



家电行业研究

买入（维持评级）
行业专题研究报告

证券研究报告

国金证券研究所

分析师：王刚（执业 S1130524080001）

wang_g@gjzq.com.cn

分析师：赵中平（执业 S1130524050003）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：蔡润泽（执业 S1130525090001）

cairunze@gjzq.com.cn

当前时间点如何看待白电的投资机会？

投资逻辑

基本面：基数压力减轻，下半年景气修复方向较为明确。26H1 家电社零同比下降 9.5%，主要受 25H1 国补拉动形成的高基数影响；进入下半年，基数压力显著缓和。参考 2020 年以来上下半年家电社零 45%/55% 的平均占比，我们测算 26H2 家电社零规模约 6000 亿元，同比增长 7.7%；其中 Q3、Q4 分别同比下降 2.8%、增长 18.2%，预计呈现 Q3 降幅收窄、Q4 显著修复的趋势。分品类看，预计下半年空调、冰箱内销分别增长 7.4%、2.2%，洗衣机内销下降 1.1%、降幅进一步收窄；外销空调随基数回落明显修复，冰箱、洗衣机延续增长，预计分别增长 11.1%、3.3%、4.1%。

大宗影响：铜铝价格同比增速高点或已出现，盈利压力有望逐步缓解。26Q2 铜、铝均价同比分别上涨 40.0%、45.9%，是本轮大宗商品价格压力较为集中的阶段，也是白电龙头业绩的重要压力测试窗口。从当前趋势看，铜价环比涨幅已明显放缓，铝价 7 月以来回落至 3200 美元/吨附近，接近 26Q1 均价。我们对铜铝价格涨幅进行情景测算，在大多数价格假设下，下半年铜铝价格同比增速均将较上半年回落。复盘历史，龙头能够通过提价、降本及生产调配有效对冲成本波动，原材料价格对利润的边际拖累有望逐季减弱。

筹码与估值：机构仓位处于历史低位，基本面企稳有望带来仓位回补。截至 26Q2 末，家电行业公募基金重仓比例为 1.02%，环比下降 0.6 个百分点，处于 2015 年以来最低水平，需求走弱与成本上行等悲观预期或已得到较充分反映。随着基本面逐步企稳及市场风格趋于均衡，兼具低估值、高股息和业绩稳定属性的白电龙头有望迎来仓位回补。此外，《保险公司资产负债管理办法》将于 2027 年实施，明确人身险净投资收益覆盖率不得低于 100%。由于净投资收益主要来自利息、股息和租金等稳定现金收益，在长端利率下行、债券票息承压的背景下，高股息资产的配置价值进一步提升。白电龙头分红能力突出、估值较低，有望受益于险资增配与公募仓位回补，为板块带来增量资金。

长期看，成熟期消费企业通过分红和回购提升股东回报，有助于强化估值支撑。以可口可乐为例，2013—2025 年公司营收、利润复合增速分别为 -0.3%、2.6%，同期公司持续提高分红并实施回购，PE Forward 中枢由 17.4 倍提升至 21.8 倍。国内白电龙头的股东回报也在持续改善：2025 年美的分红率提升至 73%，2026 年宣布 65—130 亿元回购计划；海尔宣布 2026—2028 年分红率分别不低于 58%、60%、60%。白电龙头现金流充裕、资本开支强度可控，股东回报提升有望推动市场对其长期价值重新定价。

成长展望：以欧洲为代表的海外市场有望成为空调品类的重要增量来源。2025 年欧洲家庭空调普及率仅约 23%，近年来高温天气的频率和强度持续上升，空调消费的必要性不断增强。2025 年我国对欧洲出口空调 1723 万台，较 2020 年的 1073 万台复合增长 9.9%。海尔、格力、美的、海信等中国品牌在东欧的合计份额已超过 60%，而在西欧市场仍不足 20%，低渗透率与低品牌份额形成双重提升空间。我们测算，在欧洲空调渗透率分别达到 40%、50%、60% 的情景下，稳态年销量有望达到约 1980 万、2469 万、3048 万台，中国龙头有望凭借持续完善的产品、渠道和品牌布局进入份额收获期。

投资建议与估值

我们认为，当前白电板块处于基本面触底、成本压力边际缓解和机构仓位处于历史低位的共振阶段，下半年具备业绩修复与估值修复基础。长期看，海外市场成长与股东回报提升有望推动板块估值体系由“成熟制造”向“高质量现金流+股东回报提升+稳健增长”切换。结合低估值、高股息与稳健现金流属性，我们看好白电行业下半年的投资机会，维持行业“买入”评级，推荐美的集团、海尔智家，建议关注海信家电。

风险提示

终端需求恢复不及预期；铜铝等原材料价格超预期上涨；行业价格竞争加剧；海外关税政策及汇率大幅波动；国补等政策退坡节奏超预期。



内容目录

1、基本面：基数压力减缓，景气即将迎来触底修复	4
1.1、社零：下半年基数显著降低，高基数压力卸下后的环比修复是确定事件	4
1.2、分品类：预计白电内销下半年有望转正，外销空调修复、冰洗景气度延续	4
2、大宗影响：铜铝增速见顶，对利润的侵蚀程度上限基本探明	5
2.1、历史复盘：龙头通过提价、降本能够有效对冲成本压力	5
2.2、26Q2 大宗价格压力测试有望平稳落地，后续大宗对盈利的影响有望减缓	6
3、资金结构：26Q2 家电公募重仓比例为 1.02%，处于近年极低水平	7
4、成长展望：海外市场潜力充足，有望成为我国空调厂商最重要的增量来源	8
4.1、需求端：以欧洲为例，气候变化正在改变空调的消费属性	8
4.2、出口验证：25 年我国对欧出口空调 1700w+，近五年 CAGR 接近 10%，占我国出口总量的 22%	10
4.3、份额与映射：西欧仍是洼地，看好借助产业景气提升品牌份额	12
5、估值思考：参考海外消费龙头，股东回报提升有望带动中枢上移	13
5.1、海外镜鉴：成熟期的消费品公司通过分红+回购压缩权益规模，推动账面 ROE 与估值中枢双升	13
5.2、国内映射：白电龙头分红率持续提升，现金流质量支撑进一步上行	13
6、投资建议	14
7、风险提示	14

图表目录

图表 1：2025 年下半年家电基数显著走低	4
图表 2：26H2 家电社零推演	4
图表 3：2021-2025 年出货口径空冰洗 CAGR 增速	4
图表 4：预计白电内销下半年有望转正、外销景气度延续	5
图表 5：从历史来看，白电龙头在多次大宗涨价周期中盈利能力保持稳定	5
图表 6：铜铝价格涨势有所减缓（单位：美元/吨）	6
图表 7：季度来看，Q2 以来铜铝价格环比增速有所放缓	6
图表 8：铜价情景测算	6
图表 9：铝价情景测算	7
图表 10：家电公募重仓比例已经处于历史低位	7
图表 11：欧洲地区空调渗透率显著低于主流发达地区	8
图表 12：近年全球夏季温度显著高于历史均值	8
图表 13：近年欧洲夏季天气温度显著高于历史均值	8
图表 14：2026 年 6 月西欧平均气温创历史新高	9



图表 15: 今年高温天气催化下空调搜索指数大幅上升	9
图表 16: NOAA 预测下半年发生厄尔尼诺现象的概率较高	10
图表 17: 近五年我国对欧空调出口量大幅增长	10
图表 18: 欧洲空调需求拆分 (单位: 千台)	11
图表 19: 西欧空调需求相对分散, 主要集中在土耳其及欧洲南部区域 (单位: 千台)	11
图表 20: 40%渗透率假设的情景下, 欧洲空调稳态年销量约 2100w 台左右	11
图表 21: 渗透率 40%/50%/60%的情景下, 欧洲空调的稳态年需求量测算	12
图表 22: 我国品牌在东欧已占据优势地位, 但在西欧份额仍然较低	12
图表 23: 我国品牌在西欧各国家中份额差异较大	12
图表 24: 可口可乐估值中枢随股东回报提升	13
图表 25: 白电龙头分红率不断提升	13
图表 26: 白电企业现金流良好, 每年 Capex 规模有限	14

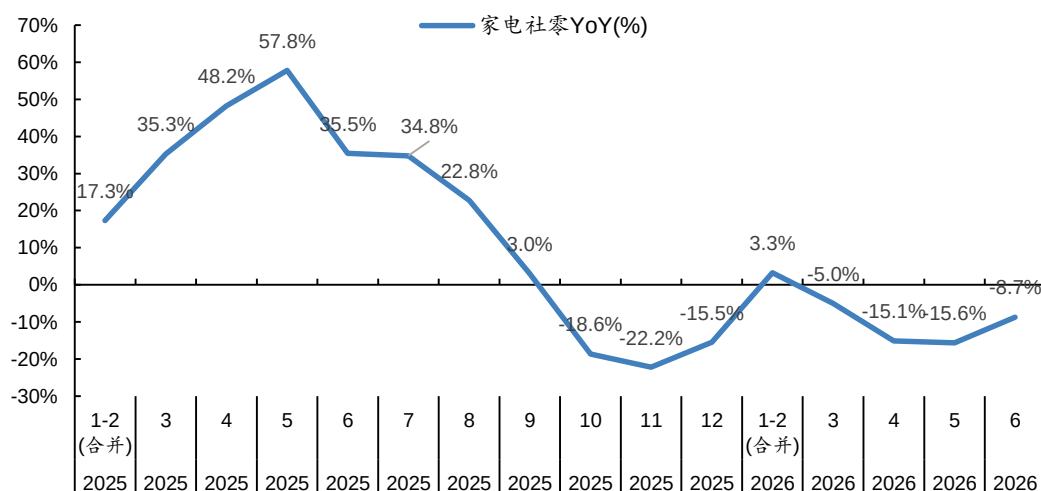


1、基本面：基数压力减缓，景气即将迎来触底修复

1.1、社零：下半年基数显著降低，高基数压力卸下后的环比修复是确定事件

今年以来家电板块的核心矛盾集中在两点：一是国补退坡后的需求真空期究竟有多长，二是铜铝上行对盈利的侵蚀影响有多大，市场对下半年的分歧也主要源于此。我们先从需求端出发，观察社零的基数结构：据国家统计局，26H1 家电社零同比-9.5%，主要受 25H1 国补拉动形成的高基数影响，进入下半年，基数压力显著减轻。

图表1：2025 年下半年家电基数显著走低



来源：国家统计局，国金证券研究所

参考 2020 年以来的数据，上下半年家电社零分别占全年的 45%、55%，考虑到国补透支的扰动在去年已经有较好的消化，预计今年上下半年的波动与历史类似，据此推算 26H2 家电社零规模预计在 6000 亿元左右，低基数下同比有望实现 7.7% 的增长。

分季度来看，同样参考历史数据，Q3、Q4 分别占据下半年规模的 45%、55%，按照上述假设继续推演，我们预计 26Q3、26Q4 家电社零分别为-3%、+18.2%（同期分别+19.0%、-18.9%），预计 Q3 降幅收窄、Q4 实现显著修复。

图表2：26H2 家电社零推演

2026E 期间	规模 (亿元)	2025 同期	规模 (亿元)	同比	增速
26H1	5,509.8	25H1	6,085.5	yoy	-9.5%
26H2	6,043.1	25H2	5,609.4		7.7%
季度拆分					
26Q1	2,509.8	25Q1	2,542.5	yoy	-1.3%
26Q2	3,000.0	25Q2	3,543.0		-15.3%
26Q3	2,719.0	25Q3	2,797.8		-2.8%
26Q4	3,324.2	25Q4	2,811.6		18.2%

来源：国家统计局，国金证券研究所

注：此处按照历史社零数据类比，假设 26 年下半年社零规模占全年的 55%；Q3、Q4 社零分别占下半年整体规模的 45%、55%

1.2、分品类：预计白电内销下半年有望转正，外销空调修复、冰洗景气度延续

我们分品类对下半年空冰洗的销售情况进行简单预测，思路如下：

1) 自然增长速率选择：我们选取产业在线 2021-2025 年的内外销出货量 CAGR 作为自然增速，空/冰/洗的内销、外销分别选择 5.6%/0.7%/0.3%、8.2%/5.3%/13.6%。

图表3：2021-2025 年出货口径空冰洗 CAGR 增速

空冰洗内外销出货量及 CAGR (万台)									
品类	口径	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	21-25 CAGR
空调	内销	9,212.0	8,028.1	8,470.0	8,430.0	9,959.7	10,414.8	10,521.0	5.6%



空冰洗内外销出货量及 CAGR（万台）

冰箱	内销	4,338.2	4,269.6	4,264.7	4,123.2	4,348.4	4,483.7	4,393.3	0.7%
洗衣机	内销	4,492.6	4,290.6	4,453.1	4,033.1	4,200.1	4,476.9	4,506.0	0.3%
空调	外销	5,769.5	6,118.4	6,789.3	6,573.7	7,084.3	9,640.5	9,317.6	8.2%
冰箱	外销	3,415.7	4,177.3	4,378.6	3,434.6	4,381.2	5,187.6	5,383.2	5.3%
洗衣机	外销	2,689.8	2,747.9	3,018.7	2,826.9	3,844.9	4,484.0	5,056.4	13.8%

来源：产业在线，国金证券研究所

2) 我们以 23 及 24 年 Q3、Q4 的季度出货量为基数，以反映国内的消费环境的近况、同时能够避免海外补库带来的阶段性高基数扰动，按照自然增速测算 26Q3、Q4 的预期出货量。

从测算结果来看，得益于内销 25H2 基数大幅走低，我们估计 26H2 各品类增速均有望转正；外销方面空调得益于基数较低+天气预期，景气度预计边际明显改善，估计下半年显著修复，冰洗基数虽高，但今年景气度较好，下半年预计降速但仍将保持增长。

图表4：预计白电内销下半年有望转正、外销景气度延续

增速	2023	2024	2025	2026E	2025H1	2025H2	2026H1	2026H2E	2026Q1	2026Q2	2026Q3E	2026Q4E
空调内销	13.8%	4.6%	1.0%	-0.8%	9.0%	-10.3%	-5.6%	7.4%	0.8%	-10.0%	1.5%	17.4%
冰箱内销	5.5%	3.1%	-2.0%	-2.0%	9.0%	-6.6%	-7.2%	2.2%	-8.0%	-4.6%	0.3%	4.2%
洗衣机内销	3.0%	6.6%	0.6%	-2.7%	9.0%	-5.5%	-6.5%	-1.1%	-5.8%	-3.1%	-0.5%	-1.8%
空调外销	7.8%	36.1%	-3.4%	0.2%	9.0%	-16.4%	-6.8%	11.1%	-5.8%	-8.1%	5.0%	15.9%
冰箱外销	27.4%	18.4%	3.8%	8.7%	9.0%	4.1%	13.8%	3.3%	8.3%	19.8%	4.3%	2.2%
洗衣机外销	37.0%	16.6%	12.8%	8.9%	7.5%	17.8%	13.3%	4.1%	17.6%	11.9%	5.0%	3.3%
空调整体	11.2%	17.7%	-1.1%	-0.3%	8.3%	-13.4%	-6.2%	9.2%	-2.8%	-9.3%	2.9%	16.5%
冰箱整体	15.4%	10.8%	1.1%	3.9%	3.3%	-0.9%	5.0%	2.8%	0.9%	8.9%	2.5%	3.1%
洗衣机整体	16.9%	11.4%	6.7%	3.4%	7.9%	5.7%	5.5%	1.7%	6.1%	4.9%	2.5%	0.9%

来源：产业在线，国金证券研究所测算

2、大宗影响：铜铝增速见顶，对利润的侵蚀程度上限基本探明

2.1、历史复盘：龙头通过提价、降本能够有效对冲成本压力

从历史表现来看，龙头通过提价、生产调配等方式能够有效应对成本波动。复盘第 1-4 轮铜价上行周期，LME 铜价分别上涨 262%、69%、131%、31%，期间白电龙头毛利率整体表现稳健：其中美的毛利率季度平均分别变动-0.5%、+0.2%、-2.9%、+2.2%，期间毛利率最大变动幅度仅 33%；海尔分别变动-0.2%、+1.0%、+0.6%、+0.2%，期间毛利率最大变动幅度仅-2.5%，反映品类综合属性较强的白电龙头能够通过提价、降本等方式较好的对冲大宗价格的影响，具备极强的成本应对能力与经验。

图表5：从历史来看，白电龙头在多次大宗涨价周期中盈利能力保持稳定

铜上涨周期（LME价格）					毛利率季度平均变化			毛利率期间最大变动			
轮次	时间区间	持续时间	起点价格（\$/吨）	终点价格（\$/吨）	涨幅	格力	美的	海尔	格力	美的	海尔
第1轮	2008.12-2011.02	26个月	2,809.5	10,179.5	262%	-0.1%	-0.5%	-0.2%	-7.5%	-1.8%	-2.5%
第2轮	2016.01-2018.06	29个月	4,327.5	7,330.5	69%	-0.1%	0.2%	1.0%	-3.9%	-1.2%	+0.7%
第3轮	2020.03-2022.03	24个月	4,625.0	10,702.0	131%	-1.4%	-2.9%	0.6%	+6.2%	-3.0%	+1.1%
第4轮	2023.06-2024.06	11个月	8,240.0	10,800.8	31%	3.5%	2.2%	0.2%	+1.6%	+0.5%	+0.2%

来源：Wind，国金证券研究所

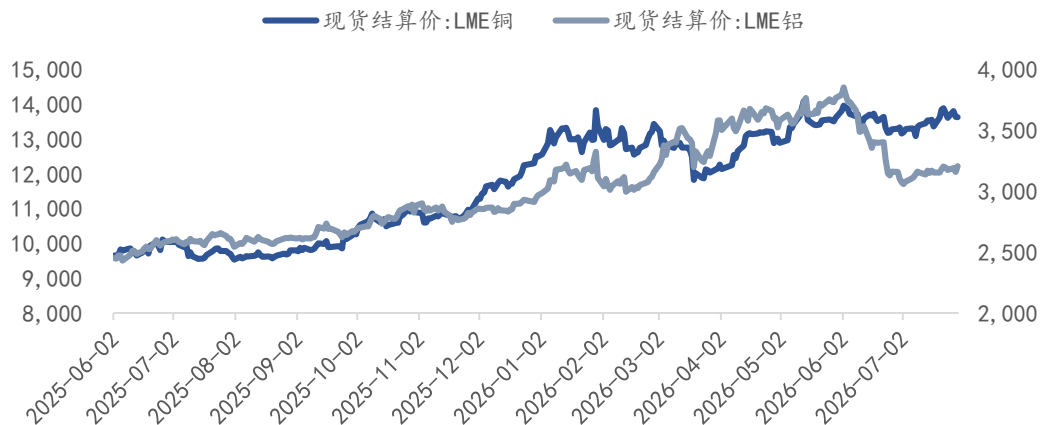
注：季度平均变化指涨价期间公司每季度的毛利率变化的算数平均值；期间最大变动指涨价期间最低毛利率与最高毛利率水平的差值



2.2、26Q2 大宗价格压力测试有望平稳落地，后续大宗对盈利的影响有望减缓

从成本端看，影响报表的并非大宗价格的绝对水平，而是同比涨幅的变化方向。今年 Q2 是大宗价格增速的高点，也是白电企业业绩的压力测试窗口。我们预计白电头部企业 Q2 业绩虽然有小幅承压，但考虑到今年是需求疲软+大宗压力+汇率多重影响下的极端年份，业绩能有此表现已实属不易。考虑到铜铝的季度均价的环比增速已经开始放缓，成本对利润的侵蚀程度上限或已基本探明。

图表6：铜铝价格涨势有所减缓（单位：美元/吨）



来源：Wind，国金证券研究所

据 Wind，26Q2 铜、铝均价同比分别+40.0%、+45.9%。从环比趋势来看，铜价 Q2 涨幅已经大幅放缓，铝价虽然 Q2 环比整体涨幅较大，但 7 月以来实际上已回落至 3100-3200 美元/吨的区间，相较于 26Q1 的均价已经基本持平。

图表7：季度来看，Q2 以来铜铝价格环比增速有所放缓

季度	铜均价	同比	环比	铝均价	同比	环比
25Q1	9,340.38	10.7%		2,627.27	19.5%	
25Q2	9,523.71	-2.3%	2.0%	2,447.85	-2.9%	-6.8%
25Q3	10,031.64	8.9%	5.3%	2,661.73	11.7%	8.7%
25Q4	11,092.24	20.7%	10.6%	2,827.00	9.8%	6.2%
26Q1	12,844.45	37.5%	15.8%	3,199.48	21.8%	13.2%
26Q2	13,329.48	40.0%	3.8%	3,571.08	45.9%	11.6%

来源：Wind，国金证券研究所

我们针对下半年情况进行情景测算，假设 Q3、Q4 的铜铝价格环比增速为-6%~6%的区间，在大多场景下，铜铝价格下半年的增速环比上半年均会出现不同程度的回落，因此从单季度利润影响的程度来看，压力最大的时候已经逐渐过去。

图表8：铜价情景测算

铜价同比敏感性（Q3/Q4同幅环比情景）						
情景	实际值 Q2环比	假设值		实际值 铜Q2同比	推算值	
		Q3环比	Q4环比		铜Q3同比	铜Q4同比
明显回落	3.8%	-6.0%	-6.0%	40.0%	24.9%	6.2%
回落	3.8%	-4.0%	-4.0%	40.0%	27.6%	10.7%
小幅回落	3.8%	-2.0%	-2.0%	40.0%	30.2%	15.4%
持平	3.8%	0.0%	0.0%	40.0%	32.9%	20.2%
小幅上涨	3.8%	2.0%	2.0%	40.0%	35.5%	25.0%
上涨	3.8%	4.0%	4.0%	40.0%	38.2%	30.0%
明显上涨	3.8%	6.0%	6.0%	40.0%	40.8%	35.0%

来源：Wind，国金证券研究所测算



图表9：铝价情景测算

铝价同比敏感性（Q3/Q4同幅环比情景）						
情景	实际值	假设值		实际值	推算值	
	Q2环比	Q3环比	Q4环比	铜Q2同比	铜Q3同比	铜Q4同比
明显回落	11.6%	-6.0%	-6.0%	45.9%	26.1%	11.6%
回落	11.6%	-4.0%	-4.0%	45.9%	28.8%	16.4%
小幅回落	11.6%	-2.0%	-2.0%	45.9%	31.5%	21.3%
持平	11.6%	0.0%	0.0%	45.9%	34.2%	26.3%
小幅上涨	11.6%	2.0%	2.0%	45.9%	36.8%	31.4%
上涨	11.6%	4.0%	4.0%	45.9%	39.5%	36.6%
明显上涨	11.6%	6.0%	6.0%	45.9%	42.2%	41.9%

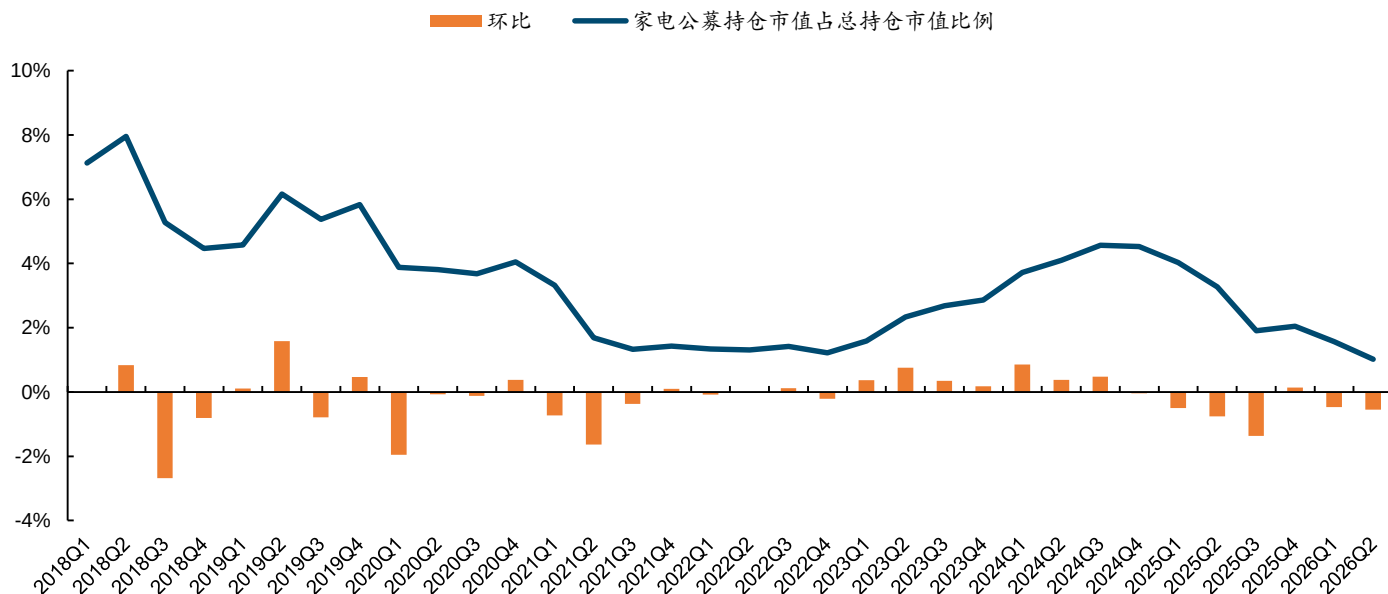
来源：Wind，国金证券研究所测算

3、资金结构：26Q2 家电公募重仓比例为 1.02%，处于近年极低水平

从资金和筹码结构看，市场对需求疲软、大宗价格高等负面因素的定价或已比较充分。据 Wind，截至 26Q2 末，家电行业公募基金重仓比例为 1.02%，环比下降 0.6pct，已经处于 2015 年以来的最低水平。在上半年终端需求走弱、成本压力上行的双重扰动下，机构对板块的配置意愿降至冰点。

风格再平衡下，板块存在仓位回补空间。当前市场正在进行一定程度上的风格再平衡，兼具低估值、高股息和业绩稳定属性的资产关注度有所提升。随着板块基本面逐步企稳、市场风格趋于均衡，公募基金存在仓位回补空间，有望为白电板块带来增量资金并推动估值修复。

图表10：家电公募重仓比例已经处于历史低位



来源：Wind，国金证券研究所

保险公司资产负债管理办法新规落地高股息资产的相对配置价值进一步提升。2026 年 8 月，金融监管总局发布《保险公司资产负债管理办法》，自 2027 年 1 月 1 日起施行。《办法》首次将“资产收益覆盖负债成本”设为硬性监管指标，要求人身险公司的净投资收益覆盖率不低于 100%。净投资收益主要由利息、股息及租金等相对稳定的现金收益构成，该指标强化了资产端经常性收益对负债保证成本的覆盖要求。据中国保险行业协会，2026 年 7 月，普通型人身保险产品预定利率研究值为 1.94%，存量业务负债成本仍具有一定刚性。在长端利率处于低位的环境下，仅依靠债券票息维持净投资收益率的难度上升，具备稳定分红能力的高股息权益资产有望成为险资补充经常性收益、改善成本收益匹配的重要工具。



白电高股息特质，有望承接险资增量配置。白电龙头盈利稳健、现金流质量高、资本开支强度低，分红能力与分红意愿在制造业中相对突出。高分红率叠加低估值使白电龙头的股息回报水平在A股制造业中长期居于前列，较高的预期股息率能够为险资贡献稳定现金收益，能够较好的覆盖险资的负债保证成本，我们看好险资的配置意愿提升与公募的仓位回补形成合力，为白电板块带来可观增量资金。

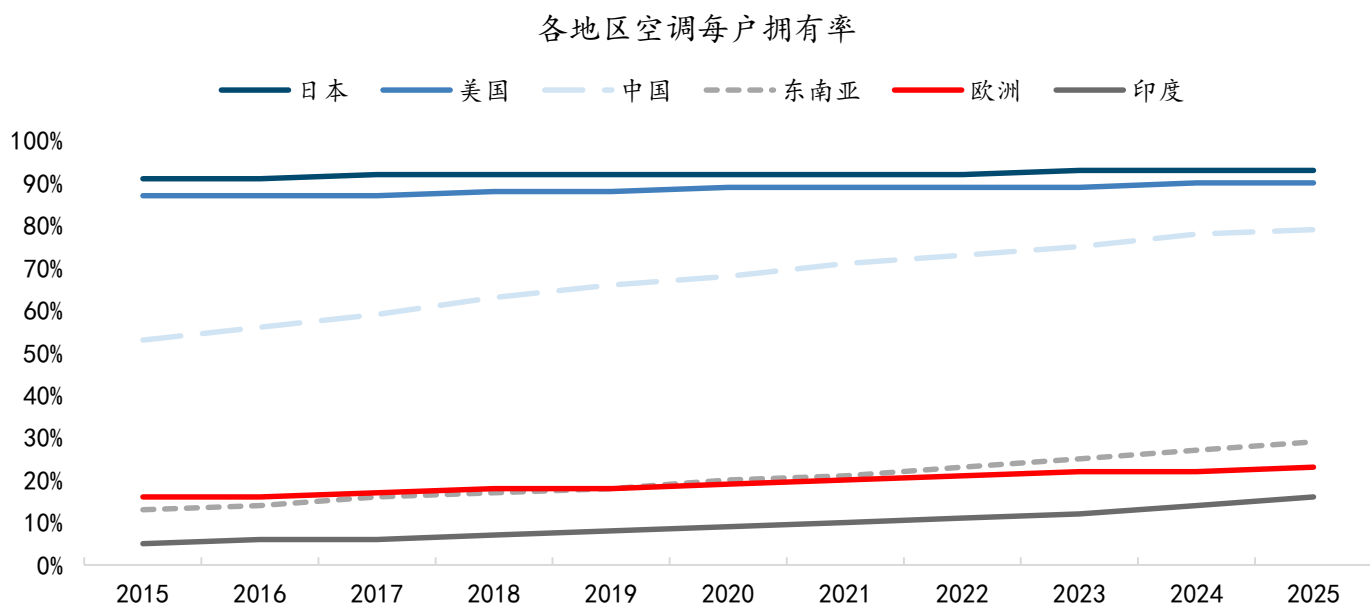
4、成长展望：海外市场潜力充足，有望成为我国空调重要的增量来源

4.1、需求端：以欧洲为例，气候变化正在改变空调的消费属性

拉长时间维度看，白电内销已进入以更新替换为主的稳态阶段，品类真正的增量来自海外，其中需求端的变化主要来自于天气的带动，今年夏季的欧洲高温是典型例子，供给端的变化来自于我国白电龙头的产品和品牌出海，过去十多年以来龙头的布局已经趋于完善，未来有望进入收获阶段。

现状：高纬度+环保等因素导致欧洲空调渗透率仅20%+。欧洲整体纬度偏高，巴黎、柏林、慕尼黑、布鲁塞尔、伦敦等西欧主要城市的纬度已与我国东北地区相当，历史上夏季制冷并非家庭必需，叠加老旧建筑改造受限、安装人工成本高、能源转型对电力消费约束偏严，空调普及率长期处于低位。据欧睿数据，2025年欧洲家庭空调普及率仅约23%，显著低于我国及美日等成熟市场。

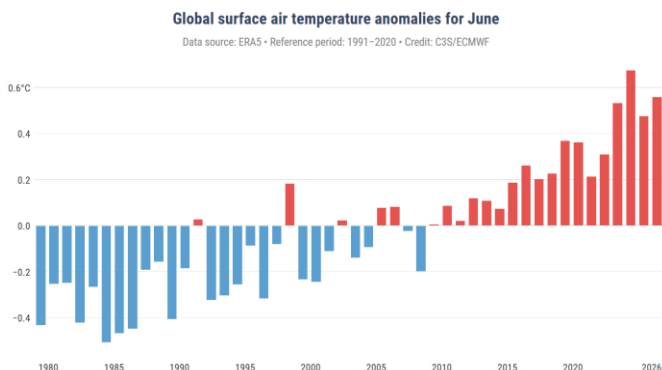
图表11：欧洲地区空调渗透率显著低于主流发达地区



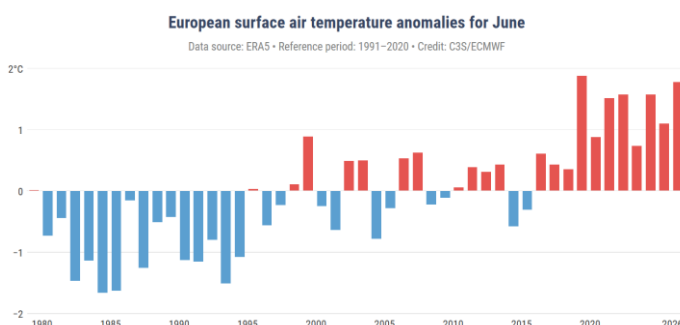
来源：IEA，国金证券研究所

催化：近年欧洲夏季高温频率和强度上升，使得空调需求的必要性上升。26年6月下旬以来热浪持续席卷欧洲，World Weather Attribution 预计在本次热浪期间，有45%的欧洲城市已经或将要打破本地历史最高气温记录。据ERA5数据，2026年6月西欧平均地表气温较1991-2020年同期均值高出约3.06℃，为有记录以来最热的6月，此前高点2025年6月、2003年6月分别高出2.81℃、2.75℃。

图表12：近年全球夏季温度显著高于历史均值



图表13：近年欧洲夏季天气温度显著高于历史均值





来源：ECMWF，国金证券研究所

来源：ECMWF，国金证券研究所

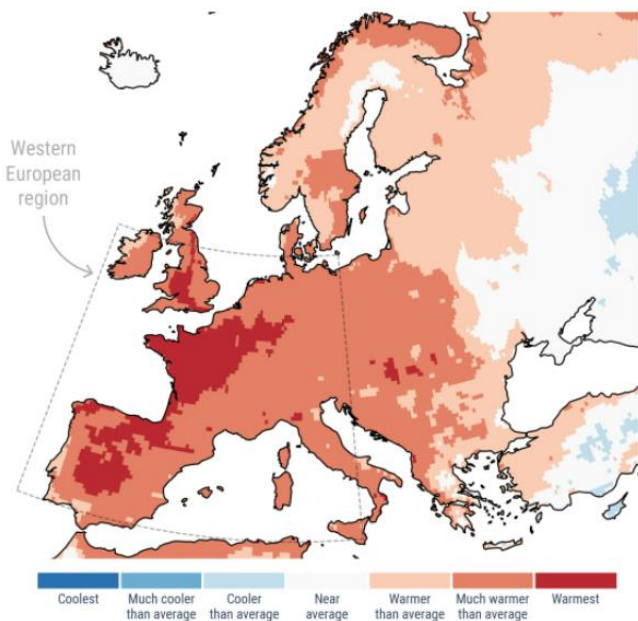
注：图中数据表示每年6月的全球平均近地面气温，相对于1991—2020年“正常6月”的温度偏高或偏低多少

图表14：2026年6月西欧平均气温创历史新高

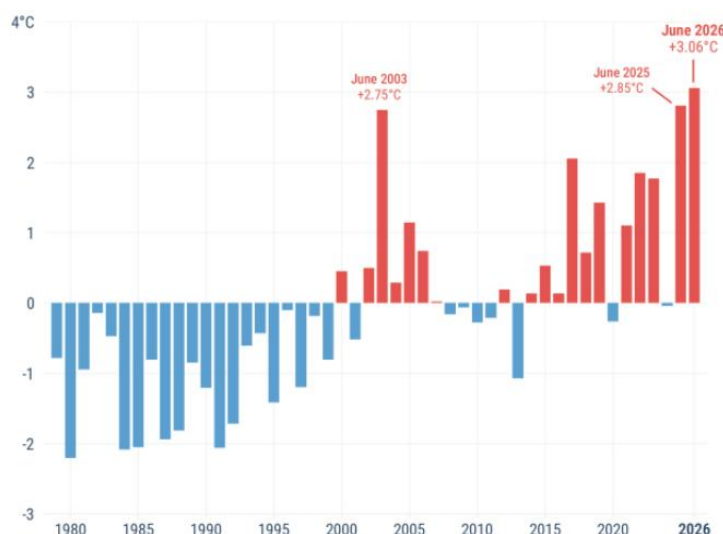
June 2026 was the warmest June on record for western Europe

Data: ERA5 • Reference period: 1991–2020 • Credit: C3S/ECMWF

Anomalies and extremes in surface air temperature for June 2026



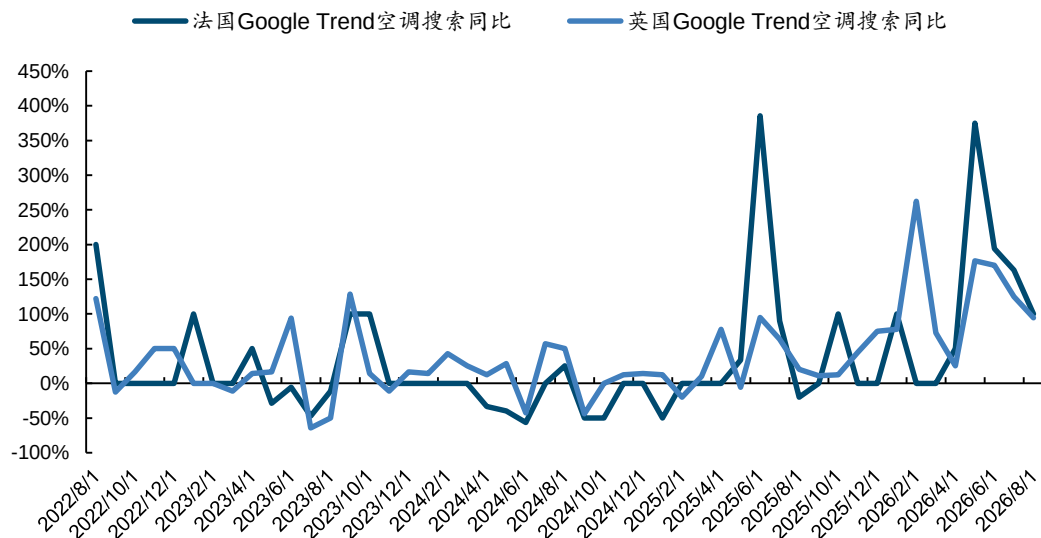
Surface air temperature anomalies in June averaged over western Europe



来源：ECMWF，国金证券研究所

高温天气催化空调需求显著增长。德国5月线上空调销量同比增长37%，法国和西班牙出货量同比约翻倍。美的2026年上半年在法国、西班牙、德国和英国等西欧市场的空调销量同比增长超过70%，Porta Split欧洲销量突破20万台、较上年翻倍；格力上半年在法国、意大利和西班牙的销量同比增长超过40%，TCL二季度西欧空调销量同比增长27%。

图表15：今年高温天气催化下空调搜索指数大幅上升

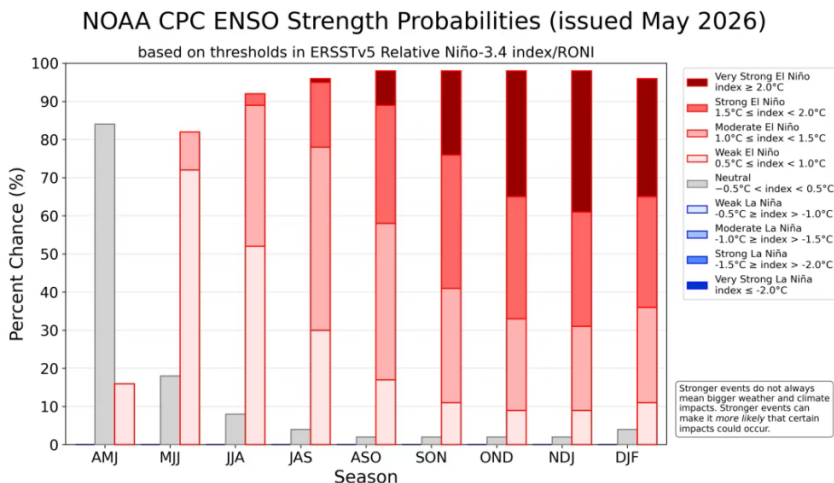




来源：Google Trend，国金证券研究所

厄尔尼诺现象预计将进一步催化高温天气。厄尔尼诺现象通常会抬升全球平均气温，在事件形成后的次年表现得更为明显。NOAA 气候预测中心 7 月 9 日已正式发布“厄尔尼诺咨询”，确认厄尔尼诺正在持续增强；当前 Niño 3.4 区海温指数已升至+1.2℃，预计事件将持续增强至 2026 年末，并有 97% 的概率延续至 2027 年初春，其中 2026 年 10—12 月发展为“非常强厄尔尼诺”的概率达到 81%，计强厄尔尼诺将为 2026 年下半年至 2027 年全球高温天气提供额外催化。

图表16：NOAA 预测下半年发生厄尔尼诺现象的概率较高



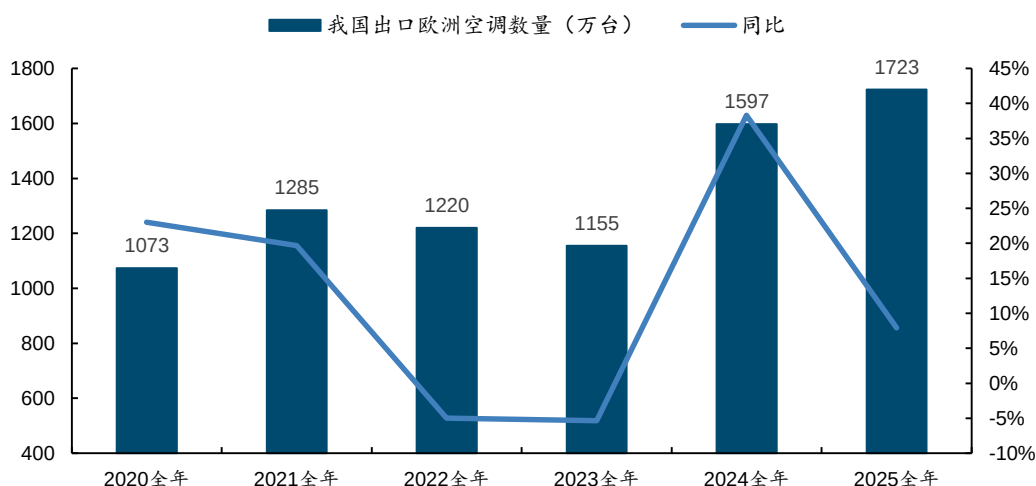
来源：中科院物理所，国金证券研究所

注：深红色代表超强厄尔尼诺概率，横坐标代表月份组合，如 NDJ 代表 11、12、次年 1 月

4.2、出口验证：25 年我国对欧出口空调 1700w+，近五年 CAGR 接近 10%，占我国出口总量的 22%

欧洲空调需求端的积极变化已经在出口数据中得到验证。据海关总署，2025 年我国对欧洲出口 1723w 台，由 2020 年的 1073w 台持续增长，期间 CAGR 达到 9.9%。

图表17：近五年我国对欧空调出口量大幅增长



来源：海关总署，国金证券研究所

参考欧睿统计的数据，拆分区域及国家的需求结构来看，欧洲近年需求变化存在两个特征：

- 1) 西欧需求占比显著上升。2010-2015 年西欧需求约占欧洲需求 50% 左右，近年已经稳定在 60% 以上，2025 年欧洲空调销售 1127 万台，其中西欧销量 7152 万套，占比达到 63.4%。



图表18：欧洲空调需求拆分（单位：千台）

区域 / 指标	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
欧洲整体销量	5,676.1	7,695.2	7,012.9	6,430.2	5,866.0	5,220.3	5,691.6	6,350.3	6,312.1	6,559.7	7,104.7	8,032.9	8,842.5	9,479.0	10,661.9	11,277.9
欧洲整体同比		35.6%	-8.9%	-8.3%	-8.8%	-11.0%	9.0%	11.6%	-0.6%	3.9%	8.3%	13.1%	10.1%	7.2%	12.5%	5.8%
东欧销量	2,466.6	4,331.3	3,897.9	3,236.2	2,946.2	1,823.1	1,885.6	1,933.6	2,210.6	2,535.5	3,051.1	3,285.1	3,560.5	3,551.5	3,789.2	4,125.9
东欧同比		75.6%	-10.0%	-17.0%	-9.0%	-38.1%	3.4%	2.5%	14.3%	14.7%	20.3%	7.7%	8.4%	-0.3%	6.7%	8.9%
西欧销量	3,209.5	3,363.9	3,115.0	3,194.0	2,919.8	3,397.2	3,806.0	4,416.7	4,101.5	4,024.2	4,053.6	4,747.8	5,281.9	5,927.5	6,872.7	7,152.0
西欧同比		4.8%	-7.4%	2.5%	-8.6%	16.4%	12.0%	16.0%	-7.1%	-1.9%	0.7%	17.1%	11.3%	12.2%	15.9%	4.1%
东欧占欧洲比重	43.5%	56.3%	55.6%	50.3%	50.2%	34.9%	33.1%	30.4%	35.0%	38.7%	42.9%	40.9%	40.3%	37.5%	35.5%	36.6%
西欧占欧洲比重	56.5%	43.7%	44.4%	49.7%	49.8%	65.1%	66.9%	69.6%	65.0%	61.3%	57.1%	59.3%	60.4%	63.0%	64.4%	63.4%

来源：欧睿，国金证券研究所

2) 西欧国家众多，需求集中在土耳其及南部区域（此处并非地理意义的分类，欧睿商业分类中将土耳其统计入西欧区域），其他国家需求分散。以 2025 年为例，土耳其、西班牙、意大利分别占欧洲需求的 36.9%、17.4%、11.3%，其他 21 个国家合计占需求的 34.4%。

图表19：西欧空调需求相对分散，主要集中在土耳其及欧洲南部区域（单位：千台）

西欧国家需求						
国家	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Turkey	898.4	1,158.1	1,168.2	1,507.7	2,507.6	2,641.2
Spain	811.5	891.2	1,076.9	1,221.5	1,199.6	1,244.9
Italy	509.7	634.3	694.4	676.9	778.6	808.0
Netherlands	318.1	399.4	446.0	440.1	441.3	449.4
Greece	256.9	302.4	357.7	488.4	394.3	399.3
France	347.2	298.2	327.7	341.9	315.0	334.6
Portugal	179.4	187.4	204.2	218.0	233.3	254.0
Germany	59.2	135.4	166.3	187.7	186.9	191.4

来源：欧睿，国金证券研究所

注：此处西欧并非地理意义，取欧睿商业区域定义

我们针对欧洲空调的未来稳态销量情况进行敏感性测算：欧洲空调市场的潜力主要来自于未来渗透率的提升，在稳态渗透率达到 30%/40%/50%/60%的情景下，我们测算欧洲空调的稳态年需求量分别有望达到 1400w、2100w、2800w、3500w 台左右。

以 40%渗透率的场景为例，我们将欧洲空调的销量分为更新需求+新增需求，更新需求由保有量除以 8 年更新周期计算而得，新增需求由渗透率上升贡献。我们假设从当前渗透率（23%）至目标渗透率所需时间为 10 年，渗透率提升速度按照“先加速、达峰、再减速”的路径，测算得到未来欧洲空调年稳态销量接近 1900w 台，相较于目前基准有 55%的扩容空间。

图表20：40%渗透率假设的情景下，欧洲空调稳态年销量约 2100w 台左右

当前渗透率	23.0%	目标渗透率	40.0%	达成年数	10	平均更新周期	8				
指标 / 年度	基准年	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年	第6年	第7年	第8年	第9年	第10年
渗透率年提升	1.0%	1.0%	1.3%	1.6%	2.0%	2.6%	2.6%	2.0%	1.6%	1.3%	1.0%
期末渗透率	23.0%	24.0%	25.3%	26.9%	28.9%	31.5%	34.1%	36.1%	37.7%	39.0%	40.0%
期末保有量	7,245.0	7,560.0	7,969.5	8,473.5	9,103.5	9,922.5	10,741.5	11,371.5	11,875.5	12,285.0	12,600.0
更新需求	905.6	945.0	996.2	1,059.2	1,137.9	1,240.3	1,342.7	1,421.4	1,484.4	1,535.6	1,575.0
新增装机需求	315.0	315.0	409.5	504.0	630.0	819.0	819.0	630.0	504.0	409.5	315.0
欧洲市场总需求	1,220.6	1,260.0	1,405.7	1,563.2	1,767.9	2,059.3	2,161.7	2,051.4	1,988.4	1,945.1	1,890.0
同比		3.2%	11.6%	11.2%	13.1%	16.5%	5.0%	-5.1%	-3.1%	-2.2%	-2.8%

来源：欧睿，IEA，国金证券研究所测算

我们针对渗透率稳态达到 40%、50%、60%的情景进行情景测算，延续上述测算逻辑，我们测算得在三种渗透率场景在，欧洲空调的稳态销量分别有望达到 1980、2469、3048 万台，相较于基准年份销量的复合增速分别有望达到 4.6%、5.9%、6.9%。



图表21：渗透率40%/50%/60%的情景下，欧洲空调的稳态年需求量测算

情景 / 年度	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年	第6年	第7年	第8年	第9年	第10年	CAGR
基准情景 (40%)	1,260.0	1,405.7	1,563.2	1,767.9	2,059.3	2,161.7	2,051.4	1,988.4	1,945.1	1,890.0	4.6%
乐观情景 (50%)	1,468.5	1,699.8	1,950.0	2,275.2	2,738.0	2,900.5	2,725.4	2,625.4	2,556.6	2,469.0	5.9%
高渗透情景 (60%)	1,676.9	1,994.0	2,336.8	2,782.4	3,416.6	3,639.4	3,399.5	3,262.3	3,168.1	3,048.1	6.9%
高低情景差额	625.4	882.5	1,160.4	1,521.7	2,035.9	2,216.6	2,022.0	1,910.8	1,834.4	1,737.1	4.4%

来源：欧睿，IEA，国金证券研究所测算

4.3、份额与映射：西欧仍是洼地，看好借助产业景气提升品牌份额

中国品牌在东欧已经占据优势地位，有望借助高温天气机会增强品牌曝光与认知度，加速抢占西欧市场。据欧睿，中国品牌在东欧市场已基本占据主导，海尔、格力、美的、海信四家合计份额超过60%，但在消费能力更强的西欧市场，四家公司合计份额仅不到20%。

图表22：我国品牌在东欧已占据优势地位，但在西欧份额仍然较低

东欧 Top 10 品牌	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Haier	2.5%	12.6%	22.1%	21.5%	19.3%	19.2%	20.9%	26.9%	31.1%	32.5%	30.3%
Gree	1.4%	2.5%	5.4%	6.8%	8.6%	12.7%	14.9%	17.6%	16.1%	16.3%	17.0%
Daikin	7.5%	7.5%	7.1%	7.0%	7.3%	7.5%	7.8%	7.6%	8.1%	8.3%	8.2%
LG	5.2%	4.5%	4.2%	4.2%	4.4%	5.4%	6.9%	6.9%	6.6%	6.3%	6.3%
Midea	4.9%	5.1%	5.3%	5.0%	5.2%	4.6%	4.2%	5.5%	4.3%	5.2%	5.3%
Hisense	2.7%	2.4%	1.6%	3.9%	4.3%	3.7%	3.4%	4.1%	5.1%	5.4%	5.3%
Mitsubishi	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	3.9%	4.2%	4.5%	4.4%	4.4%
Electrolux	2.9%	2.2%	2.2%	2.1%	2.3%	2.0%	1.9%	1.8%	0.9%	0.8%	0.7%
Ballu	5.3%	5.3%	4.6%	3.6%	1.9%	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%	0.8%	0.6%

西欧 Top 10 品牌	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Arçelik	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.2%	5.6%	7.2%	10.5%	10.0%
Haier	3.6%	6.2%	7.4%	7.7%	7.9%	8.1%	9.0%	9.7%	9.4%	6.4%	6.6%
Beko	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.8%	4.5%	5.0%	6.1%	6.2%
Daikin	8.4%	8.5%	8.4%	8.4%	8.6%	7.8%	6.6%	6.4%	6.2%	5.3%	5.3%
Samsung	5.1%	5.1%	5.4%	5.5%	4.9%	4.5%	4.9%	4.7%	4.9%	5.7%	5.4%
LG	6.0%	5.2%	5.1%	5.2%	5.2%	4.9%	4.8%	4.7%	4.5%	4.2%	4.3%
Vestel	4.1%	4.1%	4.2%	3.5%	2.3%	3.0%	3.3%	3.0%	3.3%	4.0%	4.3%
Midea	1.5%	1.7%	1.5%	1.5%	2.2%	2.1%	2.1%	3.8%	4.6%	4.6%	4.5%
Gree	0.3%	1.5%	2.6%	3.2%	3.2%	3.4%	3.2%	3.4%	3.7%	3.7%	3.9%

来源：欧睿，国金证券研究所

西欧市场中，分国别看差异同样明显，德国市场海尔与美的合计份额接近60%，意大利美的份额接近20%，西班牙海尔份额超过15%，但法国、希腊、荷兰等市场中仍然有不小的提升空间。

图表23：我国品牌在西欧各国家中份额差异较大

西欧重点国家: Spain							西欧重点国家: Greece								
品牌	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	品牌	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Haier	17.5%	17.5%	27.2%	26.6%	24.7%	15.0%	16.0%	Toyotomi	15.5%	16.5%	19.4%	19.4%	19.0%	24.7%	25.8%
Daikin	16.2%	15.0%	13.3%	12.0%	11.4%	10.8%	9.8%	Inventor	13.1%	15.4%	16.3%	17.0%	17.4%	15.6%	15.4%
Fujitsu	8.9%	8.3%	8.9%	8.3%	8.0%	7.7%	7.4%	Midea	8.7%	8.5%	7.5%	7.5%	9.5%	6.8%	6.8%
LG	8.1%	7.5%	7.9%	7.1%	6.5%	7.1%	7.3%	Fujitsu	6.5%	7.0%	4.5%	4.8%	5.1%	5.4%	5.6%
Hisense	5.2%	6.9%	2.4%	2.3%	2.2%	5.4%	5.7%	TCL	2.4%	1.9%	2.5%	2.9%	3.3%	11.2%	12.4%
Mitsubishi	5.8%	5.3%	5.3%	5.1%	5.0%	5.4%	5.6%	Daikin	8.2%	8.7%	3.0%	3.9%	3.5%	2.5%	2.5%

西欧重点国家: Italy							西欧重点国家: Germany								
品牌	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	品牌	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Midea	0.0%	0.0%		11.6%	16.2%	14.4%	12.5%	Comfee (美的)	9.5%	9.5%	15.4%	16.0%	21.8%	33.8%	35.1%
Olimpia Splendi	6.0%	7.0%	6.7%	6.7%	9.5%	10.8%	13.1%	Haier	10.2%	11.4%	16.3%	16.0%	20.8%	21.8%	22.4%
Argo	7.8%	9.0%	8.1%	8.2%	10.8%	9.1%	9.1%	De'Longhi	59.3%	60.3%	25.5%	19.7%	14.7%	11.9%	10.5%
Daikin	9.1%	8.9%	7.9%	7.8%	8.3%	7.5%	7.4%	Mitsubishi	0.0%	0.0%	7.8%	6.9%	6.6%	6.7%	6.2%
Samsung	7.8%	7.6%	6.9%	7.4%	8.0%	7.1%	6.9%	Daikin	0.0%	0.0%	7.9%	6.8%	7.0%	7.1%	6.7%
Beko	0.0%	0.0%	6.5%	6.7%	7.6%			Gree	1.1%	1.5%	1.3%	4.9%	3.0%	3.0%	2.9%
Comfee	4.4%	4.6%	4.0%	4.1%	7.0%	6.2%	6.0%								

西欧重点国家: Netherlands							西欧重点国家: France								
品牌	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	品牌	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Qlima	13.7%	14.2%	15.0%	15.7%	17.7%	18.5%	18.8%	De'Longhi	9.4%	9.9%	10.1%	10.0%	10.0%	10.4%	11.1%
Eurom	11.9%	13.3%	14.6%	15.4%	17.1%	17.5%	18.0%	Daikin	11.2%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	9.5%	9.7%
LG	9.0%	9.1%	9.6%	10.2%	12.2%	12.1%	12.2%	Whirlpool	8.4%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	9.5%	9.0%
Midea	7.0%	7.6%	8.4%	9.2%	11.0%	13.5%	13.6%	Gree	5.8%	7.0%	7.5%	7.5%	7.5%	8.3%	8.4%
De'Longhi	9.7%	9.2%	8.5%	7.4%	6.7%	6.7%	6.7%	Atlantic	7.5%	7.4%	7.3%	7.3%	7.3%	7.2%	6.8%
Hisense	2.8%	3.3%	3.9%	4.5%	5.2%	2.4%	1.6%	Clastronic	5.6%	5.8%	5.9%	6.0%	5.9%	6.1%	6.6%

来源：欧睿，国金证券研究所



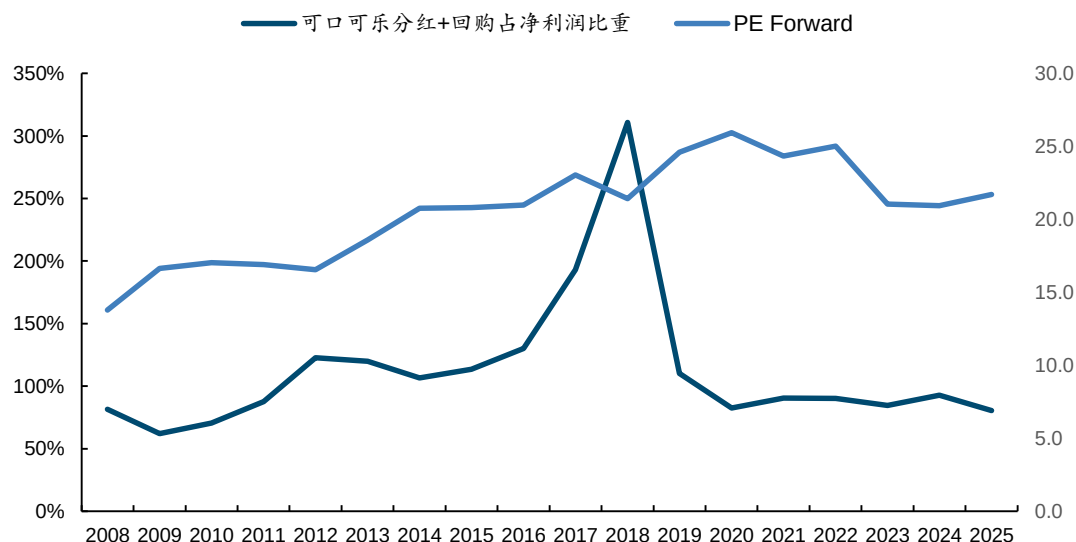
5、估值思考：参考海外消费龙头，股东回报提升有望带动中枢上移

5.1、海外镜鉴：成熟期的消费品公司通过分红+回购压缩权益规模，推动账面 ROE 与估值中枢双升

成熟期公司的投资价值来自于股东回报提升与稳态下的 EPS 增长两部分，当公司内生 ROE 趋于稳定后，分红与回购能够有效提高投资的综合回报率，并带动估值中枢上移。从海外经验看，成熟期消费龙头已经走过了完整的路径，普遍通过分红与回购的方式压缩所有者权益规模，通过权益乘数提升带动账面 ROE 中枢增长，投资者最终获得真金白银的分红、回购注销以及 PE 抬升带动的股价上涨。

以可口可乐为例，2012 年前后公司渡过收入高增阶段，进入平稳增长期，但 PE 中枢则受益于股东回报增强而持续提升。据 Bloomberg，2013-2025 年公司营收、利润复合增速-0.3%、2.6%，但股利支付率由 2005-2011 年的平均约 54.1% 提升至 2012-2025 年的平均 95.6%，带动 PE Forward 中枢由 17.4x 提升至 21.8x。

图表24：可口可乐估值中枢随股东回报提升



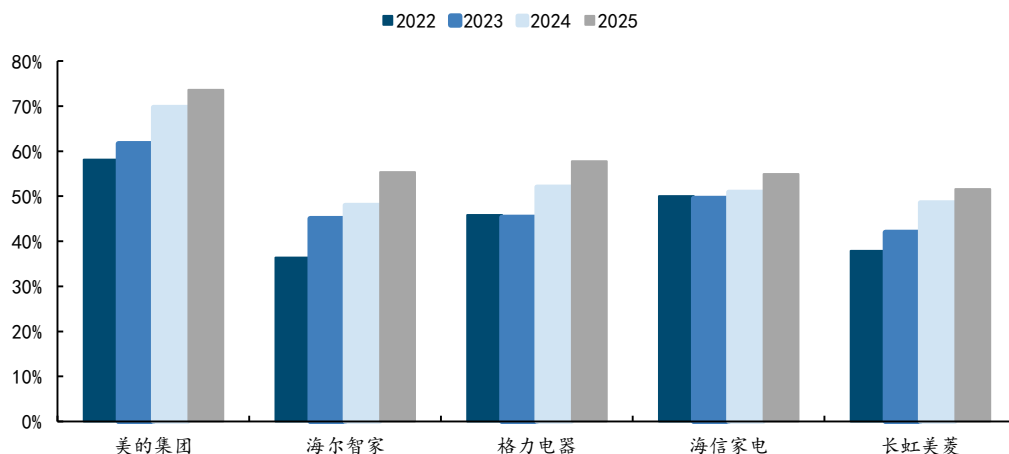
来源：Bloomberg，国金证券研究所

注：此处回购采用的是公司的总回购口径

5.2、国内映射：白电龙头分红率持续提升，现金流质量支撑进一步上行

可口可乐估值中枢的抬升与股东回报水平的提升高度同步，这一路径对当前阶段的国内白电龙头具有直接的参照意义。国内来看，白电龙头正处于这一路径的起点。据公司公告，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 亿元回购计划；海尔宣布未来三年分红提升计划，26-28 年分红率不低于 58%、60%、60%，白电企业的分红水平的抬升具有行业普遍性。

图表25：白电龙头分红率不断提升





来源：Wind，国金证券研究所

从现金流角度看，据 Wind，白电龙头资本开支强度整体可控，2025 年美的、格力资本开支占经营性现金流比例分别为 21%、4%。较低的资本开支需求使企业能够持续沉淀自由现金流，为提高分红比例、扩大股份回购规模以及维持稳定的股东回报提供了坚实基础。

长期看，白电龙头盈利表现稳健、抗风险能力强、现金流质量高，具备进一步提升分红的潜力，低估值叠加红利属性的防御性突出。结合前文所述的空调品类成长潜力，我们认为白电板块的估值体系有望从“成熟制造”向“高质量现金流+股东回报提升+稳健增长”切换，估值中枢存在系统性上移空间。

图表26：白电企业现金流良好，每年 Capex 规模有限

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%

来源：Wind，国金证券研究所

6、投资建议

我们认为，当前白电板块处于基本面触底、成本压力边际缓解和机构仓位处于历史低位的共振阶段，下半年具备业绩修复与估值修复基础。长期看，海外市场成长与股东回报提升有望推动板块估值体系由“成熟制造”向“高质量现金流+股东回报提升+稳健增长”切换。结合低估值、高股息与稳健现金流属性，我们看好白电行业下半年的投资机会，维持行业“买入”评级，推荐美的集团、海尔智家，建议关注海信家电。

7、风险提示

终端需求恢复不及预期：若地产竣工、居民收入预期以及以旧换新政策承接力度弱于预期，家电内销社零修复节奏可能慢于我们的推演假设。

原材料价格超预期上涨：铜、铝等大宗商品价格若在下半年继续大幅上行，将超出我们对成本侵蚀上限的测算区间，压制企业盈利修复。

行业竞争加剧：若终端需求持续低迷，空调等品类可能重新出现价格竞争，导致均价与毛利率承压。

海外关税与汇率风险：主要出口市场关税政策调整或人民币汇率大幅波动，可能影响外销出货与盈利能力。



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。

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。

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：北京市东城区建国门内大街 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