仅供内部参考，请勿外传！

申万宏源研究 SWS RESEARCH

2026 年 06 月 30 日

存量换新当道，企业出海加速

——房地产链白皮书：家电篇

看好

相关研究

-

证券分析师
刘正 A0230518100001
liuzheng@swsresearch.com
刘嘉玲 A0230522120003
liujl@swsresearch.com
联系人
刘嘉玲 A0230522120003
liujl@swsresearch.com

本期投资提示：

- **白电与大厨电是和地产相关性最大的家电子板块。**白电与大厨电作为装修中的刚需品类，其需求与地产具有强相关性，相较于地产销售、竣工均存在一定滞后性。**白电方面：1）空调：**通过复盘内销出货及地产数据相关性，我们发现早期空调内销出货与地产销售数据相关性高，而随着保有量提高，单纯的新房需求对于空调内销出货的影响程度逐渐削弱，换新需求持续提升，其重要性不容忽视；此外，渠道库存水平的高低也会对于内销出货节奏带来一定影响。**2）冰洗：**品类渗透早于空调，保有量基本达到饱和状态。近年来冰洗的内销量基本稳定在 4000-5000 万台。根据国家统计局数据，2020 年我国家庭户数为 4.94 亿户，对应冰洗大家电使用年限通常为 8-10 年，我们认为当前冰洗内销量基本对应合理的存量换新水平，与因新房带来的新增需求相关性较弱。**厨电方面，目前传统厨电与地产新增需求相关高，但未来整体有望呈现逐渐走弱势头，主要原因系：1）厨电整体精装配置比例高**，极高的配置比决定了厨电与地产新增需求的高相关性；**2）传统厨电保有量尚未饱和，但在持续提升**，根据国家统计局数据，2023 年我国农村家庭每百户油烟机保有量为 44.3 台，2024 年城镇家庭保有量水平为 85.5 台，随着城镇家庭保有量逐步接近饱和，农村家庭保有量不断提高，换新需求占比有望进一步提升。
- **股价复盘。我们通过复盘股价，发现：1）白电板块**，空调行业的景气度为催化股价上涨的重要因素，多轮受益于政策、地产、天气等因素下的内销高增都会带来白电重点企业股价上涨；**2）厨电板块：**厨电与地产相关性较高，地产行业数据、政策以及下游房企的经营状况都会带来厨电重点股价的波动。
- **需求拆分。**我们对冰箱、洗衣机、空调、彩电及油烟机进行地产需求拆分与相关性分析，将地产影响分拆为新房拉动和二手房拉动，依照空调、冰箱、洗衣机及彩电需求滞后竣工及现房销售 6 个月，厨电滞后 3 个月进行推算，**发现：1）分品类看：冰洗**近年来地产拉动比例基本稳定在 20%左右，主要系两者均为户均基本会配置 1 台的品类，同时保有量水平接近且基本达到饱和水平；空调地产拉动比例近 10 年来显著下滑，作为白电中尚未达到饱和的品类，保有量仍有提升空间；彩电受保有量回落、传统装修风格配置等因素影响，地产拉动比例也有小幅提升；油烟机品类精装修配置比例高，且在自主进行装修时基本都会安装，故地产拉动比例相较于其他大家电更为显著。**2）分结构看：**新房拉动影响削弱，二手房拉动比例显著提升。冰箱/洗衣机/空调/油烟机 2014 年新房拉动占比分别为 15%/21%/25%/38%，2026 年预计将分别下滑至 10%/10%/10%/24%，核心大家电品类与新房拉动比例逐步下降。
- **投资分析意见：维持“看好”评级。**随着各大城市“限购、限贷、限售”政策持续松绑，白电和大厨电板块具有较强的后地产属性，有望受益于地产政策催化带来估值修复，而白电板块兼具“低估值、高分红”属性，股价安全边际高和弹性大兼顾。**白电板块持续推荐美的集团、海尔智家、格力电器、海信家电，大厨电推荐老板电器、华帝股份。**
- **风险提示：**地产数据低迷风险；原材料价格波动风险；汇率波动风险

申万宏源研究微信服务号

仅供内部参考，请勿外传！

投资案件

结论和投资分析意见

白电、大厨电等作为消费者装修时的刚需品类，是家电行业中与地产相关性较高的两大子板块。我们通过对空调、冰箱、洗衣机、彩电及油烟机等品类的保有量复盘及需求拆分发现，随着我国城镇及农村家庭以上刚需品类保有量水平的不断提升，冰洗品类基本处于饱和，空调及油烟机保有量仍有提升空间，而彩电受居民娱乐方式改变及可替代产品的普及等多因素影响，保有量略有滑落，**未来存量换新贡献比例有望逐步提升**；同时以上品类在地产拉动的销售中，**二手房的贡献近年来也在持续提升。**

随着各大城市“限购、限贷、限售”政策持续松绑，**白电和大厨电板块**具有较强的后地产属性，有望受益于地产政策催化带来估值修复，而白电板块兼具“低估值、高分红”属性，股价安全边际高和弹性大兼顾。**白电板块**持续推荐**美的集团、海尔智家、格力电器、海信家电**，**大厨电**推荐**老板电器、华帝股份**

原因与逻辑

我们对主要的刚需大家电：冰箱、洗衣机、空调、彩电及油烟机进行地产需求拆分与相关性分析，将地产对于刚需大家电的影响分拆为新房拉动和二手房拉动，我们依照空调、冰箱、洗衣机及彩电需求滞后竣工及现房销售 6 个月，厨电滞后 3 个月进行推算，发现：

1）分品类看：冰洗近年来地产拉动比例基本稳定在 20%左右，主要系两者均为户均基本会配置 1 台的品类，同时保有量水平接近且基本达到饱和水平；空调地产拉动比例近 10 年来显著下滑，作为白电中尚未达到饱和的品类，保有量仍有提升空间，相较于饱和品类，保有量提升拉动空调比例稳步提升；彩电受保有量回落、传统装修风格配置等因素影响，地产拉动比例也有小幅提升；油烟机品类精装修配置比例高，且在自主进行装修时基本都会安装，故地产拉动比例相较于其他大家电更为显著。

2）分结构看：新房拉动影响削弱，二手房拉动比例显著提升。冰箱/洗衣机/空调/油烟机 2014 年新房拉动占比分别为 15%/21%/25%/38%，2026 年预计将分别下滑至 10%/10%/10%/24%，核心大家电品类与新房拉动比例逐步下降。

有别于大众的认识

大众普遍认为家电与地产相关性高，新开工及竣工数据下滑对家电消费影响较大。我们复盘核心品类销量与地产数据相关性，发现早期由地产所拉动的需求的比例较高，而随着多品类保有量逐步趋于饱和，一方面我们发现品类中地产拉动的需求比例下滑，而存量换新比重增强；另一方面地产中二手房拉动占比也在同步提升。核心大家电品类与新房相关性逐步下降，未来换新比例将有望逐步提升，成为支撑大家电销售韧性的主要动力。

仅供内部参考，请勿外传！

目录

1．相关性论述：家电行业与地产具有较强相关性 7
1.1 白电：内销基数最大的核心品类 7
1.2 厨电：与地产相关性最高的细分品类 12
1.3 黑电：可替代产品多样，内销规模逐步萎缩 15
2．股价复盘 18
2.1 白电：空调高景气催化股价 18
2.2 厨电：地产行业表现及下游房企经营情况与股价相关性高 20
2.3 催化剂：以旧换新政策力度加大，拉动效果显著 22
3．地产需求拆分：新房拉动削弱，换新支撑韧性 23
4．全球化：家电出海正当时 25
4.1 全球份额提升，成本、技术优势凸显 25
4.2 品牌出海：收购海外品牌，出海进入快车道 28
4.3 白电企业海外对标 31
4.3.1 美的集团 vs 伊莱克斯 31
4.3.2 海尔智家 vs 惠而浦 34
4.3.3 格力电器 vs 大金工业 37
5．关键结论与投资分析意见 40
6．风险提示 41

仅供内部参考，请勿外传！

图表目录

图 1：白电、大厨电及黑电品类具有强刚需属性 7
图 2：2005 年后白电内销规模大幅提升（万台/%） 8
图 3：空调占据白电内销半壁江山，冰洗占比均衡 8
图 4：2005-2025 年空调内销量持续增长（万台/%） 9
图 5：后疫情时代随着更新占据主导地位，空调内销逐渐与地产脱敏 10
图 6：渠道库存水平影响内销出货节奏（万台/%） 11
图 7：居民家庭空调每百户保有量快速提升（台） 11
图 8：冰洗品类普及较早，目前基本处于饱和状态（台） 11
图 9：近年来冰箱内销量基本保持稳定（万台/%） 12
图 10：洗衣机历经快速增长后进入平稳期（万台/%） 12
图 11：厨电品类逐步演化 13
图 12：2017-2025 年传统烟灶零售量及增长情况（万台/%） 13
图 13：2017-2025 年传统烟灶零售额及增长情况（亿元/%） 13
图 14：传统厨电与竣工面积相关性依然较高 14
图 15：厨电精装配置比显著领跑 14
图 16：城镇与农村家庭油烟机保有量持续提升（台） 14
图 17：显示技术演变及特点 15
图 18：2007-2025 年彩色电视机内销量及增长情况（万台/%） 16
图 19：城镇和农村家庭电视保有量趋于稳定（台/每百户） 16
图 20：传统电视的可替代产品众多 17
图 21：2014 年至今白电重点公司股价复盘 20
图 22：2016 年至今厨电重点公司股价复盘 22
图 23：24 年全国家电以旧换新日均拉动消费金额超 20 亿元 23
图 24：25 年开年以旧换新日均拉动购买量持续创新高（万台） 23
图 25：北美市场洗衣设备市场份额（%） 26
图 26：西欧市场洗衣设备市场份额（%） 26
图 27：北美市场冰箱市场份额（%） 26

人在草木间

图 28：西欧市场冰箱市场份额（%）.....26
图 29：中国对一带一路国家家电出口持续加速（亿美元）.....27
图 30：2025 年对一带一路国家家电出口份额达 36%.....27
图 31：2022 年中国转子压缩机（空调压缩机）产量占全球 93%（%）.....27
图 32：2023 年中国全封活塞压缩机（冰箱压缩机）产量占全球 84%（%）.....27
图 33：国内白电企业毛利率显著优于海外企业，且优势逐步扩大（%）.....28
图 34：海尔智家全球化品牌布局.....30
图 35：美的集团全业务及品牌布局.....31
图 36：伊莱克斯收入增长平稳（百万瑞典克朗/%）.....32
图 37：伊莱克斯利润波动较大（百万瑞典克朗/%）.....32
图 38：美的集团收入规模稳步提升（百万元/%）.....32
图 39：美的集团业绩持续增长（百万元/%）.....32
图 40：25 年伊莱克斯分业务收入占比.....33
图 41：25 年美的集团分业务收入占比.....33
图 42：2011 年后美的毛利率反超伊莱克斯.....33
图 43：美的盈利能力优势日益显著.....33
图 44：美的 ROE 水平稳健，伊莱克斯近年来波动较大.....34
图 45：美的、伊莱克斯分红情况对比.....34
图 46：惠而浦近年来收入下滑（百万美元/%）.....35
图 47：惠而浦利润波动较大（百万美元/%）.....35
图 48：海尔收入规模稳步扩张（百万元/%）.....35
图 49：海尔业绩持续增长（百万元/%）.....35
图 50：25 年惠而浦冰洗占比约 60%.....36
图 51：25 年海尔冰洗贡献近一半收入.....36
图 52：海尔毛利率提升显著.....36
图 53：海尔净利率水平稳步提高.....36
图 54：海尔 ROE 相较惠而浦更为稳健.....37
图 55：海尔与惠而浦分红比例较高.....37
图 56：大金收入增长稳健（亿日元/%）.....38
图 57：大金利润保持平稳（亿日元/%）.....38

图 58：格力近年来收入增速放缓（百万元/%）.....38
图 59：格力利润增速表现略好于收入端（百万元/%）.....38
图 60：25 年大金空调/冰箱业务占比超 90%.....39
图 61：25 年格力消费电器收入占比接近 80%.....39
图 62：格力毛利率提升显著，大金保持稳健的高水平毛利率.....39
图 63：格力净利率 2008 年即实现对大金的反超并持续提升.....39
图 64：格力 ROE 优势显著.....40
图 65：格力持续践行高股东回报.....40

表 1：家电需求拆分预测.....24
表 2：家电主要品类需求天花板测算.....25
表 3：海尔全球化进程主要事件.....29
表 4：美的全球化进程主要事件.....30
表 5：家用电器行业重点公司估值表.....41

仅供内部参考，请勿外传！

1．相关性论述：家电行业与地产具有较强相关性

家电行业品类众多，与居民生活息息相关：例如空冰洗、烟灶等家电通常使用频率高，可满足居民日常生活需求；而像扫地机器人、投影仪、养生壶以及破壁机等产品有针对性地解决了部分居民的痛点，能够满足其对于生活品质提升的差异化需求。我们以产品特性将家电行业大致分为：白电、厨房大电、黑电、小家电以及电工照明等五个子板块。其中，白电、厨房大电以及黑电等大家电产品起步较早，进入我国居民日常生活时间长，从产品大类角度看，以上三大品类一定程度上可称为刚需家电。

随着我国家庭户数以及人均消费水平的日益提高，我国居民对于房屋的刚性居住及改善需求亦随之提升。而包括空冰洗等品类在内的大家电作为住房装修的刚性需求品类，具备地产后周期属性，其销售量与地产数据有着较强的相关性。

图 1：白电、大厨电及黑电品类具有强刚需属性



资料来源：各品牌官网及公开产品图，申万宏源研究

1.1 白电：内销基数最大的核心品类

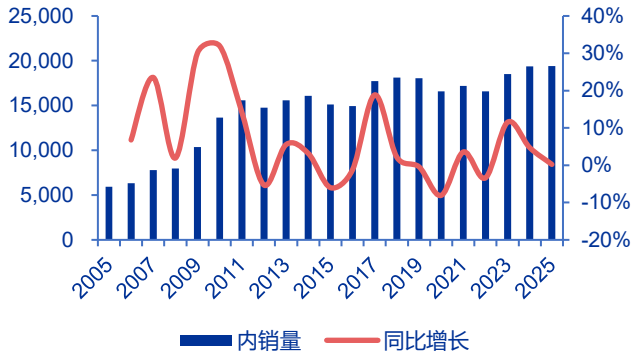
白电满足日常基础生活需求。白色家电因产品早期主流外观颜色为白色而得名，主要包括空调、冰箱（冰柜）及洗衣机等品类。空调可用于日常调节室内温度，冰箱具备为食物提供日常冷藏、冷冻的保鲜特性，而洗衣机可以将人们从手洗衣物的状态中解放出来，三大白电品类与居民生活关系紧密，日常使用频率极高，其在全国范围内的普及大大地提升了居民生活的舒适度，因而催生了大量消费需求。

三大白电内销规模大幅提升。根据产业在线数据，2005 年我国家用空调、冰箱及洗衣机共计实现内销出货量 5915 万台，2025 年三大品类内销出货量达 19420.4 万台，同比增长 0.22%，较早期规模实现大幅提升。

仅供内部参考，请勿外传！

三大白电出货由早期均衡逐步发展至空调占半。早期，空冰洗三大品类整体渗透率并不高，出货量较为均衡，2008 年空冰洗内销出货量占比分别为 37%/33%/30%。随着居民生活水平持续提升及“家电下乡”等政策持续催化，三大品类保有量均持续提高；但同时，受空调与冰洗自身产品特性因素影响，品类间保有量天花板差异较大。2017 年空调在三大白电内销中占比提升首次至 50%；2025 年空冰洗内销出货量占比分别为 54%/23%/23%，2020 年至今空调基本保持白电内销量五成左右份额，冰洗占比均衡。

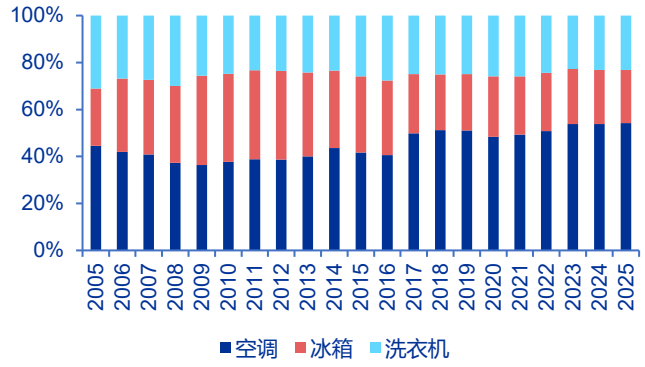
图 2：2005 年后白电内销规模大幅提升（万台/%）



资料来源：产业在线，申万宏源研究

注：以家用空调、冰箱、洗衣机为白电统计口径品类

图 3：空调占据白电内销半壁江山，冰洗占比均衡



资料来源：产业在线，申万宏源研究

分品类看：

1）空调：仍具备成长性的白电品类

空调内销规模持续增长，为三大白电之首。根据产业在线数据，2025 年我国家用空调共计实现总销量 19839 万台，同比下滑 1.2%；其中，内销量由 2005 年的 2634.1 万台提升至 2025 年的 10521.0 万台，实现内销规模的大幅提升，05 年-25 年内销 CAGR 达 7.2%，也是三大白电中目前内销量及复合增速最高的品类。

我们复盘家用空调 2005 年至今几轮内销出货增长的高峰：

（1）2007 年：夏季的高温天气带动当年空调出货增长，2007 年家用空调内销量达 3193.1 万台，同比增长 20.65%；

（2）2009-2011 年：家电下乡政策推行背景下，农村居民内需消费加速拉动，2009-2011 年空调内销实现出货量 3769.2/5150.3/6060.4 万台，同比分别增长 27.14%、36.64%和 17.67%；

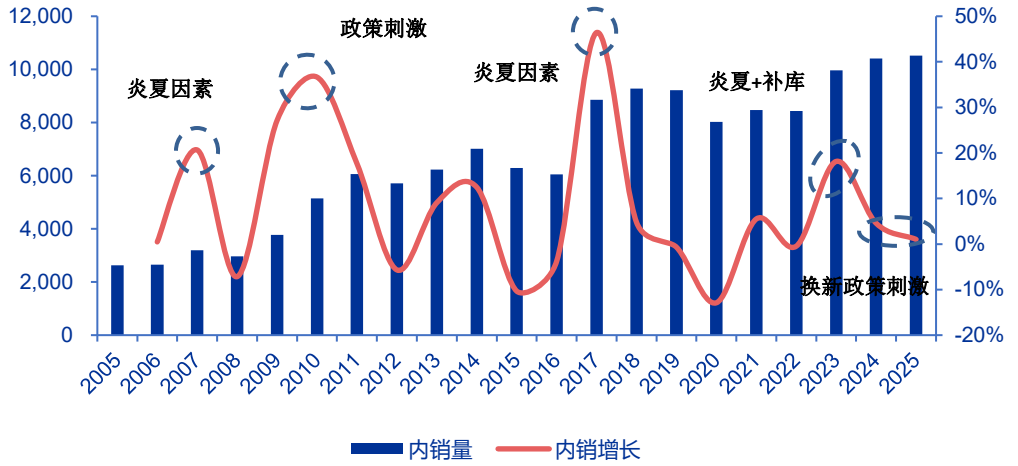
（3）2017 年：根据气象局公布数据，2017 年夏季全国平均气温 21.7℃，较常年同期（20.9℃）偏高 0.8℃，与 2006、2010、2013 年并列为 1961 年以来第二高，2017 年家空实现内销量 8857.5 万台，同比大幅增长 46.43%，炎夏因素拉动内销出货；

仅供内部参考，请勿外传！

（4）2023 年：根据气象局信息，2023 年为全球有气象记录以来的最暖年份，打破地球最暖纪录，较上一个高温纪录年，即 2016 年，偏高 0.14℃。同时，我国 23 年平均温度创下有气象观测记录以来的历史新高，绝大部分地区平均温度位列历史前十位。同时，22 年年底至 23 年年初空调渠道库存处于历史低位，叠加前期积压需求集中释放，多因素共振带动 23 年家用空调实现内销出货 9959.7 万台，同比增长 18.14%。

（5）2024-2025 年：在以旧换新政策拉动下，空调内销出货连续两年实现增长。根据产业在线数据，24-25 年，我国家空分别实现内销量 10414.6/10521.0 万台，同比分别增长 4.57%/1.02%，政策拉动效果显著。

图 4：2005-2025 年空调内销量持续增长（万台/%）



资料来源：产业在线，申万宏源研究

我们将商品房销售面积与家用空调内销量的同比增速数据进行相关性分析，发现两者间存在一定相关性规律：

（1）阶段一：空调内销出货节奏基本滞后于商品房销售 4-6 个月。2007 年 9 月商品房期房销售面积累计同比增幅达 40.6%，为年内峰值，次年 2 月空调内销出货累计同比增幅达 39.21%，为年内峰值，滞后约 5 个月；2008 年 12 月商品房现/期房销售面积累计同比降幅达 21.9%/18.7%，为年内谷值，次年 4 月空调内销出货累计同比降幅达 18.15%，为年内谷值，滞后约 4 个月；2009 年 11 月现/期房销售面积累计同比增幅达 46.7%/55.4%，为年内峰值，次年 5 月空调内销出货累计同比增幅达 52.60%，为年内峰值，滞后约 6 个月。

（2）阶段二：滞后时长进一步扩大至 10 个月以上。2013 年 2 月商品房现房/期房销售面积累计同比增幅达 33.9%/54.2%，为附近峰值，而空调内销出货增幅达到峰值时间为 2014 年 3 月，滞后时间拉长至 13 个月，累计同比增长 22.99%；2015 年 2 月商品房现房/期房销售面积累计同比降幅达 13.9%/16.9%，为年内谷值，2016 年 4 月空调内销出货累计同比降幅达 36.63%，为年内谷值，滞后约 14 个月；与此同时，2016 年 4 月商品房现

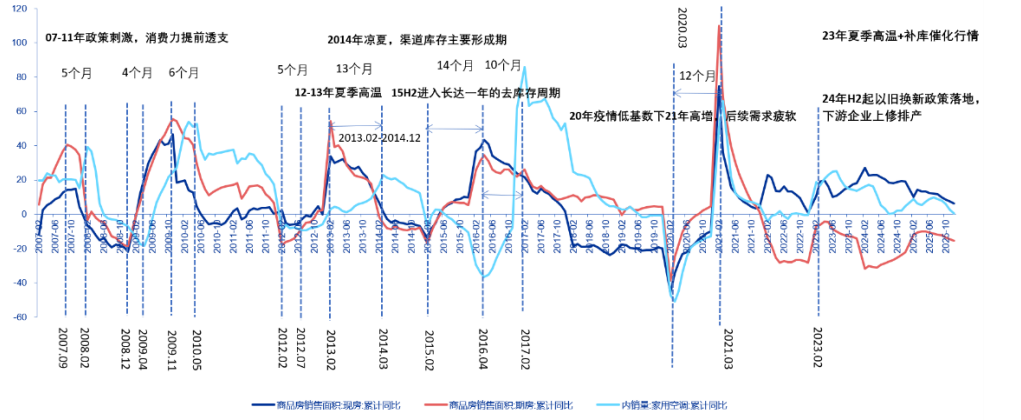
房/期房销售面积增幅再达峰值，累计同比分别增长 43.4%/34.4%，2017 年 2 月空调内销出货累计同比增幅达 86.04%，为年内峰值，滞后约 10 个月。

（3）阶段三：疫情特殊背景下极值出现，滞后时长基本消除。2020 年 2 月，商品房现房/期房销售面积累计同比降幅达 45.4%/38.9%，为年内谷值，次年 2 月达峰，累计同比分别增长 74.8%/109.9%；而空调内销量增速达到极值分别滞后于销售数据一个月，20 年 3 月及 21 年 3 月累计同比分别-50.85%/+66.17%。

（4）阶段四：调整期后，空调内销与地产相关性减弱。22-25 年商品房现房销售面积同比+0.8%/+18.0%/+19.1%/+6.4%，期房销售面积同比-28.1%/-14.1%/-22.2%/-15.4%，相较 2020 年前的同频变化，22 年以来商品房现期房表现分化加剧。而空调内销整体变化趋势与期房相似，但增速绝对值有较大差异，两者相关性减弱，空调内销逐步与地产脱敏。

同时我们观察发现，早期，空调保有量较低时，内销出货极值增/降幅度与商品房销售面积极值增/降幅度基本一致。2008 年，城镇家庭空调每百户保有量首次突破 100 台，而农村家庭也在“家电下乡”政策加持下实现保有量的大幅提升，2014 年内销量首次突破 7000万台。**随着保有量持续提升，趋势上看滞后相关性犹在，但两者极值幅度出现较大偏离，我们认为：单纯的新房需求对于空调内销出货的影响程度逐渐削弱，换新需求持续提升，其重要性不容忽视。**此外，渠道库存水平高低也会对于内销出货节奏带来一定影响。

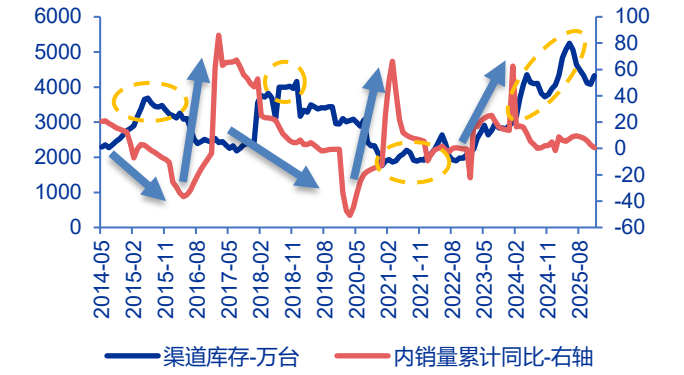
图 5：后疫情时代随着更新占据主导地位，空调内销逐渐与地产脱敏



资料来源：Wind，产业在线，申万宏源研究

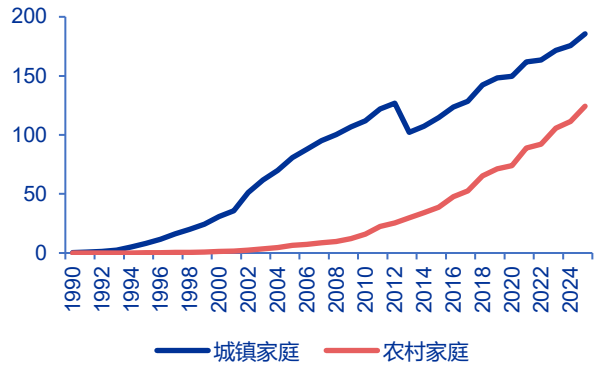
仅供内部参考，请勿外传！

图 6：渠道库存水平影响内销出货节奏（万台/%）



资料来源：产业在线，申万宏源研究

图 7：居民家庭空调每百户保有量快速提升（台）



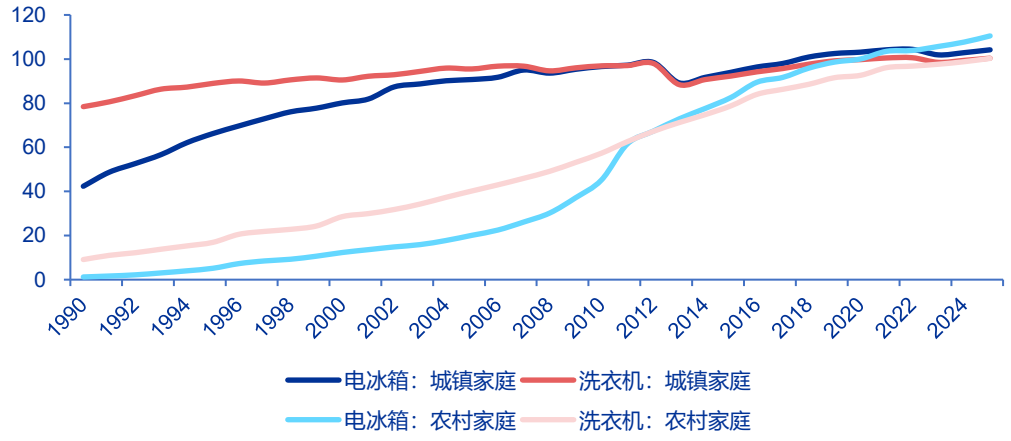
资料来源：Wind，国家统计局，申万宏源研究

2）冰洗：渗透早于空调，几近饱和下换新为主要需求

冰洗品类普及时间早于家用空调。根据国家统计局数据，1990 年我国城镇/农村家庭每百户冰箱保有量分别为 42.33/1.22 台，洗衣机保有量为 78.41/9.10 台；同期，城镇家庭每百户空调保有量仅为 0.34 台，而农村家庭此时尚未开始普及空调，冰洗品类普及时间显著早于家用空调。

冰洗每百户保有量陆续破百台，基本处于饱和换新状态。随着居民消费及生活水平提升，通常在家庭装修中，客厅、卧室等区域均需配置空调，因此每户空调保有量通常会超过 1 台。而与空调安装特点不同，多数家庭在装修中基本只会配置 1 台冰箱及 1 台洗衣机，故户均保有量天花板基本为 1 台。城镇/农村家庭每百户冰箱保有量分别在 2018 年和 2020 年首次突破 100 台，城镇家庭洗衣机保有量也在 2021 年突破 100 台，农村家庭 2025 年每百户的洗衣机保有量也已达 100.3 台。综合考虑以上因素进行分析，我们认为目前我国城镇及农村家庭冰洗品类保有量基本已经处于饱和状态。

图 8：冰洗品类普及较早，目前基本处于饱和状态（台）



资料来源：Wind，国家统计局，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传！

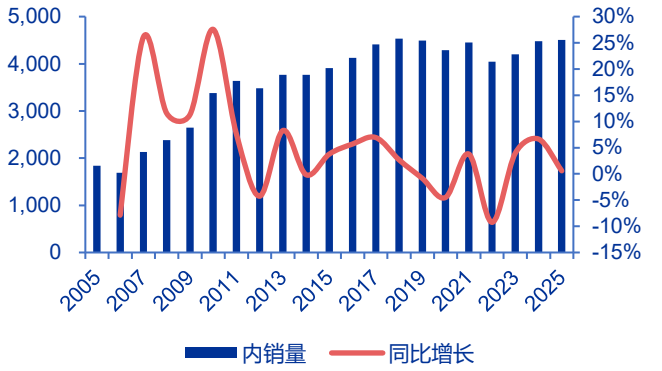
冰洗已经进入成熟期，当下内销量基本反映稳态换新水平。根据产业在线数据，冰箱内销量由 2005 年的 1445.2 万台提升至 2025 年的 4393.3 万台，CAGR 达 5.7%，期间在 2011 年达到内销量峰值 5896.6 万台；洗衣机内销量由 2005 年的 1836.1 万台提升至 2025 年的 4506.1 万台，CAGR 达 4.6%，峰值为 2018 年的 4531.8 万台。随着冰洗品类保有量陆续达到饱和水平，我们发现近年来冰洗的内销量基本稳定在 4000-5000 万台区间波动。根据国家统计局数据，2020 年我国家庭户数为 4.94 亿户，对应冰洗大家电使用年限通常为 8-10 年，我们认为当前内销量基本对应合理的存量换新水平，与因新房带来的新增需求相关性较弱。

图 9：近年来冰箱内销量基本保持稳定（万台/%）



资料来源：产业在线，申万宏源研究

图 10：洗衣机历经快速增长后进入平稳期（万台/%）



资料来源：产业在线，申万宏源研究

1.2 厨电：与地产相关性最高的细分品类

厨电日常使用频率高，套系化、集成化是趋势所向。我们按照产品普及时间先后，将如今的厨电品类分传统厨电和新兴厨电：传统厨电包括油烟机、燃气灶、燃气热水器、电热水器、消毒柜等产品，主要用于满足居民日常基本烹饪、热水需求；而新兴厨电的出现较晚于传统品类，体现了居民对于厨房生活品质的提升需求，代表品类有洗碗机、蒸/烤箱等。同时套系化、集成化也是厨电发展的大趋势之一，集多种厨电品类于一体的集成灶、包含传统烟灶及蒸烤等品类在内的集成烹饪中心同时代表着不同解决方案形态下对于消费者在有限的厨房空间内对于多样厨电品类迫切需求。

仅供内部参考，请勿外传！

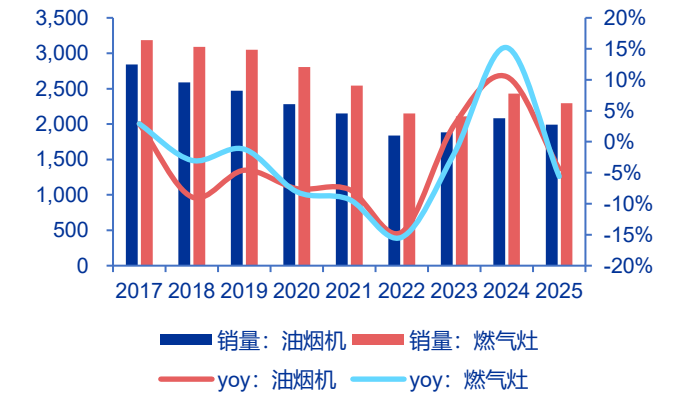
图 11：厨电品类逐步演化



资料来源：方太、老板、华帝及万和官网，申万宏源研究

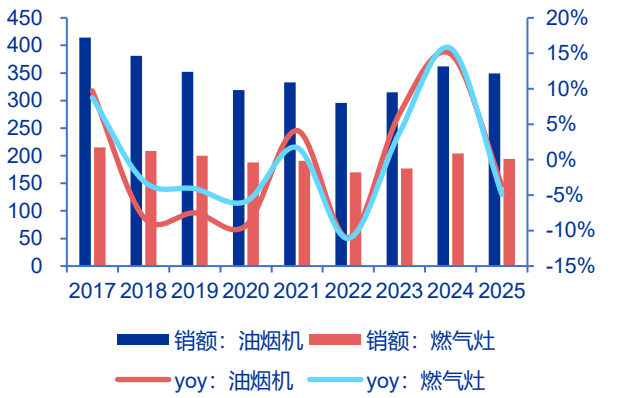
烟灶内销量较近年峰值回落近 30%。根据奥维云网数据，2024 年油烟机品类实现零售量 2083 万台，同比增长 10.5%，燃气灶品类实现零售量 2429 万台，同比增长 15.2%；销额方面，油烟机实现销额 362 亿元，同比增长 14.9%，燃气灶零售额达 204 亿元，同比增长 15.7%，传统烟灶品类在以旧换新政策催化下呈现出久违的双位数增长。2025 年，油烟机销量/额同比分别下滑 4.4%/3.6%，燃气灶销量/额同比分别下滑 5.6%/4.9%。我们观察到，自 2018 年地产政策调控加码后，传统厨电市场规模持续萎缩，尽管有政策拉动影响，2025 年的烟灶销量规模较 2017 年峰值依然呈现 20-30%的下滑幅度，折射出以烟灶为代表的传统厨电与地产相关性较高。

图 12：2017-2025 年传统烟灶零售量及增长情况（万台/%）



资料来源：奥维云网，申万宏源研究

图 13：2017-2025 年传统烟灶零售额及增长情况（亿元/%）

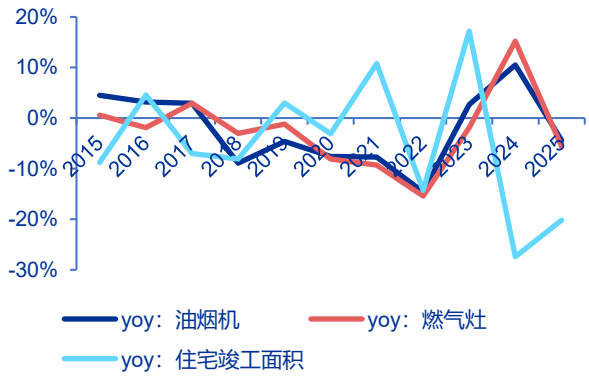


资料来源：奥维云网，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传！

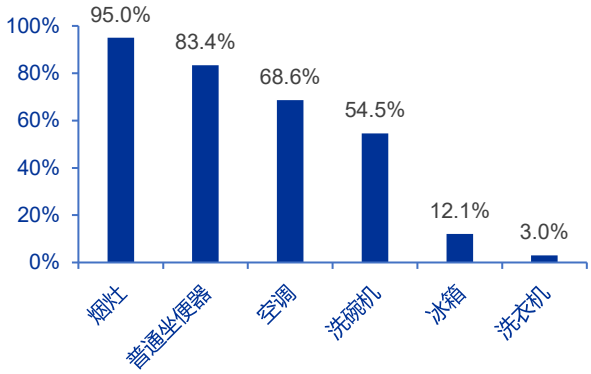
精装修高配置比决定厨电与地产数据较高相关性。我们观察到传统厨电与地产数据相关性较高，将 2015 年至今的油烟机、燃气灶销售数据及住宅商品房竣工数据进行拟合，发现：2018 年之前，烟灶销售增速数据略滞后于住宅竣工数据，2018 年之后同比变化趋势上基本逐渐趋于一致，年度间显著的滞后性有所削弱，但幅度上差异有所放大；2024 年在政策拉动下，厨电零售表现显著优于地产数据。**我们认为目前传统厨电与地产新增需求相关高，但未来整体有望呈现逐渐走弱势头，主要原因系：1）厨电整体精装配置比例高，**根据奥维云网（AVC）监测数据显示：2025 年全国精装修新开盘项目 2991 个，精装项目为 1073 个，精装规模同比下滑 22.1%。根据奥维云网数据，2024 年烟灶品类的精装配置比例已经达到 95%，而同为传统家电的空调、冰箱、洗衣机几大品类的精装修项目配置比分别只有 68.6%、12.1%和 3.0%，卫浴中普通座便器的精装配置比也只有 83.4%；而厨电中即使是新兴的洗碗机这一厨电品类，24 年精装配置率也已经达到 54.5%。极高的配置比决定了厨电与地产新增需求的高相关性；**2）传统厨电保有量尚未饱和，但在持续提升，**根据国家统计局数据，2023 年我国农村家庭每百户油烟机保有量为 44.3 台，2024 年城镇家庭保有量水平为 85.5 台。随着城镇家庭保有量逐步接近饱和，农村家庭保有量不断提高，换新需求占比有望进一步提升。

图 14：传统厨电与竣工面积相关性依然较高



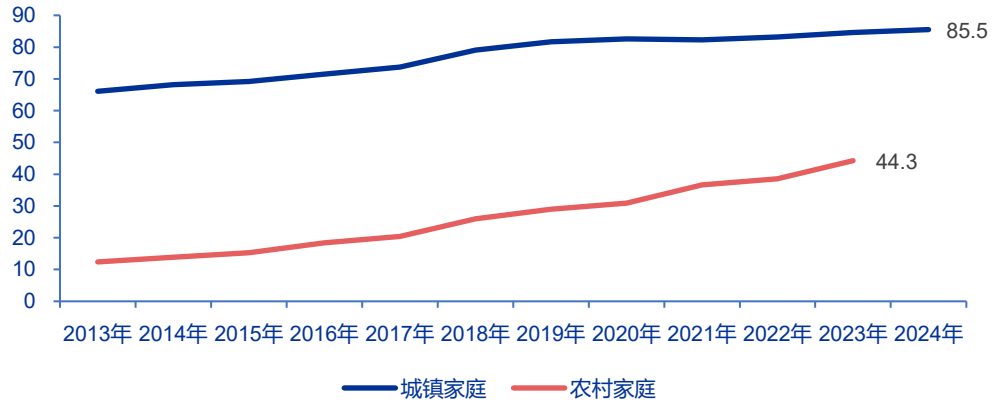
资料来源：奥维云网，国家统计局，申万宏源研究

图 15：厨电精装配置比显著领跑



资料来源：奥维云网，申万宏源研究

图 16：城镇与农村家庭油烟机保有量持续提升（台）



资料来源：Wind，国家统计局，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传！

1.3 黑电：可替代产品多样，内销规模逐步萎缩

显示技术经历多轮迭代，目前 LCD 占据主导地位。CRT（阴极射线管）技术出现于 1897 年，通过用电子束击打真空管前屏幕内侧的发光涂料而产生图像，并在 1925 年首次在电视中使用。作为第一代显示技术，CRT 电视几乎统治了整个 20 世纪。

背投显示技术兴起于 20 世纪 90 年代，作为第二代显示技术，其借助投影和反射原理，将屏幕和投影系统置于一体，但受限于当时光源亮度不足、体积庞大等因素而被淘汰。

第三代显示技术 PDP（等离子）技术推出于 20 世纪末，其利用气体放电原理，在两张超薄的玻璃板之间注入混合气体，并施加电压利用荧光粉发光成像，2014 年后，PDP 电视同样经历了“尚未普及，先遭淘汰”的命运。

LCD（液晶）则为第四代显示技术，液晶电视采用液晶屏调控画面像素及色彩，结合背光源技术的进步，逐步成为市场主流显示技术。根据洛图科技数据，2023 年全球电视品牌市场出货量达到 2.01 亿台，其中 LCD 电视出货量达 1.96 亿台，占比超 90%。而 LCD 自身技术也在不断迭代进化，Mini LED 电视作为 LCD 电视的升级，出货规模快速提升。根据洛图科技数据，Mini LED 电视全球出货量由 2023 年的 425 万台快速提升至 2025 年的 1239 万台，而国内市场出货量也由 2023 年的 92 万台快速提升至 2025 年的 802 万台。

图 17：显示技术演变及特点



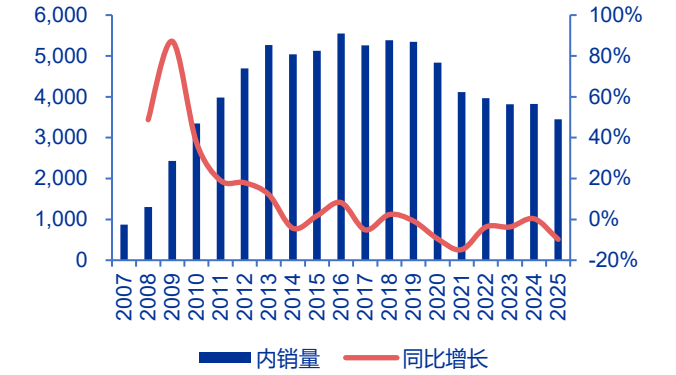
资料来源：OFweek 维科网，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传！

内销 16 年达峰后规模持续萎缩。2013 年，我国电视实现内销量 5266.7 万台， 同比增长 12.13%，2007-2013 年电视的内销量保持快速增长状态，CAGR 达 34.9%；2016 年，电视达到内销峰值 5547.7 万台，此后，内销规模开始逐步萎缩。2025 年，我国电视内销量同比下滑 9.78%至 3453.0 万台。

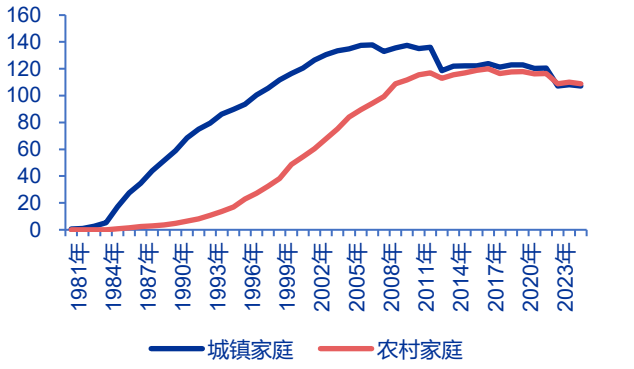
每百户保有量基本保持稳定。保有量方面，我国城镇/农村家庭每百户电视保有量分别在1997年/2009年突破100台，并在2010年和2017年达到户均峰值，分别为137.4/120.0台，随后逐步回落。2024-2025 年，城镇家庭每百户电视保有量分别在 108/107 台左右，农村家庭保有量在 110/109 台左右，保持稳定。

图 18：2007-2025 年彩色电视机内销量及增长情况（万台/%）



资料来源：产业在线，申万宏源研究

图 19：城镇和农村家庭电视保有量趋于稳定（台/每百户）



资料来源：Wind，国家统计局，申万宏源研究

究其根本，我们认为电视销量及保有量下滑主要原因有：

1）开机率低。根据前瞻产业研究院发布的《2024 年中国智能电视交互新趋势报告》，我国电视开机率已经由 2016 年的 70%下降至 2022 年不足 30%的水平，**传统电视节目缺乏吸引力、广告时间过多等因素都使得观众观看电视节目意愿降低；**

2）电视可替代的娱乐产品众多。早期，电视的作用在于方便居民在家收看电视节目，提供娱乐功能，但同时固定的使用场景也有一定的约束性。随着科技持续进步，电子产品不断发展迭代，消费者生活中出现了越来越多具备娱乐属性的工具，例如，2010 年 ipad 的问世推动了平板电脑的普及，再到近年风靡的家用投影产品、大屏手机，都使得消费者能随时随地进行收看剧集、观看直播及综艺节目等活动，一定程度上替代了电视的娱乐性功能，使得传统电视的可被替代性日益显著。

综上，我们认为电视销量的持续下滑与当下消费者娱乐方式及习惯转变更为相关，与地产数据相关性较弱。

仅供内部参考，请勿外传！

图 20：传统电视的可替代产品众多



家用投影



平板电脑



大屏手机

资料来源：极米、苹果及华为官网，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传！

2．股价复盘

2.1 白电：空调高景气催化股价

我们选择白电行业中美的集团、格力电器、海尔智家及海信家电四家有代表性的标的，对历史的股价（月收盘价）表现进行复盘分析：

1）14 年-15 年 H1：内销出货持续高景气催化本轮股价上涨。14 年伊始，空调行业内销出货延续了 13H2 的高景气，全年实现内销出货量 7012.5 万台，同比增长 12.47%，美的/格力/海尔 14 年归母净利润同比分别增长 98%/30%/20%，行业高景气背景下均实现业绩高增；15 年 Q1/Q2 单季度空调内销同比分别增长 0.45%/1.45%，整体保持正增长势头。2014 年 1 月-2015 年 6 月，格力/美的/海尔/海信家电股价分别上涨 136.7%/113.4%/47.6%/8.8%，美的、格力超额收益显著。

2）15 年 H1-16 年 H1：去库存叠加价格战，股价略有回调。根据产业在线数据，截至 2015 年 6 月家空渠道库存达 3682 万台，企业开始进行价格战以去库存，16 年 6 月渠道库存下滑至 2817 万台，同比下滑 23%，去库效果显著；受去库影响，15-16 年空调内销量同比分别下滑 10.34%/3.80%。15 年美的业绩同比增长 21%，而格力自 15Q2 起收入利润开始出现下滑，15 年整体业绩下滑 11%，企业间业绩存在分化。股价方面，15 年 6 月-16 年 2 月，格力/美的/海尔/海信家电股价下跌 36.6%/30.1%/49.8%/46.2%，一定程度上体现市场对于价格战对企业利润带来负面影响的担忧。

3）16 年 H2-17 年：新一轮空调景气周期带动股价上涨。2016 年 Q3 开始，家空内销同比增速开始重回双位数增长，16Q4/17Q1/17Q2/17Q3/17Q4 单季度同比增速分别达 66.57%/62.30%/67.80%/41.92%/19.77%，16 年 H2 渠道未补库叠加 17 年的炎夏带动产销两旺，新一轮的空调周期为此轮白电行情的主要催化因素：16 年 2 月-18 年 1 月，格力/美的/海尔/海信家电股价分别上涨 230.6%/267.7%/194.6%/133.9%。

4）18-19 年：基本面数据有韧性支撑，但大盘调整下，白电企业股价下跌。根据产业在线数据，18 年家空实现内销量 9279.9 万台，同比 4.77%，在 17 年高基数下依然实现小幅增长，基本面有韧性支撑；但 18 年全年受到大盘调整因素影响，格力/美的/海尔/海信家电全年股价分别下跌 36.2%/37.0%/33.6%/49.9%；19 年底，白电企业股价基本均恢复至 18 年初水平。

5）20 年：疫情扰动后数据环比改善，市场大盘股风格加持。20 年 Q1 受到疫情短期扰动因素影响，家空内销量同比下滑 50.85%；20Q2 起，家空内销数据降幅环比收窄，Q3 重回正增长，外销出货回暖，基本面边际改善。20 年底，美的/格力/海尔/海信家电股价较年初分别上涨 83.5%/0.3%/60.5%/31.4%；其中，美的全年股价表现显著优于格力，我们认为主要系美的家空份额实现超车所致：2020 年，美的首次家空的总出货份额（33.96%）超越格力（28.49%），内销份额（31.93%，+5.16pcts）提升显著快于格力（36.91%，+0.21pct）。

仅供内部参考，请勿外传！

6）21-22 年：内销数据平淡叠加铜等大宗原材料价格大幅上涨，企业增速显著放缓。21-22 年，除 21Q1 因为 20Q1 低基数因素实现同比 66.17%的高增以外，其余季度均为个位数增长或下滑，内销表现平淡，21-22 年美的业绩增速分别为 5%/3%，格力分别为 4%/6%，增速较此前显著放缓；21 年铜、铝、钢等原材料价格快速且大幅上涨，对企业成本端造成压力，21 年美的/格力净利率同比分别-1.18pcts/-1.10pcts 至 8.50%/12.15%。21-22 年格力/美的/海尔/海信家电股价分别下跌 33.0%/43.4%/20.6%/5.5%，海尔业绩增速分别为 47%/12%，在卡萨帝高增、高端化持续推进及内部治理改善等因素加持下，连续两年业绩表现显著优于美的及格力，股价上充分反应。

7）23 年：消费降级背景下二线企业突围。需求方面，由于白电具有安装属性，前期因疫情所积压的部分需求递延在 23 年集中释放：家用空调 23 年内销量达 9960 万台，同比增长 18.14%，冰洗内销量同比分别增长 5.46%/3.95%。而在消费降级的大背景下，以海信家电、奥克斯等为代表的二线企业出货增速显著快于格力、美的及海尔。根据产业在线数据，2023 年全年美的/格力/海尔家用空调总销量市占率分别为 31.2%/23.8%/9.0%，同比分别下滑 2.4pcts/2.6pcts/0.4pct，而海信提升 0.5pcts 至 6.5%，海信家电股价全年上涨 21.9%，大幅跑赢大盘。

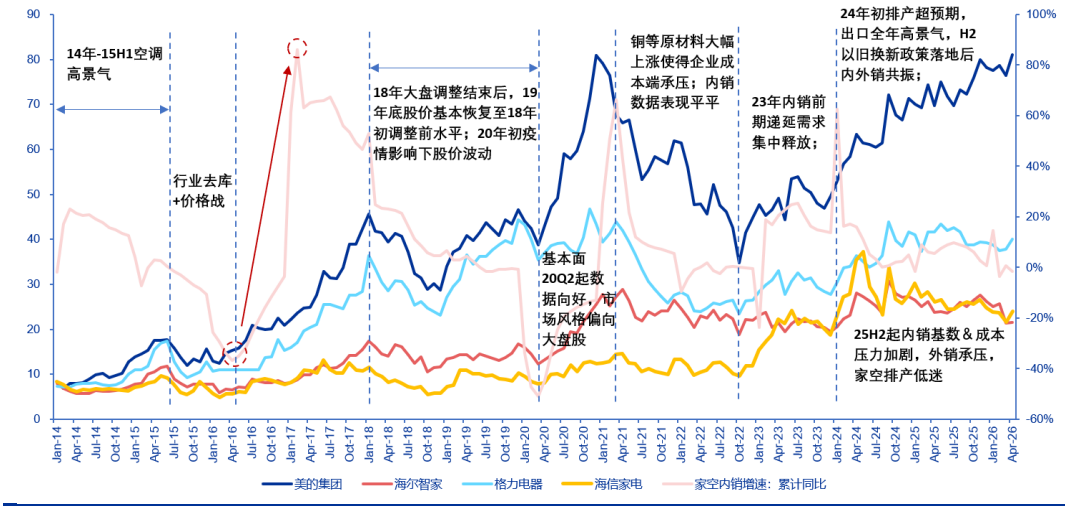
8）24 年：家空内外销共振，催生白电板块行情。24 年 3 月起，家空排产超预期，同时铜价再创新高；家空出口全年保持高景气，24H2 在以旧换新政策影响下，内外销共振，家空行业基本面向上。24 年格力/美的/海尔/海信家电股价分别上涨 36.6%/34.8%/31.8%/20.2%。

9）25 年：出口不确定性加剧，内需支撑。美国关税政策变化扰动白电整体出货节奏，25Q1 外销仍保持高增长，主要系关税落地前的备货动作影响；4 月开始外销基数走高，整体出口表现偏疲软。内销方面，以旧换新政策延续，对于国内市场需求构成支撑，但进入 25Q4 基数压力的影响也逐步显现。从股价表现看，美的集团对北美区域出口业务占比较低、25 年整体业绩表现稳健，同时其高股息属性使其具备长期配置价值，25 年股价上涨 11.6%，表现相对较好；海尔智家/格力电器/海信家电分别下跌 1.7%/4.4%/17.9%，表现偏弱。

9）26 年年初至今：多重成本压力加剧。25H2 起，铜、铝等大宗原材料价格持续上行，25 年底铜价突破 100000 元/吨，26 年开年来持续高位震荡。3 月底，地缘冲突导致的石油价格上行，推动了塑料件等下游原材料价格上涨。而铜、铝以及塑料件等均为家电生产的重要原材料，成本端看，多重原材料价格不断抬升；需求端看，国内市场表现平淡，海外部分地区库存仍处于较高位置，共同加剧下游家电生产厂商的压力。同时，年内人民币汇率 26 年 1-4 月，美的集团股价上涨 4.5%，格力电器/海信家电股价分别上涨 3.5%/0.7%；海尔智家股价下跌 14.3%。

仅供内部参考，请勿外传！

图 21：2014 年至今白电重点公司股价复盘



资料来源：Wind，产业在线，申万宏源研究

2.2 厨电：地产行业表现及下游房企经营情况与股价相关性高

厨电行业发展至今，基本可根据主营产品类型不同而划分为传统厨电与新兴厨电。我们选择厨电行业中老板电器、华帝股份两家传统厨电收入占比较高的上市公司，以及火星人、亿田智能两家专业的集成灶企业进行对比，将以上四家具有厨电行业代表性的标的，进行历史的股价（月收盘价）表现复盘分析：

1）18 年以前：地产高景气，厨电持续受益。2018 年以前，我国房地产处于蓬勃发展状态，厨电作为家庭生活中使用频率较高的家电，无论是在新房装修或是二手房换新时都是刚需品类，其销售与地产景气度有着较大相关性；与此同时，厨电公司收入规模及业绩也持续提升，股价也稳步上涨，2017 年底老板电器/华帝股份股价较 2011 年初分别上涨 796.3%/468.1%。

2）18 年：宏观调控加强，地产数据低迷，厨电企业增长降速。2018 年，大盘全年整体处于调整状态，同时从 18 年开始，国家加强对于地产的宏观调控，坚持“房住不炒”的基调。2018 年，全国商品房现房销售面积同比下滑 22.4%，反应到厨电企业端表现为显著降速。2017 年，老板电器收入/业绩同比分别增长 21%/21%，华帝股份收入/业绩同比分别增长 30%/56%；2018 年，老板电器收入/业绩分别降速至 6%/1%，华帝收入/业绩增速也分别放缓至 6%/33%，集成灶企业也从原先高速发展时期的高双位数增长，放缓至小双位数增长。

3）19 年-20 年：疫情后基本面分化带来股价走势差异。19 年厨电企业股价与估值基本均恢复至 18 年年中水平，20 年 Q1 受到疫情短期扰动因素影响，股价均有下跌。20 年 Q2 起，老板电器率先走出困境，Q2 收入、业绩增速开始转正；华帝 Q2 降幅环比收窄，但全年四个季度收入业绩均呈现下滑态势，与老板表现显著分化，Q2 开始老板和华帝在股价上表现也开始由于基本面差异而出现分化，到 20 年底老板电器股价较年初上涨 26.1%，华帝下跌 24.3%。

仅供内部参考，请勿外传！

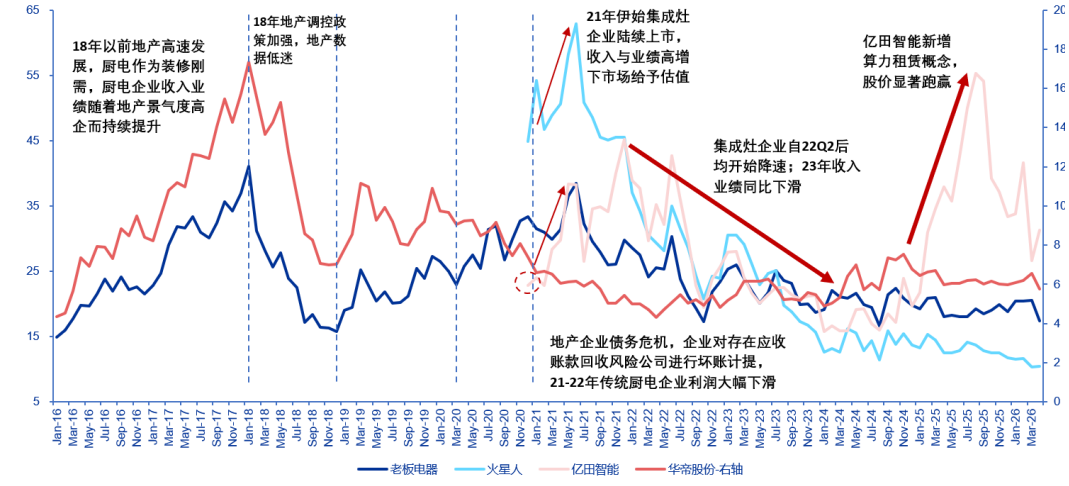
4）21 年：行业红利期市场给予集成灶企业估值溢价，地产企业债务危机加剧厨电公司风险。2020 年底，帅丰电器、火星人以及亿田智能等集成灶企业陆续上市。此前，恰逢集成灶行业高速发展的红利期，上市企业均实现收入与业绩的持续高增，因为市场给予了集成灶企业较高的估值溢价。21 年 Q3 起，老板电器股价开始下跌，主要系恒大债务危机事件影响，老板工程渠道收入占比价高，恒大为其工程渠道大客户之一，应收账款金额较大，市场担忧款项无法收回的风险。

5）22 年-23 年：地产政策持续加码，刚需品类韧性依旧。除恒大外，多家房企陆续出现经营与债务问题。对于厨电企业而言，在开展业务过程中，基本均会涉及地产工程渠道，而在房企出现潜在危机时，厨电企业对应的应收账款及票据等回收可能性下滑，因此厨电企业多数选择在 21、22 年计提坏账，造成公司当期利润大幅下滑；而集成灶企业也在 22Q2 后经历经营降速，23 年收入业绩同比下滑。23 年受益于“保交楼”政策，竣工数据表现良好，23 年我国房屋竣工面积累计同比增长 17%，老板电器等工程渠道占比较高的企业持续受益。同时，叠加年内信贷政策“三箭齐发”、城中村改造等政策影响，企业股价受到一定催化，老板电器 23 年 7 月底股价较 5 月底上涨约 25%。在地产数据低迷情况下，我们发现刚需厨电品类相较于品需、新兴厨电等其他品类韧性更为突出，因而以传统厨电为主要业务的企业股价整体表现优于集成灶企业。23 年老板电器/华帝股份收入同比分别增长 9%/7%，而火星人/美大分别同比下滑 6%/9%，亿田同比下滑 4%；业绩端，老板电器/华帝股份归母净利润同比分别增长 10%/212%，美大同比增长 3%，火星人/亿田分别同比下滑 21%/15%，传统厨电企业和集成灶企业显著分化。

6）24-25 年：竣工降速已逐步传到至后周期，厨电企业表现分化。自 23Q4 开始，住宅竣工数据增速环比显著放缓，而厨电通常滞后于竣工数据 1-2 个季度，企业端数据传导效应已经逐步开始显现。24 年老板电器收入同比增长 0.1%，业绩同比下滑 9.0%；华帝由于工程渠道占比较低、下沉渠道增速较快，24 年收入同比增长 2.2%，业绩同比增长 8.4%；集成灶企业方面，火星人/美大/亿田 24 年收入同比分别下滑 35.7%/47.5%/42.7%，业绩同比分别下滑 95.5%/76.2%/85.2%，呈现不同程度下滑。但股价方面，亿田 24 年-25H1 显著跑赢同行，主要系公司积极开拓算力相关业务，且有望成为公司的第二成长曲线。24-25 年，以旧换新政策落地，油烟机、燃气灶、热水器等多个厨电品类被纳入补贴明细，一定程度支撑了内销市场。但从 25 年业绩表现看来，头部企业老板电器收入/业绩同比分别下滑 9.8%/20.4%，行业整体表现承压，股价整体表现平淡。

仅供内部参考，请勿外传！

图 22：2016 年至今厨电重点公司股价复盘



资料来源：Wind，申万宏源研究

2.3 催化剂：以旧换新政策力度加大，拉动效果显著

以旧换新方案落地，家电产品最高 20%可补贴比例。2024 年 7 月 25 日，国家发展改革委和财政部两部门印发了《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》的通知，文件指出统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新。其中，在家电产品以旧换新部分中明确提出：对个人消费者购买 2 级及以上能效或水效标准的**冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机**等 8 类家电产品给予以旧换新补贴。补贴标准为产品销售价格的 15%，对购买 1 级及以上能效或水效标准的产品，额外再给予产品销售价格 5%的补贴。每位消费者每类产品可补贴 1 件，每件补贴不超过 2000 元。商务部指导各地区结合实际做好优惠政策衔接，确保政策平稳有序过渡。**25 年政策加力扩围**，再增加**净水器、洗碗机、电饭煲和微波炉** 4 种品类，空调每位消费者最多可补贴 3 件，24 年已经享受过补贴的消费者仍可在 25 年购买同类产品时继续享受补贴。

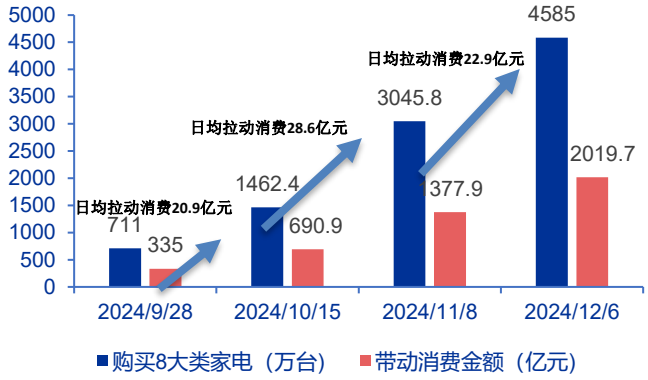
复盘并对比 09 年家电“以旧换新”，此次政策力度显著加大。我们通过复盘历史政策并进行对比，发现相较于 2009 年，24 年“以旧换新”政策力度显著加大，主要体现在以下多个方面：**1）覆盖品类更广：**2009 年政策涉及的补贴品类为彩电、冰箱、洗衣机、空调、电脑 5 个品类，24 年政策在 09 年基础上新增**热水器、家用灶具、吸油烟机** 3 个品类，25 年再增加**净水器、洗碗机、电饭煲和微波炉** 4 种品类；**2）补贴比例更高：**2009 年家电下乡政策明确补贴售价 13%，节能惠民和以旧换新的补贴力度基本不超过售价的 10%，此次政策明确购买 2 级能/水效标准的家电产品补贴比例为销售价格的 15%，1 级能/水效标准产品补贴比例将进一步提升至 20%，显著超越此前补贴比例；**3）补贴限价放宽：**2009 年政策中对于各品类补贴上限分别为——电视机 400 元/台，冰箱（含冰柜）300 元/台，洗衣机 250 元/台，空调 350 元/台，电脑 400 元/台，此次政策单件产品补贴限价为 2000 元，大幅高于 09 年各品类的补贴上限金额；**4）补贴资金中央支持力度更大：**2009 年政策的补贴资金由中央财政和试点省市财政共同负担，其中，中央财政负担 80%，试点

仅供内部参考，请勿外传！

省市财政负担 20%，而此次政策明确支持资金按照总体 9:1 的原则实行央地共担，东部、中部、西部地区中央承担比例分别为 85%、90%、95%，相较于 2009 年政策而言，此次中央出资比例更高，地方财政的压力将有望减轻。

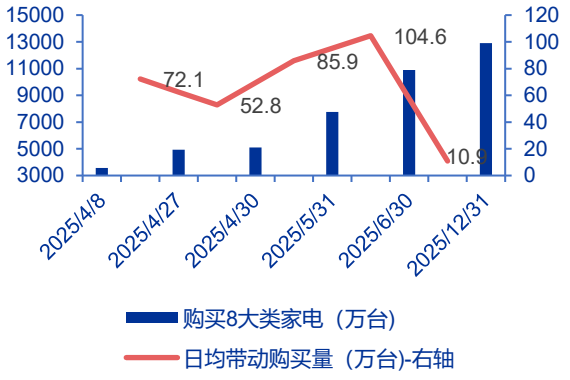
24 年及 25 年开年来政策拉动效果显著。根据商务部公开信息，24 年中央加力支持以旧换新 8 大类家电产品实现销售量 6000 多万台，直接拉动消费超 2600 亿元。 2025 年国家针对消费品以旧换新安排了 3000 亿元超长期特别国债资金进行支持，相较于 24 年 1500 亿元的资金规模，支持力度大大加强。25 年截至 5 月 31 日，共有 4986.3 万名消费者购买 12 大类家电产品 7761.8 万台，25 年全年家电以旧换新超 1.29 亿件。

图 23：24 年全国家电以旧换新日均拉动消费金额超 20 亿元



资料来源：商务部，申万宏源研究

图 24：25 年开年以旧换新日均拉动购买量持续创新高（万台）



资料来源：商务部，申万宏源研究

3．地产需求拆分：新房拉动削弱，换新支撑韧性

我们对主要的刚需大家电：冰箱、洗衣机、空调、彩电及油烟机进行地产需求拆分与相关性分析，将地产对于刚需大家电的影响分拆为新房拉动和二手房拉动，我们依照空调、冰箱、洗衣机及彩电需求滞后竣工及现房销售 6 个月，厨电滞后 3 个月进行推算，假定：1）新房中冰、洗、彩空置率为 20%，空调及油烟机空置率为 10%；2）冰、洗、油烟机户均 1 台，空调户均 2 台，彩电 1.2 台；3）二手房中家电换新比例为 60%；4）二手房销售节奏跟一手房现房类似；5）26 年竣工面积同比下滑 14.6%，住宅现房销售面积同比持平；按照以下公式进行推算：

新房拉动量=（考虑滞后的新房竣工+现房交付套数）*（1-空置率）*户均台量；

二手房拉动量=考虑滞后的二手房交易套数*二手房家电更新率*户均台量。

仅供内部参考，请勿外传！

表 1：家电需求拆分预测

行业内销-万台	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E
冰箱	5299	4916	4751	4471	4311	4338	4270	4255	4123	4348	4484	4393	4196
洗衣机	3763	3905	4128	4414	4532	4493	4291	4453	4041	4201	4480	4506	4285
空调	7013	6288	6049	8857	9279	9216	8028	8470	8430	9960	10415	10521	9490
彩电	5037	5127	5548	5263	5387	5344	4835	4118	3963	3816	3828	3453	3380
油烟机	2312	2280	2398	2237	2450	2632	2401	2687	2905	2983	2271	2146	1882
地产拉动占比	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026E**
冰箱	19%	19%	23%	24%	22%	20%	19%	21%	20%	20%	22%	21%	18%
洗衣机	27%	24%	26%	25%	21%	19%	19%	20%	21%	20%	22%	20%	18%
空调	32%	33%	39%	27%	22%	20%	22%	23%	22%	19%	20%	18%	17%
彩电	24%	22%	23%	25%	21%	19%	20%	26%	25%	27%	31%	31%	27%
油烟机	47%	47%	49%	52%	41%	34%	37%	36%	31%	47%	46%	44%	42%
新房拉动占比	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026E**
冰箱	15%	15%	16%	18%	16%	14%	13%	15%	14%	13%	13%	11%	10%
洗衣机	21%	19%	19%	18%	15%	13%	13%	14%	14%	13%	13%	11%	10%
空调	25%	26%	29%	20%	17%	14%	16%	16%	16%	13%	13%	10%	10%
彩电	19%	17%	17%	18%	15%	13%	14%	18%	18%	17%	18%	17%	14%
油烟机	38%	36%	37%	39%	30%	25%	26%	26%	22%	31%	28%	25%	24%
二手房拉动占比	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026E**
冰箱	4%	5%	6%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	7%	9%	10%	8%
洗衣机	6%	6%	7%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	7%	9%	9%	8%
空调	7%	7%	10%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	8%	8%	7%
彩电	5%	5%	6%	7%	6%	6%	6%	8%	8%	9%	12%	15%	13%
油烟机	9%	11%	13%	13%	11%	10%	10%	9%	9%	16%	18%	19%	18%

资料来源：产业在线，奥维云网，国家统计局，申万宏源研究

注：空冰洗、彩电 2026 年内销增速均为奥维云网预测

从拆分及测算结果中我们发现：

1）分品类看：冰洗近年来地产拉动比例基本稳定在 20%左右，主要系两者均为户均基本会配置 1 台的品类，同时保有量水平接近且基本达到饱和水平；空调地产拉动比例近 10 年来显著下滑，作为白电中尚未达到饱和的品类，保有量仍有提升空间，相较于饱和品类，保有量提升拉动空调比例稳步提升；彩电受保有量回落、传统装修风格配置等因素影响，地产拉动比例也有小幅提升；油烟机品类精装修配置比例高，且在自主进行装修时基本都会安装，故地产拉动比例相较于其他大家电更为显著。

2）分结构看：新房拉动影响削弱，二手房拉动比例显著提升。冰箱/洗衣机/空调/油烟机 2014 年新房拉动占比分别为 15%/21%/25%/38%，2026 年预计将分别下滑至 10%/10%/10%/24%，核心大家电品类与新房相关性逐步下降，未来换新比例将有望逐步提升，成为支撑大家电销售韧性的主要动力。

仅供内部参考，请勿外传！

我们以 2020 年人口普查家庭总户数 4.94 亿户进行推算，考虑 2025 年我国城镇化率为 67.89%，在此基础上粗略推算我国当前城镇家庭/农村家庭户数分别为 3.35 亿户/1.59 亿户并以此进行品类需求天花板测算：

1）空调：以当前日本空调每百户保有量 284.3 台作为城镇家庭天花板，当前我国城镇家庭保有量 185.6 台为农村家庭保有量天花板，可推算出行业年销售天花板为 13870 万台，我们以 2022-2025 年家用空调内销量平均值 9831 万台作为平均内销量进行推算，目前家用空调行业仍有 41%的成长空间。

2）冰洗：当前冰洗品类保有量接近饱和，我们假设冰箱城镇家庭/农村家庭保有量天花板分别为 108/112 万台，洗衣机城镇家庭/农村家庭保有量天花板分别为 102/101 万台，对应当前行业冰洗仍分别有 38%/30%的成长空间。

3）油烟机：目前城镇家庭渗透率较高，农村家庭仍处于渗透率持续提升的过程，同时我们考虑居住场所特点，假设油烟机城镇家庭/农村家庭保有量天花板分别为 97/60 万台，对应当前行业仍分别有 99%的成长空间。

表 2：家电主要品类需求天花板测算

品类	户均保有量假设（台/百户）		户数（亿户）		年销售天花板（万台）		行业年销售天花板（万台）	22-25 年内销量（万台）	行业空间
	城镇家庭	农村家庭	城镇家庭	农村家庭	城镇家庭	农村家庭			
空调	284.3	185.6	3.35	1.59	10598	3272	13870	9831	41%
冰箱	108	112			4026	1975	6000	4337	38%
洗衣机	102	101			3802	1781	5583	4307	30%
吸油烟机	97	60			3616	1058	4674	2344	99%

资料来源：产业在线，国家统计局，海关总署，申万宏源研究

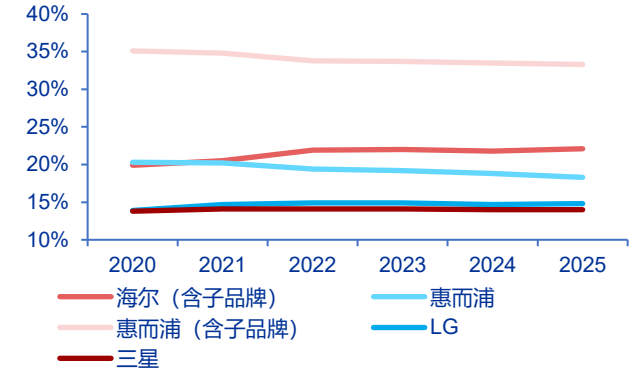
4．全球化：家电出海正当时

4.1 全球份额提升，成本、技术优势凸显

国内家电企业全球市场份额持续提升。近年来，随着国内家电企业竞争力提升，加快出海速度，并通过收购海外品牌等方式快速打开海外市场。以海外主要消费市场北美与西欧的白电市场为例，根据欧睿咨询数据，海尔品牌在西欧洗衣机、北美冰箱市场份额分别从 2017 年的 1.8%、6.8%提升至 2025 年的 3.2%、10.8%。但由于西欧、北美市场已较为成熟，原有海外品牌认知度较高，市场竞争格局相对稳定，尽管惠而浦、伊莱克斯等海外头部品牌份额有小幅下滑，但国内品牌难以快速抢占市场份额。因此海尔通过收购海外品牌的方式快速提升市场份额，在收购 GEA（2016 年）、Candy（2019 年）等品牌后，海尔集团在北美、西欧市场份额大幅提升，2025 年海尔（含子品牌）在北美市场洗衣设备、

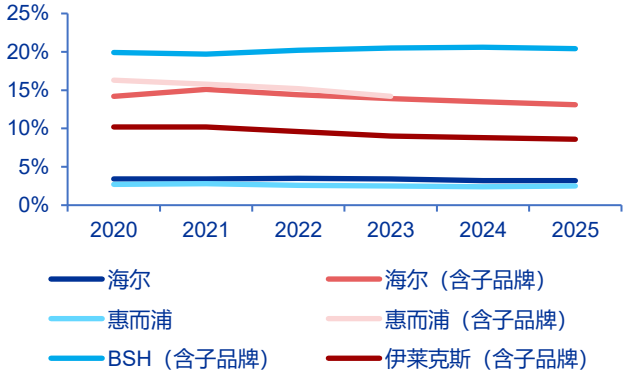
冰箱市场份额分别达到 22.1%、26.2%；在西欧市场洗衣设备、冰箱市场份额分别达到 13.1%、9.0%，跃居一线公司行列。

图 25：北美市场洗衣设备市场份额（%）



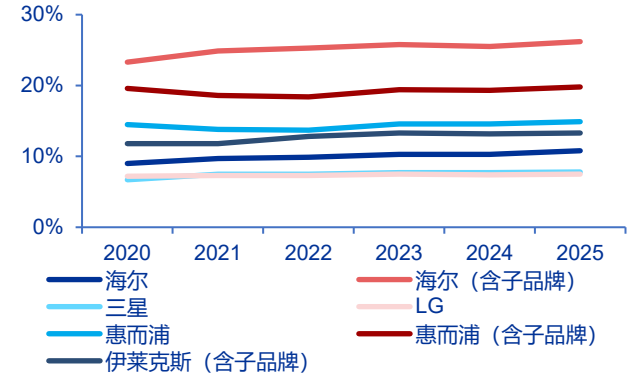
资料来源：欧睿咨询数据，申万宏源研究

图 26：西欧市场洗衣设备市场份额（%）



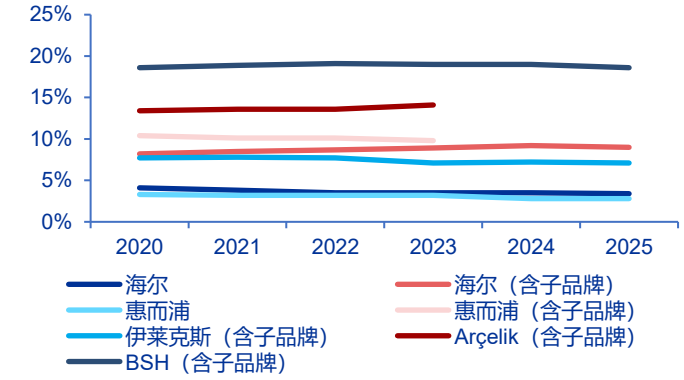
资料来源：欧睿咨询数据，申万宏源研究

图 27：北美市场冰箱市场份额（%）



资料来源：欧睿咨询数据，申万宏源研究

图 28：西欧市场冰箱市场份额（%）

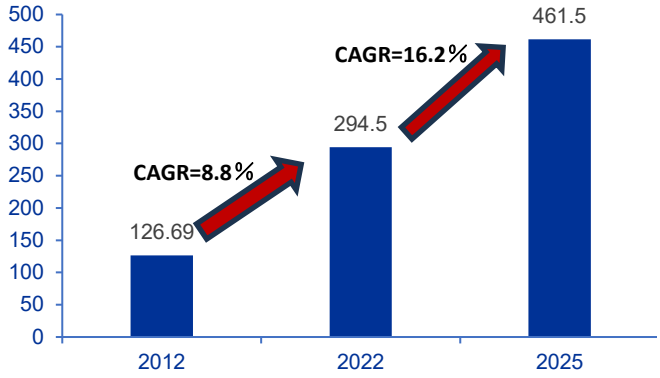


资料来源：欧睿咨询数据，申万宏源研究

对“一带一路”国家家电出口市场空间广阔。除了欧美市场外，“一带一路”国家已成为家电出口另一重要市场。自 2013 年“一带一路”倡议以来，中国家电企业纷纷借助“一带一路”发展机遇开拓新市场；而沿线国家中大多为新兴经济体并处于城市化进程的快速发展阶段，随着经济发展、人均可支配收入提高，催生了大量的大家电需求。根据海关总署数据，2012 年中国对“一带一路”64 个国家地区家电出口额为 126.69 亿美元，到 2022 年出口额已增长至 294.5 亿美元，10 年间出口额增长了 1.32 倍，CAGR 达到 8.8%；2025 年出口额再度提升至 461.5 亿美元，22-25 年 CAGR 达 16.2%，实现了对“一带一路”市场出口的持续加速。同时，中国对“一带一路”沿线市场家电出口额占中家电总出口额的比重持续增长，从 2013 年的 25%增长至 2022 年的 31%，2025 年份额进一步提升至 36%，出口比例持续提升。

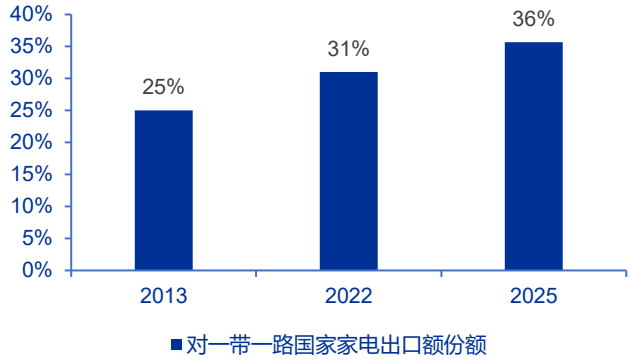
仅供内部参考，请勿外传！

图 29：中国对一带一路国家家电出口持续加速（亿美元）



资料来源：中国家电网，海关总署，申万宏源研究

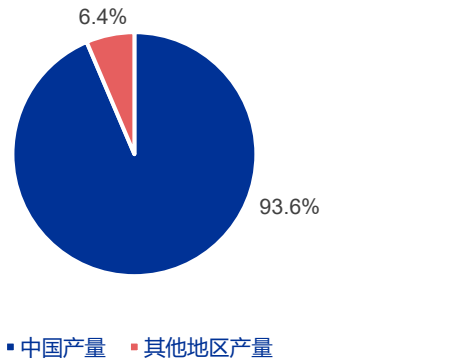
图 30：2025 年对一带一路国家家电出口份额达 36%



资料来源：机电商会，申万宏源研究

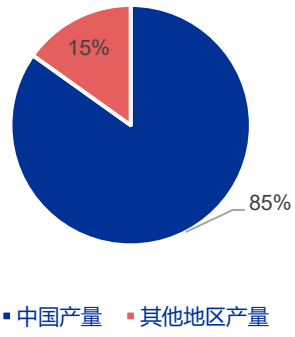
产业链上游深度布局，白电核心零部件产量份额全球领先。依托庞大的消费市场，国内已建立完整的白电产业链体系，根据产业在线数据，22 年中国在空调核心零部件转子压缩机产量就已经占到了全球 93.6%，23 年冰箱核心零部件全封活塞压缩机领域占比即达 85%。分下游市场看，中国全封活塞压缩机对本土以及非洲地区的供货比例均超 90%；对亚洲其他地区、欧洲和大洋洲的供货比例超 60%；美洲地区受益于疫情影响下海外供应不稳定，占比也达到 44.0%，中国供应链在全球白电市场中占据主导地位。

图 31：2022 年中国转子压缩机（空调压缩机）产量占全球 93%（%）



资料来源：产业在线，申万宏源研究

图 32：2023 年中国全封活塞压缩机（冰箱压缩机）产量占全球 84%（%）

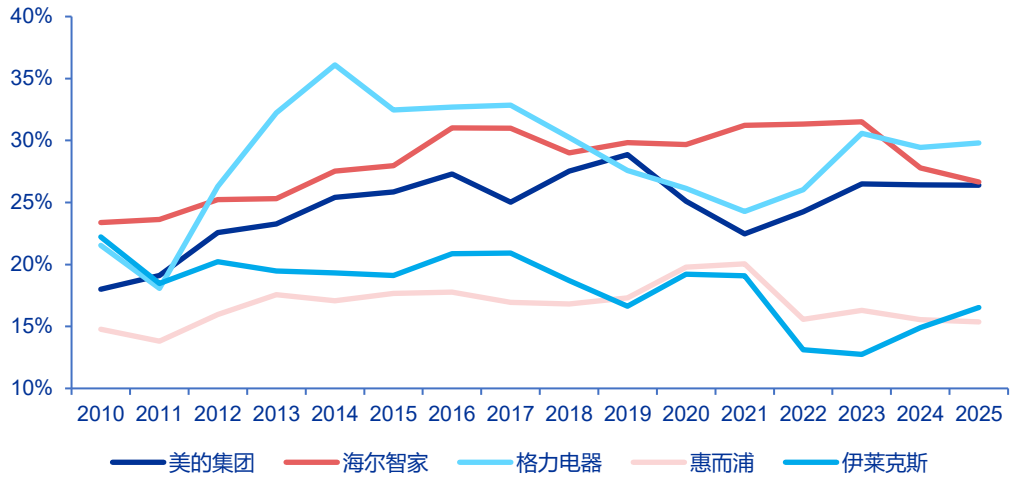


资料来源：产业在线，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传！

产业链布局全面，国内白电企业成本优势显著。得益于国内完整的白电产业链能力，国内白电企业持续进行垂直整合，深度布局上游产业链进行降本增效，叠加国内规模效应、人力成本等多方面优势，国内白电企业盈利能力稳步提升，并显著领先于海外头部白电企业。2025 年，美的、海尔、格力分别实现毛利率 26.39%、26.66%、29.81%，与惠而浦（15.37%）、伊莱克斯（16.53%）相比优势显著。

图 33：国内白电企业毛利率显著优于海外企业，且优势逐步扩大（%）



资料来源：wind，申万宏源研究

4.2 品牌出海：收购海外品牌，出海进入快车道

品牌出海主要包括自主品牌出海及直接收购海外品牌。在白电等较为成熟的家电领域，海外品牌已经具备较高品牌认知度，并在销售渠道布局、消费者购买习惯中占得先机，因此白电企业大多通过收购海外成熟品牌方式作为出海的主要战略。

海尔智家：历经 30 余年，完成领先的全球化布局战略。1990 年，海尔迈出了出海的第一步，首次向德国出口 2 万台冰箱；1999 年，海尔又在美国建立了第一个海外工厂；2001年，海尔收购了意大利迈尼盖蒂冰箱厂，这也是中国白色家电企业首次实现跨国并购，继美国之后，海尔在欧洲也实现了设计、制造、营销“三位一体”的本土化经营。到2011年，公司海外营收占公司营收比重为 11%，此后公司加快海外收购进程，先后收购了三洋、斐雪派克、通用电气、Candy，实现对全球不同地区市场、不同定位品牌的全面覆盖。2023 年 12 月，海尔收购开利商用制冷 100%股权，交易于 24 年 10 月完成，这也标志着公司从“家庭制冷”拓展到“商用制冷”领域，有望创造新的收入增长点。

仅供内部参考，请勿外传！

表 3：海尔全球化进程主要事件

时间	事件
1990 年	海尔首次向德国出口 2 万台冰箱
1995 年	海尔开始向美国出口冰箱
1999 年	在美国南卡来罗纳州建立了美国海尔工业园
2001 年	在巴基斯坦建立全球第二个海外工业园
2001 年	收购意大利迈尼盖蒂冰箱厂，开始欧洲本土化运营
2006 年	海尔与日本三洋成立合资公司海尔三洋株式会社
2006 年	海尔集团与巴基斯坦鲁巴集团联合建设海尔-鲁巴经济园区
2007 年	海尔在印度收购了一家产能 35 万台的冰箱厂，启动在印度的第一座制造基地
2007 年	成立海尔电器（泰国）有限公司，建立泰国冰箱工厂入驻泰国甲宾武里工业园
2011 年	海尔以 100 亿日元（人民币约 8.37 亿元）收购三洋白电业务
2012 年	海尔以 9.27 亿新元（折合 7.66 亿美元）收购斐雪派克
2013 年	海尔与欧洲第五大家电制造商法格家电在波兰西南部城市弗罗茨瓦夫建立新工厂
2016 年	在俄罗斯卡马河畔切尔内市切尔内市建成厂区面积 2.4 万平方米的冰箱工厂
2016 年	海尔以 55.8 亿美元收购通用电气家电业务，打开北美市场
2019 年	海尔收购意大利 Candy 公司，折合人民币约 38 亿元
2019 年	海尔俄罗斯工业园暨洗衣机互联工厂开业
2021 年	海尔印度洗衣机、欧洲干衣机工厂、欧洲工业 4.0 冰箱互联工厂投产
2022 年	泰国卡萨帝旗舰店开业，未来将实现 Haier、Casarte、Candy 等全方位的品牌布局
2022 年	海尔旗下品牌 GE Appliances 在南卡罗来纳州的卡姆登热水器工厂投产
2023 年	海尔埃及生态园奠基，一期工程主要生产空调、洗衣机、电视三类产品，将于 2024 年上半年投产运营
2023 年	海尔智家以约 6.4 亿美元的对价，收购开利商用制冷 100%股权，于 2024 年下半年完成

资料来源：海尔智家官网，申万宏源研究

全球化网络布局，满足不同地区用户本土化需求。截至目前，海尔在全球已拥有 35 个工业园、163 个制造中心，全球销售网络遍布 200 多个国家和地区。全球化布局之下，公司已具备完善的本土化服务体系，始终以用户需求为导向，坚持“本土化研发、本土化制造、本土化营销”的“三位一体”战略，开发了更多适合当地需求的本土化产品。例如在欧洲，海尔针对天气多雨潮湿的特点，推出了大容量除菌干衣机，迅速获得当地用户认可；在印度，海尔根据用户的素食文化特点，创新推出不弯腰的冰箱；在巴基斯坦，海尔针对当地用户需要存放大量肉类的需求，研发出一次可放入 12 头羊的冷柜；在日本，针对当地地狭人稠、人均居住面积较小的情况，海尔推出了 3 门超窄冰箱、宽度仅 50 厘米的前开门式冷柜等精致轻薄型产品。在中东，面对当地的极端高温天气，海尔创新研发搭载凉芯桥技术的空调，在 55℃保持 100%足冷量，68℃下实现稳定运行不停机；在非洲，针对大部分地区供电不稳的现状，海尔推出发电机空调，在停电时也能保证大空间里的远距离送风。

图 34：海尔智家全球化品牌布局



资料来源：海尔智家官网，申万宏源研究

美的集团：以收购海外品牌为主导，注重多元化扩张。在出海过程中，美的集团同样经历了产品出海——海外建厂——收购海外品牌这三个发展阶段，并从 2010 年开始加大海外收购力度。在收购海外品牌的过程中，美的更注重多元化的发展，除了收购空调领域的埃及 Miraco、开利拉美空调业务、东芝家电业务外，美的还收购了意大利商用空调企业 Clivet、吸尘器品牌 Eureka，并布局机器人与自动化行业，于 2017 年分别收购德国库卡机器人公司 94.55%股份，以及以色列高创公司 79.37%股份。

表 4：美的全球化进程主要事件

时间	事件
1986 年	美的加工生产的风扇出口海外市场
1994 年	学习日本三洋技术，生产高档电饭煲出口创汇
2007 年	在越南平阳省建设美的越南工业园，是公司第一个海外基地，主要生产小家电、空调和冰箱
2007 年	美的环境电器事业部在泰国探索 OEM 工厂
2008 年	美的白俄罗斯基地建成，以生产微波炉为主，拓展欧洲市场的重要基地
2010 年	收购埃及 Miraco 公司 32.5%的股权，建立美的埃及生产基地，主要生产制造空调，布局中东非
2011 年	收购开利在巴西、阿根廷、智利三个拉美地区空调业务公司 51%股权
2012 年	与开利合作成立印度合资公司，建立印度生产基地
2016 年	收购东芝家电业务
2016 年	收购意大利中央空调企业 Clivet，提升美的在欧洲市场影响力
2017 年	收购伊莱克斯的北美吸尘器业务 Eureka，成立清洁电器事业部
2017 年	收购德国库卡机器人公司 94.55%股份，以及以色列高创公司 79.37%股份，正式进入机器人与自动化行业
2022 年	完成对库卡 100%股权收购
2022 年	美的楼宇科技在意大利投资新建的生产研发基地开工
2022 年	美的泰国空调工厂投产，这是美的在海外最大的智能数字化工厂，2025 年全面建成后将成为东南亚地区最大的空调生产基地之一
2023 年	美的埃及冰箱及洗衣机新基地开工，这是美的在埃及布局的第三个制造基地
2025 年	完成对 ARBONIA AG 旗下气候部门 ARBONIA climate 的收购，通过此次收购，ARBONIA climate 与美的旗下意大利品牌 Clivet 整合为 MBT Climate 联盟，旨在优化欧洲市场资源布局，提供更高效的产品解决方案

资料来源：美的集团官网，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传！

布局全球生产网络，深度参与本土全产业链。截至2025年，美的在全球拥有超过600家子公司、41个研发中心和65个主要制造基地，员工超过19万人，业务遍及200多个国家和地区；在海外设有29个研发中心和43个主要制造基地，遍布20多个国家和地区。同时，公司海外OBM业务增长迅速，25年海外自营分公司所覆盖国家/地区从2024年的27个增加至50个，有效支撑OBM业务增长，2025年公司的OBM业务收入已达到智能家居业务海外收入的45%以上。未来，美的将继续强化东盟、非洲、南美、北美基地布局，同时加强海外基地的零部件比例，建设可以融入当地小循环的全产业链，更深度地参与当地经济。

图35：美的集团全业务及品牌布局



资料来源：美的集团H股招股书，申万宏源研究

4.3 白电企业海外对标

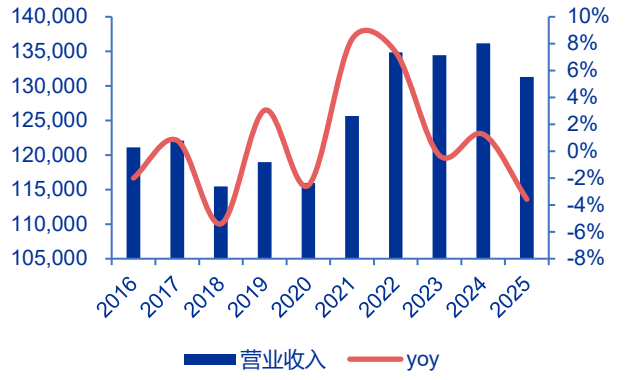
4.3.1 美的集团 vs 伊莱克斯

伊莱克斯 1919 年创立于瑞典，是全球家电行业的巨头之一，其产品覆盖冰箱、洗衣机、厨房家电、清洁洗涤设备等多个领域；1988 年，公司营收即达到 739.6 亿瑞典克朗。而美的集团始创于 1968 年，经历了数十载发展，目前为覆盖智能家居、工业技术、楼宇科技、机器人与自动化、新能源、健康医疗、智慧物流等业务的全球领先的科技集团。

核心收入&业绩方面，近年来，**伊莱克斯**整体营收由 2016 年的 1210.9 亿瑞典克朗增长至 **2025 年的 1312.8 亿瑞典克朗（按 25 年底汇率计算，即 142.7 亿美元）**，期间复合增速为 0.9%，基本保持平稳。净利润方面，公司 2016 年实现净利润 44.93 亿瑞典克朗，22 年受到通胀、汇率等多重因素影响业绩转亏，直至 2025 年重回盈利，当期实现净利润 8.78 亿瑞典克朗（按 25 年底汇率计算，即 0.95 亿美元），公司各年份间净利润波动较大。

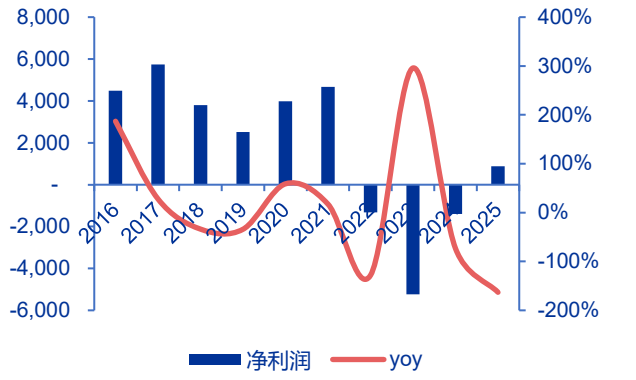
仅供内部参考，请勿外传！

图 36：伊莱克斯收入增长平稳（百万瑞典克朗/%）



资料来源：公司官网年报，申万宏源研究

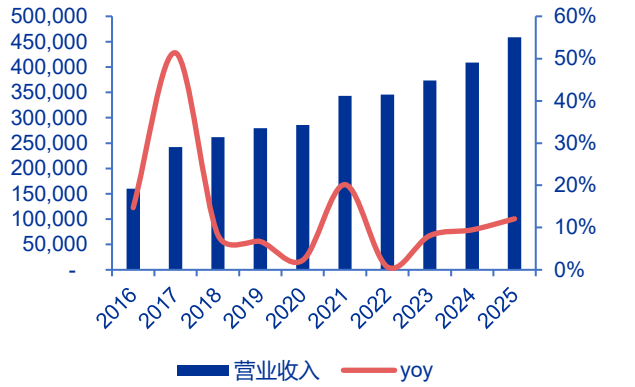
图 37：伊莱克斯利润波动较大（百万瑞典克朗/%）



资料来源：公司官网年报，申万宏源研究

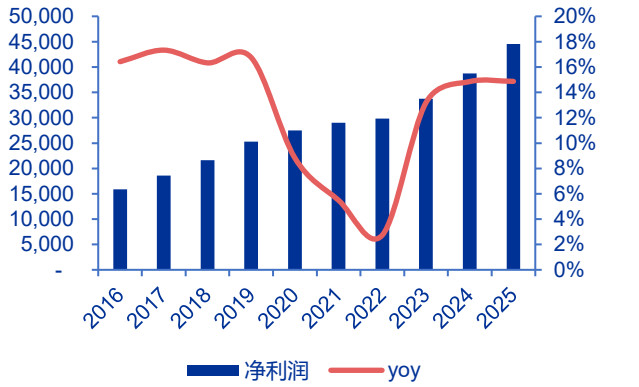
而**美的集团营业总收入**由 2016 年的 1598.42 亿元提升至 **2025 年的 4585.02 亿元（按 25 年底汇率计算，即 655.65 亿美元）**，CAGR 达 12.4%；**按美元同口径下，美的收入体量约为伊莱克斯的 4.6 倍。**业绩端，公司的净利润由 2016 年的 158.62 亿元提升至 **2025 年的 445.2 亿元（按 25 年底汇率计算，即 63.66 亿美元）**，CAGR 为 12.2%，期间美的均保持收入和业绩每年正增长；**按美元同口径下，美的利润体量约为伊莱克斯的 66.7 倍。**

图 38：美的集团收入规模稳步提升（百万元/%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 39：美的集团业绩持续增长（百万元/%）



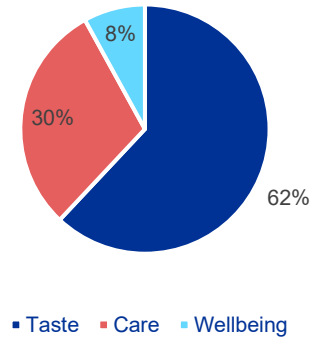
资料来源：Wind，申万宏源研究

业务结构方面，伊莱克斯旗下家电主要分为 **Taste**（包括炊具、炉灶、烤箱、抽油烟机、微波炉、冰箱和冰柜等）、**Care**（包括洗衣机、滚筒式烘干机和洗碗机等）以及 **Wellbeing**（包括吸尘器、空调设备、热水器和小家电等）**三大业务板块。**根据公司年报，2025 年，伊莱克斯 Taste/Care/Wellbeing 三块业务收入占比分别为 62%/30%/8%，公司大家电收入居多。而**美的集团**除了传统家电产品外，**已经实现 ToC 与 ToB 业务并重发展**，根据公司年报，25 年公司的**智能家居**业务收入占比达 65%，仍为公司第一大营收来源；

仅供内部参考，请勿外传！

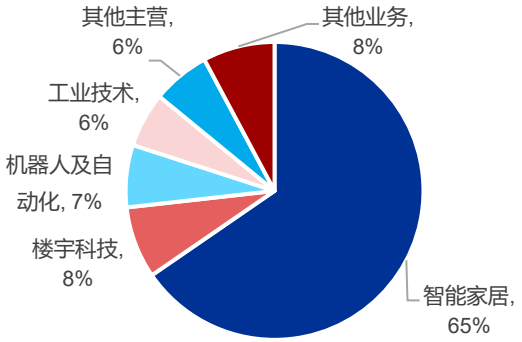
ToB 业务中，**楼宇科技**收入占比 8%，**机器人及自动化**占比 7%，**工业技术**占比 6%，各业务板块发展均衡。

图 40：25 年伊莱克斯分业务收入占比



资料来源：Wind，申万宏源研究

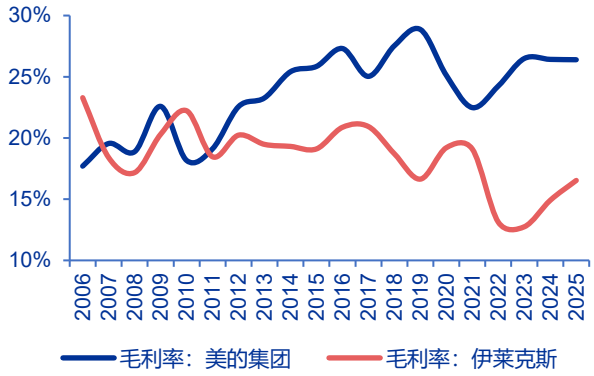
图 41：25 年美的集团分业务收入占比



资料来源：Wind，申万宏源研究

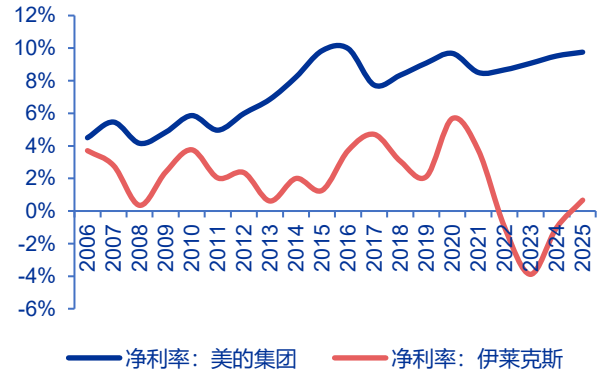
盈利能力方面，从毛利率来看，2006 年，伊莱克斯**毛利率**领先美的 5.6pcts，优势较大；2007-2010 年，美的与伊莱克斯毛利率基本相仿。2011 年起，随着美的内部推行 T+3 精益制造模式，提高运营效率，毛利率逐渐领先；2025 年美的实现毛利率 26.4%，领先伊莱克斯 9.9pcts。**净利率来看**，早期美的、伊莱克斯均为低个位数净利率水平；2011 年起，美的集团的净利率与伊莱克斯逐渐拉开差距；2025 年美的净利率已经高出伊莱克斯 9.1pcts 达 9.8%。

图 42：2011 年后美的毛利率反超伊莱克斯



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 43：美的盈利能力优势日益显著



资料来源：Wind，申万宏源研究

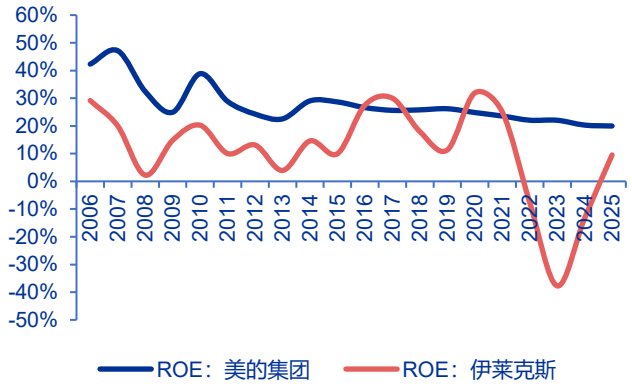
从 ROE 水平来看，2006 年以来，**伊莱克斯**呈现较大大幅波动，早期 ROE 最低水平接近 2%，最高可以超 30%，而 22-24 年公司出现亏损，ROE 有所恶化；25 年业绩扭亏，公司 ROE 水平有所恢复，但整体波动幅度较大。而**美的集团**受益于净利率较高，ROE 整

仅供内部参考，请勿外传！

体高于伊莱克斯。**自 2006 年起，美的 ROE 均保持在 20%以上**，较高且稳定的盈利能力使得美的 ROE 具备更高的稳定性。

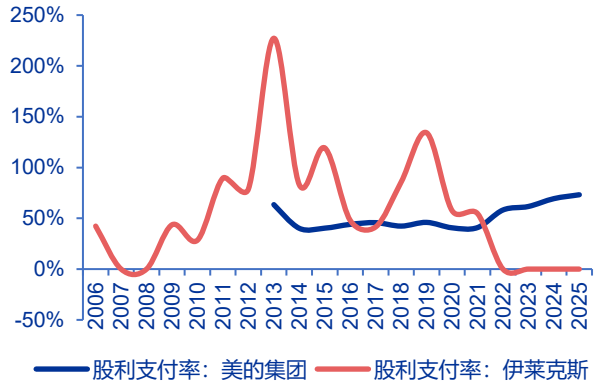
从分红回报来看，伊莱克斯的分红比例会跟随公司的盈利情况进行调整，2022 年以前公司整体保持高双位数的股利支付率，其中 2013 年、2015 年以及 2019 年股利支付率甚至超过 100%；2022 年起公司亏损，公司暂停派息，伊莱克斯的分红回报同样有较大的波动性。而**美的集团**自 2013 年上市起即开始分红，**2014-2021 年公司的股利支付率基本保持在 40-50%的区间**，22 年起公司提高股东回报，22-25 年股利支付率分别提升至 58.2%/61.6%/69.3%/73.2%，分红比例近年来稳步提升。

图 44：美的 ROE 水平稳健，伊莱克斯近年来波动较大



资料来源：Wind，Bloomberg，申万宏源研究

图 45：美的、伊莱克斯分红情况对比



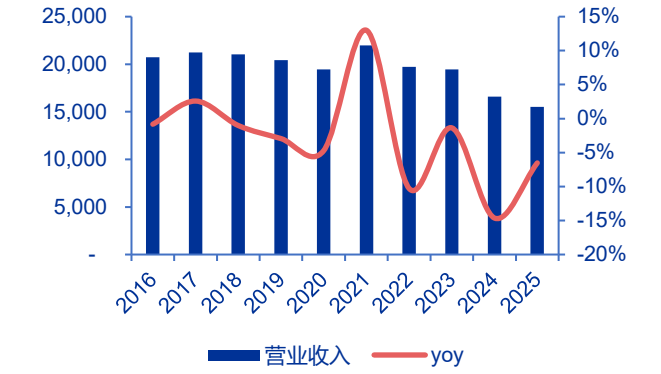
资料来源：Wind，Bloomberg，申万宏源研究

4.3.2 海尔智家 vs 惠而浦

1910 年，世界上第一台电动洗衣机诞生，**次年惠而浦的前身 Upton 机器**公司成立。良好的市场前景以及日渐完善的洗衣机性能，使得深耕于此的 Upton 公司也迅速成长起来，并于 1950 年正式更名为惠而浦。惠而浦总部位于美国密歇根州的奔腾港，产品主要包括冰箱、冰柜、洗衣设备、洗碗机及烹饪用具等。**海尔智家**成立于 1984 年，总部位于中国青岛，主要从事冰箱/冷柜、洗衣机、空调、热水器、厨电、小家电等智能家电产品与智慧家庭场景解决方案的研发、生产和销售。两者均以冰洗产品为核心业务，是全球领先的大型家用电器制造商。

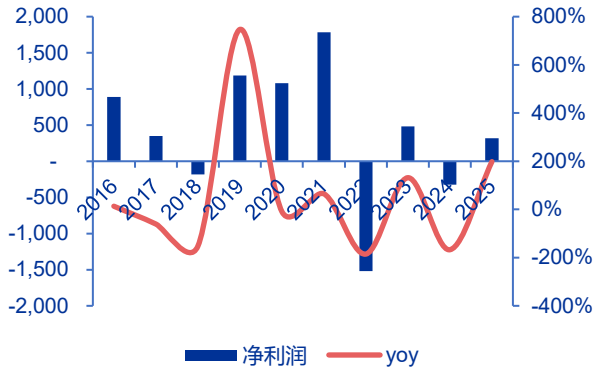
核心收入&业绩方面，近年来，**惠而浦** 2016 年的营收约为 207.18 亿美元，**2025 年为 155.24 亿美元**，期间复合增速为-3.2%，收入规模的萎缩主要受到公司脱表欧洲业务、聚焦美洲市场等因素所致。净利润方面，公司 2016 年实现净利润 8.88 亿美元，22 年、24 年受到业务剥离、减值等多重因素影响业绩出现亏损，2025 年重回盈利，当期实现净利润 3.18 亿美元，公司各年份间净利润波动较大。

图 46：惠而浦近年来收入下滑（百万美元/%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

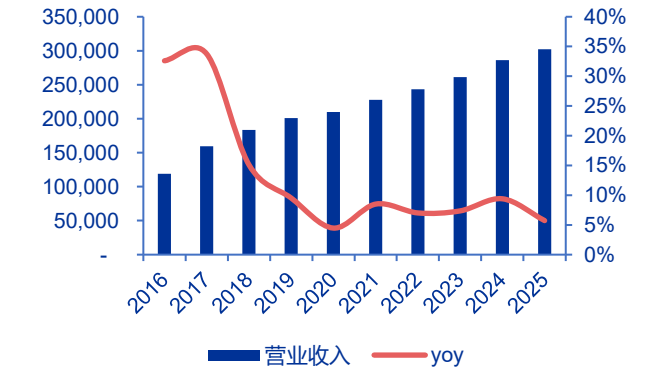
图 47：惠而浦利润波动较大（百万美元/%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

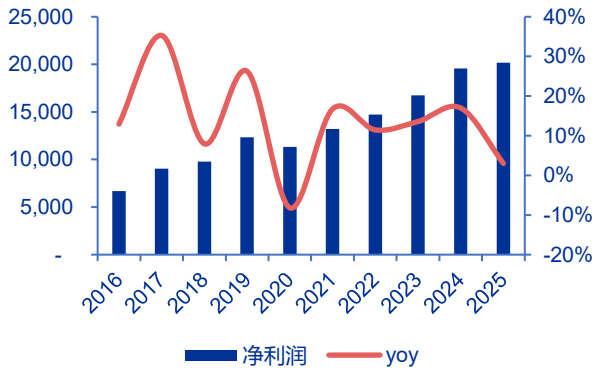
而**海尔智家**收入由 2016 年的 1190.66 亿元提升至 2025 年的 3023.47 亿元，CAGR 达 10.9%；业绩端，海尔净利润由 2016 年的 66.91 亿元提升至 2025 年的 201.63 亿元，CAGR 达 13.0%，收入业绩均保持 10%以上的复合增速，规模增长稳健。以 2025 年末汇率进行换算，同美元口径下，**海尔智家 2025 年的收入体量约为惠而浦的 2.8 倍，净利润规模约为惠而浦的 9.1 倍。**

图 48：海尔收入规模稳步扩张（百万元/%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 49：海尔业绩持续增长（百万元/%）



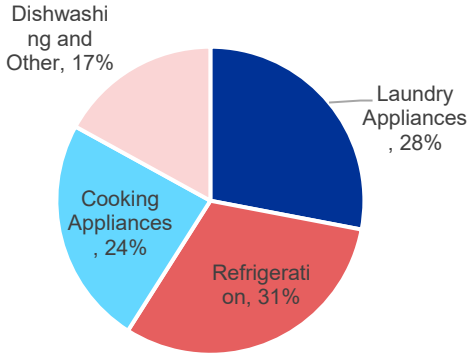
资料来源：Wind，申万宏源研究

业务结构方面，惠而浦业务主要分为 Refrigeration（冰箱和冰柜）、Laundry Appliances（洗衣设备）、Cooking Appliances（烹饪用具）以及 Dishwashing and Other（洗碗机及其他）几大板块。根据公司年报，2025 年惠而浦 Refrigeration/Laundry Appliances/Cooking Appliances/Dishwashing and Other 业务收入占比分别为 31%/28%/24%/17%，冰洗业务合计占比约 60%，为公司最主要营收来源。**海尔智家**同样以冰洗为核心业务，空调、厨电以及水家电等业务均衡发展。根据公司年报，25 年公司的

仅供内部参考，请勿外传！

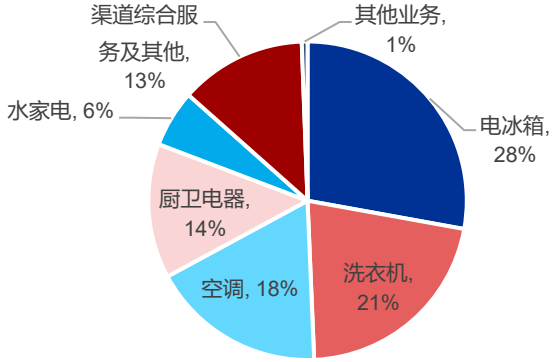
电冰箱/洗衣机业务收入占比达 28%/21%，为公司最主要营收来源；空调业务收入占比 18%，厨卫电器占比 14%，水家电占比 6%，渠道综合服务即其他收入占比为 13%，各业务板块发展均衡。

图 50：25 年惠而浦冰洗占比约 60%



资料来源：Wind，公司年报，申万宏源研究

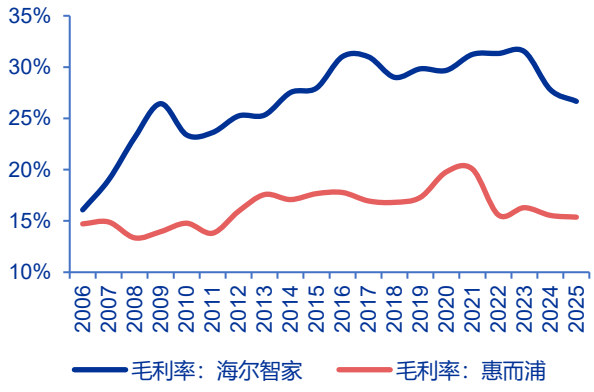
图 51：25 年海尔冰洗贡献近一半收入



资料来源：Wind，申万宏源研究

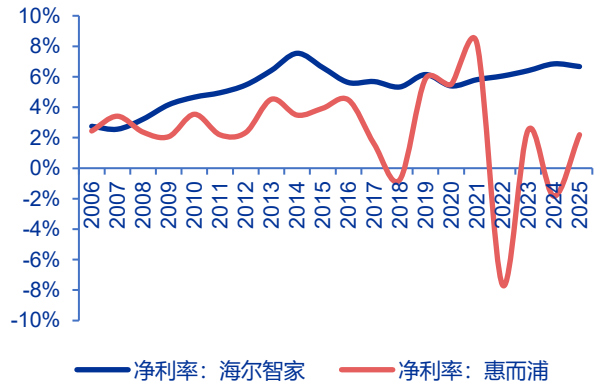
盈利能力方面，从毛利率来看，2006 年惠而浦和海尔智家毛利率相近；2007 年起，海尔毛利率显著提升；2014 年起海尔毛利率基本领先惠而浦约 10pcts。2025 年，惠而浦实现毛利率 15.4%，海尔领先惠而浦 11.3pcts 达 26.7%。**净利率来看**，早期海尔、惠而浦净利率水平基本保持 2-4%，较为接近；2009 年后海尔净利率与惠而浦差距逐步扩大，主要得益于海尔持续践行的高端化、全球化、本土化战略，公司整体运营效率及经营质量持续提升。海尔 2006 年以来每年均实现盈利；2018、2022、2024 年惠而浦出现亏损。根据两家公司年报，2025 年惠而浦净利率为 2.2%，而海尔净利率高出惠而浦 4.5pcts 达 6.7%。

图 52：海尔毛利率提升显著



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 53：海尔净利率水平稳步提高



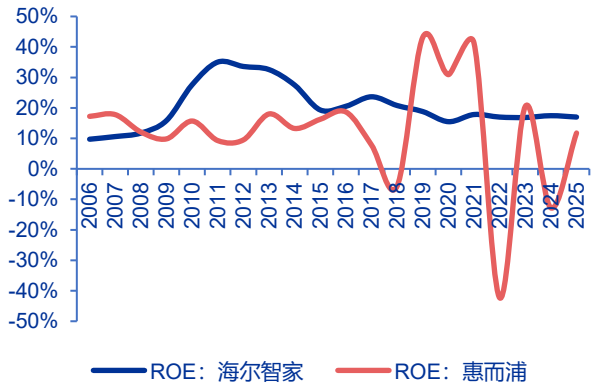
资料来源：Wind，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传！

从 ROE 水平来看，2006 年以来，惠而浦呈现较大大幅波动，早期 ROE 最低水平约 10%，最高可以达到 18%左右，而 18、22、24 年公司均出现亏损，次年业绩均扭亏，公司 ROE 水平有所恢复，但整体波动幅度较大。自 2009 年起，海尔受益于净利率稳步提升，ROE 均保持在 15%以上，稳中向好的盈利能力使得海尔 ROE 具备更高的稳定性。

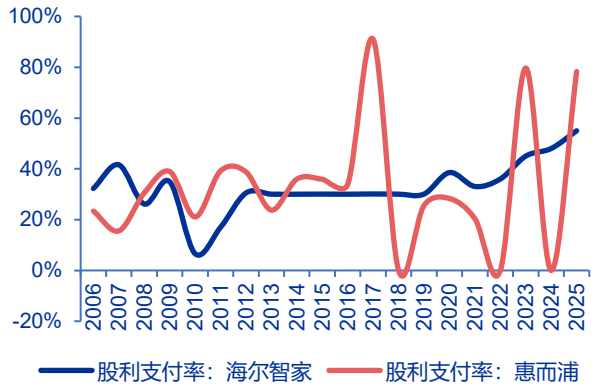
从分红回报来看，惠而浦整体保持较高的分红比例，2006 年以来大部分年份保持 20-40%的股利支付率，2017 年等个别年份受当期利润波动影响，分红比例较高。同时，2018 年、2022 年以及 2024 年，公司当期业绩亏损，但依然进行派息，分红整体保持稳健状态。而海尔智家自 1993 年上市起后次年即开始分红，2012 年前公司的股利支付率波动较大，2013 年起公司股利支付率基本稳定在 30%，2020 年起公司重视股东回报，分红比例稳步提升，22-25 年公司股利支付率分别逐步提升至 36%/45%/48%/55%。

图 54：海尔 ROE 相较惠而浦更为稳健



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 55：海尔与惠而浦分红比例较高



资料来源：Wind，Bloomberg，申万宏源研究

注：2018、2022、2024 年惠而浦均进行分红，但当期利润亏损，未计算当期股利支付率

4.3.3 格力电器 vs 大金工业

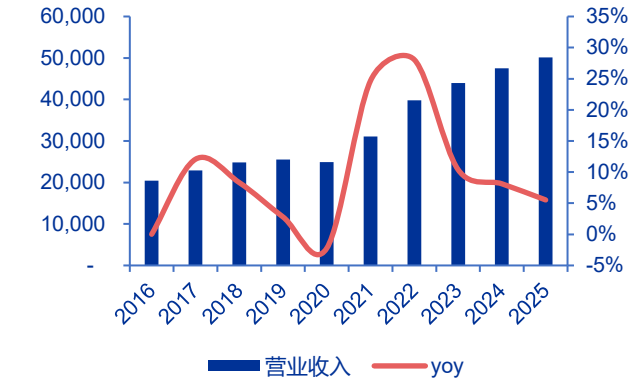
大金工业成立于 1924 年，是一家以空调为主营品类，同时兼跨氟化学、油压机械等多领域，集研发、生产、销售及售后服务于一体的日本跨国企业，具有近百年的深厚历史底蕴。大金工业创立至今，整体营收规模稳步扩张。2025 财年（日本企业财年是指从该年度的 4 月 1 日起至次年 3 月 31 日止，2025 财年即指 2025 年 4 月 1 日至 2026 年 3 月 31 日），公司共计实现营收 50150 亿日元。**格力电器**同样作为空调品类的领军品牌，1996 年即在深交所上市，是一家多元化、科技型的全球工业集团，旗下拥有格力、TOSOT、晶弘、凌达、凯邦、新元等品牌，产业布局覆盖消费和工业两大领域。

核心收入＆业绩方面，近年来，**大金工业** 2016 年的营收约为 20440 亿日元，**2025 年提升至 50150 亿日元（按 25 年底汇率计算，即 319.8 亿美元）**，期间复合增速为 10.5%，整体收入保持稳健增长态势。净利润方面，公司 2016 年实现净利润 1539 亿日元， 2025

仅供内部参考，请勿外传！

年提升至2752亿日元**（按25年底汇率计算，即17.55亿美元）**，期间复合增速为6.7%，公司各年份间净利润略有波动。

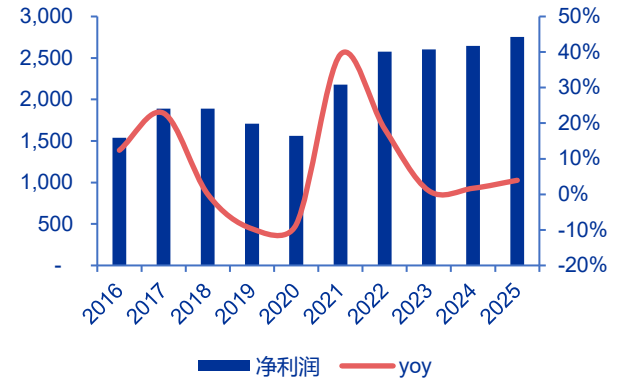
图56：大金收入增长稳健（亿日元/%）



资料来源：Wind，Bloomberg，申万宏源研究

注：日本企业财年口径为当年4月至次年3月，即2025财年为2025年4月-2026年3月

图57：大金利润保持平稳（亿日元/%）

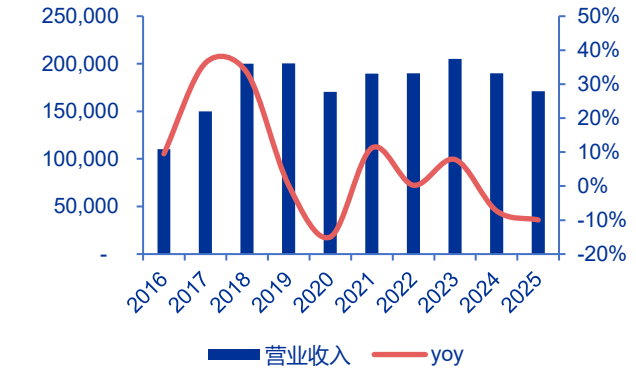


资料来源：Wind，Bloomberg，申万宏源研究

注：日本企业财年口径为当年4月至次年3月，即2025财年为2025年4月-2026年3月

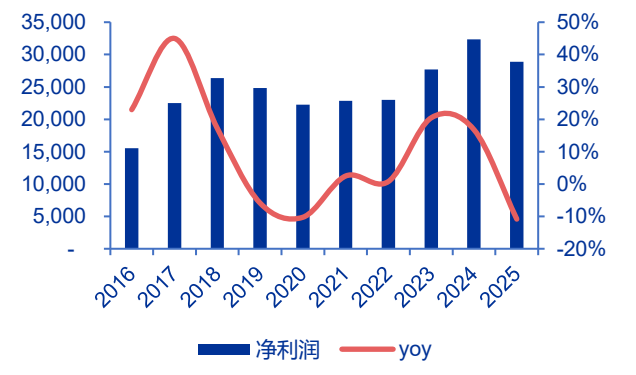
格力电器2016年的营收约为1101亿元，2025年收入规模提升至1711亿元（**按25年底汇率计算，即244.7亿美元）**，期间复合增速为5.0%，整体收入保持稳健增长态势。净利润方面，公司2016年实现净利润155.25亿元，2025年提升至288.63亿元（按25年底汇率计算，即41.27亿美元），期间复合增速为7.1%，公司各年份间净利润略有波动，但整体利润端增速表现好于收入端。以2025年末汇率进行换算，同美元口径下，**大金工业2025年的收入体量约为格力电器的1.3倍，而格力电器的净利润规模约为大金工业的2.4倍**

图58：格力近年来收入增速放缓（百万元/%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图59：格力利润增速表现略好于收入端（百万元/%）

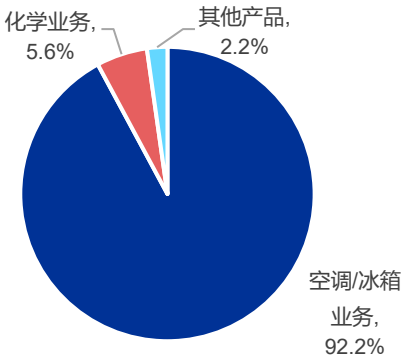


资料来源：Wind，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传！

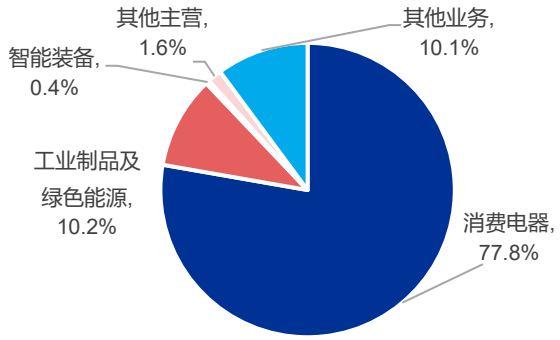
业务结构方面，大金工业业务主要分为**空调/冰箱及化学业务两大板块。**根据公司年报，2025 年大金工业空调/冰箱业务收入占比达 92.2%，为公司最重要的核心收入来源；化学业务收入占比约 5.6%，其他产品收入占 2.2%。**格力电器**同样以空调等**消费电器为核心业务。**根据公司年报，25 年公司的消费电器业务收入占比达 77.8%，为公司最主要营收来源；工业制品及绿色能源业务收入占比 10.2%，智能装备占比 0.4%，其他主营/其他业务占比分别为 1.6%/10.1%。

图 60：25 年大金空调/冰箱业务占比超 90%



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 61：25 年格力消费电器收入占比接近 80%



资料来源：Wind，申万宏源研究

盈利能力方面，从毛利率来看，早期大金工业和格力毛利率差距较大，2006 年大金毛利率领先格力约 16pcts；2012 年开始，格力毛利率进入上行通道，2025 年达 29.8%，同期大金毛利率为 34.6%，差距缩小至 4.7pcts。**净利率来看**，早期 2006 年左右大金净利率领先格力约 2pcts 左右，优势也同样显著；2008 年后格力净利率反超大金，并持续提升。2014 年，格力净利率突破 10%，2017 年突破 15%；而大金净利率水平基本保持在 5-9%，整体盈利能力稳定。2025 年，格力电器实现净利率 16.9%，大金工业 5.5%，格力领先 11.4pcts。

图 62：格力毛利率提升显著，大金保持稳健的高水平毛利率

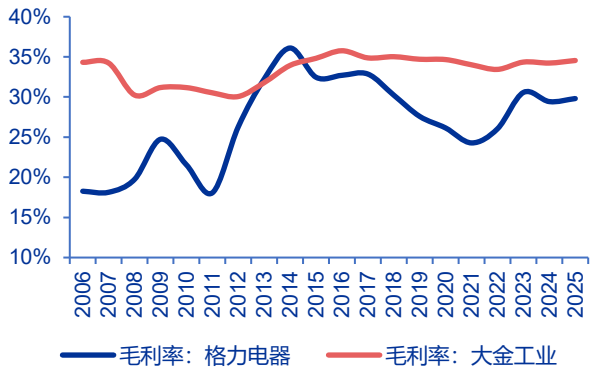
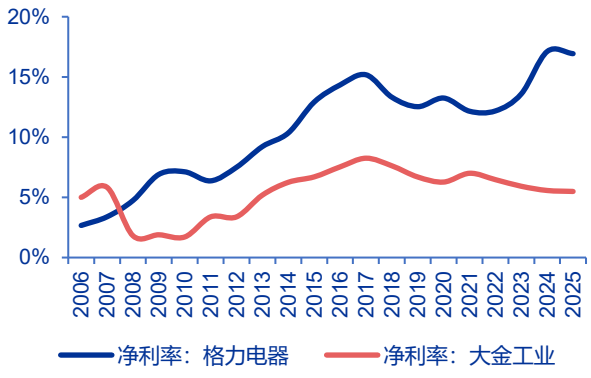


图 63：格力净利率 2008 年即实现对大金的反超并持续提升



仅供内部参考，请勿外传！

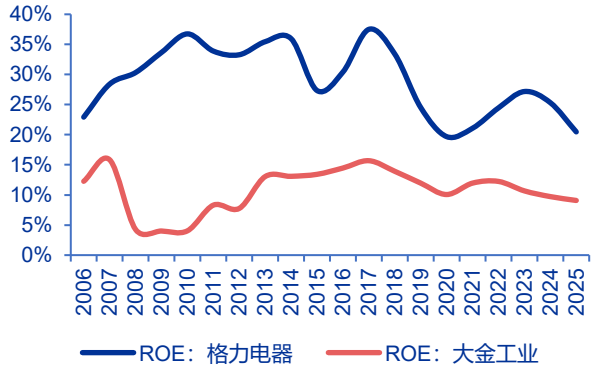
资料来源：Wind，Bloomberg，申万宏源研究

资料来源：Wind，Bloomberg，申万宏源研究

从 ROE 水平来看，2006 年以来，格力电器相较于大金具备更高的优势，主要系净利率领先等优势影响；2018 年之前格力电器 ROE 基本保持在 30%左右，而同期大金 ROE 最高水平为 15.7%。

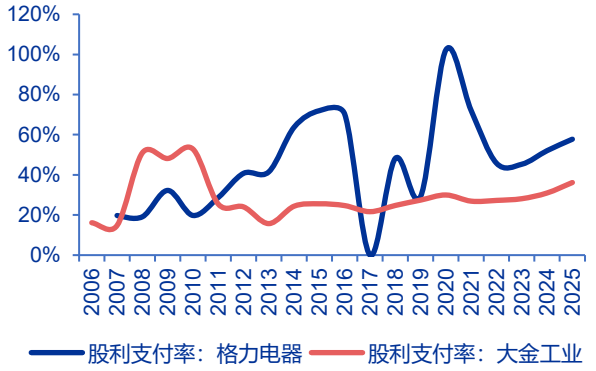
从分红回报来看，大金工业早期分红比例有所波动，2014 年以来公司维持较为稳定的分红比例，大部分年份保持 25%以上的股利支付率，21-25 年公司的股利支付率分别为 26.9%/27.3%/28.1%/31.0%/36.2%，近五年呈现稳步提升态势。而格力电器在 2012 年即实现了 40.8%的分红比例，2015 年提升至 72.0%，2020 年分红比例超 100%。公司重视股东回报，长期保持高水平分红，23-25 年公司股利支付率分别为 45.3%/52.1%/57.8%。

图 64：格力 ROE 优势显著



资料来源：Wind，Bloomberg，申万宏源研究

图 65：格力持续践行高股东回报



资料来源：Wind，Bloomberg，申万宏源研究

5．关键结论与投资分析意见

站在当下时间节点观察，我国刚需家电保有量相较于早期已有了显著提升。分品类看，空调是白电中目前保有量仍尚未触及天花板的品类，仍具有一定成长性，对比日本当前每百户保有量 284.3 台的水平来看，城镇家庭保有量水平也仅有 185.6 台，仍有 40%以上的提升空间。而以冰洗为代表的多数品类保有量已接近饱和。

24 年以来，北京等多地二手房交易活跃度持续提升。在当前保有量水平下，随着二手房交易占比的不断提升及土地供应收缩，未来一段时间内新增需求占比将有望逐步下滑，而换新需求则有望成为白电、厨电等与地产相关性较高的家电品类的主要动力。

随着各大城市“限购、限贷、限售”政策持续松绑，**白电和大厨电板块具有较强的后地产属性**，有望受益于地产政策催化带来估值修复，而白电板块兼具“低估值、高分红”

属性，股价安全边际高和弹性大兼顾。**白电板块持续推荐美的集团、海尔智家、格力电器、海信家电，大厨电推荐老板电器、华帝股份。**

6．风险提示

1、地产数据低迷风险：地产数据低迷一定程度上会影响与地产相关的新房及二手房家电换新需求；

2、原材料价格波动风险：铜、钢、铝等原材料价格波动会对企业端盈利能力造成一定影响；

3、汇率波动风险：汇率波动一定程度会影响企业出口业务及汇兑收益。

表 5：家用电器行业重点公司估值表

板块	代码	名称	评级	6 月 29 日收盘价(元)	归母净利润（百万元）			股本(亿)	每股收益（元/股）			PE		
					2026E	2027E	2028E		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
白电及零部件	000333	美的集团	买入	77.27	48833	53662	57985	76.13	6.41	7.05	7.62	12	11	10
	000651	格力电器	买入	37.92	30495	32905	34627	56.01	5.44	5.87	6.18	7	6	6
	600690	海尔智家	买入	20.42	20564	23000	25309	93.78	2.19	2.45	2.70	9	8	8
	002050	三花智控	增持	41.27	4650	5099	5609	42.08	1.11	1.21	1.33	37	34	31
	000921	海信家电	买入	27.90	3345	3613	3794	13.85	2.42	2.61	2.74	12	11	10
	603112	华翔股份	买入	16.35	708	812	900	5.40	1.31	1.50	1.67	12	11	10
大厨电	002508	老板电器	买入	14.95	1382	1483	1577	9.45	1.46	1.57	1.67	10	10	9
	002035	华帝股份	买入	4.55	356	398	441	8.48	0.42	0.47	0.52	11	10	9

资料来源：Wind，申万宏源研究；除华帝股份采用 wind 一致预期，其余盈利预测均采用申万预测

仅供内部参考，请勿外传！

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，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,并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）　　：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）　　：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）　　：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）　　：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）　　：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）　　：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)　　：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数　　：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。