仅供内部参考，请勿外传

广发研究 GF RESEARCH

家用电器行业 2026 年中期策略

寻找股价和估值低位的边际改善

行业评级

持有

前次评级 **持有**

行情回顾：板块相对大盘偏弱，经营层面表现承压。（1）年初以来（2026.01.01-2026.06.18）家电指数下跌 7.7%，跑输上证指数 10.7pct。（2）板块整体估值小幅下行，白电、小家电处于过去 5 年估值较低水位。截至 2026.6.18 收盘，家电板块 PE-TTM 降至 14.6x，历史分位数（2021 年至今）水平 48%。（3）基本面来看，内销受高基数拖累，外销偏弱，成本压力提升。落实到 26Q1 财务表现上，26Q1 家电板块收入端与盈利端均承压，26Q1 板块总营收同比-0.1%，增速环比+8.5pct。

白电：内销弱需求，海外期待厄尔尼诺驱动空调出口弹性。（1）原材料成本上涨压力之下，空调中低端 SKU 普遍提价；小米份额较去年同期明显下降，行业竞争放缓，有助于龙头维持盈利能力稳定。（2）厄尔尼诺现象有望催化下半年空调出口弹性，当厄尔尼诺指数较高的时间段（2004 年、2015-2016 年、2023-2024 年），空调外销出货同比均有 10%以上增长。

黑电：继续看好黑电龙头全球突破，竞争放缓背景下，黑电龙头有能力克服成本压力。（1）行业需求承压但竞争格局放缓、Mini LED 渗透率提升。根据 AVC 数据，26M1-4 彩电线上零售额同比-15.3%，但均价同比+17%。（2）26Q1 来看，全球主要黑电龙头利润率均环比有明显改善，说明终端价格竞争放缓。今年亦是世界杯大年，有望对电视销售形成催化。继续看好中国黑电品牌凭借 Mini LED 产品创新、强大体育营销和持续的渠道开拓抢占海外市场份额。

小家电：内销短期承压，关注扫地机企业新品类放量、格局改善及小家电出口代工链拐点。（1）年初至今小家电内销整体偏弱，主要受消费需求不振及国补高基数影响。（2）4 月外销回暖趋势清晰，电烤箱、吸尘器单月出口同比分别+52.06%、+57.20%，前期表现偏弱的品类降幅也同步收窄。1-4 月累计来看，吸尘器、电烤箱、电炒锅表现亮眼。（3）建议积极关注扫地机行业竞争格局改善带来的投资机会，2026 年 618 期间科沃斯、石头科技份额同比显著提升，扫地机行业 CR2 已达到 70%。

两轮车：国内受新国标切换及以旧换新高基数影响，东南亚市场有望快速放量。（1）新旧国标切换叠加前期以旧换新补贴透支需求，行业收入端承压，智能化代表性企业九号、小牛跑赢行业。预计电动两轮车国内市场 Q2 起出货有望同比降幅持续收窄。（2）电动两轮车东南亚出口受益油价高位+政策落地有望迎来明确拐点。受海外电摩补贴及部分区域禁摩推进影响，东南亚油改电有望快速推进。

投资建议：建议寻找股价和估值低位的边际改善。推荐（1）高 ROE、业绩稳健的白电龙头美的集团、格力电器、海尔智家、海信家电；（2）享受产品迭代红利、国内竞争格局改善、海外份额扩张的三重共振的海信视像、TCL 电子；（3）竞争格局改善、海外扩张的清洁电器龙头科沃斯、石头科技；两轮车龙头雅迪控股、爱玛科技、九号公司。

风险提示：原材料价格上涨；汇率大幅波动；行业需求趋弱；行业竞争加剧。

相对市场表现



曾婵

SAC 执证号：S0260517050002
SFC CE No. BNV293
zengchan@gf.com.cn

张云添

SAC 执证号：S0260526010004
zhangyuntian@gf.com.cn

文煊

SAC 执证号：S0260526030001
wenxuan@gf.com.cn

芦家宁

SAC 执证号：S0260526020004
lujianing@gf.com.cn

请注意，张云添,文煊,芦家宁并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究

家用电器行业双周研究观点:618 总结：空调流量机型竞争放缓，科沃斯线上表现亮眼	2026-06-20
家用电器行业双周研究观点:把握家电龙头治理周期，618 扫地机折扣率分化	2026-06-07
家用电器行业双周研究观点:厄尔尼诺发生概率较高，关注下半年空调出口弹性	2026-05-23

仅供内部参考，请勿外传

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新收盘价	最近报告日期	评级	合理价值（元/股）	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
美的集团	**000333.SZ**	CNY	78.00	2025/10/31	买入	86.60	6.37	7.01	12.24	11.13	9.74	8.88	17.70	17.30
海尔智家	**600690.SH**	CNY	19.45	2026/04/06	买入	26.25	2.19	2.33	8.88	8.35	5.40	5.25	16.10	16.10
格力电器	**000651.SZ**	CNY	36.72	2026/06/03	买入	46.83	5.20	5.45	7.06	6.74	5.84	5.59	18.40	17.90
海信家电	**000921.SZ**	CNY	26.94	2026/04/06	买入	25.85	2.35	2.50	11.46	10.78	6.45	6.15	17.20	16.90
海信视像	**600060.SH**	CNY	25.00	2025/10/31	增持	25.36	2.23	2.50	11.21	10.00	7.82	6.99	13.00	13.60
TCL电子	**01070.HK**	HKD	13.51	2026/02/01	买入	16.25	1.25	1.43	9.40	8.21	4.50	4.11	15.30	16.20
科沃斯	**603486.SH**	CNY	53.08	2026/05/05	增持	80.33	3.49	4.16	15.21	12.76	10.64	9.15	19.40	19.90
石头科技	**688169.SH**	CNY	97.27	2025/11/02	买入	188.45	8.74	11.28	11.13	8.62	9.77	7.54	13.50	14.80
雅迪控股	**01585.HK**	HKD	10.59	2026/05/05	增持	14.98	1.01	1.11	9.12	8.30	6.56	6.07	26.20	25.20
爱玛科技	**603529.SH**	CNY	20.21	2025/08/25	增持	41.81	3.28	3.73	6.16	5.42	4.37	3.86	23.60	23.70
九号公司	**689009.SH**	CNY	33.94	2026/04/06	增持	58.43	29.22	38.37	1.16	0.88	-	-	26.70	31.50

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算

仅供内部参考，请勿外传

目录索引

一、2026 回顾：板块相对大盘偏弱，经营层面表现承压 6
（一）行情回顾：年初以来，家电板块跑输上证指数 10.7 PCT 6
（二）宏观层面：内销受高基数拖累，外销偏弱，成本压力提升 7
（三）财务表现回顾：26Q1 收入端与盈利端均承压 10
二、2026 下半年展望：内销进入国补下半场，外销关注新兴市场动能 12
（一）需求：预计下半年内销维持弱需求，新兴市场外销或有所恢复 12
（二）盈利：H2 成本压力预计仍然延续，考验企业经营韧性 14
三、分板块观点：内销静待拐点，外销弹性可期 15
（一）白电：内销弱需求，海外期待厄尔尼诺驱动空调出口弹性 15
（二）黑电：继续看好黑电龙头全球突破，竞争放缓背景下，黑电龙头有能力克服成本压力 19
（三）小家电：内销短期承压，关注扫地机企业新品类放量、格局改善及小家电出口代工链拐点 22
（四）两轮车：国内受新国标切换及以旧换新高基数影响，东南亚市场有望快速放量 24
四、投资建议 27
五、风险提示 27

仅供内部参考，请勿外传

图表索引

图 1：各板块指数涨幅：年初以来，家电板块下跌 7.7%（2026.01.01-2026.06.18）.....6
图 2：家电各子板块 PE-TTM.....7
图 3：家用电器与音响器材类零售额当月同比增速，1-5 月累计同比-6.9%.....8
图 4：家电出口金额当月同比增速，1-5 月累计同比+4.3%.....8
图 5：LME 铜价格（美元/吨）年初以来上升 9.9%.....9
图 6：LME 铝价格（美元/吨）年初以来上升 14.7%.....9
图 7：冷轧板卷价格（人民币元/吨）年初以来上升 0.8%.....9
图 8：布伦特原油期货（美元/桶）年初以来上升 30.7%.....9
图 9：面板价格：2026 年 5 月，主要尺寸面板价格（美元/片）环比年初有所上涨.....9
图 10：年初以来人民币兑美元升值（2025 年 12 月 31 日 1 美元=6.99 人民币，2026 年 6 月 18 日 1 美元=6.76 人民币）.....9
图 11：家电行业各板块营业总收入季度 YoY（%）.....10
图 12：家电行业各板块归母净利润季度 YoY（%）.....11
图 13：统计局家电社零单月同比增速（%）.....12
图 14：家电出口金额（美元，百万元，左轴）当月同比增速（%，右轴）.....13
图 15：分季度家电出口金额（美元，百万元）及同比.....13
图 16：空冰洗彩电出口金额中分地区占比.....13
图 17：空调分区域出口同比增速.....14
图 18：冰箱分区域出口同比增速.....14
图 19：洗衣机分区域出口同比增速.....14
图 20：彩电分区域出口同比增速.....14
图 21：出货端：1-4 月空冰洗内销外销累计同比增速.....15
图 22：出货端：空冰洗单月内销量同比增速.....15
图 23：零售端：1-4 月空冰洗终端零售量累计同比增速.....15
图 24：零售端：空冰洗单月线上零售量同比增速.....15
图 25：零售端：1-4 月空冰洗累计均价同比增速.....16
图 26：零售端：空调均价单月同比增速.....16
图 27：零售端：冰箱均价同比增速.....16
图 28：零售端：洗衣机均价同比增速.....16
图 29：家用空调 618 主要中低端 SKU 线上价格监测 （元/台）.....17
图 30：2024-2026 年空调行业线上销额市占率（%）.....18
图 31：1-4 月空冰洗外销累计同比增速.....18
图 32：空冰洗外销单月同比增速.....18
图 33：在厄尔尼诺指数较高的年份，空调外销出口表现强劲.....19
图 34：Mini LED 线上零售量占比变化（%）.....20

仅供内部参考，请勿外传

图 35：彩电分渠道零售量同比增速 20
图 36：彩电分渠道均价同比增速 20
图 37：截至 2026 年 5 月，主要尺寸面板价格（美元/片）略有上涨 21
图 38：DDR4 4Gb/8Gb eTT 近半年本周价格（美元） 21
图 39：小家电细分品类线上销额同比（2025.12.29-2026.06.14） 22
图 40：小家电分品类出口额分月度 YOY 22
图 41：26 年 1-4 月小家电分品类出口额累计 YOY 22
图 42：IDC 数据显示家庭服务机器人全球出货量 26Q1 同比+36.7% 23
图 43：核心两轮车企业营业总收入 YOY 25
图 44：核心两轮车企业归母净利润 YOY 25
图 45：小牛电动归母净利润变化 25
图 46：VinFast 电动两轮车交付量与同比增速走势 26
图 47：VinFast 双业务线交付结构变化：电摩成为核心增长引擎 26

表 1：家电各子板块涨幅（2026.06.01-2026.06.18） 6
表 2：家电板块估值历史分位数 7

仅供内部参考，请勿外传

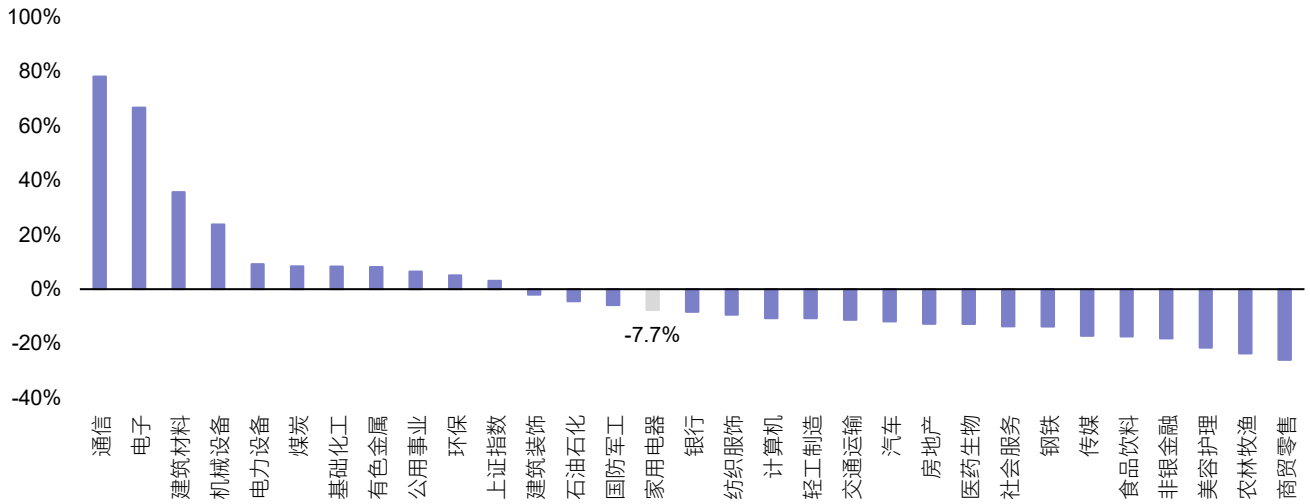
一、2026 回顾：板块相对大盘偏弱，经营层面表现承压

（一）行情回顾：年初以来，家电板块跑输上证指数 10.7 pct

1．指数涨幅：家电指数跑输大盘，黑电、白电表现较好

根据申万行业分类，年初以来（2026.01.01-2026.06.18）家电指数下跌 7.7%，位居所有行业第 14，跑输上证指数 10.7pct。分板块看，黑电、白电表现相对较好。年初以来，白电、黑电、小家电、厨电、零部件指数分别-6.5%、-5.0%、-25.0%、-22.9%、-8.3%。

图 1：各板块指数涨幅：年初以来，家电板块下跌 7.7%（2026.01.01-2026.06.18）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 1：家电各子板块涨幅（2026.06.01-2026.06.18）

	本月涨跌幅	本月跑赢市场（百分点）	2026 年以来涨跌幅	本年跑赢市场（百分点）
上证指数	0.54%	-	3.06%	-
家用电器（申万）	-3.89%	-4.42	-7.67%	-10.73
白色家电(申万)	-4.48%	-5.02	-6.50%	-9.57
黑色家电（申万）	-3.02%	-3.56	-5.02%	-8.08
小家电（申万）	-6.87%	-7.40	-25.02%	-28.08
厨卫电器（申万）	-8.34%	-8.88	-22.93%	-26.00
家电零部件Ⅱ（申万）	-2.56%	-3.10	-8.28%	-11.35

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

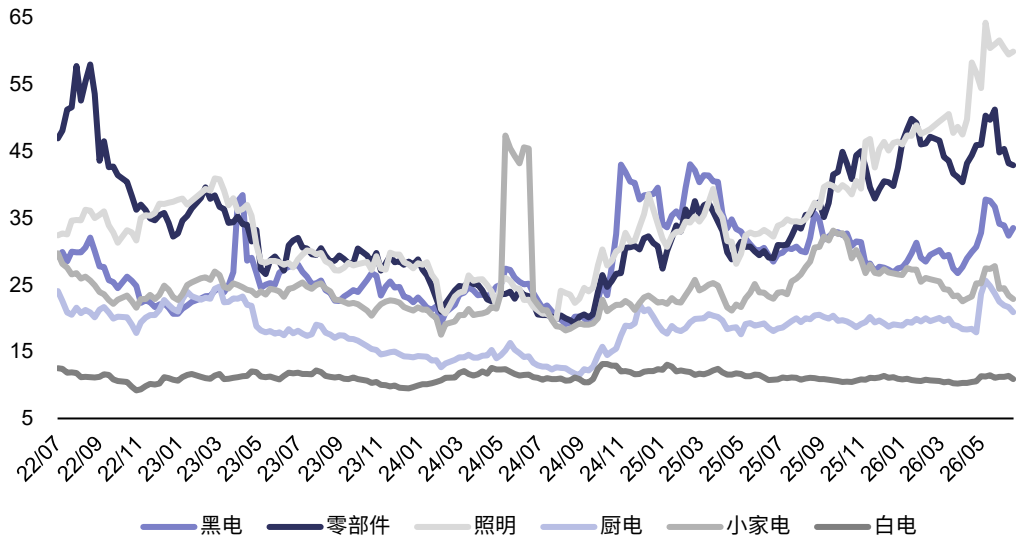
2.估值端：板块整体估值小幅下行，白电、小家电处于过去 5 年估值较低水位

截至 2026.6.18 收盘，家电板块 PE-TTM 降至 14.6x，历史分位数（2021 年至今）水平 48%。细分板块来看，

仅供内部参考，请勿外传

白电、黑电、小家电、厨电、照明、零部件 PE-TTM 分别为 10.7x、33.1x、22.8x、20.6x、59.9x、43.4x，历史分位数（2021 年至今）分别为 17%、87%、25%、71%、98%、75%。

图 2：家电各子板块 PE-TTM



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：所选 PE 为各板块 PE-TTM

表 2：家电板块估值历史分位数

板块估值历史分位数	家电整体	白电	黑电	小家电	厨电	照明	零部件
2018 年至今	39%	11%	73%	19%	70%	99%	79%
2021 年至今	48%	17%	87%	25%	71%	98%	75%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心（估值取申万家电 PE-TTM，收盘价截至 2026.6.18）

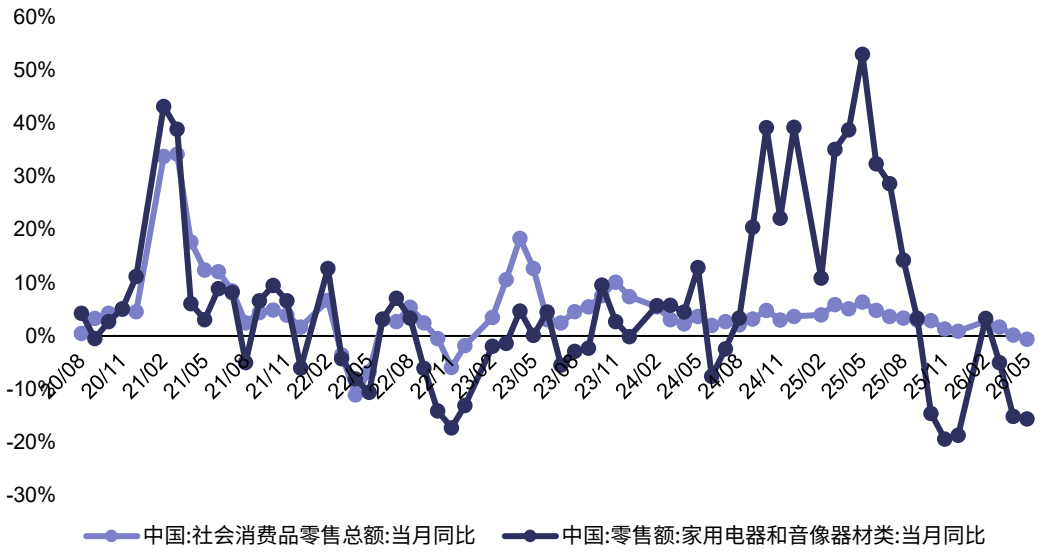
（二）宏观层面：内销受高基数拖累，外销偏弱，成本压力提升

内销：根据统计局数据，2026 年 1-5 月家电社零累计同比-6.9%，在国补高基数影响下，家电消费增速高位回落，整体低位波动且弱于整体社零增速，行业内销仍处弱复苏阶段。

外销：根据海关总署数据，2026 年 1-5 月家电出口金额累计同比+4.3%。当前欧美市场需求疲软，叠加关税下调尚处于初期阶段，整体仍有承压。

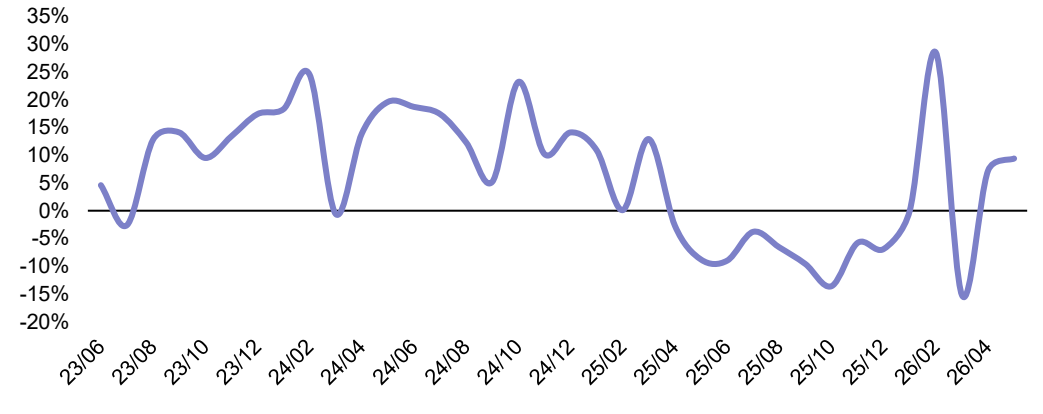
仅供内部参考，请勿外传

图 3：家用电器与音响器材类零售额当月同比增速，1-5 月累计同比-6.9%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 4：家电出口金额当月同比增速，1-5 月累计同比+4.3%



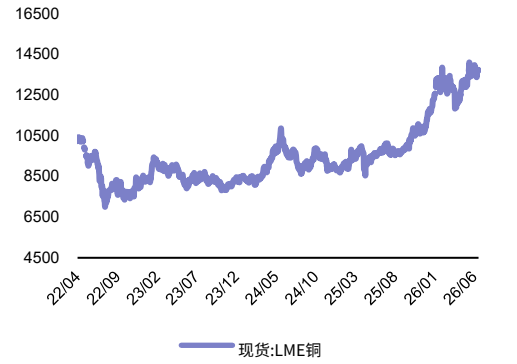
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

成本端方面，年初以来家电核心原材料价格整体上行。根据 Wind，LME 铜、LME 铝、冷轧板卷、原油价格自年初以来分别+9.9%、+14.7%、+0.8%、+30.7%。5 月主要尺寸面板价格（美元/片）较年初有所增长。

汇率方面，年初以来人民币对美元持续升值，出口企业面临汇兑损失压力。根据 Wind，年初以来人民币兑美元升值（2025 年 12 月 31 日 1 美元=6.99 人民币，2026 年 6 月 18 日 1 美元=6.76 人民币）。

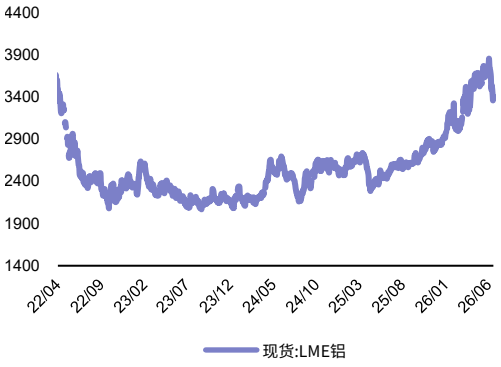
仅供内部参考，请勿外传

图 5：LME 铜价格（美元/吨）年初以来上升 9.9%



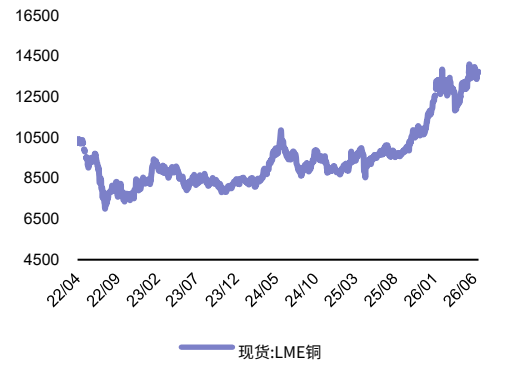
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 6：LME 铝价格（美元/吨）年初以来上升 14.7%



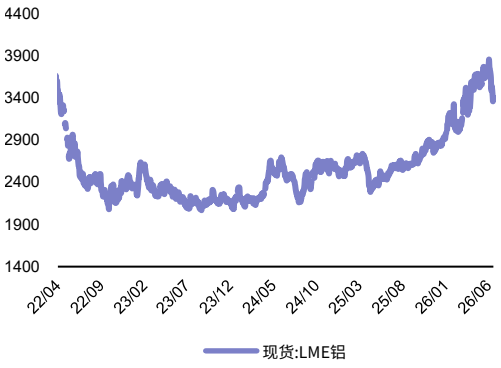
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 7：冷轧板卷价格（人民币元/吨）年初以来上升 0.8%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 8：布伦特原油期货（美元/桶）年初以来上升 30.7%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 9：面板价格：2026 年 5 月，主要尺寸面板价格（美元/片）环比年初有所上涨

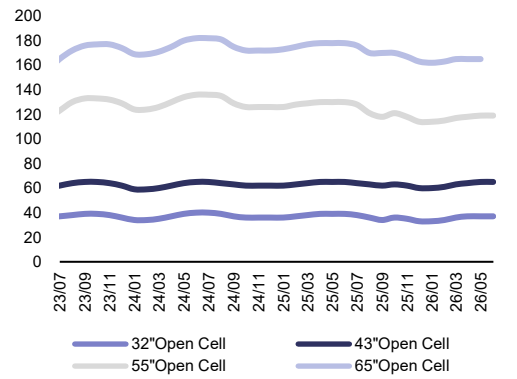
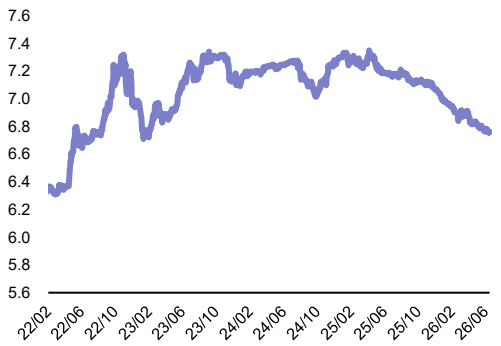


图 10：年初以来人民币兑美元升值（2025 年 12 月 31 日 1 美元=6.99 人民币，2026 年 6 月 18 日 1 美元=6.76 人民币）



仅供内部参考，请勿外传

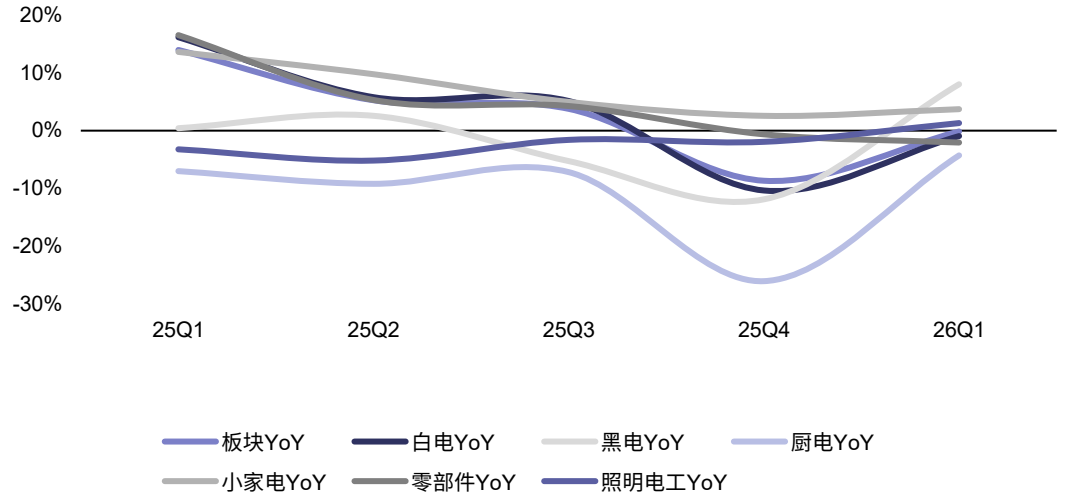
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（三）财务表现回顾：26Q1 收入端与盈利端均承压

收入端同比下滑，分板块来看，白电、黑电、小家电和照明电工收入表现最为稳定。26Q1 板块总营收同比-0.1%，增速环比+8.5pct。其中白电、黑电、厨电、小家电、零部件、照明电工分别同比-0.9%、+8.0%、-4.3%、+3.7%、-2.1%、+1.3%，增速环比分别+9.4%、+19.9%、+21.7%、+1.1%、-1.4%、+3.2%。

图 11：家电行业各板块营业总收入季度 YoY（%）



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

盈利端看，板块净利率整体下滑。毛利率角度看，近几个季度同比有所波动，毛销差口径整体有所提升，主要来自产品优化和对下游提价带来的影响，以及销售费用控制对冲原材料上涨风险。净利率角度看，26Q1 板块净利率同比-0.4pct，其中白电、黑电、厨电、小家电、零部件、照明电工分别同比-0.1pct、-0.7pct、-1.8pct、-2.6pct、-0.5pct、-0.2pct。**归母净利润来看分板块情况，白电、照明电工降幅最小。**26Q1 板块净利润同比-5.4%，其中白电、黑电、厨电、小家电、零部件、照明电工分别同比-2.5%、-7.0%、-27.4%、-30.7%、-9.3%、+0.0%。

表 1：家电板块核心指标分季度情况

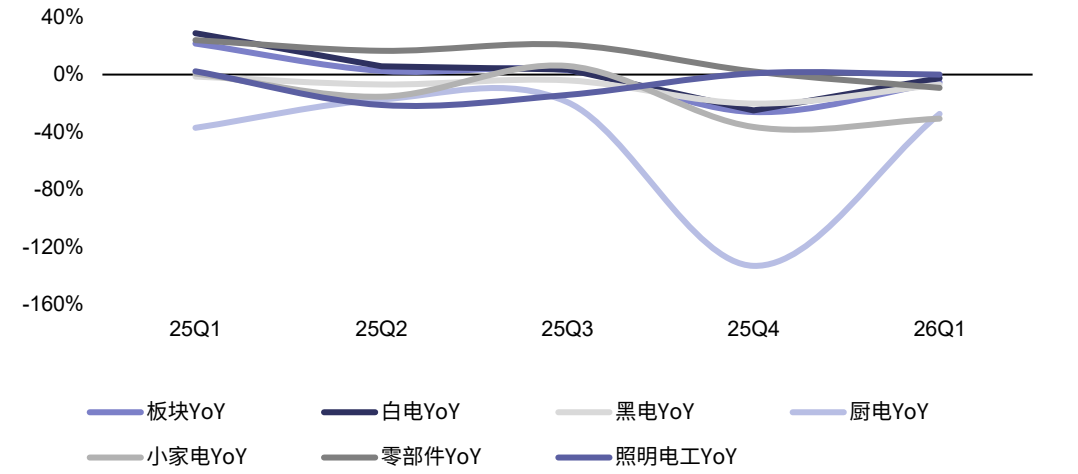
	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
营业收入 YoY	9.1%	13.9%	5.3%	3.8%	-8.7%	-0.1%
归母净利润 YoY	11.9%	21.6%	2.6%	3.0%	-26.1%	-5.4%
毛利率	23.9%	25.0%	26.1%	25.8%	27.4%	25.0%
净利率	8.2%	8.4%	9.4%	8.7%	6.6%	8.0%
销售费用率	6.9%	8.6%	8.9%	8.7%	10.2%	8.2%

仅供内部参考，请勿外传

管理费用率（包含研发费用）	8.5%	7.0%	7.2%	7.5%	8.9%	7.0%
财务费用率	-0.4%	-1.2%	-1.2%	-0.3%	0.3%	0.7%
经营性现金流净额 YoY	-24.7%	93.9%	39.9%	2.3%	-52.1%	-18.2%
（应收账款-预收账款）YoY	13.3%	5.8%	4.2%	4.0%	-10.7%	-3.0%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 12：家电行业各板块归母净利润季度 YoY（%）



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

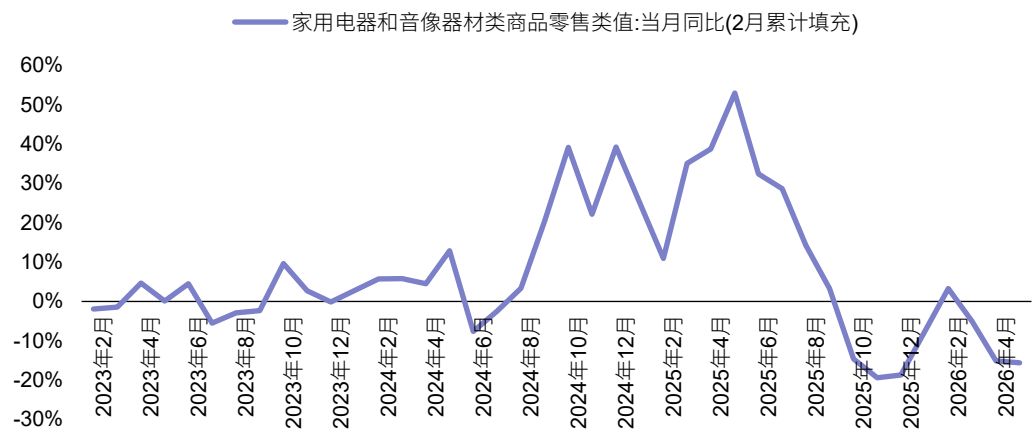
仅供内部参考，请勿外传

二、2026 下半年展望：内销进入国补下半场，外销关注新兴市场动能

（一）需求：预计下半年内销维持弱需求，新兴市场外销或有所恢复

内销：国补进入下半场，国补退坡+高基数下预计需求仍然整体偏弱。2026 年家电国补涵盖品类、折扣力度均较 2025 年收窄。高基数+国补突破背景下，2026 年 1-5 月家电社零同比-6.9%。随着基数最高的 Q2-3 到来，家电社零在 4-5 月已经连续两月出现 15%以上的下滑，进入压力测试期。9 月后基数回落后预计增速会有所改善。

图 13：统计局家电社零单月同比增速（%）



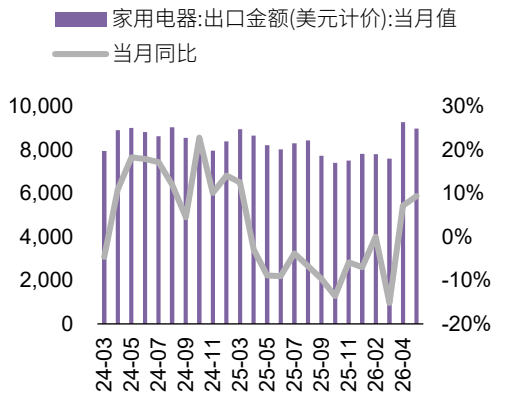
数据来源：iFind、国家统计局、广发证券发展研究中心

外销：市场对关税影响钝化，长期份额提升逻辑不变。根据海关总署数据，2026 年 1-5 月美元/人民币口径中国家电出口金额同比+4.3%/+1.0%。面对中美关税贸易政策不确定的风险，中国企业积极调整产能，截至 2026 年 1-4 月，我国空调/冰箱/洗衣机/彩电对美出口占比已经从 2024 年的 7%、17%、9%、13%调整至 8%、10%、6%、6%，整体呈现下行趋势。随着中国企业持续调整全球化产能布局，市场对关税影响的反应也逐渐钝化。但中国产能对全球其他地区的成本和效率优势依然显著，对成长中的新兴市场的出口仍然能支撑我国家电出口的继续增长。同时，随着中国家电龙头本土化程度的加强，我们继续看好家电龙头在全球的份额提升。

展望 2026 年下半年，我们认为内销总体在国补退坡的背景下维持弱需求，外销增长总体保持稳健增长态势，空调等品类有望受益于厄尔尼诺影响，显现一定弹性。

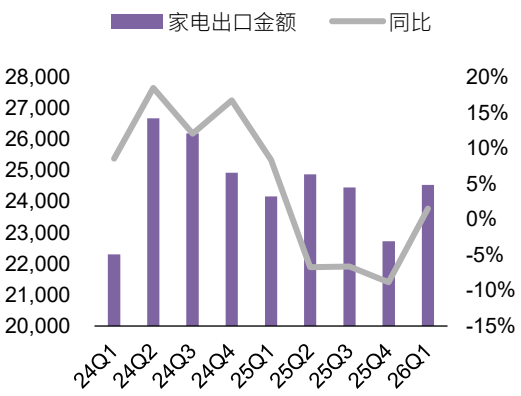
仅供内部参考，请勿外传

图 14：家电出口金额（美元，百万元，左轴）当月同比增速（%，右轴）



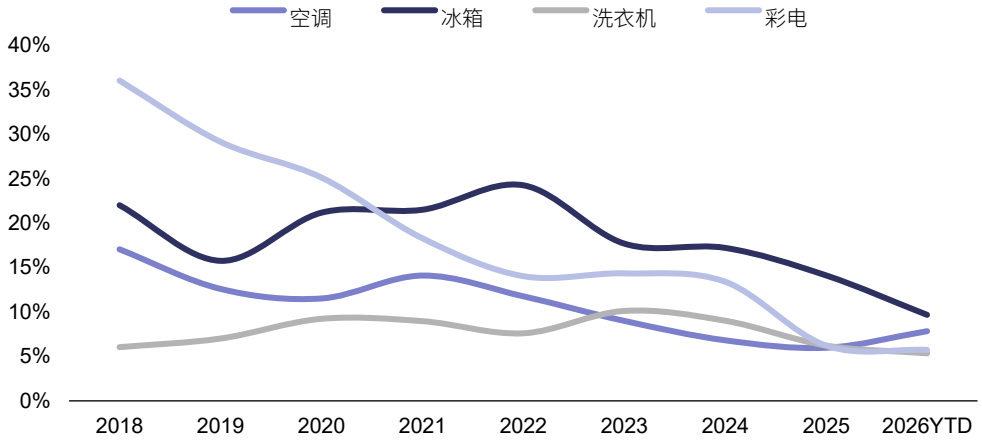
数据来源：海关总署、广发证券发展研究中心

图 15：分季度家电出口金额（美元，百万元）及同比



数据来源：海关总署、广发证券发展研究中心

图 16：空冰洗彩电出口金额中分地区占比

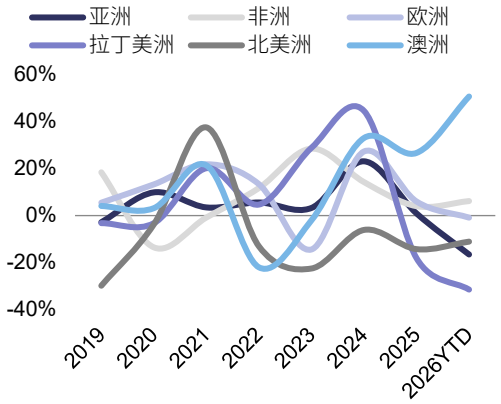


数据来源：海关总署、广发证券发展研究中心

注：26YTD 为 26 年 1-4 月

仅供内部参考，请勿外传

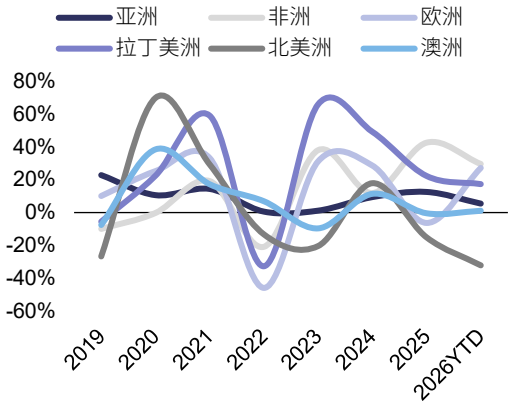
图 17：空调分区域出口同比增速



数据来源：海关总署、广发证券发展研究中心

注：26YTD 为 26 年 1-4 月

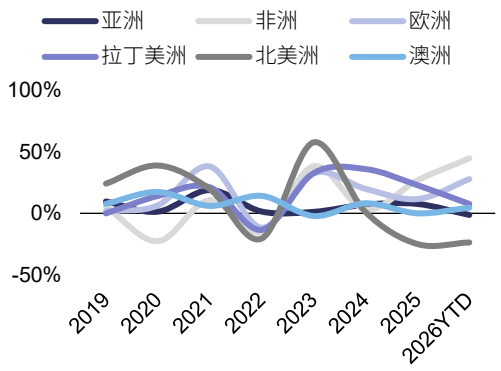
图 18：冰箱分区域出口同比增速



数据来源：海关总署、广发证券发展研究中心

注：26YTD 为 26 年 1-4 月

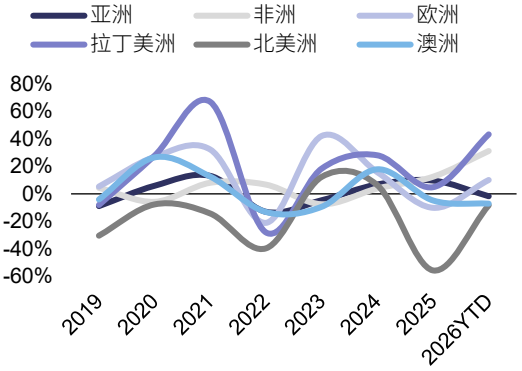
图 19：洗衣机分区域出口同比增速



数据来源：海关总署、广发证券发展研究中心

注：26YTD 为 26 年 1-4 月

图 20：彩电分区域出口同比增速



数据来源：海关总署、广发证券发展研究中心

注：26YTD 为 26 年 1-4 月

（二）盈利：H2 成本压力预计仍然延续，考验企业经营韧性

1．原材料：铜铝仍呈现上涨趋势，塑料价格有望环比回落

正如回顾部分所述，当前铜、铝等原材料仍处于上涨的通道之中，同时考虑到 Q2 塑料价格较 Q1 有大幅上涨，我们认为企业在 Q2 的成本压力将大于 Q1。下半年来看，H2 预计铜铝价格仍然维持高位，随着中东局势缓和，原油供应恢复常态化，预计塑料价格环比回落，逐渐减轻企业经营压力。

2．汇率：近期整体升值，出口型企业需注意汇兑损失影响

近期整体升值，出口型企业需注意汇兑损失影响。自 25 年 8 月起，人民币总体呈现升值趋势，对出口企业形成不利。26Q1 大部分出口型企业均存在一定的汇兑损失，导致财务费用率提升。如果后续人民币升值趋势持续，则可能继续对企业盈利产生不利影响。但企业可以通过价格调整、套保等多种方式平滑或者减轻汇兑损失。

仅供内部参考，请勿外传

三、分板块观点：内销静待拐点，外销弹性可期

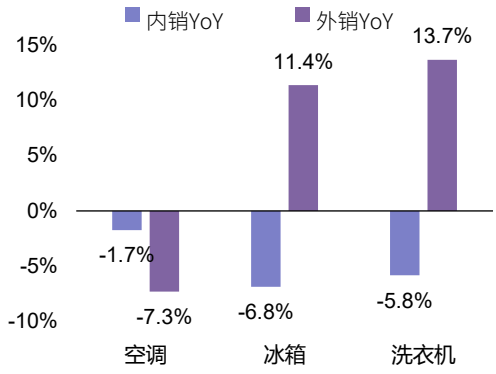
（一）白电：内销弱需求，海外期待厄尔尼诺驱动空调出口弹性

1．内销： 国补退坡背景下整体表现较弱

量：根据产业在线数据，1-4 月空调、冰箱、洗衣机累计内销量分别同比-2%、-7%、-6%。国补退坡影响下内销表现偏弱。

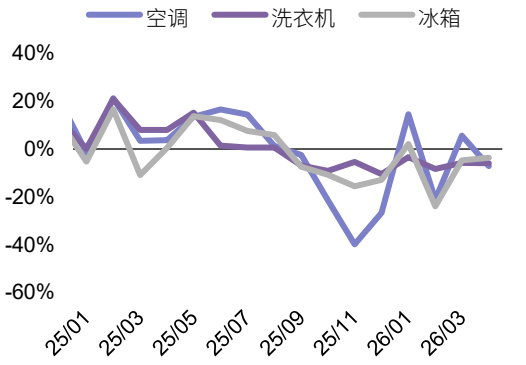
价：根据奥维云网数据，1-4 月空调线上、线下累计均价同比-0.8%、-4.9%；冰箱线上、线下累计均价同比+10.2%、-10.0%；洗衣机线上、线下累计均价同比+10.5%、-8.4%。线下的均价降幅更高于线上，我们认为主要系在国补退坡+消费降级的趋势背景下，以中高价位段为主的线下渠道也需要应对引流机型更多、性价比更高的线上渠道的冲击导致。空调线上均价同比下降，而其他品类同比上涨，我们认为主要系空调出货量增速持续高于零售量增速，渠道一定程度上需要去库导致。

图 21：出货端：1-4 月空冰洗内销外销累计同比增速



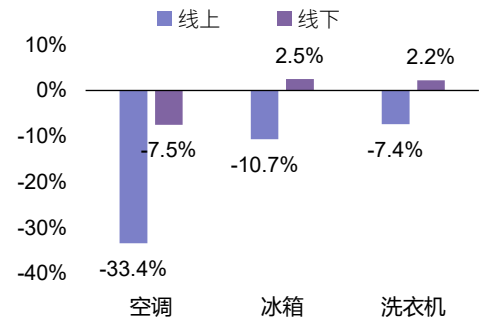
数据来源：产业在线、广发证券发展研究中心

图 22：出货端：空冰洗单月内销量同比增速



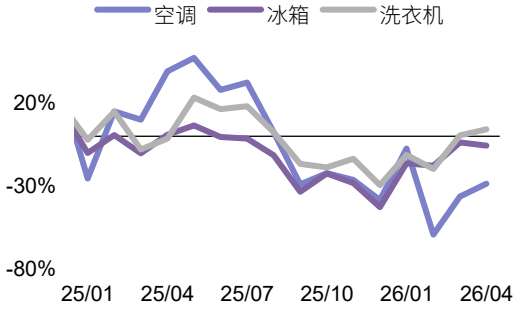
数据来源：产业在线、广发证券发展研究中心

图 23：零售端：1-4 月空冰洗终端零售量累计同比增速



数据来源：奥维云网、广发证券发展研究中心

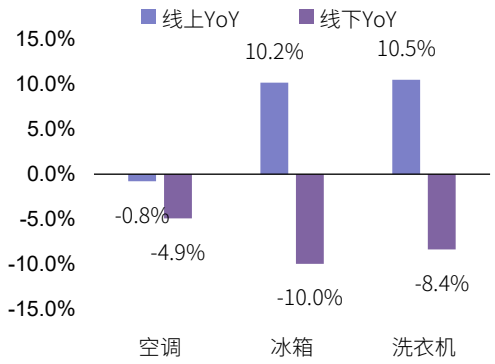
图 24：零售端：空冰洗单月线上零售量同比增速



数据来源：奥维云网、广发证券发展研究中心

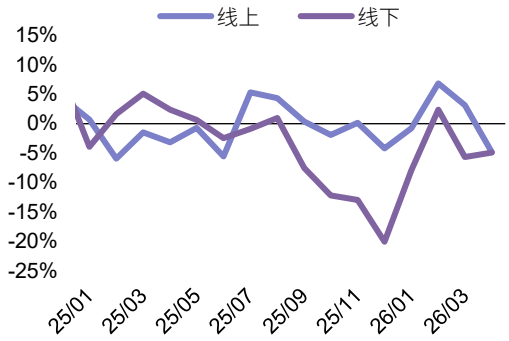
仅供内部参考，请勿外传

图 25：零售端：1-4 月空冰洗累计均价同比增速



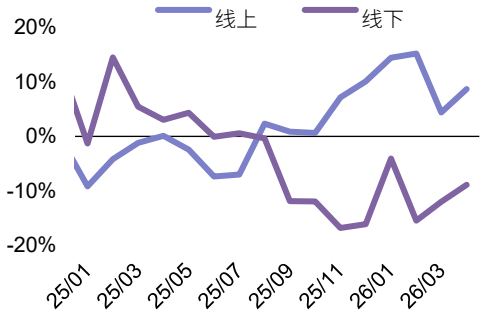
数据来源：奥维云网、广发证券发展研究中心

图 26：零售端：空调均价单月同比增速



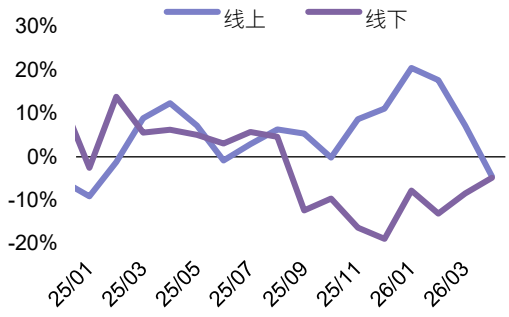
数据来源：奥维云网、广发证券发展研究中心

图 27：零售端：冰箱均价同比增速



数据来源：奥维云网、广发证券发展研究中心

图 28：零售端：洗衣机均价同比增速



数据来源：奥维云网、广发证券发展研究中心

原材料成本上涨压力之下，空调中低端 SKU 普遍提价；小米份额较去年同期明显下降，行业竞争放缓，有助于龙头维持盈利能力稳定。根据我们的价盘监测，618 大促以来主要品牌的中低端 SKU 普遍较去年同期有所提价，随着 618 促销的深入，虽然龙头的低端子品牌（华凌、Leader）等个别 SKU 价格环比下降以应对低端机型中的价格竞争，但美的、格力等主品牌价格总体保持稳定，有利于龙头一定程度上减轻盈利端的负面影响。份额角度看，在龙头的共同挤压之下，小米在线上空调销售份额同比明显下降，行业竞争总体放缓。

仅供内部参考，请勿外传

图 29：家用空调 618 主要中低端 SKU 线上价格监测 （元/台）

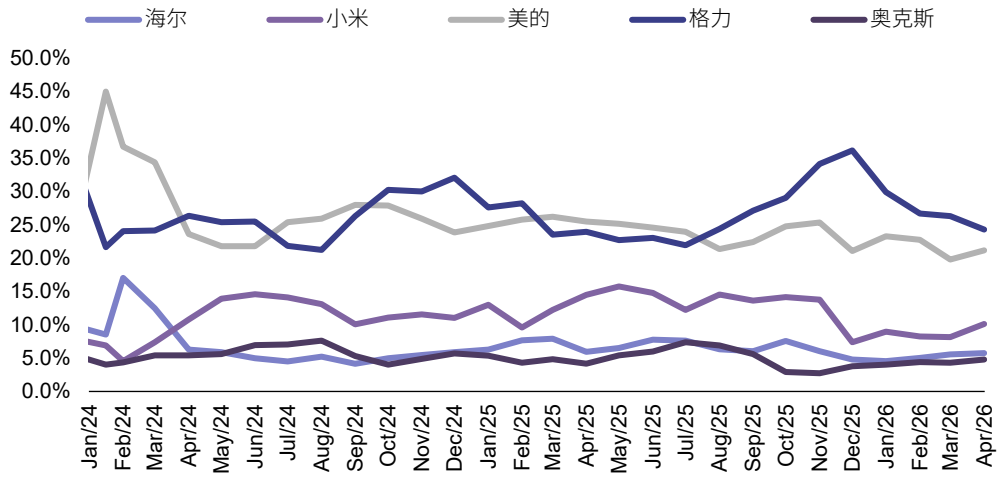
品牌	挂机产品-1.5匹	2026.05.21 零售价	国补后到手价	2026.05.27 零售价	国补后到手价	2026.06.04零售价	国补后到手价	2026.06.10零售价	国补后到手价
格力	晶弘小凉神	2399	2039	2399	2039	2399	2039	2399	2039
格力	云佳pro	2797	2379	2799	2379	2999	2549	2999	2549
格力	天仪pro	2939	2499	2699	2294	2498	2123	2599	2209
格力	云锦三代	3299	2804	3299	2804	3299	2804	3299	2804
格力	节能王子	3499	2974	3499	2974	3499	2974	/	/
格力	云舒氧	3799	3229	3799	3229	3799	3229	3799	3229
格力	节能王子pro	4099	3484	3699	3144	3699	3144	3699	3144
美的	酷省电二代	2099	1784	2099	1784	2099	1784	2099	1784
美的	酷省电二代pro	2399	2039	2399	2039	2399	2039	2399	2039
美的	酷省电Ultra	2399	2039	2665	2039	2399	2039	2399	2039
美的	风尊二代PRO	2899	2464	2899	2464	2899	2464	2899	2464
美的	风尊三代PRO	2899	2464	2899	2464	2999	2549	2999	2549
美的	全面风PRO 风尊	3399	2889	3399	2889	3399	2889	3399	2889
美的	无风感二代	3399	2889	3399	2889	3399	2889	3399	2889
美的	无风感二代pro	3899	3314	3899	3314	3899	3314	3899	3314
华凌	超省电pro	1585	1347	1585	1347	1598	1358	1584	1347
华凌	超省电max	1749	1487	1799	1529	1798	1529	1799	1529
小米	巨省电（经济款）	1943	1486	1749	1487	1799	1529	1799	1444
小米	巨省电（双排铜管款）	2049	1742	2049	1742	1999	1700	1999	1699
小米	新风	2204	1873	2399	2039	2399	2039	2399	2039
小米	健康风pro	/	/	2999	2549	2099	1649	2999	2549
小米	巨省电Pro	2399	2039	2399	2039	2399	2039	2399	1869
小米	上出风Pro	3399	2889	3399	2889	3399	2889	3399	2600
小米	新风Pro	3399	2889	3399	2889	3399	2889	3399	2889
Leader	超省电Se	1705	1398	1705	1398	1705	1350	1705	1350
Leader	超省电	1744	1482	1798	1443	1799	1529	1798	1528
Leader	超省电Max+	2199	1742	2199	1742	2199	1742	2199	1699
Leader	超省电pro	2499	1997	2499	1997	2499	1827	2499	1827
海尔	净省电	2149	1699	2049	1742	2049	1742	1999	1674
海尔	净省电二代pro	2285	1954	2298	1954	2298	1954	2298	1954
海尔	净省电plus	2499	2099	2469	2099	2469	2099	2469	1999
海尔	净省电pro	2549	2167	2999	2549	2999	2549	2999	2549
海信	易省电	1999	1499	2000	1499	1799	1499	1704	1448
海信	易省电pro	2099	1699	/	/	1913	1499	/	/
海信	易省电ultra	2299	1954	/	/	/	/	/	/
海信	智省电	/	/	1989	1691	1999	1699	1999	1699
海信	智省电ultra	/	/	2299	1895	2299	1784	2299	1784
奥克斯	京灿	1599	1359	1599	1359	1599	1359	1599	1359
奥克斯	省电侠	1749	1487	1749	1487	1749	1487	1749	1487
奥克斯	省电侠pro	1899	1614	1899	1614	1899	1614	1899	1614

挂机产品-1.5匹	2025.06.13 零售价	国补后到手价	升级款/同型号较去年同期国补后价格变化
天仪	2,388	1,919	/
云佳pro	2,988	2,399	6%
云佳	2,509	2,015	10%
云锦三代	2,959	2,375	18%
节能王子	3,488	2,799	
云舒氧	3,679	2,951	9%
节能王子pro	3,589	2,879	9%
酷省电	1,944	1,559	14%
酷省电pro	2,149	1,719	19%
酷省电Ultra	2,649	2,119	-4%
风尊二代pro	2,844	2,279	12%
风尊旗舰版	3,299	2,639	9%
无风感	3,249	2,599	11%
无风感pro	3,449	2,759	20%
超省电pro	2,099	1,583	-15%
超省电max	2,069	1,655	-8%
巨省电	1,799	1,359	6%
新风	2,699	2,159	-6%
健康风pro	2,999	2,399	6%
巨省电Pro	2,299	1,679	11%
上出风口Pro	3,199	2,559	2%
新风Pro	3,199	2,559	13%
超省电	1,499	1,199	27%
超省电max	2,069	1,655	3%
超省电pro	2,099	1,583	15%
净省电	1,849	1,479	13%
净省电plus	2,349	1,879	6%
净省电pro	2,949	2,359	8%
易省电SE	1,599	1,279	13%
易省电pro	2,049	1,639	
易省电ultra	2,449	2,079	
省电侠	1,619	1,295	15%
省电侠pro	1,709	1,367	18%

数据来源：各品牌京东自营旗舰店，广发证券发展研究中心

仅供内部参考，请勿外传

图 30：2024-2026 年空调行业线上销额市占率（%）

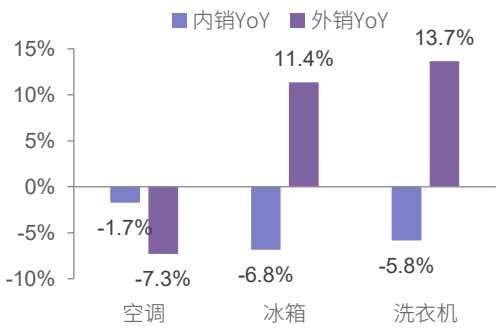


数据来源：奥维云网、广发证券发展研究中心

2．外销：冰洗出口韧性显著，期待空调下半年出口弹性

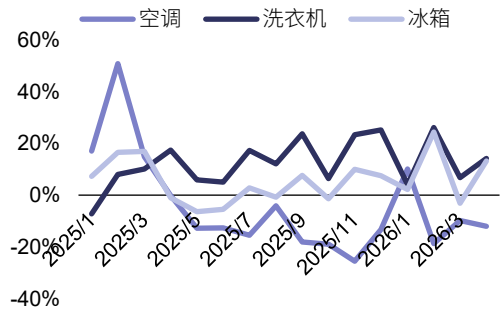
短期来看，冰箱洗衣机保持较强景气度，空调表现偏弱。产业在线数据显示，26 年 1-4 月空调、冰箱、洗衣机外销量分别同比-7%、+11%、+14%，我们认为冰洗的走强来自于新兴市场持续成长的需求，以及欧洲高通胀背景下，中国产能对欧洲产能的持续替代。空调则受到去年同期抢出口形成的高基数和目前终端仍处于去库阶段、需求较弱的影响。

图 31：1-4 月空冰洗外销累计同比增速



数据来源：产业在线、广发证券发展研究中心

图 32：空冰洗外销单月同比增速



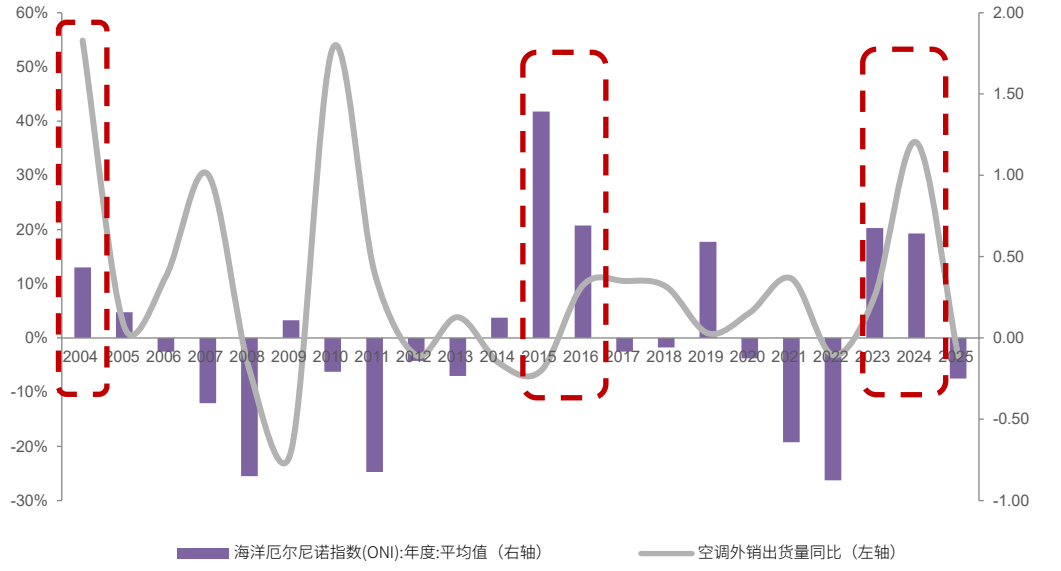
数据来源：产业在线、广发证券发展研究中心

厄尔尼诺现象有望催化下半年空调出口弹性。2026 年下半年，有较大概率发生中等以上级别的厄尔尼诺现象。根据 NOAA 的 4 月预判，5-7 月发生厄尔尼诺现象的概率在 61%以上，此次厄尔尼诺事件至少持续至今年年底，并有 25%概率发生到超强水平；中国国家气象中心与世界主要气象机构预测在 5 月份开始将发生一次中等水平以上的厄尔尼诺现象。全球来看，在厄尔尼诺现象出现时，太平洋中东部降水容易偏多，太平洋西部降水往往较少。南美洲西部及北美南部常出现异常强降雨，易引发洪涝灾害；澳大利亚及东南亚地区容易面临干旱和高温，森林火灾风险加剧，中国南旱北涝，容易出现暖冬。

仅供内部参考，请勿外传

厄尔尼诺现象对空调外销有较强的拉动作用，是释放空调外销弹性释放的充分但不必要条件。（1）通过拟合厄尔尼诺指数和空调出口量同比数据，可以看出，当厄尔尼诺指数较高的时间段（2004 年、2015-2016 年、2023-2024 年），空调外销出货同比均有 10%以上增长。（2）但同时，在部分厄尔尼诺现象不显著的时间段，空调出口同比也可以保持快速增长。空调出口也会受到海外国家经济周期、零售商库存、贸易政策、海运费等因素影响，因此厄尔尼诺现象是空调出口同比高增的充分但不必要条件。

图 33：在厄尔尼诺指数较高的年份，空调外销出口表现强劲



数据来源：产业在线、Wind、广发证券发展研究中心

长期来看，持续看好白电龙头海外市场份额持续提升。我国白电领域抓住全球产业转移的历史机遇，承接了世界家电制造业转移的接力棒，目前产业优势突出，已成为世界工厂，中国白电龙头企业不断加大技术投入，在产品力、渠道力、品牌力方面持续发力，凭借在高端化、数字化、套系化上的深耕，看好白电经营韧性，龙头海外市场份额有望持续提升。

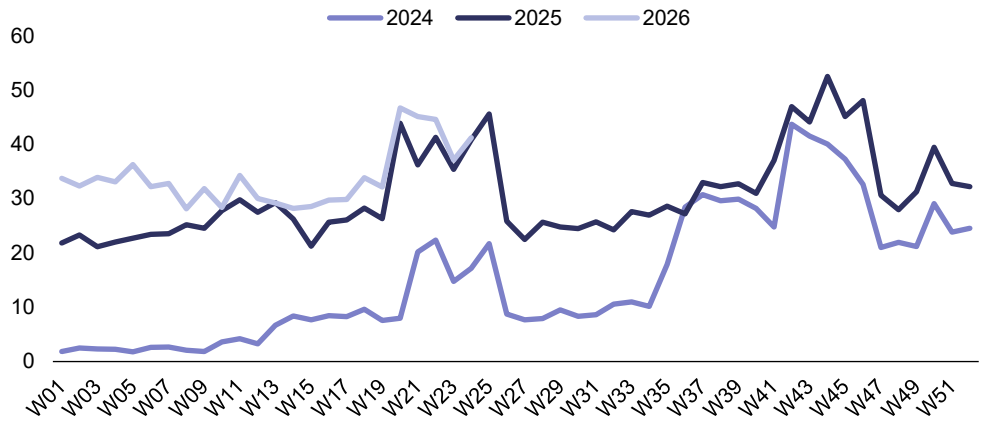
（二）黑电：继续看好黑电龙头全球突破，竞争放缓背景下，黑电龙头有能力克服成本压力

1．内销：行业需求承压但竞争格局放缓、Mini LED 渗透率提升，龙头预计盈利能力稳定

国补退坡影响下，行业需求承压，但均价提升明显。根据奥维云网数据，26M1-4 彩电线上零售额同比-15.3%，但均价同比+17%。Mini LED 线上零售量占比 31.9%，同比+7.5%，Mini LED 均价同比+12.7%。竞争格局放缓+Mini LED 占比继续提升使得企业能顺利将原材料成本压力传导至终端，预计内销盈利能力将保持稳定。

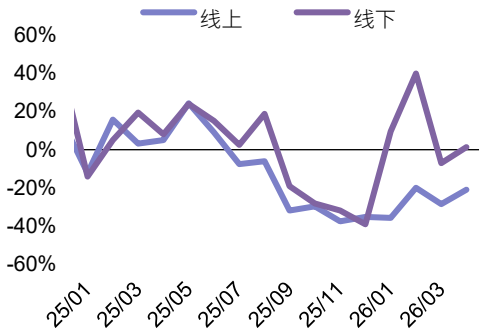
仅供内部参考，请勿外传

图 34：Mini LED 线上零售量占比变化（%）



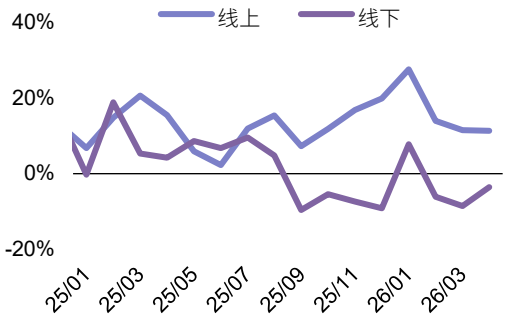
数据来源：奥维云网、广发证券发展研究中心

图 35：彩电分渠道零售量同比增速



数据来源：奥维云网、广发证券发展研究中心

图 36：彩电分渠道均价同比增速



数据来源：奥维云网、广发证券发展研究中心

2. 外销：预计今年海外竞争放缓，看好我国龙头继续全球突破

原材料成本压力之下，今年海外竞争预计放缓。25Q2 开始全球黑电龙头进行激烈价格竞争，价格竞争虽然导致海信视像利润率环比下滑，但对三星、LG 等老牌龙头而言受创更为明显。26Q1 来看，主要黑电龙头利润率均环比有明显改善，说明终端价格竞争放缓。在今年存储价格迅速上涨的背景下，预计海外价格竞争放缓的趋势会持续。今年亦是世界杯大年，有望对电视销售形成催化。继续看好中国黑电品牌凭借 Mini LED 产品创新、强大体育营销和持续的渠道开拓抢占海外市场份额。

表 2：全球黑电龙头电视相关业务经营利润率

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
三星	3.9%	3.4%	3.7%	1.1%	2.3%	1.4%	-0.8%	-4.2%	1.1%
LG	3.6%	2.5%	0.2%	-0.9%	0.1%	-4.4%	-6.5%	-4.8%	7.2%
海信视像	5.1%	4.1%	3.8%	6.2%	5.5%	4.7%	4.9%	7.0%	6.1%

数据来源：三星电子、LG 公司季度公告、海信视像季报、iFind、广发证券发展研究中心

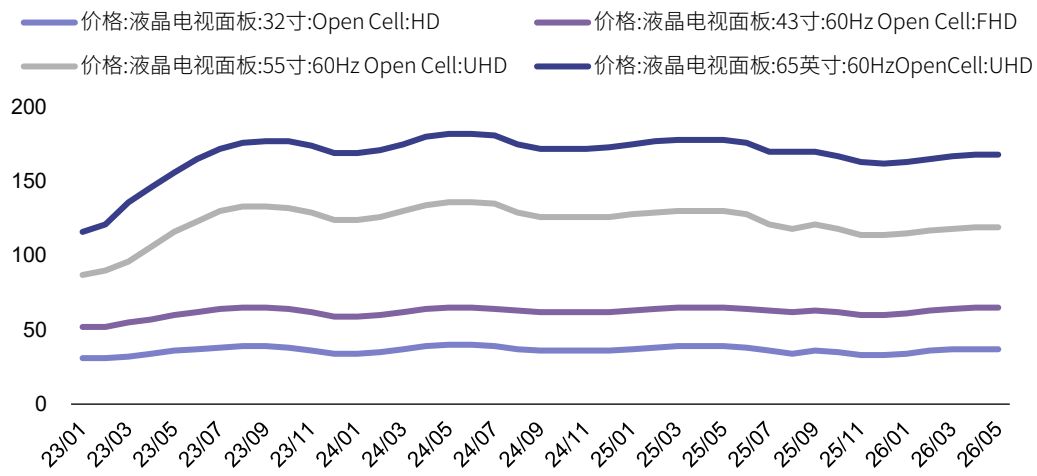
仅供内部参考，请勿外传

3. 原材料：面板的价格趋于稳定，存储仍处于上升通道

面板价格趋于稳定。截至 2026 年 5 月，32 寸/43 寸/55 寸面板价格同比分别-5%/持平/-8%。面板价格总体呈向下趋势，对于黑电企业而言盈利压力不大。

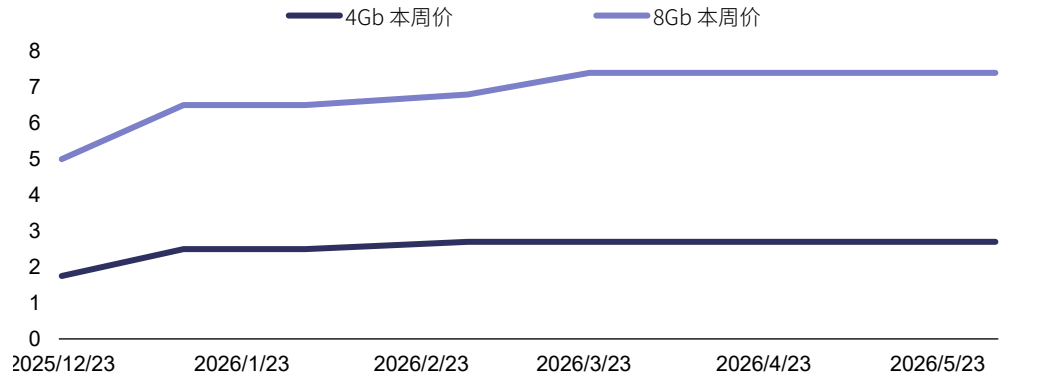
存储当前仍处于上升通道。根据 CFM 存储网数据，截至 2026 年 6 月 16 日，DDR4 8Gb eTT 的价格为 7.40 美元/片，较 2025 年 12 月 23 日上升 48%；DDR4 4Gb eTT 价格为 2.70 美元/片，较 2025 年 12 月 23 日上升 54%。

图 37：截至 2026 年 5 月，主要尺寸面板价格（美元/片）略有上涨



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 38：DDR4 4Gb/8Gb eTT 近半年本周价格（美元）



数据来源：CFM、广发证券发展研究中心

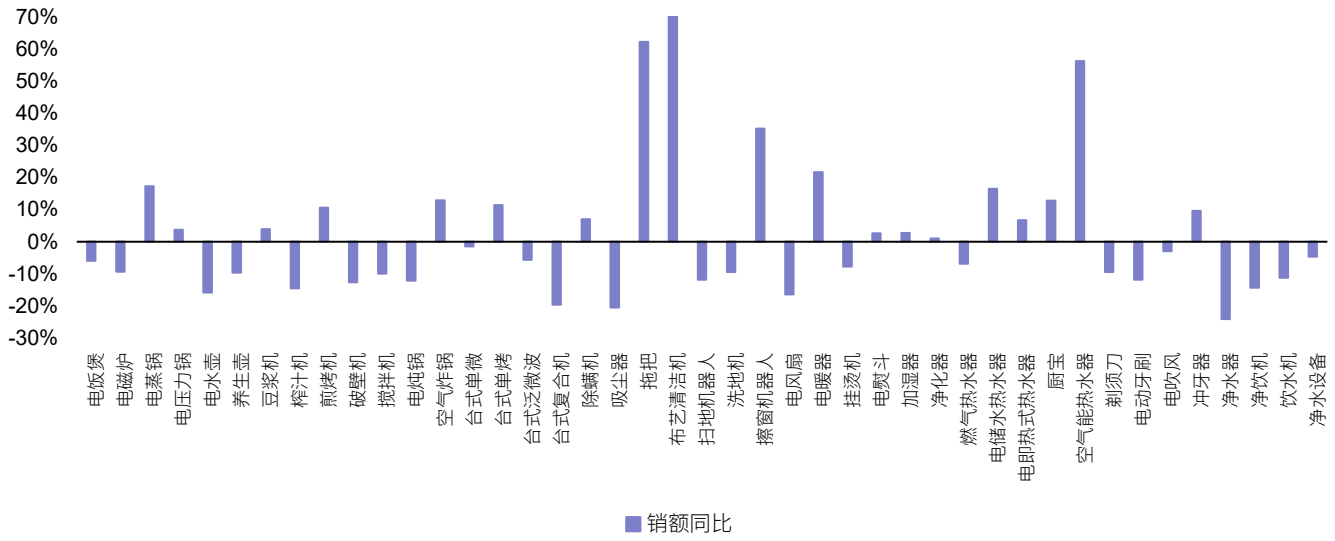
小尺寸电视对原材料成本压力更为敏感，企业大屏化、高端化、持续顺价有能力抵御原材料价格压力。根据 Trendforce，以 32 英寸电视为例，第一季存储器占整机生产成本比重已由 6%-7%提升至 15%，而 Q1 65 英寸电视的存储器成本占比仅由 2%-3%提升至 10%。大屏电视受原材料成本压力影响更低，随着全球竞争放缓，企业持续向终端顺价+Mini LED 全球渗透率提升，我们认为中国黑电企业有能力抵御存储涨价对盈利的扰动。

仅供内部参考，请勿外传

（三）小家电：内销短期承压，关注扫地机企业新品类放量、格局改善及小家电出口代工链拐点

年初至今（奥维周度数据 2025.12.29-2026.06.14）小家电内销整体偏弱，主要受消费需求不振及国补高基数影响。据奥维云网数据，扫地机、洗地机同期分别同比-12%、-9%，厨房小家电中大品类电饭煲、电压力锅、电水壶、破壁机分别同比-6%、+4%、-16%、-13%。

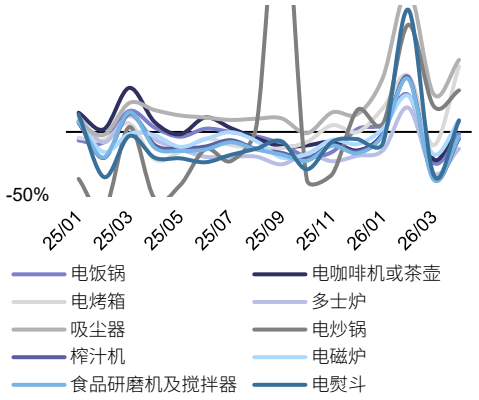
图 39：小家电细分品类线上销额同比（2025.12.29-2026.06.14）



数据来源：奥维云网，广发证券发展研究中心

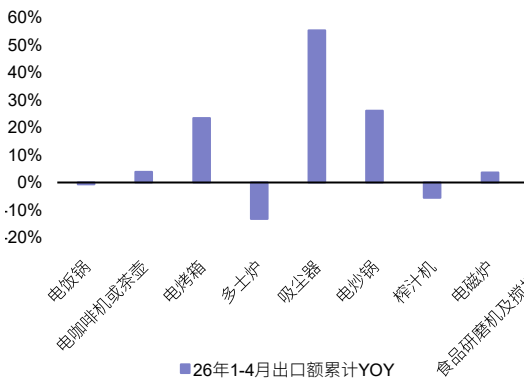
小家电外销呈现修复态势。受春节错期影响，2 月各品类出口同比普遍冲高，3 月走势出现分化，吸尘器、电炒锅依旧保持增长，电饭锅、多士炉等厨房小家电出口有所走弱，4 月外销回暖趋势清晰，电烤箱、吸尘器单月出口同比分别+52.06%、+57.20%，前期表现偏弱的品类降幅也同步收窄。1-4 月累计来看，吸尘器、电烤箱、电炒锅表现亮眼。

图 40：小家电分品类出口额分月度 YOY



数据来源：海关总署，广发证券发展研究中心

图 41：26 年 1-4 月小家电分品类出口额累计 YOY

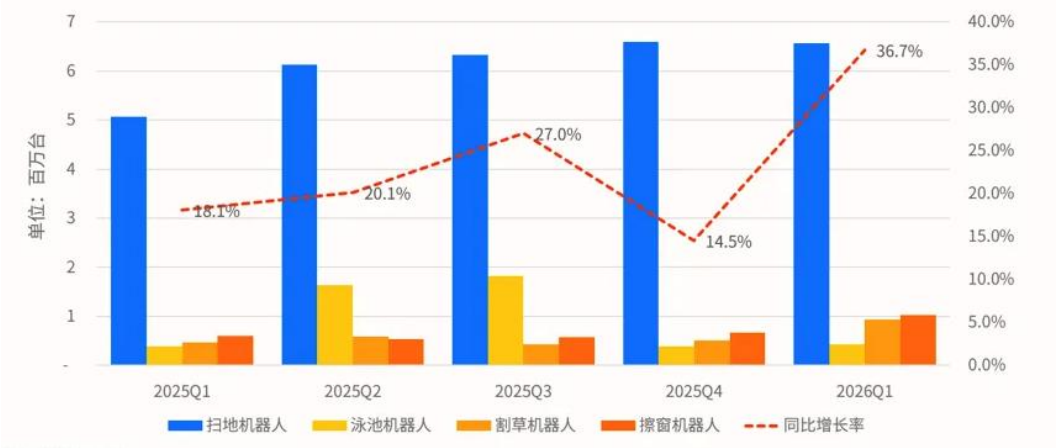


数据来源：海关总署，广发证券发展研究中心

仅供内部参考，请勿外传

预计 2026Q4 扫地机行业内销表观数据迎来改善，同时外销受益新品类放量有望维持快速增长。26Q4 开始扫地机行业内销进入低基数阶段，预计表观数据有望改善。IDC2026Q1 监测数据显示，全球家用清洁机器人出货 893.6 万台，同比+36.7%，其中：扫地机同比+29.4%，擦窗机器人+68.9%，割草机器人同比大涨 97%。

图 42：IDC 数据显示家庭服务机器人全球出货量 26Q1 同比+36.7%



数据来源：IDC、广发证券发展研究中心

同时我们建议积极关注扫地机行业竞争格局改善带来的投资机会。2026 年 618 期间科沃斯、石头科技份额同比显著提升，扫地机行业 CR2 已达到 70%。

仅供内部参考，请勿外传

表 3：扫地机分品牌销售额及市占率

扫地机（2026.05.11-2026.06.14）					
品牌	销售额（亿元）	销售额同比	销额市占率	市占率同比(pct)	均价同比
行业	26.0	-2.3%	-	-	-4.5%
科沃斯	8.6	26.3%	33%	7.4	-11.1%
石头	9.7	7.6%	37%	3.4	-2.8%
追觅	3.3	-12.0%	13%	-1.4	-16.2%
云鲸	1.7	-59.3%	7%	-9.2	-3.2%
大疆	0.7	-	3%	2.6	-
洗地机（2026.05.11-2026.06.14）					
品牌	销售额（亿元）	销售额同比	销额市占率	市占率同比(pct)	均价同比
行业	13.0	-10.8%	-	-	-13.2%
添可	3.9	-14.7%	30%	-1.4	-14.8%
石头	4.0	-0.9%	31%	3.1	-3.6%
追觅	2.0	-17.2%	15%	-1.2	-16.8%
云鲸	0.2	-68.3%	1%	-2.7	-8.9%

数据来源：奥维云网，广发证券发展研究中心

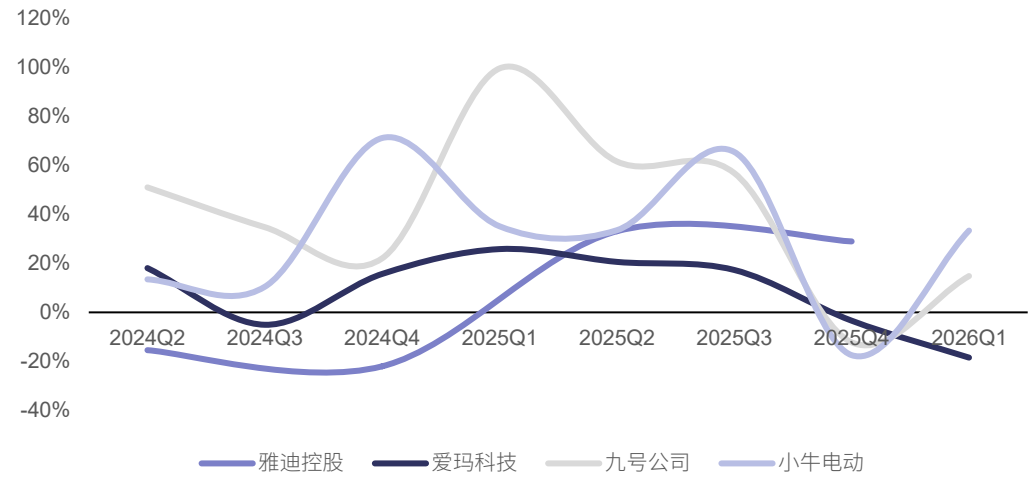
小家电出口代工链 26Q2 有望迎来订单改善，复苏力度有待验证，同时产能转移对小家电企业业绩的压制逐渐缓解有望带来利润端改善。（1）2026Q2 出口代工链迎来低基数窗口，去年同期关税扰动导致基数偏低，如上文所述，2026 年 4 月小家电各品类出口额同比增速已有修复。（2）为应对关税压力，企业 2025 年加速向东南亚转移产能，初期因产能爬坡慢、效率偏低、投产费用高等因素影响，短期拖累收入与盈利，随产能逐渐爬坡，今年来看各公司海外工厂盈利能力及接单情况或明显改善。

（四）两轮车：国内受新国标切换及以旧换新高基数影响，东南亚市场有望快速放量

新旧国标切换叠加前期以旧换新补贴透支需求，行业收入端承压，智能化代表性企业九号、小牛跑赢行业。2025Q4-2026Q1，头部企业业绩同步承压：雅迪控股 2025 下半年营收增速弱于上半年；爱玛科技 2025Q4 营收同比-3%、2026Q1 同比-18%，连续两个季度下滑；九号公司 2025Q4 营收同比-12%，2026Q1 回暖至+15%（其中电动两轮车业务业务销售额 25Q4、26Q1 分别同比-53%、+17%）；小牛电动 2025Q4 营收同比-17%，2026Q1 回升至+34%。

仅供内部参考，请勿外传

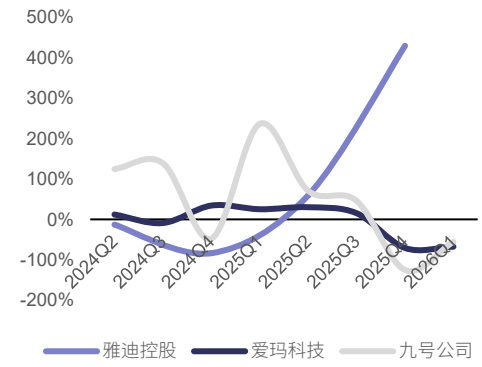
图 43：核心两轮车企业营业总收入 YOY



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

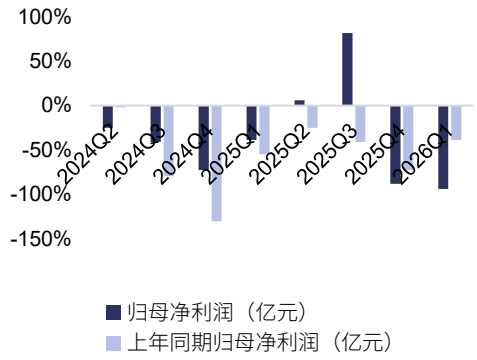
新规倒逼原材料与硬件升级，行业利润端承压。新国标要求塑料件总质量≤整车 5.5%，企业批量改用镁铝合金等材料，单车原材料成本上行；同时车型强制标配北斗定位模块，叠加 CCC 认证、模具改版等一次性投入，单车合规成本再增。短期内成本压力难以完全向终端传导，行业毛利率及净利率面临一定压力。爱玛科技 2025Q4、2026Q1 归母净利润同比分别-70.7%、-67.6%；小牛电动 2026Q1 亏损幅度环比加深。

图 44：核心两轮车企业归母净利润 YOY



数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

图 45：小牛电动归母净利润变化



数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

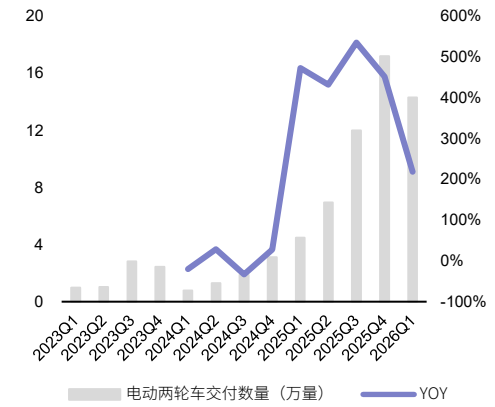
预计电动两轮车国内市场 Q2 起出货有望同比降幅持续收窄。目前新国标电自车型完成优化升级，产品体验更贴合消费者出行需求，叠加行业传统旺季到来，行业景气度有望逐步回升。

电动两轮车东南亚出口受益油价高位+政策落地有望迎来明确拐点。受国际油价高位、海外电摩补贴及部分区域禁摩推进影响，东南亚油改电有望快速推进。以越南本土龙头 VinFast 为例，其电动两轮车交付量 2025 年

仅供内部参考，请勿外传

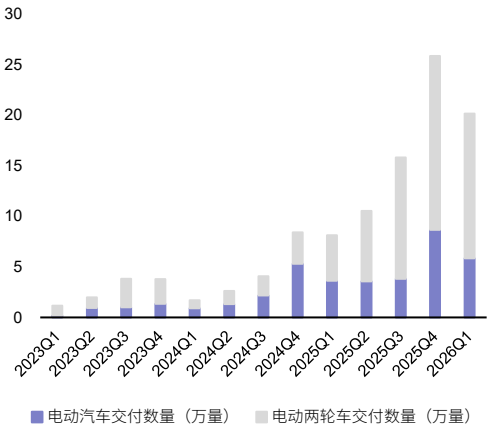
以来翻倍式增长，电摩业务已成为核心增长引擎。

图 46：VinFast 电动两轮车交付量与同比增速走势



数据来源：VinFast 财报，广发证券发展研究中心

图 47：VinFast 双业务线交付结构变化：电摩成为核心增长引擎



数据来源：VinFast 财报，广发证券发展研究中心

仅供内部参考，请勿外传

四、投资建议

关于 2026 年下半年的投资策略，我们建议寻找股价和估值低位的边际改善：

（1） 白电内销弱需求，海外期待厄尔尼诺驱动空调出口弹性。

（2） 继续看好黑电龙头全球突破，竞争放缓背景下，黑电龙头有能力克服成本压力。

（3） 小家电：内销短期承压，关注扫地机企业新品类放量、格局改善及小家电出口代工链拐点。

（4） 两轮车：国内受新国标切换及以旧换新高基数影响，东南亚市场有望快速放量。

投资建议：白电业绩稳健增长，具备稳定 ROE 及高分红优势，有望受益以旧换新政策拉动，推荐美的集团、海尔智家（A/H）、格力电器、海信家电（A/H）。黑电龙头享受产品迭代红利、国内竞争格局改善、海外份额扩张的三重共振，推荐 TCL 电子、海信视像。清洁电器竞争格局改善逻辑持续，看好 2026 年利润率修复的弹性，推荐石头科技、科沃斯。推荐两轮车龙头爱玛科技、九号公司、雅迪控股。

五、风险提示

（1）原材料价格上涨：原材料价格上涨将提升制造成本，公司盈利能力会下降，从而影响公司业绩。

（2）汇率大幅波动：汇率的大幅波动会导致公司产生汇兑亏损，影响公司利润。

（3）行业需求趋弱：家电行业整体需求趋弱将影响上市公司收入和利润的增长。

（4）行业竞争加剧：若行业竞争加剧，公司份额波动及价格策略调整均将影响上市公司收入及利润。

仅供内部参考，请勿外传

广发家电行业研究小组

曾　婵 ：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。

张云添 ：联席首席分析师，帝国理工学院硕士，2026 年进入广发证券发展研究中心。

文　煊 ：资深分析师，南洋理工大学金融硕士，2026 年进入广发证券发展研究中心。

芦家宁 ：资深分析师，香港中文大学（深圳）硕士，2026 年进入广发证券发展研究中心。

分析师及联系人



曾婵

SAC 执证号：S0260517050002
SFC CE No. BNV293
zengchan@gf.com.cn



张云添

SAC 执证号：S0260526010004
zhangyuntian@gf.com.cn



文煊

SAC 执证号：S0260526030001
wenxuan@gf.com.cn



芦家宁

SAC 执证号：S0260526020004
lujianing@gf.com.cn

请注意，张云添,文煊,芦家宁并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

仅供内部参考，请勿外传

广发证券
行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券
公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

地址	邮政编码	客服邮箱
广州市： 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	510627	gfzqyf@gf.com.cn
深圳市： 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	518026	
北京市： 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	100045	
上海市： 上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	200120	
香港： 香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼	-	

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

仅供内部参考，请勿外传

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。