



证券研究报告·行业动态

家电与智能硬件25与26Q1总结： 出海成为核心引擎

分析师：马王杰

mawangjie@csc.com.cn

SAC 编号：S1440521070002

分析师：翟延杰

zhaiyanjie@csc.com.cn

SAC编号：S1440521080002

发布日期：2026年5月5日

内容摘要

➤ **核心观点：**2025年和2026Q1，家电与智能硬件各子板块整体呈现前高后低，背后原因是25年国内国补带动+关税加征25Q1出口高增长，25年Q4与26Q1行业需求开始受基数等影响，增速环比下行；盈利端尽管成本有所上涨，但核心公司均顺利传导价格，结构改善带来毛利率提升，部分子行业竞争加剧，费用率有所上升，叠加25Q4关税和汇率影响，利润有所承压。总体看，海外市场成为板块的核心增长，看好黑电的出海和利润率提升、摩托休闲车板块的出海机遇期以及白电的配置价值。

➤ **报告摘要：**1) 白电板块2025—2026Q1保持稳健的收入和利润，龙头表现好于二线，美的集团的经营韧性再次见证；2) 黑电板块国内的龙头公司走出独立行情，不断提升市占率和利润率，迎来行业的中国时刻；3) 清洁电器整体收入景气度较高，但扫地机行业受竞争影响，石头利润率有所承压，科沃斯整体恢复良好；清洁代工出口板块利润受到巨大影响；4) 摩托与休闲车景气度高，涛涛车业高尔夫球车市占率快速提升，带动盈利能力结构性改善；摩托车板块出海成为核心增长引擎；5) 电动两轮车前高后低，利润下滑明显；6) 消费电子板块景气度高，竞争导致利润增速低于收入；7) 地产后周期整体面临压力；8) 小家电板块收入和利润均下滑。

投资建议：重视黑电和摩托车板块的成长机遇，白电龙头高股息下的稳健配置。黑电重点推荐**TCL电子**和**海信视像**。TCL电子与索尼达成战略合作，有望强化公司全球电视市场的整体竞争力，27年并表收入，提升利润率和估值水平。海信视像：2026年世界杯赞助商，海外存在催化剂；后续体系优化整合值得期待；**摩托车与休闲车：**全球份额提升迎来确定性机会。**春风动力**和**隆鑫通用**在海外不断提升份额，迎来中国品牌的秀场，长期空间巨大；**涛涛车业**高尔夫球车有望凭借领先的制造基地布局继续抢占市场份额，同时品牌端建设持续加强；**白电：稳健的配置价值。****美的集团**在行业下行周期显示强大的韧性；**海尔智家**经过风险释放，迎来底部，后续可以期待回升；**格力电器**股息率高，具有吸引力。

➤ **风险提示：**市场需求下降、行业竞争加剧、人民币汇率波动。

概览：2025-2026Q1家电板块景气度整体呈现前高后低

- 2025—2026Q1白电整体保持稳健的收入和利润情况；
- 黑电板块整体景气承压，龙头走出独立行情；
- 清洁电器整体收入景气度较高，但受竞争影响，利润率有所承压；
- 摩托与休闲车景气度高，两轮车前高后低，利润下滑明显；
- 消费电子板块景气度高，竞争导致利润增速低于收入；
- 地产后周期整体面临压力；
- 小家电板块收入和利润均下滑。

表：家电子板块分季度收入增速

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
白电	9.35%	5.07%	0.89%	8.72%	16.13%	5.84%	5.15%	-10.27%	-1.04%
零部件	7.97%	7.49%	3.17%	15.72%	16.37%	6.94%	3.04%	0.93%	-1.25%
黑电	12.28%	8.26%	15.27%	9.94%	2.84%	2.25%	-6.39%	-13.77%	5.39%
清洁电器	23.55%	10.98%	9.68%	26.82%	29.09%	31.69%	24.25%	11.15%	16.13%
小家电	7.44%	5.97%	-0.17%	3.19%	7.04%	-2.44%	-5.41%	-2.47%	-5.09%
地产后周期	8.12%	-4.71%	-9.44%	1.87%	-3.87%	-6.83%	-4.05%	-16.31%	-2.02%
两轮车	0.17%	27.94%	4.75%	14.77%	49.90%	36.11%	31.61%	-8.43%	-4.09%
摩托车与休闲车	15.28%	32.94%	36.24%	23.87%	38.67%	21.38%	17.22%	18.41%	14.72%
消费电子	43.04%	55.65%	56.50%	59.10%	33.42%	34.57%	33.54%	26.28%	35.29%
园林和电动工具	24.18%	35.53%	34.43%	61.17%	9.61%	3.99%	-5.57%	-7.57%	8.39%

表：家电子板块分季度利润增速

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
白电	16.16%	13.22%	9.83%	12.73%	28.64%	5.98%	3.56%	-24.98%	-2.45%
零部件	16.24%	24.03%	7.94%	9.74%	33.02%	31.74%	33.66%	-1.36%	6.06%
黑电	-17.40%	-2.06%	-27.71%	29.53%	7.81%	-4.84%	-2.10%	-25.38%	-13.70%
清洁电器	42.85%	10.92%	-22.38%	5.46%	1.75%	-23.65%	28.96%	-35.88%	-33.94%
小家电	-7.37%	-19.33%	-26.21%	-8.24%	4.38%	-0.60%	-5.19%	-13.36%	-21.59%
地产后周期	11.76%	-11.18%	-20.36%	3.12%	-11.87%	-15.80%	-12.92%	-46.85%	-4.54%
两轮车	19.96%	51.85%	15.40%	-6.90%	69.35%	49.59%	28.25%	-93.31%	-61.07%
摩托车与休闲车	36.23%	18.03%	31.53%	896.96%	72.07%	57.69%	47.33%	-27.22%	6.15%
消费电子	62.68%	59.76%	106.75%	94.37%	39.79%	11.36%	12.52%	-12.16%	-5.25%
园林和电动工具	39.99%	77.14%	27.83%	-751.77%	19.85%	3.68%	5.30%	-73.01%	-1.78%

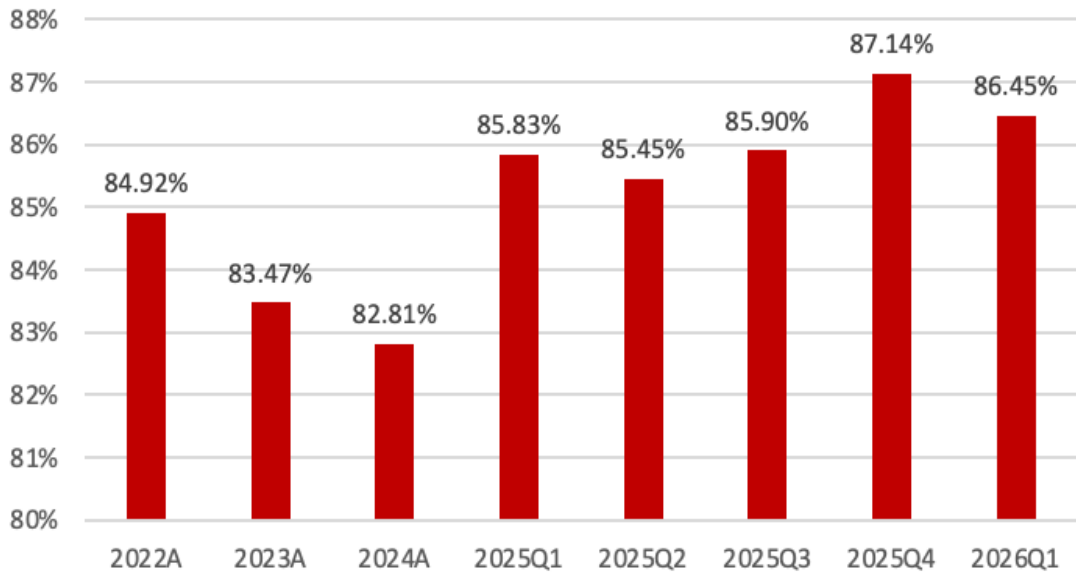
白电：头部企业稳健度高于二线

- 2025年Q4白电由于去年同期以旧换新政策的高基数，行业大部分公司出现收入下滑；2026Q1仍处于下滑阶段。
- 从集中度看，经历3年左右的二线白电龙头公司的市占率提升之后，在国补背景下，龙头公司凭借更强的渠道布局、更大的规模和更高的效率，重新夺回市占率，2026年Q1CR3的集中度创新高。
- 龙头公司中，美的集团表现最为稳健，2025-2026Q1收入增速每个季度均为正。

表：白电核心上市公司收入增速

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
美的集团	10.19%	10.36%	8.08%	9.10%	20.61%	10.99%	9.94%	5.69%	2.45%
海尔智家	6.01%	0.13%	0.47%	32.24%	14.70%	16.10%	15.16%	-17.73%	-6.86%
格力电器	2.53%	-0.63%	-15.87%	-13.38%	13.78%	-12.11%	-15.06%	-21.49%	3.46%
海信家电	20.87%	6.98%	-0.08%	7.08%	5.76%	-2.60%	1.16%	-26.03%	-7.16%
TCL智家	76.48%	68.84%	72.25%	-37.69%	9.58%	2.36%	-2.30%	-5.21%	6.22%
惠而浦	-11.30%	-27.17%	-5.18%	8.13%	36.07%	31.72%	24.21%	6.66%	-20.44%
长虹美菱	18.20%	15.43%	23.21%	15.02%	23.91%	18.92%	-6.26%	-14.18%	-0.51%
澳柯玛	2.95%	-21.03%	-16.73%	-31.43%	-13.80%	-10.28%	-8.28%	-20.64%	-15.41%
海容冷链	-4.34%	-34.35%	7.00%	2.09%	6.74%	19.96%	22.29%	27.67%	-7.96%
合计	9.35%	5.07%	0.89%	8.72%	16.13%	5.84%	5.15%	-10.27%	-1.04%

图：白电CR3集中度



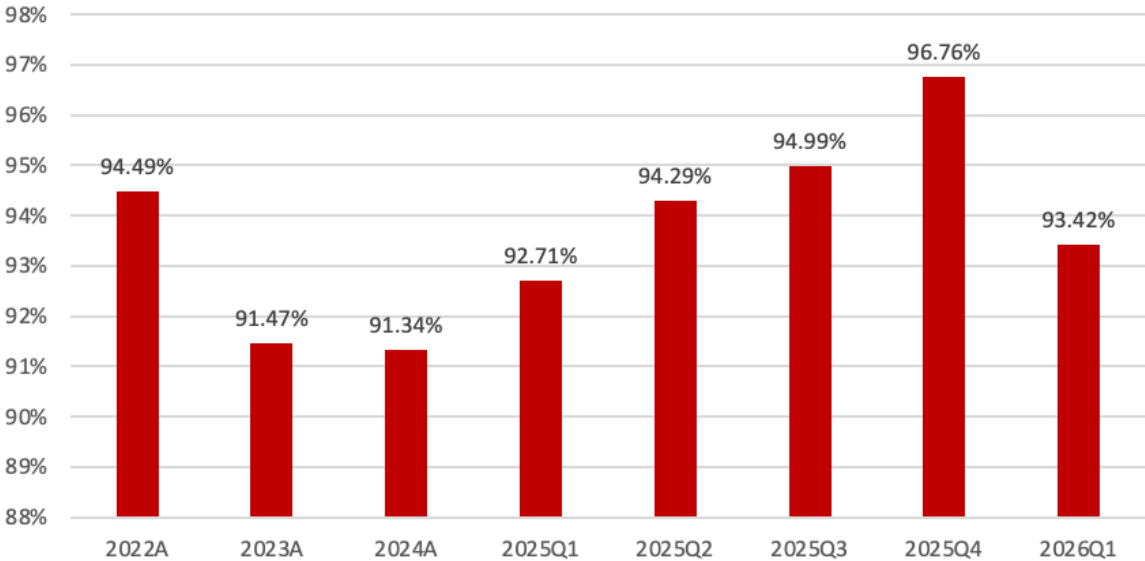
白电Q4利润下滑，Q1环比改善

- 25Q4由于竞争、汇率和高基数等原因，利润增速普遍低于收入，出现明显负增长；26Q1利润下滑幅度环比改善。
- 白电龙头依然表现出相比二线公司更强的利润稳定性。

表：白电核心上市公司利润增速

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
美的集团	11.91%	15.84%	14.86%	13.92%	38.02%	15.14%	8.95%	-11.35%	2.03%
海尔智家	20.19%	13.11%	13.11%	4.04%	14.95%	15.92%	12.79%	-39.22%	-15.22%
格力电器	13.77%	10.47%	5.47%	14.55%	26.29%	-10.07%	-9.92%	-26.23%	3.01%
海信家电	59.48%	17.26%	-16.29%	34.91%	14.89%	-8.25%	-5.40%	-32.46%	-8.22%
TCL智家	32.23%	44.86%	35.74%	2.27%	33.98%	0.78%	27.51%	-24.81%	1.58%
惠而浦	-9.92%	-14.40%	-201.91%	122.04%	1029.06%	378.99%	360.03%	36.46%	-17.87%
长虹美菱	26.93%	10.18%	-17.99%	-30.31%	16.80%	-9.24%	-38.29%	-146.20%	-61.33%
澳柯玛	5.38%	-59.62%	-241.93%	-1.85%	29.37%	-119.38%	-0.65%	298.14%	-9.39%
海容冷链	-1.67%	-44.17%	-16.56%	42.56%	-9.20%	36.63%	10.94%	7.68%	0.38%
合计	16.16%	13.22%	9.83%	12.73%	28.64%	5.98%	3.56%	-24.98%	-2.45%

表：白电CR3利润集中度



白电2025年海外增速高于内销

➤ 随着企业不断推进出海战略，2025年白电呈现出明显的海外增速高于国内的迹象；同时2025年叠加关税变动下的加库存，海外成为行业承压下龙头增长的基石。

表：2025年重点白电公司分内外销收入（亿元）和增速

	国外收入	增速	国内收入	增速
美的集团	1,959.48	15.92%	2,605.04	9.40%
海尔智家	1,545.45	8.15%	1,460.36	3.05%
格力电器	273.75	-2.93%	1,264.07	-10.67%
海信家电	454.1	-5.38%	379.25	6.44%

资料来源：公司公告，中信建投

美的集团：2025年海外进展

美的集团	海外进展
OBM业务	自营分公司所覆盖国家/地区的数量从2024年的27个增加至50个；2025年OBM业务收入已达到智能家居业务海外收入的45%以上
供应链建设	在印尼、泰国推广落地全球关务系统，在意大利、德国落地本地仓配系统；建设泰国绿色智慧供应链交付中心，打造东南亚区域标杆性供应链枢纽
海外电商	海外自有品牌电商业务连续两年高速增长，2025全年同比提升35%以上，并在英国、法国、意大利、韩国、巴西、阿根廷等多个国家的电商收入增速超过50%
欧洲区域	顺利完成对TEKA的收购，借助TEKA的优势资源，持续推动多品牌、多品类的交叉销售，带动欧洲区域收入实现双位数高速增长
亚太区域	2025年，东芝白电在日本的冰箱、洗衣机、空调、微波炉、电饭煲和吸尘器等六大品类的合计零售额市场份额占比提升至16%以上；整体销售收入同比增长超过10%
美洲区域	美的系产品销售额实现双位数增长

海尔智家和格力2025年海外进展

海尔智家	海外进展
北美	在关税与政策环境变化的背景下，公司持续强化在高端市场的优势地位，实现同比增长7%；GE家电完成了佐治亚州烹饪产品工厂的扩建，并计划在肯塔基州路易斯维尔建设其最先进的洗衣机生产工厂
欧洲	经历了深刻的整合转型，实现了盈利大幅改善，欧洲市场收入同比实现双位数增长；将产能有序转移至土耳其、东南亚和中国等核心生产基地；深化大客户战略与定制化服务，同时发力以亚马逊为代表的线上电商及DTC渠道建设；在欧洲新建和升级了数百家终端门店；
新兴区域	新兴区域（含东南亚、南亚、中东非）实现收入同比增长超24%；依托在东南亚、印度、埃及等地的制造基地，公司实现了针对高温潮湿等本地化气候特点的精准研发与快速交付，建立了显著的本地化竞争优势，能够进一步辐射中东和非洲区域

资料来源：公司公告，中信建投

格力电器	海外进展
	自主品牌产品销售占公司出口总额比重由2015年的不足30%提升至70%，在“一带一路”国家占比超85%，“产品出口”向“品牌出海”的战略转型取得重大进展

资料来源：公司公告，中信建投

海信家电2025年海外进展

海信家电	海外进展
欧洲	2025年海信欧洲区白电业务收入同比增长22%：其中冰箱销售额同比增长15%，空调收入同比增长8%；洗衣机收入同比增长38%
北美	北美区家电业务收入同比增长13%，其中冰箱业务通过聚焦核心渠道实现收入同比增长19%；商用冷柜业务收入同比增长86%；洗碗机业务收入同比增长56%
南美	2025年南美区白电业务收入同比增长28%，其中冰箱业务以南美各国核心渠道为基本盘，不断深化重点市场本地化水平，2025年中南美区域冰箱收入同比增长43%；洗衣机业务在多品类协同效应的拉动下，在2025年实现了业务翻番增长
中东非	2025年收入同比增长9%。其中，冰箱深化布局旗舰店等高端渠道，收入同比增长14%，冰冷产品销量连续五年位居市场第一；空调业务聚焦变频、R32、六段电流控制等技术研发与应用，自主品牌业务收入同比增长16%；洗衣机收入同比增长21%
亚太	2025年亚太区白电业务收入同比增长15%
东盟	全面进驻连锁渠道并拓展传统渠道，2025年海信东盟区自主品牌收入同比增长23.5%；冰冷业务深入洞察用户需求，完善产品类型，自主品牌收入增长28%；洗衣机业务聚焦“健康”“除菌+高效洗”等功能产品及洗烘门类产品进行突破，自主品牌业务收入同比增长60%

白电盈利能力拆解：无惧原材料涨价压力，毛利率稳健提升

➤ 此前市场担心随着原材料成本上涨，Q1盈利或许存在压力，但是白电行业Q1并没有因为铜价等原材料成本上涨而毛利率下降，奥维云网的数据中Q4和Q1整体均价上涨明显，显示白电企业具有良好的价格传导能力。

表：白电重点公司毛利率变动

	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
美的集团	-1.89%	-1.09%	0.44%	3.24%	0.15%
海尔智家	-3.56%	-3.94%	-3.44%	4.44%	-0.05%
格力电器	-1.99%	-1.67%	-1.36%	8.64%	0.07%
海信家电	-0.22%	0.60%	-0.56%	2.62%	0.19%
TCL智家	2.28%	-1.15%	3.12%	5.12%	2.63%
惠而浦	1.89%	4.33%	3.41%	1.51%	1.11%
长虹美菱	-1.56%	-0.40%	-0.54%	-0.13%	-2.32%
澳柯玛	1.05%	-1.30%	-0.26%	-2.36%	0.84%
海容冷链	-2.07%	0.40%	-0.37%	1.24%	4.21%
合计	-2.06%	-1.80%	-0.93%	4.47%	0.13%

表：奥维云网线上均价变动

	冰箱均价(元/台)	同比(%)	空调均价(元/台)	同比(%)	洗衣机均价(元/台)	同比(%)
24Q4	3128	5.68	3125	4.4	1613	-4.1
25Q1	2224	-5.4	2911	-0.25	1398	-0.71
25Q2	2242	-3.94	2529	-2.47	1698	5.43
25Q3	2060	-3.24	2691	3.99	1444	4.52
25Q4	3289	5.13	3089	-1.15	1705	5.71
26Q1	2467	10.91	2997	2.96	1609	15.07

白电盈利波动拆解：Q4销售费用率上升、Q1汇率波动影响

- 2025年白电尽管毛利率受益于产品结构提升不断改善，但是Q4国内在高基数的压力下，行业竞争加剧，销售费用率显著增长，导致毛利率上行被抵消。
- 2026年Q1因为汇率波动导致财务费用率显著提升，侵蚀盈利能力。

表：白电盈利能力和期间费用率拆分

	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
毛利率	-2.06%	-1.80%	-0.93%	4.47%	0.13%
销售费用率	-1.64%	-1.46%	-1.13%	4.21%	-0.54%
管理费用率	-0.40%	0.16%	-0.26%	1.09%	0.36%
研发费用率	-0.03%	0.10%	0.10%	-0.63%	-0.20%
财务费用率	-1.33%	-0.69%	0.54%	0.43%	1.98%
净利率	0.86%	0.01%	-0.15%	-1.43%	-0.13%

白电重点公司毛利率和费用率变动概览

表：白电重点公司销售费用率变动

	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
美的集团	-0.74%	-0.68%	-0.79%	2.17%	-0.62%
海尔智家	-3.47%	-3.89%	-3.35%	7.44%	-1.05%
格力电器	-1.91%	-1.46%	-0.91%	3.42%	0.63%
海信家电	-0.45%	-0.19%	-0.03%	1.30%	-0.58%
TCL智家	-0.35%	-0.04%	-0.12%	1.58%	-0.04%
惠而浦	-2.71%	-1.61%	-1.51%	0.49%	0.43%
长虹美菱	-1.63%	-0.55%	-0.45%	4.42%	-0.46%
澳柯玛	0.60%	-0.48%	-0.41%	5.12%	0.63%
海容冷链	-1.25%	0.34%	-2.64%	1.33%	0.43%
合计	-1.64%	-1.46%	-1.13%	4.21%	-0.54%

表：白电重点公司管理费用率变动

	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
美的集团	-0.36%	-0.02%	-0.28%	0.78%	0.04%
海尔智家	-0.07%	-0.06%	-0.14%	2.09%	0.81%
格力电器	-1.36%	0.64%	-0.64%	0.07%	0.85%
海信家电	-0.25%	0.31%	-0.08%	0.42%	0.04%
TCL智家	0.10%	-0.14%	-0.67%	0.60%	0.00%
惠而浦	-1.25%	-2.44%	-1.00%	-0.19%	0.44%
长虹美菱	0.12%	-0.03%	-0.10%	0.75%	-0.34%
澳柯玛	-0.04%	0.30%	0.41%	1.28%	0.41%
海容冷链	-0.49%	-0.37%	-0.61%	0.05%	1.04%
合计	-0.40%	0.16%	-0.26%	1.09%	0.36%

表：白电重点公司研发费用率变动

	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
美的集团	0.01%	-0.08%	0.06%	-0.28%	-0.22%
海尔智家	-0.10%	0.01%	-0.09%	-1.87%	0.06%
格力电器	0.01%	0.75%	0.39%	-1.13%	-0.74%
海信家电	0.02%	0.01%	0.02%	1.24%	-0.13%
TCL智家	0.31%	-0.07%	0.05%	0.51%	-0.09%
惠而浦	-2.59%	-1.60%	0.58%	-3.56%	0.13%
长虹美菱	-0.18%	-0.10%	0.64%	0.86%	0.15%
澳柯玛	0.06%	-0.02%	0.41%	1.85%	0.78%
海容冷链	0.22%	0.18%	-0.59%	-1.02%	0.35%
合计	-0.03%	0.10%	0.10%	-0.63%	-0.20%

表：白电重点公司财务费用率变动

	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
美的集团	-2.73%	-1.50%	1.65%	1.29%	3.24%
海尔智家	-0.58%	0.06%	0.04%	-0.73%	1.28%
格力电器	-0.13%	-0.89%	-1.06%	-0.23%	0.80%
海信家电	0.33%	0.28%	-0.06%	0.62%	0.30%
TCL智家	-0.34%	0.61%	-1.14%	3.13%	3.24%
惠而浦	1.00%	3.74%	-1.48%	4.89%	4.55%
长虹美菱	0.60%	0.64%	0.42%	0.73%	-0.08%
澳柯玛	-0.13%	-0.46%	-0.55%	0.92%	0.56%
海容冷链	1.06%	-0.11%	3.00%	2.35%	2.15%
合计	-1.33%	-0.69%	0.54%	0.43%	1.98%

白电股东回报水平显著提升

公司	分红情况	回购情况
美的集团	全年每10股派现43元（含税），含中期5元+末期38元， 分红率为74.35% ；2025年现金分红+股份回购总额已超当年归母净利润，回报力度历史最强。	拟以不超过130亿元、不低于65亿元回购公司股份，回购价格不超过100元/股。回购股份将用于实施股权激励计划及/或员工持股计划。
格力电器	分红：格力2025年度利润分配预案拟向全体股东每10股派发现金红利20元，共计派发股利111.70亿元，全年合计派发股利167.55亿元， 分红率为57.77% ，占当前市值比例为7.78%。	公司拟使用自有资金以集中竞价方式回购部分社会公众股，回购资金总额不低于50亿元且不超过100亿元，占总市值比重为2.3%-4.6%，回购价格不超过56.55元/股。本次回购的股份不低于70%将用于注销并减少注册资本，剩余不超过30%用于员工持股计划或股权激励。
海尔智家	向全体股东按每10股派发现金股利人民币8.867元（含税），拟派发分红金额8,248,280,749.27元（含税），与2025年中期已派发红利金额合计全年 分红率为55.0% ；明确2026-2028年分红比例将逐年提升至58%、60%、60%，中长期回报规划清晰，彰显管理层对现金流创造能力的充分信心。	2025年推出A股回购计划30-60亿元，规模底线较2024年（10-20亿元）提升三倍，用于回购注销与员工持股计划，完善长效激励机制，H股及港股将有相应举措。公司财务结构稳健，为持续高分红提供坚实支撑。
海信家电	公司拟每10股派发现金红利12.65元，合计拟派发约17.51亿元， 分红率为54.9% 。公司保持稳定的分红政策，长期回报机制清晰明确，充分彰显管理层对公司持续经营能力与现金流创造能力的信心。	

黑电：2025年中国双雄不断提升市场份额

- 2025年中国国内电视机市场销量萎缩，海信和TCL国内收入有所下滑
- 海信和TCL海外不断扩张份额，表现优于国内

表：中国黑电重点公司收入和增速
(备注：TCL电子为港币)

	2023A	2024A	2025A	2026Q1
TCL电子	789.9	993.2	1145.8	278-304
yoy	10.7%	25.7%	15.4%	10%-20%
海信视像	536.2	585.3	576.8	137.2
yoy	17.2%	9.2%	-1.5%	2.58%

表：海信和TCL电子的电视收入和增速
(备注：TCL电子为港币)

	2022A	2023A	2024A	2025A
海信电视收入	352.59	412.57	466.34	449.64
yoy	-6.74%	17.01%	13.03%	-3.58%
TCL电视收入	451.94	486.33	601.08	647.08
yoy	-8.27%	7.61%	23.60%	7.65%

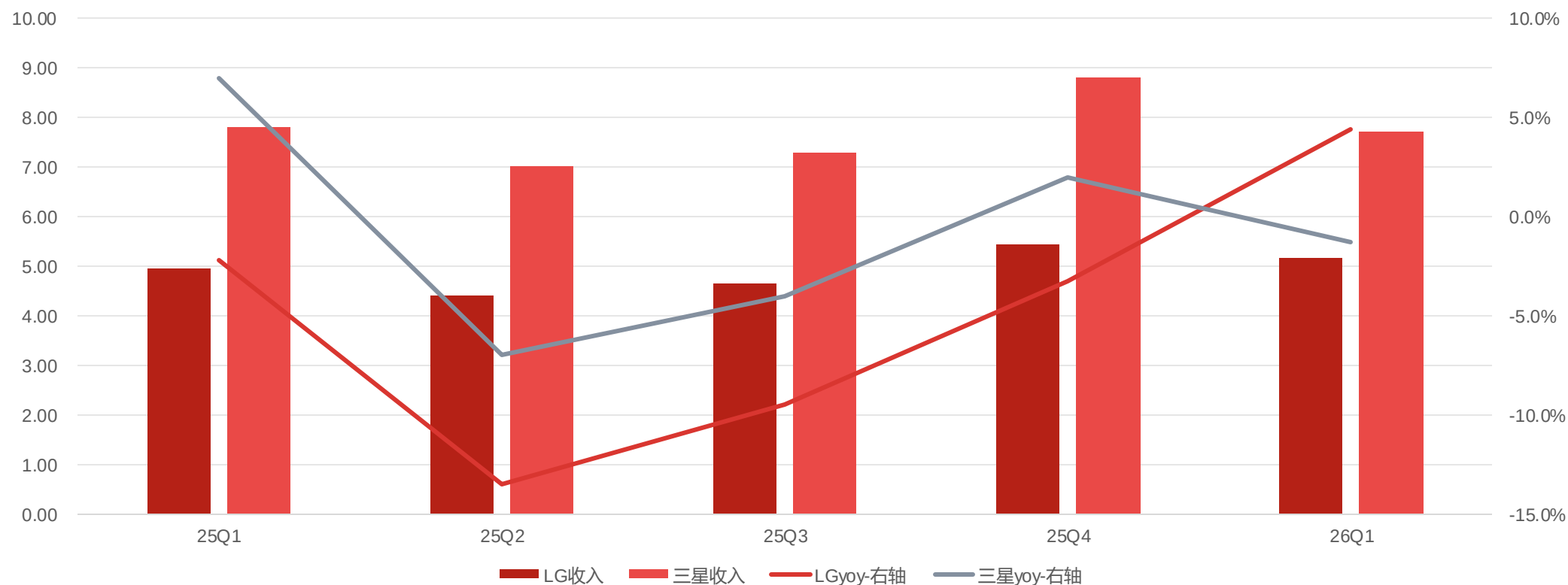
表：海信和TCL电子的电视分国内国外增速
(备注：TCL电子为港币)

	2021	2022	2023	2024	2025
tcl国内	132.38	151.94	160.17	190.46	172.04
yoy	2.92%	14.78%	5.42%	18.91%	-9.67%
tcl国外	360.29	300	326.16	410.62	475.04
yoy	34.70%	-16.70%	8.70%	25.90%	15.70%
海信国内	196.90	200.03	236.43	259.68	246.34
yoy	25.41%	1.59%	18.20%	9.83%	-5.14%
海信国外	234.28	205.46	247.47	279.52	292.30
yoy	19.12%	-12.30%	20.45%	12.95%	4.57%

黑电：三星和LG2025年电视业务收入承压

➤ 与中国公司在海外攻城略地不同的是，三星和LG电视业务收入有所下滑。

图：三星和LG的电视收入（万亿韩元）和增速



海信和TCL电子收入体量距离三星和LG仍有较大差距

➤ 收入差距的核心在于产品价格存在较大差距，这也意味着后续海信和LG的均价提升有空间

表：全球重要黑电玩家销售情况（万台）

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
海信	2000.26	2113.70	2454.28	2610.67	2913.62	3034.90
TCL	2422.43	2457.49	2378.63	2526.34	2900.42	3063.46
LG	2602.23	2733.21	2375.73	2253.83	2260.05	2184.28
三星	4927.72	4223.30	3983.84	3750.22	3669.61	3692.37

图：全球TOP4电视收入体量（转换为人民币口径：亿元）



黑电：利润率持续改善

- 2025年黑电龙头公司利润率改善，海信视像提升至4.25%，tcl电子提升至2.18%
- 海信主要受益于毛利率提升；TCL电子费用率压缩更为显著

表：净利润增速

	2023A	2024A	2025A
TCL电子	66.36%	136.59%	41.82%
海信视像	24.82%	7.17%	9.25%

表：黑电公司净利率持续增长

	2023A	2024A	2025A
TCL电子	0.94%	1.77%	2.18%
海信视像	3.91%	3.84%	4.25%

表：黑电毛利率变动

	2023A	2024A	2025A
TCL电子	0.31%	-3.02%	-0.04%
海信视像	-1.29%	-1.28%	1.05%

表：黑电销售费用率变动

	2023A	2024A	2025A
TCL电子	-0.37%	-2.45%	-0.58%
海信视像	-0.93%	-0.88%	0.84%

表：黑电管理费用率变动

	2023A	2024A	2025A
TCL电子	-1.13%	-0.91%	-0.09%
海信视像	0.19%	0.04%	-0.03%

资料来源：Wind，中信建投

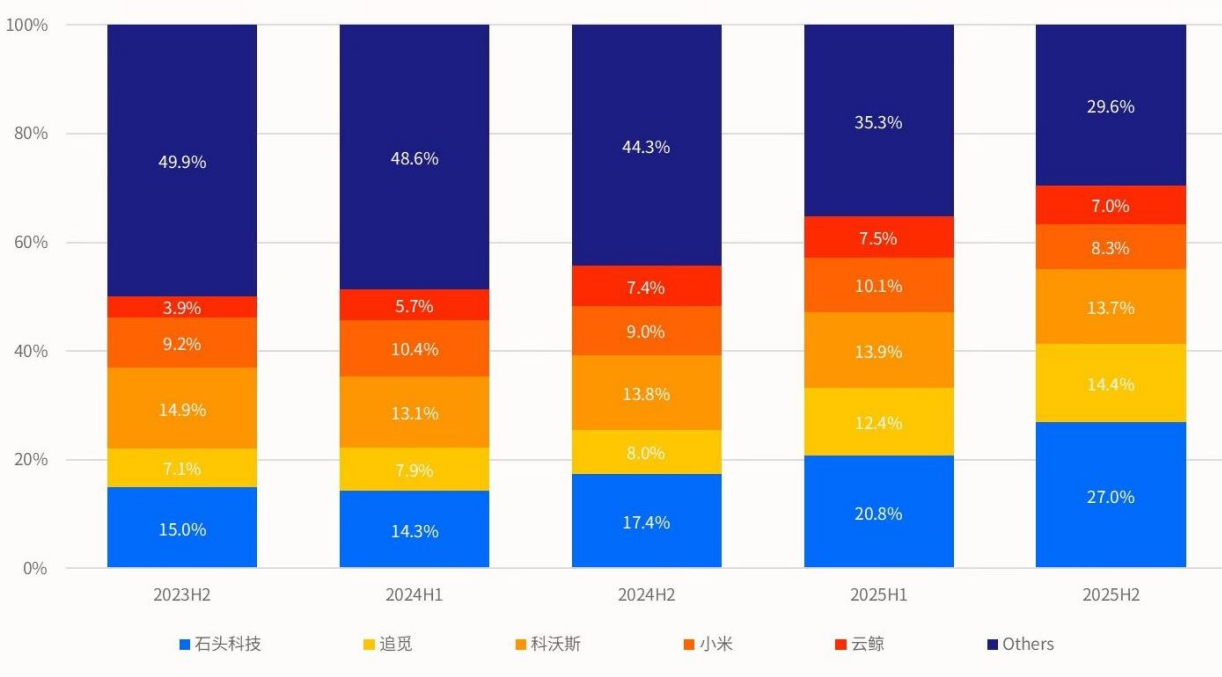
清洁电器：板块分化，扫地机收入保持高景气度

- 扫地机板块保持高增长，国内2025年受益于以旧换新；海外石头和科沃斯不断开拓市场和提升份额
- 代工公司呈现前高后低，25Q1美国抢出口背景下高增长，后续逐步走低

表：清洁电器分季度收入增速

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
科沃斯	7.35%	-10.39%	-4.06%	27.07%	11.06%	37.58%	29.26%	-2.44%	27.06%
石头科技	58.69%	16.33%	11.91%	66.54%	86.22%	73.78%	60.71%	34.23%	23.31%
莱克电气	26.53%	33.73%	16.87%	-16.21%	3.23%	-1.80%	1.43%	1.42%	-3.10%
德昌股份	46.14%	33.42%	42.99%	71.36%	21.33%	2.82%	8.54%	9.07%	2.67%
欧圣电气	33.80%	77.53%	57.44%	20.59%	61.33%	-14.61%	1.42%	15.12%	28.21%
富佳股份	1.90%	6.12%	-9.14%	6.48%	60.07%	34.58%	-3.31%	7.41%	-4.17%
合计	23.55%	10.98%	9.68%	26.82%	29.09%	31.69%	24.25%	11.15%	16.13%

表：全球扫地机份额



清洁电器：25竞争与关税压力导致利润承压，汇率波动加剧下滑

- 扫地机行业：行业竞争加剧，追觅在海外市场与石头竞争焦灼，导致石头科技利润承压（毛利率下降和销售费用率上升）
- 代工出口方面：行业在关税压力之下面临较大下滑压力，同时汇率波动加剧了利润下滑幅度，部分公司在Q1净利润下滑程度达到了80-90%以上

表：清洁电器行业利润增速

	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
科沃斯	59.43%	62.19%	7160.87%	78.14%	-14.73%
石头科技	-32.92%	-43.21%	2.51%	-35.45%	20.83%
莱克电气	-16.19%	-39.57%	-29.99%	-49.32%	-92.38%
德昌股份	-4.97%	-75.64%	-45.76%	-99.34%	-84.38%
欧圣电气	43.84%	-1.43%	-82.47%	-137.62%	-81.93%
富佳股份	7.92%	-61.67%	10.80%	-127.59%	-98.03%
合计	1.75%	-23.65%	28.96%	-35.88%	-33.94%

表：清洁电器行业毛利率变动

	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
科沃斯	2.51%	-1.32%	2.97%	3.41%	-0.09%
石头科技	-11.02%	-8.03%	-11.80%	-5.01%	-2.22%
莱克电气	-2.52%	-0.93%	-1.43%	-2.99%	-2.25%
德昌股份	-1.62%	-5.57%	-3.29%	-7.48%	-4.00%
欧圣电气	-7.77%	4.99%	-5.49%	-10.87%	-0.23%
富佳股份	-5.32%	-4.32%	-0.56%	-0.19%	-5.81%
合计	-1.96%	-1.18%	-0.93%	-1.52%	-0.28%

表：清洁电器行业销售费用率

	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
科沃斯	2.66%	-1.14%	-4.86%	4.32%	-2.10%
石头科技	7.00%	7.57%	-1.78%	-2.57%	-3.49%
莱克电气	0.07%	1.49%	0.85%	-1.24%	-0.09%
德昌股份	0.34%	0.19%	0.24%	0.13%	0.05%
欧圣电气	-2.06%	1.58%	1.84%	0.40%	0.81%
富佳股份	-0.28%	-0.10%	0.08%	0.23%	0.27%
合计	3.07%	3.90%	0.24%	0.77%	-0.48%

表：25Q4-26Q1清洁电器行业财务费用率大幅上升

	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
科沃斯	-1.21%	-1.73%	1.07%	-0.35%	3.20%
石头科技	-1.40%	1.89%	-0.36%	1.33%	3.92%
莱克电气	1.00%	3.08%	1.79%	9.11%	9.71%
德昌股份	0.34%	1.98%	-0.31%	4.45%	3.70%
欧圣电气	0.77%	-1.04%	0.92%	6.62%	10.81%
富佳股份	2.85%	0.79%	1.83%	3.54%	2.01%
合计	-0.38%	0.76%	0.63%	2.31%	4.86%

石头科技：收入高增长，利润25年承压，26Q1环比改善

- **2025：营业收入达186.95亿元，同比增长56.51%，展现出强劲的市场扩张能力。归母净利润13.63亿元（-31.03%），扣非归母净利润10.92亿元（-32.6%），公司持续加大新业务探索与投入，新业务处于市场培育阶段，短期内对整体利润水平形成压力**
- **2026Q1:公司经营态势向好，盈利修复。**单季实现营业收入42.27亿元，同比增长23.31%，延续稳健增长势头。盈利端显著回暖，归母净利润3.23亿元（+20.83%），扣非归母净利润2.59亿元（+7.08%），**经营质量与盈利效率稳步提升，验证公司经营改善逻辑**
- **收入拆分：**分区域看，2025年海外收入104.42亿元，同比增长63.5%，增速快于整体，收入占比持续提升，成为增长核心引擎；分产品看，智能扫地机及配件营收151.73亿元，同比增长39.86%，稳固核心基本盘，手持清洁产品及配件营收35.07亿元，同比大增227.75%，成为第二增长曲线
- **25年盈利短期承压，2026Q1稳步恢复：**1) 2025年公司盈利端面临阶段性压力，全年归母净利润13.63亿元，同比下降31.03%，扣非归母净利润10.92亿元，同比下降32.60%，综合毛利率同比有所回落，主要受核心产品竞争加剧、毛利率下滑及新业务培育期投入增加影响，整体盈利水平短期承压。2) **2026年第一季度盈利能力逐步改善**，单季归母净利率7.65%，同比略降0.15个百分点，环比上升2.74个百分点。费用端优化成效显著，销售费用率24.26%，同比下降3.5个百分点，管理费用率2.50%，同比下降0.13个百分点，研发费用率6.75%，同比下降1.02个百分点，财务费用率1.77%，同比提升3.92个百分点，整体运营效率持续提升。

科沃斯：营收盈利双高增

➤ 营收规模高速扩张，海内外市场同步增长

- **2025全年营收稳健增长，盈利弹性充分释放。**2025 年公司实现营业收入190.40亿元,同比增长15.10%;归母净利润17.58 亿元，同比增长118.13%；扣非归母净利润16.20 亿元，同比增长126.14%。收入规模稳步扩张，盈利端实现大幅改善，主营业务增长动能强劲，经营质量显著提升。
- **2026Q1营收延续高增，扣非盈利保持稳健。**2026 年第一季度公司实现营业收入49.02亿元，同比增长27.06%；归母净利润4.05亿元，同比下降14.73%；扣非归母净利润3.97亿元，同比增长11.46%；扣非归母净利润营收增速进一步加快，主业盈利韧性充足，归母净利润短期受基数与汇兑因素扰动。
- **从结构层面看，服务机器人驱动增长，海外市场提速亮眼。**分产品看，服务机器人收入106.80亿元，同比增长32.15%，为第一增长曲线；清洁类小家电收入82.19亿元，同比小幅下降1.21%；国内业务收入101.92 亿元，同比增长8.09%；海外收入88.47亿元，同比增长24.39%，持续向高毛利、高增长赛道倾斜，全球化布局成效显著。

➤ 盈利分析：25年盈利显著改善，2026Q1短期承压

- **2025全年毛利率全线提升，盈利水平显著改善。**2025年公司各业务毛利率均实现同比提升，盈利能力大幅增强。服务机器人毛利率47.27%，同比提升2.30个百分点；清洁类小家电毛利率51.35%，同比提升2.76个百分点；其他业务毛利率19.21%，同比提升5.77个百分点。归母净利率达9.23%，结构优化与成本控制成效突出，盈利弹性充分释放。
- **2026Q1归母净利短期承压，扣非盈利保持稳健。**2026年一季度归母净利润下降14.73%，主要系上年同期投资收益基数较高、本期汇兑损失及公允价值波动影响；扣非归母净利润同比上升11.46%，主营业务盈利能力依旧稳健，经营质量具备较强韧性。

地产后周期：大beta下行，行业整体承压

表：地产后周期行业收入增速（%）

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
老板电器	2.75%	-9.63%	-11.07%	16.78%	-7.20%	1.57%	1.42%	-26.53%	-5.46%
华帝股份	15.60%	2.07%	-4.94%	-0.30%	-8.80%	-10.44%	-7.93%	-17.03%	-5.86%
万和电气	23.53%	24.86%	5.93%	24.65%	15.94%	-2.36%	1.26%	-19.13%	-5.40%
浙江美大	-19.39%	-57.09%	-60.18%	-45.63%	-63.97%	-38.79%	-36.16%	-47.42%	-25.59%
火星人	-15.44%	-42.97%	-42.29%	-36.15%	-53.31%	-39.30%	-35.81%	-46.72%	-5.21%
亿田智能	-44.49%	-44.39%	-67.57%	-10.40%	-54.59%	-45.87%	-33.95%	-63.30%	-62.13%
*ST帅电	-32.96%	-58.44%	-52.82%	-43.85%	-58.31%	-38.35%	-42.85%	-47.82%	-51.99%
奥普科技	10.06%	-6.71%	-16.28%	-7.64%	-9.27%	-1.48%	0.42%	8.52%	8.32%
欧普照明	5.35%	-12.64%	-13.62%	-11.08%	-5.83%	-3.25%	-0.59%	1.67%	0.09%
公牛集团	14.06%	7.64%	5.04%	3.41%	3.14%	-7.37%	-4.44%	-9.44%	3.52%
合计	8.12%	-4.71%	-9.44%	1.87%	-3.87%	-6.83%	-4.05%	-16.31%	-2.02%

表：地产后周期行业利润增速（%）

资料来源：Wind，中信建投

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
老板电器	2.49%	-18.15%	-18.49%	4.28%	-14.66%	2.96%	0.65%	-73.73%	-9.82%
华帝股份	34.61%	3.95%	5.68%	-7.57%	-14.33%	-5.57%	-19.66%	-167.71%	-4.88%
万和电气	34.69%	-34.87%	-32.14%	2168.28%	8.01%	5.51%	1.57%	-229.39%	-55.60%
浙江美大	-23.34%	-82.62%	-93.78%	-96.18%	-89.90%	-78.00%	-37.91%	-265.10%	-62.66%
火星人	-24.52%	-95.23%	-129.96%	-116.00%	-246.85%	-1767.71%	265.08%	1874.64%	-1.75%
亿田智能	-88.88%	-84.82%	-159.52%	847.70%	-1042.01%	-321.92%	36.79%	-262.35%	-16.97%
*ST帅电	-44.50%	-75.63%	-84.77%	-67.82%	-105.79%	-74.47%	-109.09%	-465.89%	458.96%
奥普科技	-13.23%	-12.71%	-16.06%	19.93%	-2.50%	15.41%	-18.58%	1.80%	-19.01%
欧普照明	23.48%	-11.72%	-9.69%	6.16%	16.77%	-13.61%	-12.22%	22.05%	-7.18%
公牛集团	26.27%	20.58%	3.36%	-4.55%	4.91%	-17.16%	-10.29%	8.23%	8.55%
合计	11.76%	-11.18%	-20.36%	3.12%	-11.87%	-15.80%	-12.92%	-46.85%	-4.54%

消费电子：收入景气度高，利润承压

- 安克、绿联和华宝新能整体收入增速较快；利润端Q1面临汇率和竞争等因素，安克和华宝新能下滑；绿联通过产品结构提升和海外占比提升继续保持高增长。
- 萤石网络：尽管收入增长个位数，但是受益于产品结构改善、海外占比提升和云服务占比提升，利润增速远高于收入。
- 影石创新收入高增长，但是在竞争压力之下毛利承压，同时研发投入加大和汇率波动导致利润大幅下滑。

表：消费电子行业收入增速

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
安克创新	30.09%	42.43%	44.05%	44.41%	36.91%	30.41%	19.88%	14.93%	26.93%
萤石网络	14.61%	11.70%	12.73%	11.09%	11.59%	7.48%	6.25%	8.72%	2.36%
影石创新					40.70%	58.05%	92.64%	93.28%	83.11%
华宝新能	29.89%	18.46%	50.41%	100.57%	22.60%	64.85%	31.76%	-18.56%	32.06%
绿联科技	27.06%	31.35%	27.01%	28.46%	41.99%	39.38%	60.44%	67.75%	53.42%
合计	43.04%	55.65%	56.50%	59.10%	33.42%	34.57%	33.54%	26.28%	35.29%

表：消费电子利润增速

资料来源：Wind，中信建投

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
安克创新	1.60%	9.19%	52.44%	60.06%	59.57%	19.54%	27.76%	-4.75%	-4.87%
萤石网络	37.38%	-6.55%	-34.85%	-20.02%	10.22%	5.11%	28.73%	11.70%	32.30%
影石创新					-2.50%	1.73%	-15.90%	-10.30%	-52.02%
华宝新能	-197.73%	-305.13%	-888.90%	-171.72%	193.36%	-14.41%	-77.01%	-256.47%	-83.35%
绿联科技	10.44%	12.14%	80.50%	1.84%	47.18%	18.67%	67.32%	69.22%	58.14%
合计	62.68%	59.76%	106.75%	94.37%	39.79%	11.36%	12.52%	-12.16%	-5.25%

摩托与休闲车：涛涛车业高增长，摩托车分化

- 2025年涛涛车业受益于关税战中高尔夫球车产能在东南亚和美国的提前布局，实现份额快速提升，同时由于高尔夫球车盈利能力显著高于传统业务，盈利能力增速显著高于收入增速。
- 摩托车板块：春风动力和隆鑫通用25年收入保持高增长，钱江掉队明显；利润端由于关税和汇率因素，导致25Q4和26Q1面临较大压力。

表：摩托与休闲车收入增速

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
涛涛车业	49.06%	99.76%	47.61%	-5.16%	22.96%	23.33%	27.73%	54.49%	65.66%
春风动力	6.31%	23.20%	36.11%	31.72%	38.86%	25.45%	28.56%	35.15%	26.07%
隆鑫通用	20.41%	34.84%	34.45%	24.35%	40.98%	16.83%	5.55%	-0.56%	-2.67%
钱江摩托	0.87%	22.51%	38.45%	10.77%	-0.81%	-9.20%	-18.67%	-10.72%	-23.32%
合计	12.65%	31.10%	36.57%	22.28%	32.21%	16.34%	11.78%	15.21%	10.05%

资料来源：Omdia，公司财报，中信建投

表：摩托与休闲车利润增速

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
涛涛车业	45.89%	31.67%	70.53%	70.86%	69.46%	95.25%	121.44%	61.49%	104.50%
春风动力	31.97%	26.35%	48.95%	89.72%	49.60%	36.04%	11.00%	-33.41%	1.81%
隆鑫通用	39.25%	4.77%	7.01%	-207.36%	96.79%	70.99%	62.48%	-68.13%	-7.01%
钱江摩托	89.09%	1.63%	-9.54%	288.66%	-37.96%	-12.84%	-56.59%	212.90%	-144.89%
合计	43.98%	14.52%	24.30%	641.34%	50.88%	44.31%	34.02%	25.68%	-5.81%

摩托与休闲车：海外成为增长引擎

➤ 三大摩托车公司海外增长远高于国内，出海成为核心驱动；海外产品结构不断改善

表：2025年春风动力分业务拆分

	收入 (亿元)	增速	销量 (万台)	增速	均价 (万元)	增速
燃油摩托车	64.71	7.18%	29.59	3.27%	2.187	3.79%
国内：	28.84	-6.79%	13.64	-4.75%	2.114	-2.14%
国外：	35.87	21.88%	15.95	11.30%	2.249	9.50%
电动两轮车	19.12	381.03%	55.12	420.17%	0.347	-7.52%
全地形车	96.08	33.26%	19.70	16.45%	4.878	14.44%
配件及其他	11.96	15.51%				

表：2025年钱江摩托分业务拆分

区域	收入（亿元）	销量（万台）	均价（万元）
内销	25.08	19.74	1.27
yoy	-23.85%	-17.75%	-7.42%
其中大排量：		6.45	
yoy		-26.01%	
海外	29.06	23.95	1.21
yoy	6.17%	0	6.17%
其中大排量：		5.13	
yoy		23.36%	

表：2025年隆鑫通用分业务拆分

		25A	26Q1
摩托车 (亿元)	VOGE无极业务	39.54	9.69
	yoy	25.35%	13.08%
	其中：出口	25.07	6.65
	yoy	86.28%	22.69%
	全地形车	6.54	2
	yoy	62.54%	86.30%
	三轮车	18.28	
	yoy	32.47%	
	其中：出口	18.28	3.36
	yoy	32.47%	47.07%
发动机	代工业务	48.78	
	yoy	-9.69%	
	合计	113.14	
	yoy	9.44%	
	其中：自主摩托 车发动机	24.39	7.77
	yoy	26.25%	32.28%
	其中：宝马发 动机代工	3.74	
	yoy	-10.54%	
	合计	28.13	
	yoy	19.70%	

摩托与休闲车：涛涛盈利受益结构改善，摩托车承压

- 涛涛车业：盈利能力受益于高尔夫球车比例的快速提升，毛利率和净利率大幅提升。
- 摩托车：关税和汇率压力导致盈利能力下降。

表：摩托与休闲车毛利率与变动幅度

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1		2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
涛涛车业	37.47%	34.99%	36.99%	31.07%	37.23%	41.64%	46.05%	39.50%	40.90%	涛涛车业	-0.24%	6.65%	9.07%	8.43%	3.67%
春风动力	32.52%	30.82%	31.57%	25.37%	29.73%	27.35%	26.14%	24.84%	28.70%	春风动力	-2.79%	-3.47%	-5.43%	-0.53%	-1.03%
隆鑫通用	17.71%	19.42%	17.64%	15.70%	18.09%	19.71%	18.80%	19.45%	19.46%	隆鑫通用	0.38%	0.30%	1.15%	3.75%	1.37%
钱江摩托	26.36%	29.16%	25.18%	23.08%	25.44%	28.04%	22.19%	23.76%	19.58%	钱江摩托	-0.91%	-1.12%	-2.99%	0.68%	-5.86%
合计	25.89%	26.57%	25.23%	21.12%	24.67%	25.69%	24.55%	24.10%	25.51%	合计	-1.22%	-0.88%	-0.68%	2.98%	0.84%

资料来源：Omdia，公司财报，中信建投

表：摩托与休闲车净利率与变动幅度

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1		2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
涛涛车业	9.79%	15.06%	14.39%	17.17%	13.49%	23.84%	24.95%	17.95%	16.65%	涛涛车业	3.70%	8.78%	10.56%	0.78%	3.16%
春风动力	9.07%	9.65%	9.50%	10.88%	9.77%	10.47%	8.20%	5.36%	7.89%	春风动力	0.70%	0.81%	-1.30%	-5.52%	-1.88%
隆鑫通用	7.82%	7.59%	6.79%	4.83%	10.91%	11.11%	10.46%	1.55%	10.42%	隆鑫通用	3.09%	3.52%	3.66%	-3.28%	-0.49%
钱江摩托	10.39%	10.94%	7.07%	18.96%	6.50%	10.50%	3.77%	66.45%	-3.80%	钱江摩托	-3.89%	-0.44%	-3.30%		-10.30%
合计	8.83%	9.49%	8.38%	9.48%	10.07%	11.78%	10.05%	10.34%	8.62%	合计	1.25%	2.28%	1.67%	0.86%	-1.45%

资料来源：Omdia，公司财报，中信建投

摩托与休闲车：期间费用提升较明显

➤ 尤其是25Q4和26Q1汇率影响下，财务费用提升明显

表：销售费用率

	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
涛涛车业	-2.72%	-2.49%	-1.03%	-0.53%	-4.03%
春风动力	-5.10%	-3.87%	-2.34%	9.49%	0.18%
隆鑫通用	-0.82%	-0.89%	-0.58%	2.19%	-0.10%
钱江摩托	1.18%	-0.60%	0.67%	1.75%	0.24%
合计	-2.32%	-2.03%	-0.84%	5.03%	0.20%

表：管理费用率

	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
涛涛车业	-1.09%	0.34%	1.01%	-1.88%	0.05%
春风动力	-0.46%	-0.64%	0.85%	-2.95%	-0.32%
隆鑫通用	-1.89%	-1.08%	-1.38%	5.11%	-0.16%
钱江摩托	-0.31%	0.16%	0.06%	2.89%	1.05%
合计	-1.08%	-0.59%	-0.14%	1.07%	0.03%

表：研发费用率

	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
涛涛车业	-2.11%	-0.47%	-0.64%	-1.80%	-1.63%
春风动力	-0.33%	-0.66%	-1.00%	-0.59%	-0.25%
隆鑫通用	-1.20%	-1.27%	-1.64%	1.72%	-0.25%
钱江摩托	1.61%	0.52%	1.43%	0.31%	1.75%
合计	-0.60%	-0.72%	-0.83%	0.55%	-0.12%

表：财务费用率

	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
涛涛车业	1.93%	0.08%	-2.56%	10.17%	4.93%
春风动力	1.05%	0.55%	-1.82%	5.73%	2.72%
隆鑫通用	0.25%	0.40%	-0.88%	1.26%	0.53%
钱江摩托	-0.82%	0.36%	0.56%	8.28%	5.13%
合计	0.56%	0.48%	-1.12%	4.42%	2.36%

两轮车：2025需求鼎盛之年,26年面临压力

- 2025年两轮车行业在以旧换新以及新国标切换的共同影响下，前三季度实现高增长。
- 2025Q4开始，新国标车各方观望态势之下，行业进入到调整期，26Q1仍处于下滑态势。
- 利润端：成本上行、竞争以及规模效益导致行业毛利率承压，利润下降幅度高于收入端。

表：两轮车分季度收入增速（%）

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
九号公司-WD	54.18%	50.98%	34.75%	22.05%	99.52%	61.54%	56.82%	-12.22%	14.82%
爱玛科技	-8.97%	18.07%	-5.05%	15.69%	25.82%	20.59%	17.30%	-3.39%	-18.45%
新日股份	-34.50%	10.08%	-13.37%	-14.14%	39.47%	18.45%	24.03%	-20.78%	-10.81%
行业合计	0.17%	27.94%	4.75%	14.77%	49.90%	36.11%	31.61%	-8.43%	-4.09%

表：两轮车分季度利润增速（%）

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
九号公司-WD	675.34%	124.48%	139.07%	-47.77%	236.22%	70.77%	45.86%	-125.36%	-55.42%
爱玛科技	1.16%	12.06%	-9.02%	34.24%	25.12%	30.08%	15.24%	-70.74%	-67.57%
新日股份	-39.74%	389.83%	-41.06%	287.21%	19.08%	24.42%	66.42%	13.62%	-15.87%
合计	19.96%	51.85%	15.40%	-6.90%	69.35%	49.59%	28.25%	-93.31%	-61.07%

表：两轮车年度收入增速（%）

	2023A	2024A	2025A
九号公司	0.97%	38.87%	49.89%
爱玛科技	1.12%	2.71%	16.14%
新日股份	-16.27%	-14.49%	17.15%
绿源控股	6.27%	-0.22%	16.46%
雅迪控股	11.92%	-18.77%	31.07%
合计	4.94%	-3.44%	28.61%

表：两轮车毛利率变动（%）

	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
九号公司	-0.81%	0.52%	0.53%	4.54%	-3.13%
爱玛科技	1.59%	1.26%	1.21%	-3.76%	-3.80%
新日股份	-0.73%	-1.02%	-0.19%	-4.66%	-1.20%
合计	1.70%	1.67%	1.59%	-0.62%	-2.42%

小家电：行业无突破

- 品类、渠道无重大突破，收入整体乏善可陈：25上半年受益于国补和海外抢出口增速较好，后续逐步下行
- 利润增速：整体承压，尤其是外销公司逐步体现出来汇兑压力

表：小家电季度分公司收入增速

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
苏泊尔	8.38%	11.29%	3.03%	-0.37%	7.59%	1.87%	-2.30%	-0.68%	1.65%
九阳股份	9.15%	-4.29%	-27.12%	-5.80%	-3.17%	-14.40%	-10.99%	-1.60%	-9.41%
小熊电器	-4.58%	-14.01%	3.17%	16.18%	10.58%	29.58%	14.73%	-4.96%	-6.14%
北鼎股份	-6.52%	7.83%	22.04%	28.17%	33.41%	34.67%	18.98%	21.14%	16.14%
新宝股份	22.79%	20.51%	12.88%	6.15%	10.36%	-6.60%	-9.78%	-5.40%	-10.35%
倍轻松	28.59%	-16.45%	-31.92%	-25.38%	-32.83%	-39.42%	-28.51%	-8.49%	-0.79%
比依股份	-15.39%	14.26%	51.60%	93.11%	65.68%	16.07%	-3.40%	2.70%	3.50%
德尔玛	7.69%	1.63%	8.80%	28.24%	8.61%	0.33%	-10.26%	-7.44%	-16.55%
飞科电器	-14.52%	-11.94%	-24.10%	-22.47%	-1.47%	-16.25%	-7.75%	-0.63%	-13.58%
合计	7.44%	5.97%	-0.17%	3.19%	7.04%	-2.44%	-5.41%	-2.47%	-5.09%

表：小家电公司分季度利润增速

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
苏泊尔	7.23%	6.40%	2.22%	-0.73%	5.82%	-5.94%	-13.42%	-9.98%	1.68%
九阳股份	7.06%	-63.88%	-166.46%	-4.87%	-21.91%	-53.24%	-101.11%	-124.46%	-18.37%
小熊电器	-8.53%	-85.89%	-75.60%	-17.03%	-13.96%	641.50%	113.16%	36.25%	-38.67%
北鼎股份	28.25%	-53.42%	-52.70%	61.20%	47.71%	140.86%	288.95%	-0.01%	-1.83%
新宝股份	24.74%	5.06%	0.53%	11.07%	43.02%	9.84%	-13.05%	-40.86%	-68.08%
倍轻松	-956.06%	-144.74%	-244.58%	-91.76%	-111.74%	-425.76%	126.43%	1011.29%	535.01%
比依股份	-78.12%	-28.27%	-30.61%	44.53%	47.96%	-33.13%	-45.08%	-75.52%	-209.99%
德尔玛	0.52%	0.81%	11.18%	333.24%	1.15%	1.04%	-44.34%	6.51%	-7.82%
飞科电器	-43.78%	-52.98%	-31.84%	-103.50%	0.49%	3.45%	-8.76%	-916.17%	4.22%
合计	-7.37%	-19.33%	-26.21%	-8.24%	4.38%	-0.60%	-5.19%	-13.36%	-21.59%

投资建议与风险提示

➤ 投资建议：重视黑电和摩托车板块的成长机遇，白电龙头高股息下的稳健配置

黑电：重点推荐TCL电子和海信视像。TCL电子持续推进“中高端+大屏”与多品牌战略，不断提升国内外市场份额和扩大智屏业务规模，通过优化产品与渠道结构、本土化与降本增效推动盈利水平修复。与索尼达成战略合作，有望强化公司全球电视市场的整体竞争力，直接增加并表收入，提升利润率和估值水平。海信视像：2026年世界杯赞助商，海外存在催化剂；后续体系优化整合值得期待

摩托车与休闲车：全球份额提升迎来确定性机会。**春风动力和隆鑫通用**在海外不断提升份额，迎来中国品牌的秀场，长期空间巨大；**涛涛车业**高尔夫球车有望凭借领先的制造基地布局继续抢占市场份额，同时品牌端建设持续加强

白电：稳健的配置价值。**美的集团**在行业下行周期显示强大的韧性；**海尔智家**经过风险释放，迎来底部，后续可以期待回升；**格力电器**股息率高，具有吸引力。

➤ 风险提示：

- **1) 市场需求下降：**全球家电市场进入存量竞争阶段，欧美及日本等发达国家和地区的市场需求透支效应逐渐显现，同时高通胀导致居民实际购买力下降。
- **2) 行业竞争加剧：**各家公司为了争夺市场份额，可能采取价格竞争导致利润率受影响。
- **3) 人民币汇率波动：**汇率长期波动会影响外贸企业的经营战略，美元汇率短期波动较大，根据中国外汇交易中心数据，当前美元兑人民币即期汇率为6.9左右。

分析师介绍

马王杰： 中信建投证券家电和农业行业首席分析师，上海交通大学管理学硕士。研究扎实，观点鲜明。家电领域重点覆盖白电、黑电、小家电、清洁电器、两轮车、摩托车、电动园林工具。曾获上证报最佳分析师，Wind金牌金牌分析师，新浪金麒麟菁英分析师等。

翟延杰： 家用电器行业研究员，北京大学金融硕士，专注于白色家电、厨电及小家电新消费等产业链研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层

电话：(8610) 5613-5088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路528号南塔2103室

电话：(8621) 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心
35楼

电话：(86755) 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼

电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charlene.liu@csci.hk