行业公募基金重仓比例及超配比例



资料来源：Wind，华源证券研究所

子板块看，白电、小家电重仓比例有所下滑，厨电、黑电重仓比例小幅上升。26Q1 末白电、黑电、厨电、小家电、照明、家电零部件板块重仓比例分别约 1.20%、0.15%、0.06%、0.36%、0.03%、0.21%；环比分别-0.47pct、+0.02pct、+0.03pct、-0.19pct、+0.01pct、-0.05pct。

图表 22：家电行业各子板块基金重仓比例变化情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

个股看，增配标的包括老板电器（重仓持股比例环比+0.03pct，下同）、TCL 电子（+0.03pct）等，减配标的包括美的集团（-0.27pct）、海尔智家（-0.17pct）等。

图表 23：26Q1 家电行业基金重仓前 15 标的情况

	公司简称	持股总量 (亿股)	持股总市值 (亿元)	重仓持股 比例	重仓持股 比例环比变动	重仓基金 数量(个)	重仓基金数量 环比变动(个)
1	美的集团	2.1	157.0	0.80%	-0.27pct	449	-82
2	九号公司-WD	0.1	44.4	0.23%	-0.14pct	69	-25
3	海尔智家	1.8	38.9	0.20%	-0.17pct	89	-75
4	格力电器	0.8	31.4	0.16%	-0.03pct	92	0
5	三花智控	0.5	20.5	0.10%	-0.09pct	39	-44
6	石头科技	0.1	16.0	0.08%	+0.01pct	40	+2
7	TCL 电子	1.2	13.1	0.07%	+0.03pct	49	+20
8	天银机电	0.2	9.1	0.05%	+0.02pct	7	+6
9	海信视像	0.3	7.5	0.04%	-0.02pct	17	-17
10	老板电器	0.3	6.9	0.04%	+0.03pct	20	+6
11	盾安环境	0.5	5.7	0.03%	+0.02pct	13	+4
12	极米科技	0.1	4.9	0.02%	-0.01pct	17	-2
13	欧普照明	0.2	4.2	0.02%	+0.001pct	10	+1
14	苏泊尔	0.1	4.2	0.02%	+0.004pct	8	+2
15	禾盛新材	0.1	3.6	0.02%	+0.01pct	8	+7

资料来源：Wind，华源证券研究所

2. 白电：内销国补高基数压力渐退，出海韧性延续

白电板块 2025 年收入/利润分别同比 +4.2%/+3.0%；其中 25Q4 收入/利润分别同比 -6.7%/-25.0%。26Q1 白电板块收入/利润分别同比 -0.9%/-2.5%。

图表 24：白电板块核心指标分年度情况

	2021	2022	2023	2024	2025
营业收入 YoY	15.9%	3.7%	10.3%	4.5%	4.2%
归母净利润 YoY	10.8%	9.1%	18.0%	12.8%	3.0%
毛利率	25.0%	26.0%	26.3%	26.4%	26.2%
净利率	7.5%	7.9%	8.5%	9.1%	9.0%
销售费用率	10.0%	9.9%	9.2%	9.1%	8.9%
管理费用率 (包含研发费用)	3.1%	3.4%	3.6%	3.5%	3.6%
财务费用率	-0.7%	-0.7%	-0.7%	-0.6%	-0.9%
经营性现金流净额 YoY (应收账款-预收账款) YoY	-11.6%	37.0%	74.0%	-18.3%	6.5%
ROE (摊薄)	18.5%	18.7%	19.2%	18.1%	17.6%

资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 25：白电板块核心指标分季度情况

	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
营业收入 YoY	14.8%	4.5%	3.7%	-6.7%	-0.9%
归母净利润 YoY	28.9%	5.8%	3.4%	-25.0%	-2.5%
毛利率	25.0%	26.2%	26.2%	27.6%	25.1%
净利率	8.8%	10.1%	9.5%	7.3%	8.7%
销售费用率	8.6%	8.9%	8.6%	9.9%	8.0%
管理费用率 (包含研发费用)	6.5%	6.8%	7.2%	8.9%	6.7%
财务费用率	-1.5%	-1.5%	-0.6%	0.2%	0.5%
经营性现金流净额 YoY (应收账款-预收账款) YoY	104.2%	47.1%	4.5%	-85.7%	-9.1%
ROE (摊薄)	4.6%	5.7%	4.6%	2.9%	4.3%

资料来源：Wind，华源证券研究所

收入：26Q1 白电收入降幅收窄，环比改善趋势明确。2025 年白电板块收入同比 +4.2%，在内销国补拉动下全年维持正增长，节奏上先高后低，25Q4 单季收入同比 -6.7%，主因国补退坡、渠道仍在去库。26Q1 板块收入同比 -0.9%，降幅环比大幅收窄（环比 +5.7pct），改善信号明确。我们认为，修复来自两方面：一是内销国补透支效应逐步减弱，终端动销回归常态化水平；二是外销层面，尽管面临关税扰动，白电龙头凭借海外产能布局和品牌溢价，出货端韧性不减。展望 26Q2，内销基数压力进一步减弱叠加旺季备货启动，板块收入同比增速有望转正。

利润：提价对冲成本上涨，汇兑拖累利润。2025 年白电板块净利润同比 +3.0%，25Q4 单季利润同比 -25.0% 为全年最低点，主因原材料（铜、铝价格同比上行）和人民币升值造成的汇兑损失双重挤压。但值得注意的是，26Q1 利润同比仅 -2.5%，降幅环比收窄超 22pct，且毛利率同比 +0.1pct 至 25.1%，龙头顺价能力持续验证，提价或基本覆盖成本上涨。费用端，26Q1

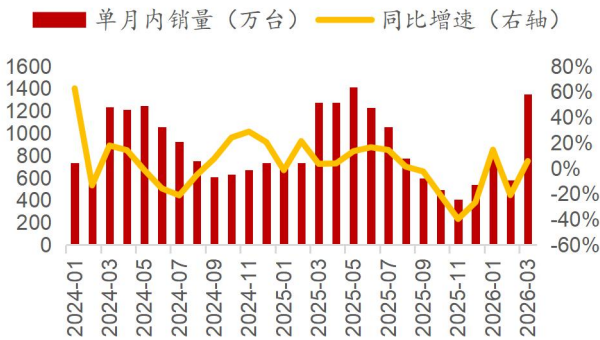
销售费用率同比-0.5pct，龙头在内销收缩阶段主动收紧促销力度，费效比有所改善。但财务费用率升至 0.5%（同比+2.0pct），主因人民币持续升值造成较大汇兑损失，是拖累净利率的核心因素，26Q1 净利率 8.7%（同比-0.1pct）。展望后续，若人民币汇率趋于企稳，汇兑压力有望缓解。综合来看，白电龙头（美的、格力、海尔）估值处于历史中低位、实际股息率预估均超 5%（考虑回购注销，截至 5 月 18 日），叠加美的、格力、海尔均推出大额回购注销计划，红利属性持续强化，板块或具备较强配置价值。

图表 26：白电板块主要公司收入、业绩表现

公司	25Q3 收入 YoY	25Q3 净利润 YoY	25Q4 收入 YoY	25Q4 净利润 YoY	26Q1 收入 YoY	26Q1 净利润 YoY
美的集团	9.9%	8.9%	5.7%	-11.3%	2.5%	2.0%
海尔智家	9.5%	12.7%	-6.7%	-39.2%	-6.9%	-15.2%
格力电器	-15.1%	-9.9%	-21.5%	-26.2%	3.5%	3.0%
海信家电	1.2%	-5.4%	-26.0%	-32.5%	-7.2%	-8.2%
TCL 智家	-2.3%	27.5%	-5.2%	-24.8%	6.2%	1.6%
板块合计	3.7%	3.4%	-6.7%	-25%	-0.9%	-2.5%

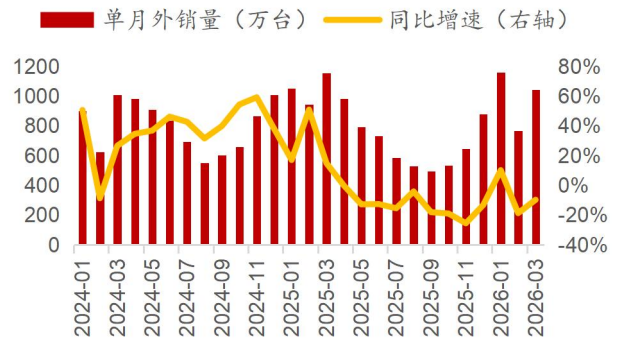
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 27：家用空调单月内销量及同比增速



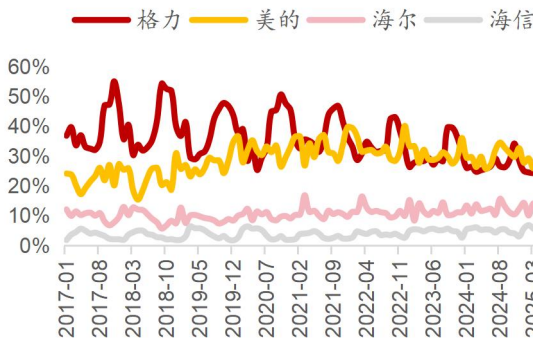
资料来源：产业在线，华源证券研究所

图表 28：家用空调单月外销量及同比增速



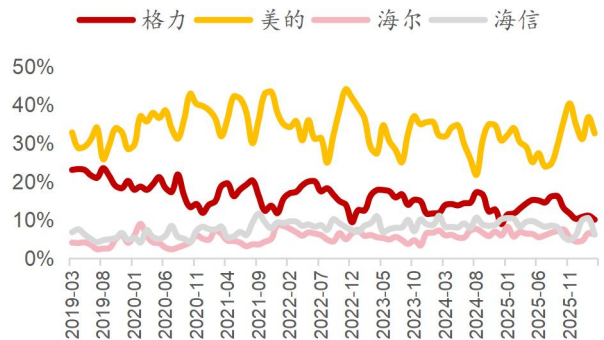
资料来源：产业在线，华源证券研究所

图表 29：家用空调内销分品牌市占率



资料来源：产业在线，华源证券研究所

图表 30：家用空调外销分品牌市占率



资料来源：产业在线，华源证券研究所

3. 黑电：26Q1 收入增速转正，汇兑拖累盈利

黑电板块 2025 年收入/利润分别同比 -4.0%/-9.2%；其中 25Q4 收入/利润分别同比 -11.9%/-20.2%。26Q1 黑电板块收入/利润分别同比 +8.0%/-7.0%。

图表 31：黑电板块核心指标分年度情况

	2021	2022	2023	2024	2025
营业收入 YoY	35.7%	-7.8%	11.1%	8.3%	-4.0%
归母净利润 YoY	-8.6%	71.7%	0.4%	-11.2%	-9.2%
毛利率	16.6%	19.2%	17.4%	15.9%	16.8%
净利率	3.4%	6.4%	5.8%	4.7%	4.5%
销售费用率	5.5%	6.0%	5.0%	4.8%	5.4%
管理费用率 (包含研发费用)	1.4%	1.8%	1.8%	1.8%	1.9%
财务费用率	0.3%	0.2%	-0.3%	-0.2%	-0.2%
经营性现金流净额 YoY	51.9%	187.4%	-46.7%	-19.4%	48.0%
(应收账款-预收账款) YoY	17.1%	-12.9%	14.9%	7.3%	-21.3%
ROE (摊薄)	8.0%	11.6%	10.0%	8.7%	7.5%

资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 32：黑电板块核心指标分季度情况

	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
营业收入 YoY	0.4%	2.6%	-5.3%	-11.9%	8.0%
归母净利润 YoY	-1.4%	-6.9%	-4.1%	-20.2%	-7.0%
毛利率	16.3%	16.4%	14.4%	20.2%	16.7%
净利率	5.1%	4.2%	3.8%	5.0%	4.4%
销售费用率	5.5%	5.4%	4.7%	6.2%	5.2%
管理费用率 (包含研发费用)	6.9%	7.3%	5.8%	6.9%	6.1%
财务费用率	-0.3%	-0.3%	0.2%	0.1%	0.5%
经营性现金流净额 YoY	175.1%	175.7%	-30.9%	32.7%	-111.5%
(应收账款-预收账款) YoY	9.2%	-18.8%	-15.0%	-22.0%	-8.1%
ROE (摊薄)	2.0%	1.8%	1.7%	2.1%	1.7%

资料来源：Wind，华源证券研究所

收入：国货继续抢占份额，Mini LED 和大尺寸趋势延续。2025 年黑电板块收入同比 -4.0%，主因内销需求平淡及高基数影响，25Q4 单季收入承压（同比 -11.9%）。但 26Q1 板块收入同比 +8.0%，环比改善，主因全球彩电市场量价双升，头部公司 MiniLED、大尺寸 TV 出货量占比快速提升，拉动收入端恢复正增。海信视像、TCL 电子全球份额延续提升态势，品牌化战略渐入收获期。整体看，黑电 26Q1 收入复苏动能较强。

利润：汇兑拖累盈利，龙头逆势改善。2025 年黑电板块净利润同比 -9.2%，25Q4 利润同比 -20.2%。25Q4、26Q1 板块毛利率分别同比 +2.4pct、0.4pct，产品结构升级贡献驱动毛利改善。利润主要拖累因素：一是人民币持续升值带来较大汇兑损失（25Q4 财务费用率同比 +0.8pct）；二是出海加速阶段，各公司在渠道拓展和品牌推广方面的费用投入有所增加（25Q4 销售费用率同比 +0.9pct）。26Q1 板块净利率同比 -0.7pct，但海信视像等龙头表现更优，海信视像 26Q1 净利率同比 +0.2pct。我们认为，全球格局从“日韩主导”向“中国双龙头”加

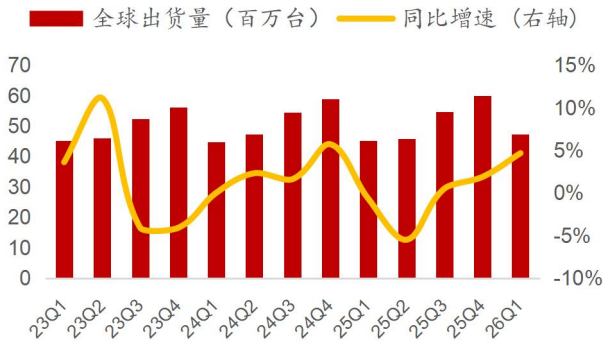
速演进，随着产品结构升级、海外渠道建设进入收获期，若汇率压力缓解，龙头公司业绩弹性有望释放，值得关注。

图表 33：黑电板块主要公司收入、业绩表现

公司	25Q3 收入 YoY	25Q3 净利润 YoY	25Q4 收入 YoY	25Q4 净利润 YoY	26Q1 收入 YoY	26Q1 净利润 YoY
极米科技	2.9%	79.7%	1.5%	-60.2%	-2.1%	-19.7%
海信视像	2.7%	20.2%	-17.0%	-11.8%	2.6%	6.7%
康冠科技	-19.7%	-20.6%	-12.0%	-99.0%	11.1%	-27.6%
创维数字	9.1%	-41.0%	13.4%	556.4%	38.7%	1455.8%
板块合计	-5.3%	-4.1%	-11.9%	-20%	8.0%	-7.0%

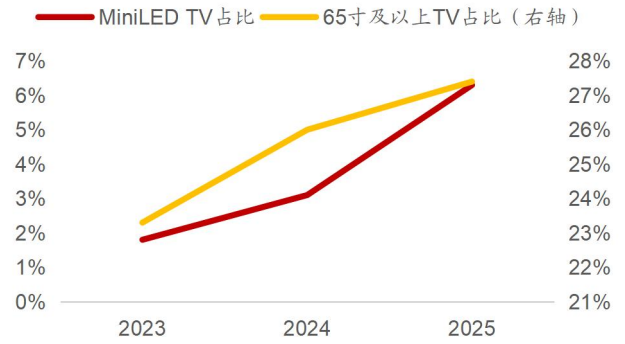
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 34：全球 TV 出货量及同比增速



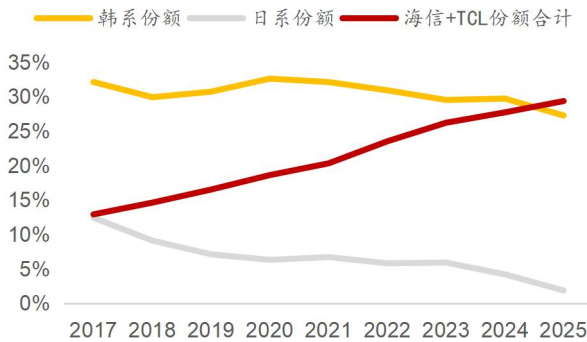
资料来源：奥维睿沃，华源证券研究所

图表 35：全球市场 TV 出货结构 (出货量占比)



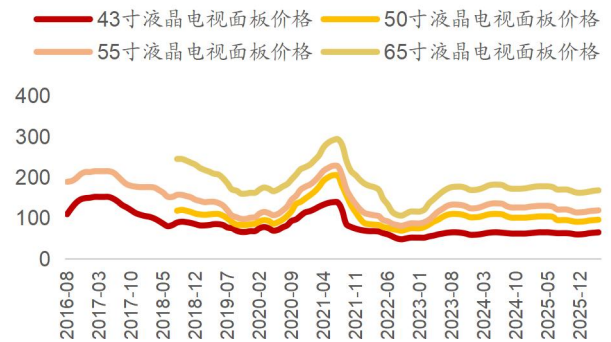
资料来源：TCL 电子公司公告，华源证券研究所

图表 36：全球 TV 市场各品牌出货份额



资料来源：奥维睿沃，华源证券研究所

图表 37：各尺寸液晶电视面板价格 (美元/片)



资料来源：Wind，华源证券研究所

4. 厨电：26Q1 地产拖累边际改善，业绩降幅收窄

厨电板块 2025 年收入/利润分别同比-13.5%/-54.3%；其中 25Q4 收入/利润分别同比-26.0%/转亏。26Q1 厨电板块收入/利润分别同比-4.3%/-27.4%。

图表 38：厨电板块核心指标分年度情况

	2021	2022	2023	2024	2025
营业收入 YoY	26.0%	-3.5%	4.0%	-2.5%	-13.5%
归母净利润 YoY	-10.0%	3.0%	8.7%	-22.2%	-54.3%
毛利率	40.4%	40.2%	41.2%	38.5%	38.1%
净利率	10.6%	11.3%	11.8%	9.4%	5.0%
销售费用率	18.6%	19.8%	20.1%	20.7%	22.6%
管理费用率 (包含研发费用)	3.7%	4.2%	4.5%	4.9%	5.6%
财务费用率	-0.5%	-1.1%	-1.0%	-1.0%	-0.4%
经营性现金流净额 YoY	-9.9%	6.9%	56.2%	-55.6%	-16.8%
(应收账款-预收账款) YoY	-5.0%	-2.7%	-4.7%	13.5%	-23.4%
ROE (摊薄)	13.7%	13.1%	13.4%	10.3%	4.8%

资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 39：厨电板块核心指标分季度情况

	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
营业收入 YoY	-7.0%	-9.2%	-7.2%	-26.0%	-4.3%
归母净利润 YoY	-37.1%	-17.4%	-19.2%	转亏	-27.4%
毛利率	38.4%	38.6%	43.2%	32.0%	37.3%
净利率	7.3%	9.8%	7.2%	-3.7%	5.5%
销售费用率	22.1%	19.8%	25.8%	22.0%	22.5%
管理费用率 (包含研发费用)	9.1%	8.8%	9.7%	11.7%	9.3%
财务费用率	-0.7%	-0.4%	-0.4%	0.0%	-0.3%
经营性现金流净额 YoY	-115.8%	25.6%	-48.8%	-3.7%	0.0%
(应收账款-预收账款) YoY	-1.6%	-6.3%	-19.7%	5.9%	-11.0%
ROE (摊薄)	1.6%	2.4%	1.6%	-0.9%	1.2%

资料来源：Wind，华源证券研究所

收入：地产拖累边际改善，26Q1 降幅收窄。2025 年厨电板块收入同比-13.5%；26Q1 板块收入同比-4.3%，降幅较 25Q4 (-26.0%) 显著收窄。我们认为，厨电与新房竣工高度挂钩，地产销售持续低迷是行业需求总量压缩的主要原因，26Q1 主因低基数效应及部分地区以旧换新政策延续，板块收入降幅环比大幅收窄。整体来看，厨电行业整合出清进程有望延续，龙头份额有望进一步提升。

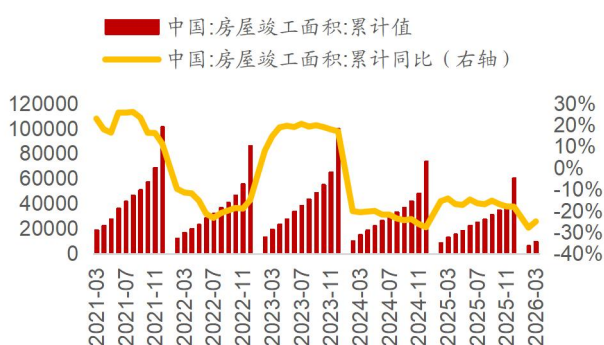
利润：盈利仍然承压，静待地产企稳。2025 年厨电板块净利润同比-54.3%，其中 25Q4 全板块亏损，收入规模萎缩导致固定成本难以摊薄，且部分企业计提资产减值。但 26Q1 板块利润同比-27.4%，降幅环比大幅收窄。当前板块估值处于历史底部区间，若地产数据企稳，厨电龙头有望迎来盈利与估值的双重修复。

图表 40：厨电板块主要公司收入、业绩表现

公司	25Q3 收入 YoY	25Q3 净利润 YoY	25Q4 收入 YoY	25Q4 净利润 YoY	26Q1 收入 YoY	26Q1 净利润 YoY
老板电器	1.4%	0.6%	-26.5%	-73.7%	-5.5%	-9.8%
华帝股份	-7.9%	-19.7%	-17.0%	转亏	-5.9%	-4.9%
火星人	-35.8%	亏损扩大	-46.7%	亏损扩大	-5.2%	减亏
亿田智能	-33.9%	亏损扩大	-63.3%	转亏	-62.1%	减亏
浙江美大	-36.2%	-37.9%	-47.4%	转亏	-25.6%	-62.7%
板块合计	-7.2%	-19.2%	-26.0%	转亏	-4.3%	-27.4%

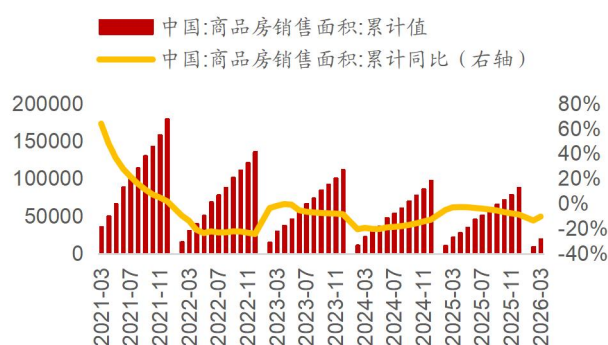
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 41：中国房屋竣工面积累计值及同比增速（万平方米）



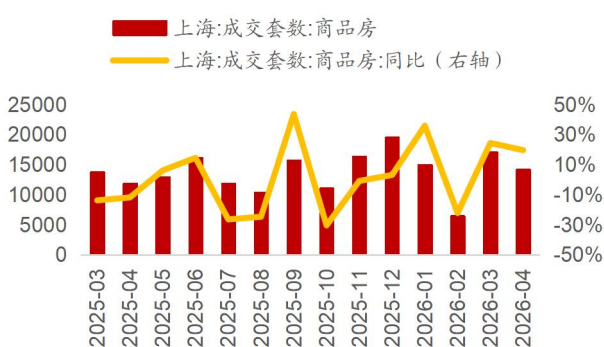
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 42：中国商品房销售面积累计值及同比增速（万平方米）



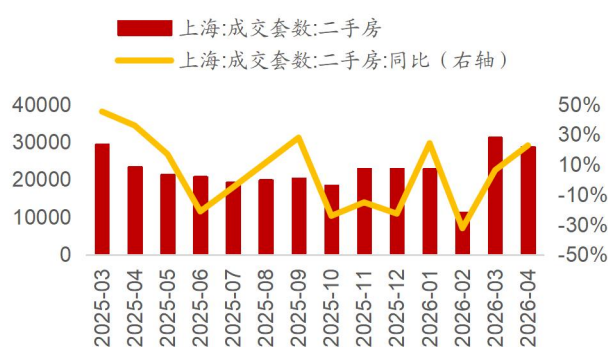
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 43：上海商品房成交套数及同比增速（套）



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 44：上海二手房成交套数及同比增速（套）



资料来源：Wind，华源证券研究所

5. 小家电：清洁电器出海引领收入增长，竞争与汇兑拖累利润

小家电板块 2025 年收入/利润分别同比+7.2%/-12.4%；其中 25Q4 收入/利润分别同比+2.5%/-36.2%。26Q1 小家电板块收入/利润分别同比+3.7%/-30.6%。

图表 45：小家电板块核心指标分年度情况

	2021	2022	2023	2024	2025
营业收入 YoY	20.9%	2.5%	2.5%	8.7%	7.2%
归母净利润 YoY	13.8%	0.7%	-1.0%	-4.7%	-12.4%
毛利率	29.5%	32.1%	32.6%	31.7%	31.7%
净利率	9.1%	9.0%	8.7%	7.6%	6.2%
销售费用率	11.7%	14.2%	14.8%	14.9%	16.1%
管理费用率 (包含研发费用)	3.8%	4.0%	4.1%	4.1%	3.9%
财务费用率	0.5%	-1.2%	-0.7%	-0.6%	0.0%
经营性现金流净额 YoY (应收账款-预收账款) YoY	-39.7%	49.7%	12.4%	-23.3%	14.2%
ROE (摊薄)	17.0%	16.0%	14.7%	13.4%	11.0%

资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 46：小家电板块核心指标分季度情况

	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
营业收入 YoY	13.6%	9.7%	5.0%	2.5%	3.7%
归母净利润 YoY	0.6%	-15.4%	6.0%	-36.2%	-30.6%
毛利率	32.1%	32.6%	30.7%	31.6%	31.8%
净利率	7.9%	7.1%	6.3%	4.1%	5.3%
销售费用率	15.1%	16.1%	15.0%	17.6%	15.5%
管理费用率 (包含研发费用)	8.4%	8.6%	8.5%	8.0%	7.9%
财务费用率	-0.6%	-0.9%	0.4%	0.8%	2.0%
经营性现金流净额 YoY (应收账款-预收账款) YoY	20.3%	-85.4%	20.0%	25.9%	-78.2%
ROE (摊薄)	3.3%	3.3%	2.7%	2.0%	2.2%

资料来源：Wind，华源证券研究所

收入：板块内部分化延续，清洁电器出海驱动增长。2025 年小家电板块收入同比+7.2%，其中 25Q4 收入同比+2.5%；26Q1 收入同比+3.7%，在内销偏弱背景下保持正增长，核心驱动来自清洁电器赛道的持续高增。清洁电器（扫地机/洗地机）受益于产品迭代加速和海外渗透率持续提升，26Q1 石头科技、科沃斯收入保持两位数增长。厨房小家电和个护品类或受内销消费降级影响更大、部分公司 25Q4 以来增速承压；出口代工类（比依股份、德昌股份等）受关税扰动不确定性上升但整体仍正增长。整体来看，新品类&海外市场或仍是板块最核心的增长引擎，支撑整体板块收入保持正增长。

利润：竞争+汇兑损失双重挤压，利润承压。2025 年净利润同比-12.4%，25Q4 利润同比-36.2%，26Q1 利润同比-30.6%，利润承压。核心原因有三：一是清洁电器竞争加剧，26Q1 销售费用率达 15.5%（同比+0.5pct），渠道投放和营销费用高企；二是人民币升值带来汇兑

损失（财务费用率同比+2.7pct），出口型企业尤为明显；三是内销品类价格战压缩毛利空间，26Q1 毛利率同比-0.2pct。板块内部利润分化加剧，清洁电器出海龙头和出口品牌型公司表现优于内销占比较大的公司。后续关注行业费用竞争何时收敛。

图表 47：小家电板块主要公司收入、业绩表现

公司	25Q3 收入 YoY	25Q3 净利润 YoY	25Q4 收入 YoY	25Q4 净利润 YoY	26Q1 收入 YoY	26Q1 净利润 YoY
苏泊尔	-2.3%	-13.4%	-0.7%	-10.0%	1.7%	1.7%
九阳股份	-11.0%	扭亏	-1.6%	转亏	-9.4%	-18.4%
新宝股份	-9.8%	-13.1%	-5.4%	-40.9%	-10.4%	-68.1%
小熊电器	14.7%	113.2%	-5.0%	36.3%	-6.1%	-38.7%
比依股份	-3.4%	-45.1%	2.7%	-75.5%	3.5%	转亏
科沃斯	29.3%	7160.9%	-2.4%	78.1%	27.1%	-14.7%
石头科技	60.7%	2.5%	34.2%	-35.5%	23.3%	20.8%
德昌股份	8.5%	-45.8%	9.1%	-99.3%	2.7%	-84.4%
德尔玛	-10.3%	-44.3%	-7.4%	6.5%	-16.6%	-7.8%
信轻松	-28.5%	亏损扩大	-8.5%	亏损扩大	-0.8%	亏损扩大
板块合计	5.0%	6.0%	2.5%	-36%	3.7%	-30.6%

资料来源：Wind，华源证券研究所

6. 照明电工：26Q1 收入边际回暖，盈利趋稳

照明电工板块 2025 年收入/利润分别同比-3.0%/-9.0%；其中 25Q4 收入/利润分别同比-1.9%/+0.8%。26Q1 照明电工板块收入/利润分别同比+1.3%/持平。

图表 48：照明电工板块核心指标分年度情况

	2021	2022	2023	2024	2025
营业收入 YoY	37.6%	9.0%	8.5%	1.8%	-3.0%
归母净利润 YoY	16.2%	14.9%	19.3%	8.9%	-9.0%
毛利率	30.0%	31.3%	34.9%	34.8%	34.2%
净利率	13.3%	14.0%	15.4%	16.5%	15.5%
销售费用率	7.3%	7.1%	8.1%	8.8%	8.3%
管理费用率 (包含研发费用)	3.6%	4.1%	4.2%	4.7%	4.6%
财务费用率	-0.2%	-0.7%	-0.8%	-0.8%	-0.4%
经营性现金流净额 YoY (应收账款-预收账款) YoY	-14.9%	21.2%	62.5%	-32.9%	9.3%
ROE (摊薄)	16.6%	16.0%	15.8%	16.3%	14.3%

资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 49：照明电工板块核心指标分季度情况

	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
营业收入 YoY	-3.2%	-5.2%	-1.6%	-1.9%	1.3%
归母净利润 YoY	2.3%	-21.2%	-14.2%	0.8%	0.0%
毛利率	33.1%	34.6%	33.3%	35.7%	33.3%
净利率	15.0%	15.7%	13.8%	17.3%	14.8%
销售费用率	7.9%	8.3%	8.3%	8.8%	7.9%
管理费用率 (包含研发费用)	9.6%	9.1%	9.8%	9.3%	8.5%
财务费用率	-0.7%	-0.7%	-0.2%	-0.1%	0.0%
经营性现金流净额 YoY	-12.1%	-26.3%	49.5%	40.3%	35.8%
(应收账款-预收账款) YoY	0.0%	1.3%	24.9%	17.6%	3.6%
ROE (摊薄)	3.3%	4.0%	3.3%	4.1%	3.2%

资料来源：Wind，华源证券研究所

收入：26Q1 收入同比增速转正，渠道补库+刚需支撑韧性。2025 年照明板块收入同比-3.0%，其中 25Q4 收入同比-1.9%，主要受地产低迷影响。26Q1 收入同比+1.3%，开始恢复正增长。我们认为改善来自渠道库存去化完毕后的正常补库。龙头公牛集团经营保持韧性，新业务与出海打开成长空间。

利润：26Q1 利润同比持平，盈利相对稳健。25Q4 利润同比+0.8%；26Q1 利润同比持平，毛利率 33.3%较为稳定，净利率 14.8%，盈利表现相对稳健。26Q1 经营性现金流同比+35.8%，自由现金流充沛。公牛集团等龙头公司经营稳健、现金流充沛、股息率较高，红利属性突出，具有较强防御属性。

图表 50：照明电工板块主要公司收入、业绩表现

公司	25Q3	25Q3	25Q4	25Q4	26Q1	26Q1
	收入 YoY	净利润 YoY	收入 YoY	净利润 YoY	收入 YoY	净利润 YoY
公牛集团	-4.4%	-10.3%	-9.4%	8.2%	3.5%	8.5%
欧普照明	-0.6%	-12.2%	1.7%	22.0%	0.1%	-7.2%
联域股份	3.9%	-80.9%	16.9%	-20.2%	8.2%	27.8%
民爆光电	-0.3%	-27.9%	7.2%	-21.1%	-3.1%	-63.3%
板块合计	-1.6%	-14.2%	-1.9%	0.8%	1.3%	-0.0%

资料来源：Wind，华源证券研究所

7. 零部件：26Q1 受高基数影响营收利润同比走弱，现金流质量改善

家电零部件板块 2025 年收入/利润分别同比+6.3%/+16.1%；其中 25Q4 收入/利润分别同比-0.6%/+2.2%。26Q1 家电零部件板块收入/利润分别同比-2.1%/-9.3%。

图表 51：家电零部件板块核心指标分年度情况

	2021	2022	2023	2024	2025
营业收入 YoY	30.2%	9.3%	5.8%	10.3%	6.3%
归母净利润 YoY	95.6%	22.4%	5.9%	12.0%	16.1%
毛利率	16.9%	17.5%	19.5%	19.9%	20.4%
净利率	5.3%	6.0%	6.0%	6.1%	6.6%
销售费用率	2.1%	2.1%	2.2%	2.1%	2.2%
管理费用率 (包含研发费用)	4.2%	4.4%	4.9%	4.9%	4.7%
财务费用率	0.7%	-0.2%	0.0%	0.1%	0.3%
经营性现金流净额 YoY	-14.9%	57.5%	34.6%	12.1%	-2.0%
(应收账款-预收账款) YoY	11.4%	8.9%	8.6%	8.4%	9.3%
ROE (摊薄)	9.8%	10.4%	9.5%	10.0%	9.2%

资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 52：家电零部件板块核心指标分季度情况

	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
营业收入 YoY	16.5%	5.3%	4.3%	-0.6%	-2.1%
归母净利润 YoY	24.0%	16.6%	20.8%	2.2%	-9.3%
毛利率	18.4%	20.4%	20.9%	22.3%	19.1%
净利率	6.2%	7.2%	7.4%	5.7%	5.7%
销售费用率	1.8%	2.0%	2.1%	3.0%	1.8%
管理费用率 (包含研发费用)	9.1%	8.9%	10.0%	10.7%	8.9%
财务费用率	-0.1%	-0.1%	0.5%	0.9%	1.4%
经营性现金流净额 YoY	325.2%	-34.3%	-9.4%	9.1%	146.8%
(应收账款-预收账款) YoY	7.9%	9.3%	7.6%	10.0%	1.9%
ROE (摊薄)	2.7%	2.9%	2.5%	1.8%	2.0%

资料来源：Wind，华源证券研究所

收入：26Q1 受高基数影响，收入承压。2025 年零部件板块收入同比+6.3%，受益于下游白电排产需求稳健+新能源车热管理需求旺盛，全年表现领先。但节奏前高后低，25Q4 收入同比-0.6%转负；26Q1 收入同比-2.1%，连续两个季度小幅下滑。我们认为短期承压主因：白电整机端去库存导致零部件订单前置性减弱，以及新能源乘用车销量增速边际放缓。

利润：26Q1 受汇兑拖累下滑，但毛利同比提升、现金流大幅改善。2025 年零部件板块净利润同比+16.1%，25Q4 利润同比+2.2%。26Q1 利润同比-9.3%，盈利承压主因财务费用率 1.4%，较 25Q1 (-0.1%) 大幅提升 1.5pct，人民币升值带来显著汇兑损失；26Q1 毛利率 19.1%，同比+0.7pct，顺利传导成本。现金流方面，26Q1 同比+146.8%，大幅改善，体现龙头企业主动强化回款管理。未来随着关税和汇兑影响减退，以及部分龙头公司热管理和机器人等新业务陆续推进，板块盈利有望逐步修复。

图表 53：家电零部件板块主要公司收入、业绩表现

公司	25Q3 收入 YoY	25Q3 净利润 YoY	25Q4 收入 YoY	25Q4 净利润 YoY	26Q1 收入 YoY	26Q1 净利润 YoY
三花智控	12.8%	43.8%	-5.4%	2.9%	1.4%	2.7%
盾安环境	0.1%	33.4%	-0.9%	-21.9%	1.2%	-9.9%
板块合计	4.3%	20.8%	-0.6%	2%	-2.1%	-9.3%

资料来源：Wind，华源证券研究所

8. 投资建议：26 年坚持杠铃策略（红利+出海新产品），重点挖掘企业定价权提升的机会

投资主线一：受益 AI 技术落地，新产品迎来颠覆性创新，从而带来需求高景气。如受益 AI agent 需求高景气，NAS 作为安全性高且可 24 小时运行的部署载体，在一键部署功能成熟后，需求有望迎来快速增长。此外，AI 对自然语言的理解能力，以及对图像、音频、视频文件的处理能力快速提高，大幅提高了 AI 录音笔、摄像头、全景相机、无人机、智能投影等产品的使用体验，行业有望迎来渗透率的新一轮提升。建议关注：安克创新、绿联科技、华宝新能、影石创新、极米科技。

投资主线二：受益全球能源价格上涨，油改电品类需求增长，中国厂商正在出海重新定义产品。1) 阳台储能：重新定义家用储能形态，便携且平价，经济性与适用性快速提高，欧洲需求保持高速增长。2) 电动两轮车：能源价格上涨，为电动两轮车出海打开了宝贵的窗口期，中国厂商正在加速出海，东南亚布局逐步落地。建议关注：安克创新、华宝新能、九号公司、雅迪控股、爱玛科技等。

投资主线三：低估值、高分红的质量红利公司。1) 白电：内销国补退坡阶段需求承压，关注格局优化带来的龙头利润弹性。外销成熟市场结构升级，新兴市场渗透率提升，白电出海仍有韧性。2) 黑电：25 年需求平稳略降，大尺寸化和 Mini LED 结构升级趋势延续。26 年全球格局有望从“日韩主导”向“中国双龙头”加速演进。建议关注：美的集团、海尔智家、海信家电。

图表 54：重点覆盖公司推荐逻辑

公司代码	公司名称	推荐逻辑
688696.SH	极米科技	全球家用智能投影行业龙头 。主业国内竞争格局优化，出海开始加速，车载新业务有望减亏，26 年盈利弹性有望释放。
689009.SH	九号公司	全球智能短交通及服务机器人龙头 。主业有望稳步增长，新业务具备高盈利和高增长潜力，业绩有望保持长期稳定增长。
688775.SH	影石创新	全球智能影像设备龙头 。行业需求快速增长和公司新品迭代有望支撑收入延续高增长，无人机、手持云台相机等新品类有望进一步打开成长空间。
300866.SZ	安克创新	全球领先的智能硬件企业 。品类布局广泛，海外品牌、渠道优势明显且产品竞争力强，有望充分受益于 AI 技术发展带动新一轮硬件需求增长。
301606.SZ	绿联科技	全球领先的智能硬件企业 。充电业务结构升级驱动量价齐升，“AI+NAS”打造第二增长曲线，叠加海外全渠道渗透深化，公司正步入业绩增长与品牌溢价双升的红利期。
301327.SZ	华宝新能	全球便携储能龙头 。便携式储能基本盘稳固，新品类有望快速放量。预计随未来关税压力缓解、产品结构改善，盈利能力有望快速修复。
1070.HK	TCL 电子	全球彩电领军者 。高端化与全球化战略稳步推进，全球份额持续提升，整合索尼有望重塑全球格局、加速高端化战略落地，公司业绩有望持续增长。

资料来源：ifind，华源证券研究所

9. 风险提示

原材料价格大幅上涨。原材料价格上涨将提升制造成本，相关公司盈利能力或会下降，从而影响公司业绩。

行业需求趋弱。家电行业整体需求趋弱或将影响行业相关公司收入和利润的增长。

汇率大幅波动。汇率的大幅波动或会导致行业相关公司产生汇兑亏损，影响公司利润。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。