仅供内部参考，请勿外传！

申万宏源研究 SWS RESEARCH

2026 年 07 月 02 日

穿越周期，全球进击

——2026 下半年家电行业投资策略

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：

- **需求显著改善，估值亟待反弹。**根据产业在线数据，25 年空调累计实现内销量 10521 万台，同比+1.0%，进入 25H2，家空内销增速逐步放缓，基数压力加剧。26Q1 家空实现内销量 2757 万台，同比+0.8%，4 月内销出货 1185 万台，同比-7.1%，1-4 月累计出货 3942 万台，同比-1.7%。厨电板块，国补显著拉动 24-25 年销售，26 年基数压力渐显。根据奥维云网数据，24 年油烟机实现零售额 362 亿元，同比+14.9%；燃气灶零售额 204 亿元，同比+15.7%；25 年烟灶分别实现零售额 349.1/194.5 亿元，同比-3.6%/-4.9%，25 年以旧换新政策延续，但 25Q4 存在一定高基数压力。26Q1 烟灶零售额分别-12.0%/-15.0%，基数压力加剧。

- **板块内估值表现分化，配置性价比凸显。**25Q1 白电板块在海外市场带动下实现业绩高增，前三季度家电及白电板块业绩均稳健增长，Q4 基数压力加剧；美国关税政策反复，同时加大了外部冲击及不确定性。而机器人等主题催化提振零部件板块估值，家电整体板块估值受益提升，子板块间有所分化。25H2 至今，同期换新政策下高基数压力渐显，白电排产走弱，白电板块估值回落。目前估值处于近年底部，板块配置性价比凸显。截至 2026Q1，公募基金重仓总市值 35838 亿元，家电股重仓占比 1.91%，家电板块配置环比连续 6 个季度回落。其中，主动基金白电标的超配 0.29%，小家电低配 0.08%，零部件低配 0.11%，照明低配 0.03%；白电板块配置比例领先，零部件、小家电均为低配。

- **投资要点：三大投资主线：**

- **【红利】**白黑电领先企业兼具“低估值、高分红、稳增长”属性，股价安全边际高和弹性大兼顾。内销方面，25 年以旧换新政策落地效果持续超预期，26 年仍有望保持稳定。出口方面，头部大家电企业均在全球多地布局生产基地，良好应对关税变化等国际贸易波动，同时，东南亚、南美、中东非等多个新兴市场长期需求向好，有望拉动家电长期增量空间。我们看好白黑电领先企业当前处于价值底，持续推荐三大白“**美的、海尔、格力**”+两**海信“视像、家电”**的组合。

- **【科技】**泛科技型家电企业在深耕主业的同时，积极向机器人、数据中心液冷、半导体等新兴科技领域迁移，寻求跨行业转型发展。推荐：**华之杰**：激励目标高举高打，液冷+无人机+机器人等新业务即将放量；**民爆光电**：收购厦芝精密，切入 PCB 钻针高景气赛道；**绿联科技**：消费电子出海新势力，AI+NAS 空间大有可为；**安孚科技**：电池主业现金流稳健，外延并购及投资开拓半导体第二主业；**影石创新**：Luna 首发表现亮眼，看好公司在消费级智能影像设备市场表现提振业绩；

- **【出海】**以清洁电器为代表的家电新消费品类渗透率持续提升，成长空间广阔。推荐海外需求回暖，内销新品持续高景气的扫地机双子星“**科沃斯、石头科技**”。推荐小家电出口大客户开拓顺利，EPS 电机量产贡献成长的**德昌股份**；推荐大客户订单突破带动收入放量，盈利能力打开修复空间的**欧圣电气。**

- **风险提示：**汇率波动风险；原材料价格波动风险。

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

需求显著改善，估值亟待反弹。白电板块，根据产业在线数据，25 年空调累计实现内销量 10521 万台，同比+1.0%，进入 25H2，家空内销增速逐步放缓，基数压力加剧。26Q1 家空实现内销量 2757 万台，同比+0.8%，4 月内销出货 1185 万台，同比-7.1%，1-4 月累计出货 3942 万台，同比-1.7%。26Q1 家空实现出口量 2969 万台，同比-5.8%，4 月外销出货 864 万台，同比-12.0%，1-4 月累计出货达 3833 万台，同比-7.3%，在 25 年同期高基数上，出口承压。**厨电板块，**国补显著拉动 24-25 年销售，26 年基数压力渐显。根据奥维云网数据，24 年油烟机实现零售额 362 亿元，同比+14.9%；燃气灶零售额 204 亿元，同比+15.7%；25 年烟灶分别实现零售额 349.1/194.5 亿元，同比-3.6%/-4.9%，25 年以旧换新政策延续，但 25Q4 存在一定高基数压力。26Q1 烟灶零售额分别-12.0%/-15.0%，基数压力加剧。

板块内估值表现分化，配置性价比凸显。25Q1 白电板块在海外市场带动下实现业绩高增，前三季度家电及白电板块业绩均稳健增长，Q4 基数压力加剧；美国关税政策反复，同时加大了外部冲击及不确定性。而机器人等主题催化提振零部件板块估值，家电整体板块估值受益提升，子板块间有所分化。25H2 至今，同期换新政策下高基数压力渐显，白电排产走弱，白电板块估值回落。目前估值处于近年底部，板块配置性价比凸显。

原因与逻辑

三大投资主线：

【红利】白黑电领先企业兼具“低估值、高分红、稳增长”属性，股价安全边际高和弹性大兼顾。内销方面，25 年以旧换新政策落地效果持续超预期，26 年仍有望保持稳定。出口方面，头部大家电企业均在全球多地布局生产基地，良好应对关税变化等国际贸易波动，同时，东南亚、南美、中东非等多个新兴市场长期需求向好，有望拉动家电长期增量空间。

【科技】泛科技型家电企业在深耕主业的同时，积极向机器人、数据中心液冷、半导体等新兴科技领域迁移，寻求跨行业转型发展。

【出海】以清洁电器为代表的家电新消费品类渗透率持续提升，成长空间广阔。

有别于大众的认识

市场担忧海外通胀压力下，需求不振叠加国内地产低迷致行业基本面承压，我们认为行业短期景气度低迷已经反应在当前估值里，白电板块估值处于近年底部，随着地产刺激政策落地、内需景气度有望环比改善。同时以清洁电器为代表的家电新消费品类在海外渗透率持续提升，成长空间广阔。

仅供内部参考，请勿外传！

目录

1. 板块回顾：需求显著改善，估值亟待反弹 8
1.1 白电板块：26Q1 内销稳健，基数压力拖累外销表现 8
1.2 厨电板块：以旧换新基数压力渐显，品类间表现分化 10
1.3 行情回顾：子板块估值表现分化，具备较高配置性价比 12
1.4 机构持仓：Q1 板块配置热度回落，主动基金布局多子板块 13
2. 趋势研判：内有政策，外有新兴市场，2026 景气共振 14
2.1 地产：26Q1 二手房成交下滑，新开工/竣工数据仍承压 14
2.2 消费刺激：以旧换新成效显著，多品类零售高增 17
2.3 出口需求：26Q1 景气度回升，多品类表现稳健 19
2.4 出口成本：集运指数 3 月以来持续上行，汇率持续回落 22
2.5 大宗价格：铜价年初以来高位震荡，铝钢价格均有上行 22
3．板块推荐：红利、科技及出海值得重点关注 24
3.1 白电板块：高基数拖累 25Q4 内销表现，26Q1 重回增长 24
3.2 厨电板块：26Q1 烟灶基数压力延续，洗碗机线上零售亮眼 26
3.3 清洁小电：国补后周期基数压力显现，头部效应增强 27
3.4 个护小电：高基数压力+新品类渗透率遇瓶颈，个护小电增长承压29
3.5 26 年行业持续承压，高端技术路径销量快速增长 30
3.6 两轮车：内销承压但头部企业占优，外销受益油改电政策推动 . 31
3.7 家电不同产品生命周期驱动因素不同 32
3.8 家电企业转型，多点开花 33
4．金股推荐 34
4.1 白电 34
4.2 科技零部件 38
4.3 小家电 43
5．风险提示 47

仅供内部参考，请勿外传！

图表目录

图 1：4 月空调内销出货同比下滑（万台/%）.....8
图 2：空调 4 月外销降幅扩大（万台/%）.....8
图 3：空调总销量 CR3 同比有所提升（%）.....9
图 4：2026 年 3 月空调渠道库存环比增长（万台）.....9
图 5：开年以来线下家空销售韧性凸显（万台/%）.....9
图 6：26 年以来空调双线零售均双位数下滑（亿元/%）.....9
图 7：26 年开年家空线上均价坚挺，线下有所松动（元/%）.....9
图 8：26 年以来洗衣机外销高景气延续（万台/%）.....10
图 9：4 月冰箱内外销环比改善（万台/%）.....10
图 10：国补退坡后，烟灶品类销售下滑（亿元/%）.....11
图 11：集成灶销售仍承压（亿元/%）.....11
图 12：洗碗机销售略有下滑（亿元/%）.....11
图 13：白电板块估值回落，高配置性价比凸显.....12
图 14：机器人等主题催化提振 25 年板块估值，26 年以来上下游压力并存.....12
图 15：26Q1 家电板块配置环比下降，公募超配（%）.....13
图 16：26Q1 白电板块配置降低（%）.....13
图 17：26Q1 零部件板块低配（%）.....13
图 18：25Q4 商品房住宅现期房销售均回落（万平方米/%）.....14
图 19：26Q1 住宅新开工、竣工仍承压（万平方米/%）.....14
图 20：26Q1 多地二手房成交降幅环比收窄（万平方米/%）.....14
图 21：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（%）.....15
图 22：24 年全国家电以旧换新日均拉动消费金额超 20 亿元.....17
图 23：25 年 Q2 末以旧换新日均拉动购买量创新高（万台）.....18
图 24：高基数压力渐显，线上品类表现分化.....18
图 25：26 年 1-4 月大厨电线下销售承压，彩电回暖.....18
图 26：26Q1 家电出口景气度回升.....19
图 27：26Q1 空调出口降幅收窄，冰洗增长稳健.....19

仅供内部参考，请勿外传！

图 28：三大白电各地区出口额增速情况（%）.....20
图 29：FBX 运价指数 3 月以来持续上行.....22
图 30：美元兑人民币汇率近期持续回落.....22
图 31：铜价 25H2 再度冲高，26 年以来高位震荡（元/吨）.....23
图 32：铝钢价格均有上行（元/吨）.....23
图 33：空调出货具有周期性，25Q4 承压，26Q1 环比改善.....24
图 34：白电板块估值仍处于 2012 年以来中枢以下.....24
图 35：2019-2025 年中央空调市场规模及增速（亿元/%）.....25
图 36：油烟机 26Q1 双线零售双位数下滑（万台/%）.....26
图 37：26Q1 洗碗机线上双位数增长（亿元/%）.....26
图 38：26 年开年来洗碗机均价有所下滑（元/%）.....26
图 39：扫地机 22-23 年内销进入平台期，24 年快速增长.....27
图 40：扫地机以价换量带来明显效果.....27
图 41：洗地机 25Q4 以来基数压力下增速转负.....28
图 42：25 年以来扫地机行业头部效应增强（销额份额）.....28
图 43：剃须刀、电吹风销量增长有所承压.....29
图 44：剃须刀均价持续提升.....29
图 45：飞科品牌回归核心价格带推新.....29
图 46：智能投影市场分技术销量结构.....30
图 47：25Q3 变焦、4K 路径投影产品份额同比快速提升.....30
图 48：国内电动两轮车产量同比变化趋势.....31
图 49：2025 年电动两轮车内销量份额.....31
图 50：家电品类对应不同的产品生命周期.....33
图 51：在 T+3 的基础上实现 C2M 全价值链拉通.....34
图 52：美的品牌矩阵初步成型.....34
图 53：2025 年卡萨帝高端市场份额持续引领.....35
图 54：公司治理及管理效率提升带动盈利能力持续向好.....35
图 55：2023 年以来格力/美的空调内销出货份额均有所回落.....36
图 56：公司维持稳健高分红水平.....36
图 57：海信日立 2011 年以来规模稳健（亿元/%）.....37

仅供内部参考，请勿外传！

图 58：近年来空冰洗主营业务毛利率水平不断修复 37
图 59：国内彩电大屏化趋势显著，75 寸+份额快速增长（%） 37
图 60：海信视像海外收入稳健增长（亿元/%） 37
图 61：厦芝精密 PCB 钻针产品 38
图 62：PCB 结构示意图 38
图 63：全球 PCB 钻针竞争格局（2020 年） 39
图 64：南孚电池收入稳健增长（亿元/%） 40
图 65：公司净利率保持在 20%上下 40
图 66：公司业务板块收入占比 40
图 67：公司净利率水平持续提升 40
图 68：线上 NAS 销售额份额绿联快速提升 41
图 69：公司在 kickstarter 平台上开启新一代 AI NAS 产品众筹 41
图 70：美国私人住宅投资和电动工具进口额有正向联系 42
图 71：新能源车渗透率持续提升提振智能化部件需求 42
图 72：石头科技扫地机内销线上市占率快速提升 43
图 73：石头科技在欧洲搜索声量领先 43
图 74：科沃斯 2025 年内国内市场份额提升 44
图 75：科沃斯在割草机器人等领域布局早、收入转化速度快 44
图 76：公司品牌授权与 ODM 业务占比稳定 45
图 77：公司护理机器人已实现小批量出货 45
图 78：公司 EPS 电机业务快速贡献收入 46

表 1：年初至今全国各省市公积金政策 16
表 2：海尔智家海外工厂布局情况 20
表 3：美的集团海外工厂布局情况 21
表 4：近期空调涨价情况梳理 23
表 5：2025 年中央空调市场品牌销售情况 25
表 6：25 年电动自行车新国标变化 31
表 7：东南亚各地区两轮车相关政策 32
表 8：家电企业加速转型 33

仅供内部参考，请勿外传！

表 9：各品牌 NAS 产品对比 41
表 10：德昌股份汽车电机订单统计 46
表 11：家用电器行业重点公司估值表 48

仅供内部参考，请勿外传！

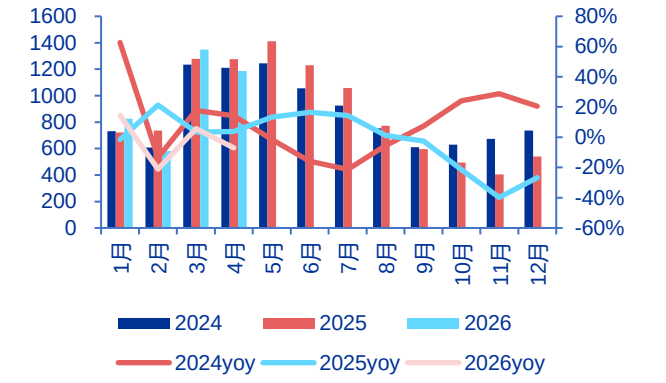
1. 板块回顾：需求显著改善，估值亟待反弹

1.1 白电板块：26Q1 内销稳健，基数压力拖累外销表现

内销：内销：26Q1 同比微增，整体表现稳健。根据产业在线数据，25 年空调累计实现内销量 10521 万台，同比+1.0%，进入 25H2，家空内销增速逐步放缓，基数压力加剧。26Q1 家空实现内销量 2757 万台，同比+0.8%，4 月内销出货 1185 万台，同比-7.1%，1-4 月累计出货 3942 万台，同比-1.7%。

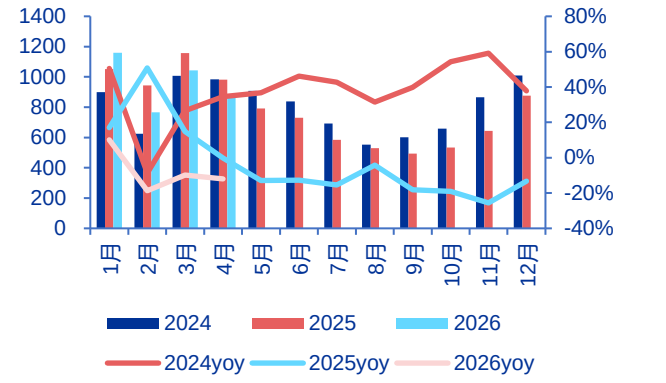
外销：基数压力下，开年出口略有承压。根据产业在线数据，25 年家空累计实现外销量 9318 万台，同比-3.3%，年内呈现前高后低走势，降幅逐季扩大，我们预计出口主要受到中美此前互加关税及去年同期高基数等因素影响。26Q1 家空实现出口量 2969 万台，同比-5.8%，4 月外销出货 864 万台，同比-12.0%，1-4 月累计出货达 3833 万台，同比-7.3%，在 25 年同期高基数上，出口承压。

图 1：4 月空调内销出货同比下滑（万台/%）



资料来源：产业在线空调数据，申万宏源研究

图 2：空调 4 月外销降幅扩大（万台/%）



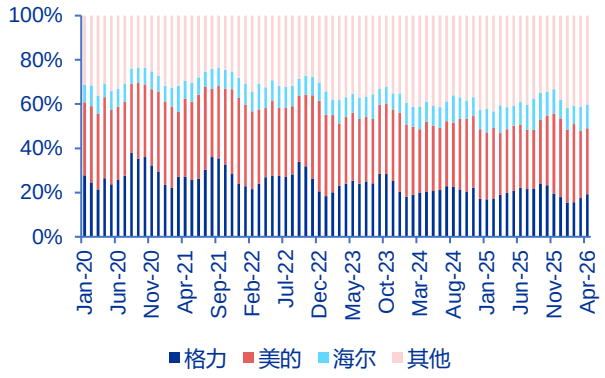
资料来源：产业在线空调数据，申万宏源研究

格局：CR3 同比有所提升，二三线整体份额回落。根据产业在线数据，2025 年累计来看，空调出货端 CR3 达 60.4%，同比持平，其中格力/美的市占率分别为 20.1%/29.9%，同比-0.3/-0.7pct，海尔市占率为 10.4%，同比+1.0pct。26 年 4 月，格力/美的/海尔市占率分别为 19.3%/29.8%/10.7%，同比-0.6/ +1.0/+0.8pct， CR3 达 59.8%，同比+1.2pcts，环比+1.0pct。

库存：渠道库存环比有所上行。截至 2026 年 3 月，空调累计库存 6901 万台，其中渠道库存 5460 万台，环比 2 月增长 473 万台，家空渠道库存自 25 年 5 月达到年内峰值后持续下行，12 月起再度开启上行。目前，家空渠道库存仍处于 15 年至今中枢水平以上，3 月渠道库存/销量比提升至 54%，已显著高于 15 年至今的中枢水平（37%）。

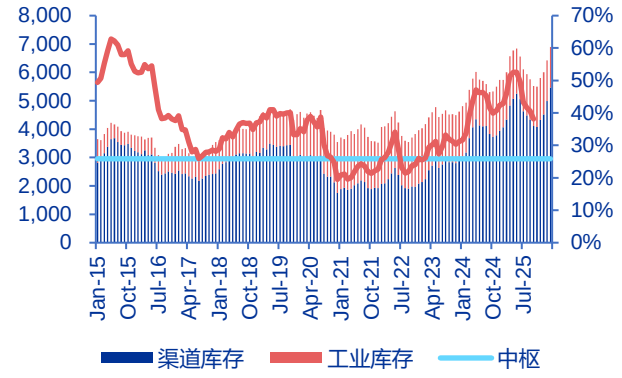
仅供内部参考，请勿外传！

图 3：空调总销量 CR3 同比有所提升（%）



资料来源：产业在线空调数据，申万宏源研究

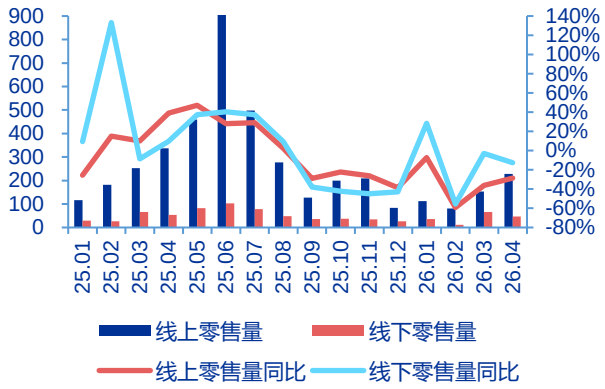
图 4：2026 年 3 月空调渠道库存环比增长（万台）



资料来源：产业在线空调数据，申万宏源研究

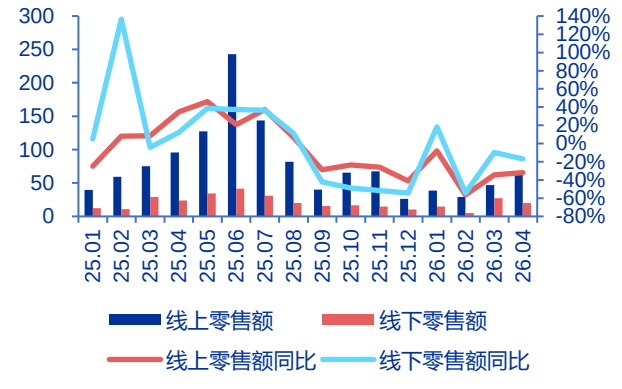
空调：25 年线上销售亮眼，基数压力下 26 年开年来双线零售下滑。总量方面，根据奥维云网数据，25 年空调线下累计零售量同比-0.8%，线上同比+10.0%，Q1/Q2/Q3/Q4 线下同比+10.5%/+31.1%/+2.1%/-22.7%，线上同比+1.3%/+34.8%/+7.9%/-8.8%，25Q4 双线销售均承压，拖累全年表现。26 年 Q1 线下零售量同比-5.0%，线上同比-37.3%；4 月单月线下零售量同比-12.7%，线上同比-28.6%，线下零售韧性凸显，双线表现有所分化。**均价方面，**“以旧换新”政策落地后，国家对于空冰洗等多品类的换新实行大力补贴，一定程度上促进消费产品结构升级，带动均价提升。25 年以来，空调线上同比略有回落，线下较为坚挺；进入 Q3，线上均价同比上涨，线下售价月度间略有波动。26 年以来行业竞争加剧，4 月空调线下市场均价同比-4.9%至 4195 元，线上均价同比-4.9%至 2505 元。

图 5：开年以来线下家空销售韧性凸显（万台/%）



资料来源：奥维云网空调数据，申万宏源研究

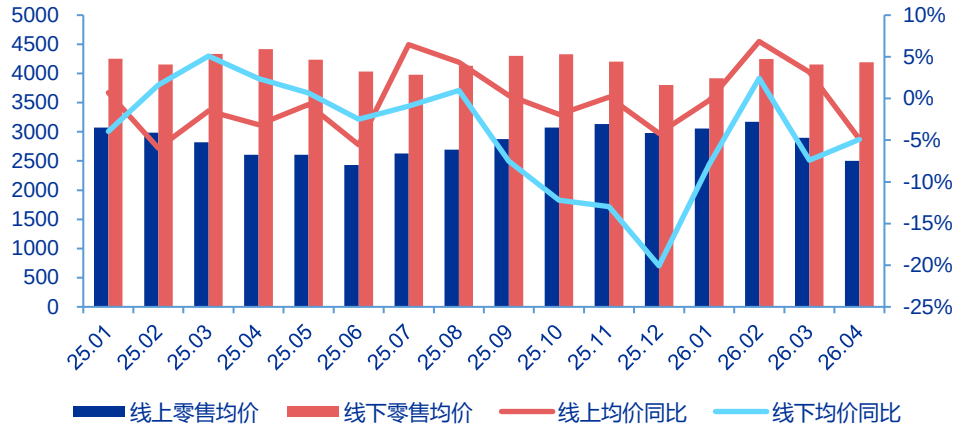
图 6：26 年以来空调双线零售均双位数下滑（亿元/%）



资料来源：奥维云网空调数据，申万宏源研究

图 7：26 年开年家空线上均价坚挺，线下有所松动（元/%）

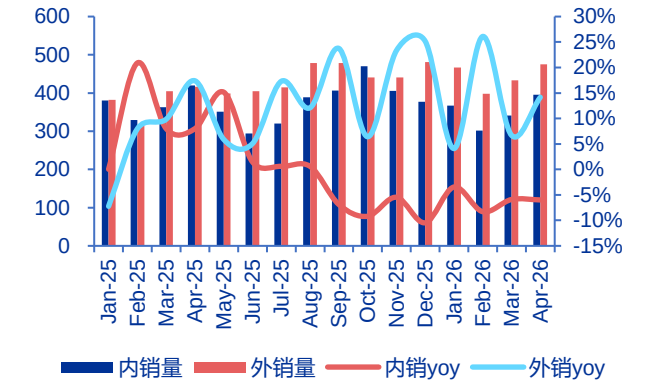
仅供内部参考，请勿外传！



资料来源：奥维云网空调数据，申万宏源研究

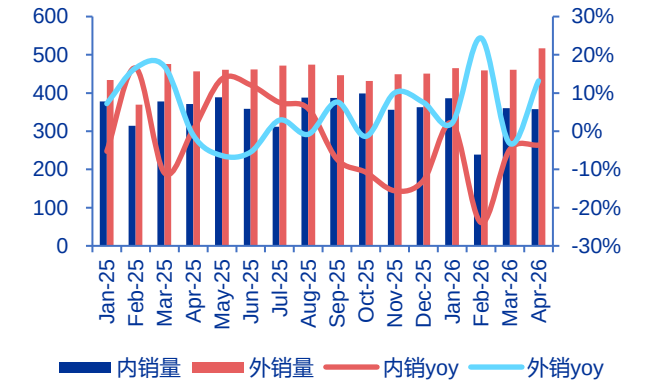
洗衣机：26Q1 内销个位数下滑，外销景气延续。根据产业在线数据，25 年洗衣机分别实现累计内/外销量 4506/5056 万台，同比分别+0.6%/+12.8%。26Q1 洗衣机实现累计内/外销量 1011/1297 万台，同比分别-5.8%/+17.6%，4 月内外销分别-6.0%/+14.2%，基数压力下内销呈现下滑，外销维持双位数增长，高景气延续。**冰箱：4 月内销降幅收窄，出口环比提速。**根据产业在线数据，25 年冰箱分别实现累计内/外销量 4393/5384 万台，同比分别-2.0%/+3.8%。26Q1 冰箱实现累计内/外销量 985/1386 万台，同比分别-7.9%/+8.3%，4 月内外销分别-3.6%/+13.2%，4 月内销降幅显著收窄，外销环比提速。

图 8：26 年以来洗衣机外销高景气延续（万台/%）



资料来源：产业在线洗衣机数据，申万宏源研究

图 9：4 月冰箱内外销环比改善（万台/%）



资料来源：产业在线冰箱数据，申万宏源研究

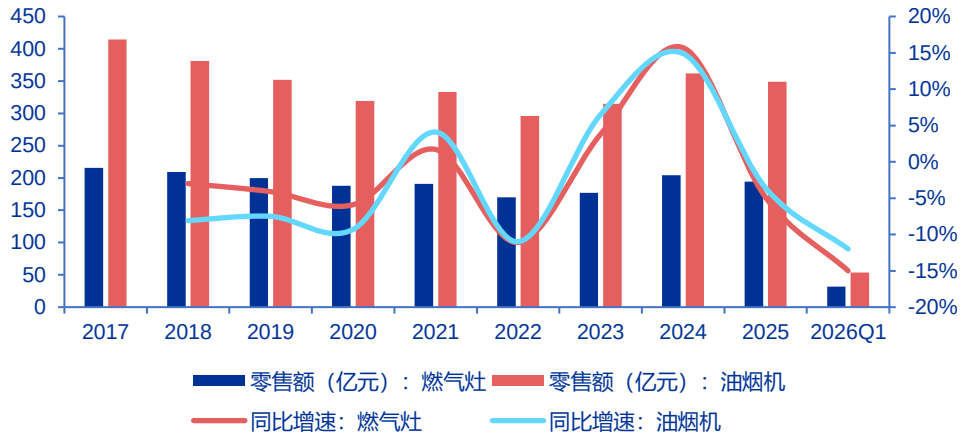
1.2 厨电板块：以旧换新基数压力渐显，品类间表现分化

传统厨电：国补显著拉动 24-25 年销售，26 年基数压力渐显。根据奥维云网数据，24 年油烟机实现零售额 362 亿元，同比+14.9%；燃气灶零售额 204 亿元，同比+15.7%；25

仅供内部参考，请勿外传！

年烟灶分别实现零售额 349.1/194.5 亿元，同比-3.6%/-4.9%，25 年以旧换新政策延续，但 25Q4 存在一定高基数压力。26Q1 烟灶零售额分别-12.0%/-15.0%，基数压力加剧。

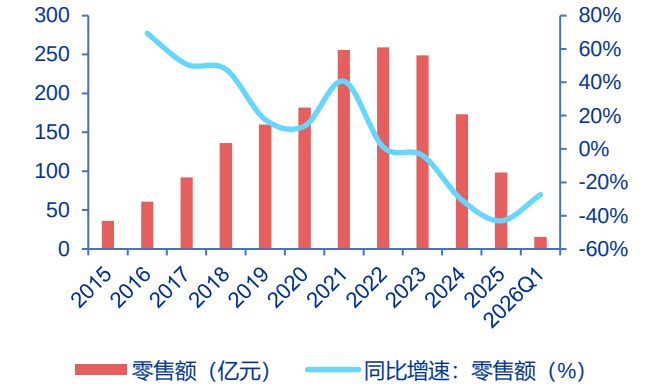
图 10：国补退坡后，烟灶品类销售下滑（亿元/%）



资料来源：奥维云网厨电数据，申万宏源研究

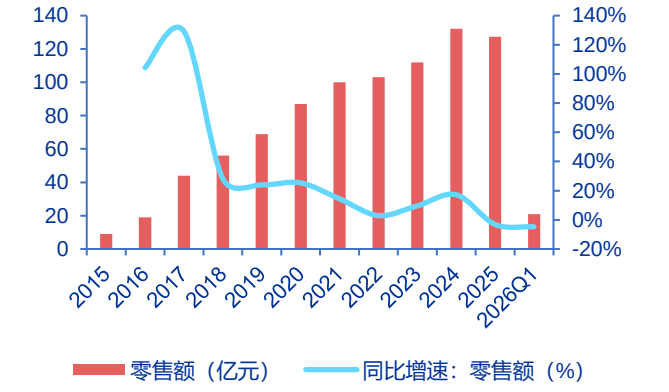
新兴厨电：品类表现分化，集成灶仍承压，洗碗机小幅下滑。根据奥维云网数据，24 年集成灶实现零售额 173 亿元，同比-30.6%，仍有承压；洗碗机实现零售量 229 万台，同比+18.0%，零售额 132 亿元，同比+17.2%。25 年集成灶实现零售额 98.2 亿元，同比-43.1%；洗碗机实现零售额 127.3 亿元，同比-3.2%；26Q1 集成灶/洗碗机同比-27.4%/-4.8%，品类间表现分化。

图 11：集成灶销售仍承压（亿元/%）



资料来源：奥维云网厨电数据，申万宏源研究

图 12：洗碗机销售略有下滑（亿元/%）



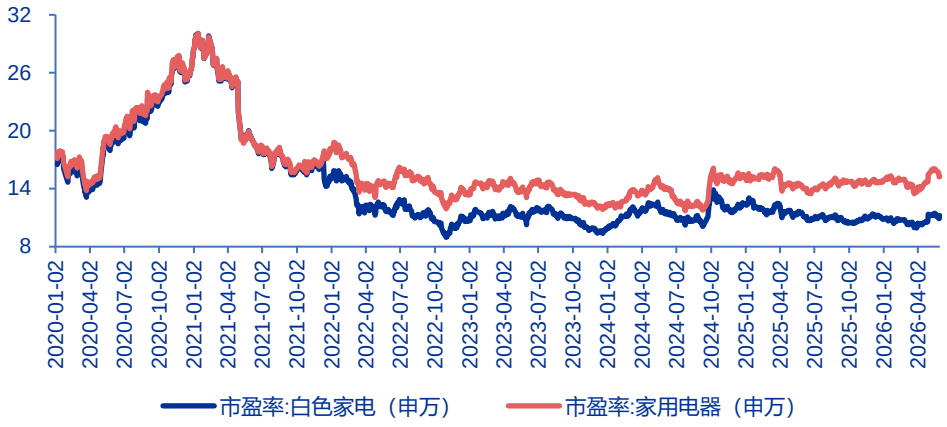
资料来源：奥维云网厨电数据，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传！

1.3 行情回顾：子板块估值表现分化，具备较高配置性价比

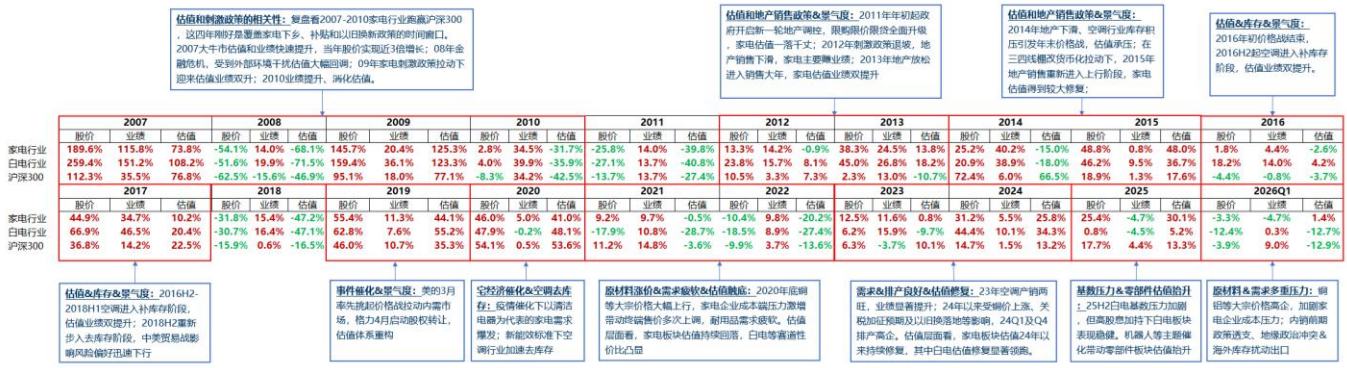
板块内估值表现分化，配置性价比凸显。25Q1 白电板块在海外市场带动下实现业绩高增，前三季度家电及白电板块业绩均稳健增长，Q4 基数压力加剧；美国关税政策反复，同时加大了外部冲击及不确定性。而机器人等主题催化提振零部件板块估值，家电整体板块估值受益提升，子板块间有所分化。25H2 至今，同期换新政策下高基数压力渐显，白电排产走弱，白电板块估值回落。目前估值处于近年底部，板块配置性价比凸显。

图 13：白电板块估值回落，高配置性价比凸显



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 14：机器人等主题催化提振 25 年板块估值，26 年以来上下游压力并存



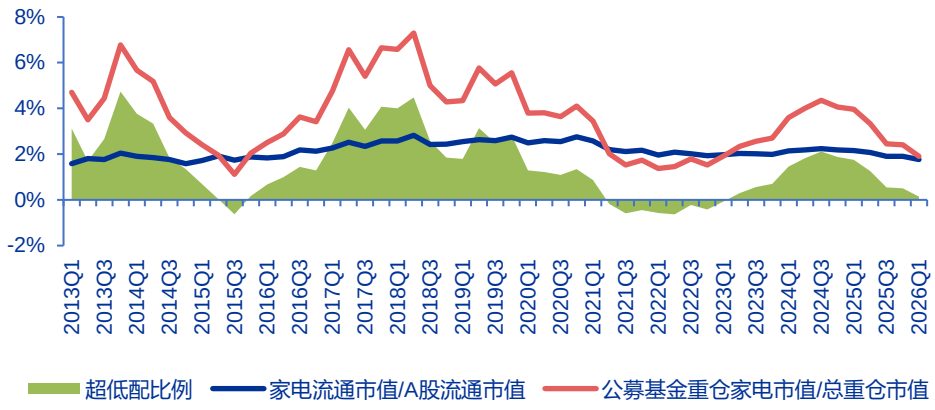
资料来源：Wind，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传！

1.4 机构持仓：Q1 板块配置热度回落，主动基金布局多子板块

26Q1 板块配置回落，白电板块仍超配。截至 2026Q1，公募基金重仓总市值 35838 亿元，家电股重仓占比 1.91%，家电板块配置环比连续 6 个季度回落。其中，主动基金白电标的超配 0.29%，小家电低配 0.08%，零部件低配 0.11%，照明低配 0.03%；白电板块配置比例领先，零部件、小家电均为低配。

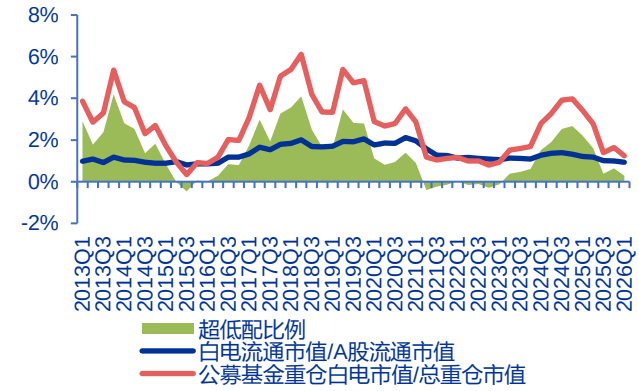
图 15：26Q1 家电板块配置环比下降，公募超配（%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：细分板块只考虑主动基金重仓情况

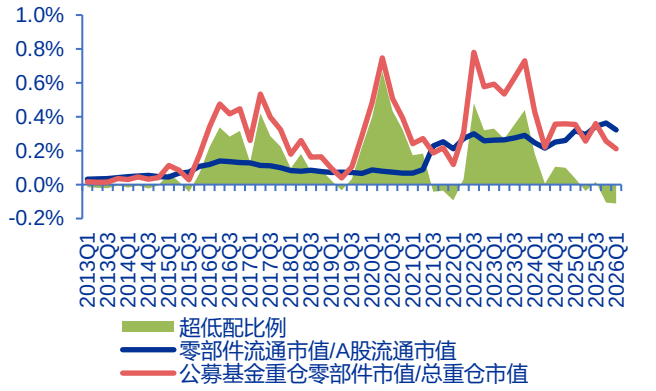
图 16：26Q1 白电板块配置降低（%）



资料来源：Wind、申万宏源研究

注：细分板块只考虑主动基金重仓情况

图 17：26Q1 零部件板块低配（%）



资料来源：Wind、申万宏源研究

注：细分板块只考虑主动基金重仓情况

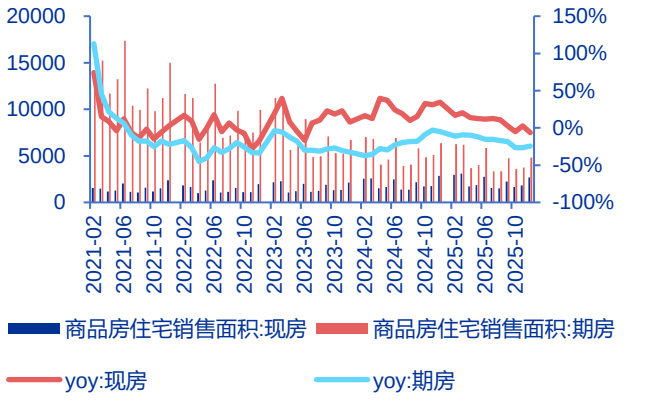
仅供内部参考，请勿外传！

2. 趋势研判：内有政策，外有新兴市场，2026 景气共振

2.1 地产：26Q1 二手房成交下滑，新开工/竣工数据仍承压

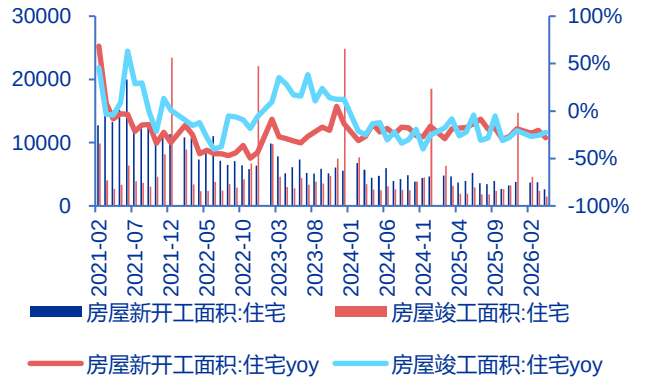
26Q1 住宅新开工、竣工数据仍低迷。25 年住宅新开工面积同比-20%，竣工面积同比-20%，26Q1 住宅新开工/竣工面积同比分别-22%/-27%，整体数据仍偏低迷。**现房销售增速回落，26 年伊始北深广二手房交易下滑。**25Q4 住宅现房销售面积同比-3%，增速转负；期房销售面积同比-26%，环比降幅有所扩大。25 年深圳二手房累计成交实现同比+6.2%，北京同比+0.5%，广州同比+6.5%，Q4 三地同比均双位数下滑，成交数据环比回落；26Q1 深圳/北京/广州二手房成交面积同比-13%/-4%/-11%，同比均有所下滑。

图 18：25Q4 商品房住宅现期房销售均回落（万平方米/%）



资料来源：Wind、申万宏源研究

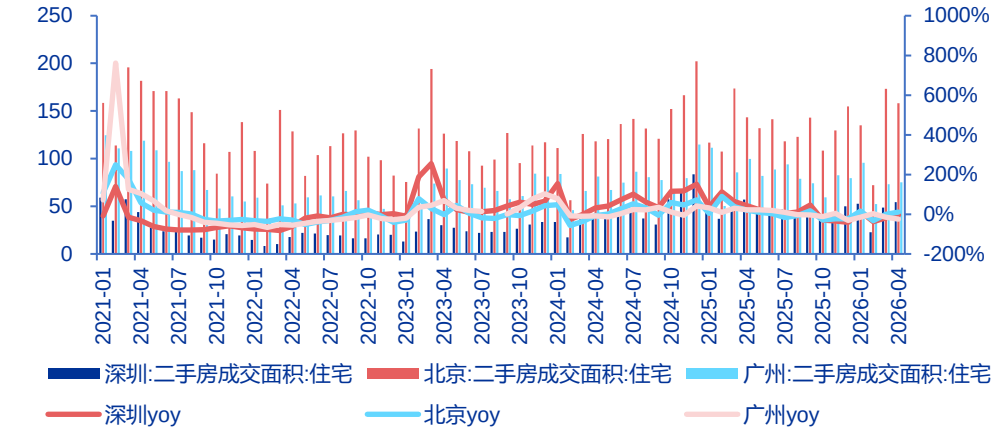
图 19：26Q1 住宅新开工、竣工仍承压（万平方米/%）



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 20：26Q1 多地二手房成交降幅环比收窄（万平方米/%）

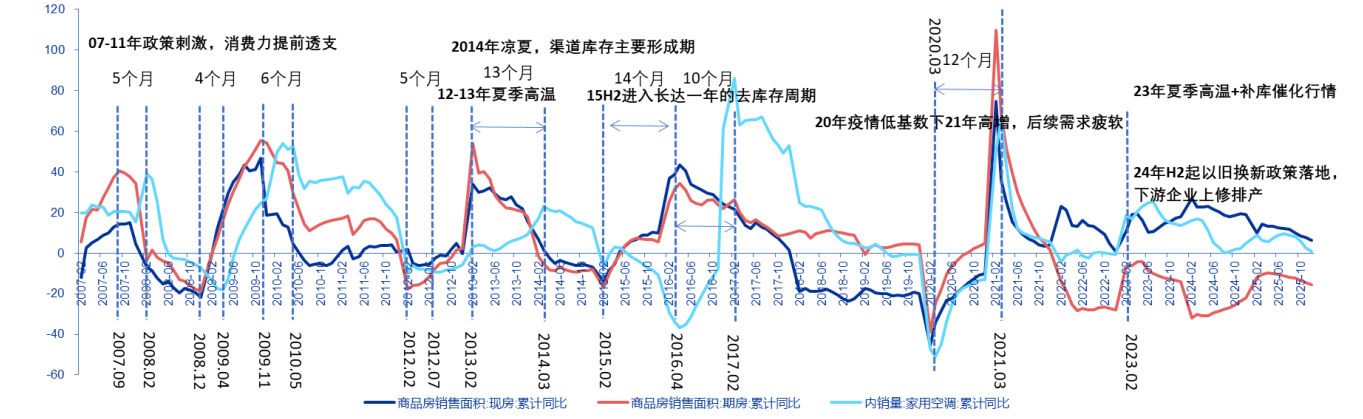
仅供内部参考，请勿外传！



资料来源：Wind，申万宏源研究

空调内销与商品房销售周期有一定相关性，后疫情时代换新比例提升。空调作为最主要的白电品类之一，目前对标海外每百户保有量尚未达到饱和水平，与地产销售数据相关性较大。2008 年底，商品房销售数据逐步回暖，空调内销增速回升节点约滞后地产销售数据 4 个月；2012 年，空调内销增速企稳回升节奏约滞后地产销售数据 5 个月；2015-2016 年，滞后期进一步拉长至 14 个月；2020-2021 年在疫情影响下趋于同频；2022 年以来商品房现/期房销售增速分化，疫情影响下空调需求疲软。2023 年在夏季高温行情及渠道补库等因素影响下，空调销售强劲反弹；2024 年在年初铜价急涨背景下排产高企，随着 Q2 终端需求低迷叠加去库存，内销快速下滑；直至新一轮“以旧换新”政策拉动终端需求复苏，带动批发数据急剧反转，全年走出一轮“过山车”行情。

图 21：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，申万宏源研究

多重利好政策有望带动市场需求改善。24 年年末中央政治局会议及中央经济工作会议再次强调 2025 年房地产市场走向，政策基调转向化风险、稳主体、稳市场。25 年《政府工作报告》：实施适度宽松的货币政策，实施更加积极的财政政策，持续用力推动房地产

市场止跌回稳；同时首次写入“好房子”标准，住建部于 25 年 7 月发布《“好房子”建设经验做法（第一批）》，推广北京保障性住房产业化、江苏住宅工程品质提升等地方实践经验，多地也陆续出台相关政策及文件，“好房子”标准有望引领行业趋势，激发房地产市场新活力。26 年开年以来，全国多省市对于公积金贷款政策进行调整优化，有望进一步刺激房地产市场活力释放。

表 1：年初至今全国各省市公积金政策

时间	概要	具体内容
2026/1/7	沈阳：1 月起优化 5 项公积金贷款政策，首付 15%延至 26 年底	1 月 7 日，沈阳住房公积金管理中心副主任李赞在发布会上表示，为支持刚性和改善性住房需求，沈阳住房公积金管理委员会审议通过，2026 年 1 月起实施 5 项公积金贷款政策优化。新政将 2024 年 11 月启动的最低首付 15%政策期限延长至 2026 年 12 月 31 日；把 2025 年 7 月推出的“已使用 2 次及以上公积金贷款结清后可再贷”认定标准同样延至 2026 年底。灵活就业缴存人、异地职工及现役军人申请“商转公”贷款时，不再设原商贷已偿还年限门槛，且贷款比例上限由房屋价格的 60%提高至 80%。此外，新市民、青年人公积金贷款额度上浮 30%的适用范围从新建商品房扩大到新建商品房和二手自住住房。
2026/1/26	天津：调整公积金贷款政策 首套二套限额提至 120/100 万	1 月 26 日，天津市公积金中心发布个人住房公积金贷款管理办法，调整多项公积金贷款政策。此次调整包括提高贷款最高限额，将首套、第二套住房贷款最高限额分别由 100 万元、50 万元提高至 120 万元、100 万元；养育两个及以上未成年子女的家庭，首套、二套限额进一步提至 144 万元、120 万元。此外，第二套住房贷款额度账户余额倍数从 10 倍调至 20 倍，二手住房贷款最长期限从 20 年延长至 30 年。新办法自 2026 年 2 月 1 日起施行，此前受理的贷款仍按原政策执行。
2026/3/24	成都：发布公积金新政，最高贷款额度提至 120 万元	3 月 24 日，成都住房公积金管理中心发布公积金新政，单缴存人最高贷款额度由 60 万元提高至 80 万元，双缴存人由 100 万元提高至 120 万元，购买现房等还可上浮 20%。
2026/3/30	杭州：住房公积金贷款最高额度由 130 万元提高至 180 万元	3 月 30 日，杭州住房公积金贷款最高额度由 130 万元提高至 180 万元，职工个人可贷额度不超过 90 万元，可贷额度计算倍数由 15 倍调整为 20 倍。
2026/3/31	安徽：扩大住房公积金提取范围	3 月 31 日，安徽省省直住房公积金管理分中心发布通知，支持支付物业费提取住房公积金，缴存职工及其配偶可提取住房公积金，用于支付合肥市行政区域内自有住房物业费等。
2026/4/10	郑州：8 条稳楼市新政落地，公积金松绑+认房不认区	4 月 10 日，郑州市住房保障和房地产管理局发布，支持 35 岁以下青年安居；多子女家庭公积金贷款最高额度上浮 20%；改善型住房可按首套公积金贷；推行二手房“一房一码”。
2026/4/9	甘肃：公积金管理中心优化调整提取政策	兰州住房公积金管理中心自 4 月 7 日起实施新政，主要调整包括：将“其他住房消费”提取额度提高至每人每年 2 万元，城镇老旧小区更新改造提取最高额度提升至 5 万元，同时扩大了偿还住房贷款的提取范围。省住房资金管理中心自 4 月 1 日起推出一揽子为期一年的惠民措施，新增支付二手住房首付款等提取情形，延续“代际互助”机制，并将购买自住住房的提取范围扩大至本人及其配偶、父母、子女。
2026/4/16	南京：优化住房公积金使用政策，强化代际互助支持，将异地贷款范围扩大至安徽省全域	4 月 16 日，南京住房公积金管理中心发布通知，支持购房人父母或子女作为共同借款人申请公积金贷款，父母（子女）提取公积金支付首付后，可继续提取偿还该笔房贷；在现有苏皖 17 城合作基础上，异地贷款范围扩至安徽省全域，苏皖 29 城缴存人在南京购房可申请公积金贷款，南京缴存人在安徽省内购房可按南京政策办理提取，不受工作地与户籍地限制。

仅供内部参考，请勿外传！

2026/4/20	青岛：出台公积金新政，最高贷款额度叠加后可达 240 万元	4 月 20 日，青岛市住房公积金管理中心发布《青岛市住房公积金管理中心关于优化调整我市住房公积金贷款及提取政策的通知》，住房公积金贷款额度上浮政策可叠加使用，借款申请人及配偶均符合申贷条件的，叠加后最高贷款额度不超过 240 万元。
2026/4/28	长沙：提升公积金贷款额度至最高 156 万元，新增"代际互助"政策。	长沙公积金新政大幅提高贷款额度，购买新建商品房最高可贷 120 万元，二胎及以上家庭最高可贷 156 万元；同时新增"代际互助"政策，父母与子女之间可提取公积金互相支持，让家庭公积金账户资金得以盘活和多代共享。政策自 5 月 1 日起执行。
2026/5/6	惠州：惠州出台住房公积金新政，普通家庭最高贷款额度提至 150 万	5 月 6 日，惠州市住房公积金管理中心印发《关于优化住房公积金使用政策的通知》。新政阶段性统一并提高住房公积金贷款额度，其中普通缴存人个人最高额度提至 100 万元，家庭最高额度提至 150 万元；II 类人才家庭最高可贷 170 万元。同时优化住房套数认定标准（按拟购房屋所在县区认房），放开异地缴存人商转公贷款限制，并新增家庭代际互助提取支持。
2026/5/10	山西：调整住房公积金贷款和提取政策	山西省省级机关住房资金管理中心明确公积金贷款、商转公及购房提取相关规定：公积金贷款期限最长 30 年，到期日不超申请人 68 周岁；2026 年 5 月 10 日前办理太原商贷、符合条件者可办商转公；职工可凭 5 年内购房合同或不动产权证各提取 1 次公积金，累计提取额不超实际购房款。
2026/5/19	厦门：厦门出台六条公积金措施，多子女家庭及“卖旧换新”贷款按首套房利率执行	5 月 19 日，厦门发布六条公积金新政：多子女家庭及“卖旧换新”购买二套房按首套房利率执行；支持代际互助；放宽购房提取时限至 3 年内；支持装修（每平米 1800 元，总额不超 25 万）及购买同一小区车位提取。贷款使用率高于 90%时，代际互助、装修及车位提取将暂停。

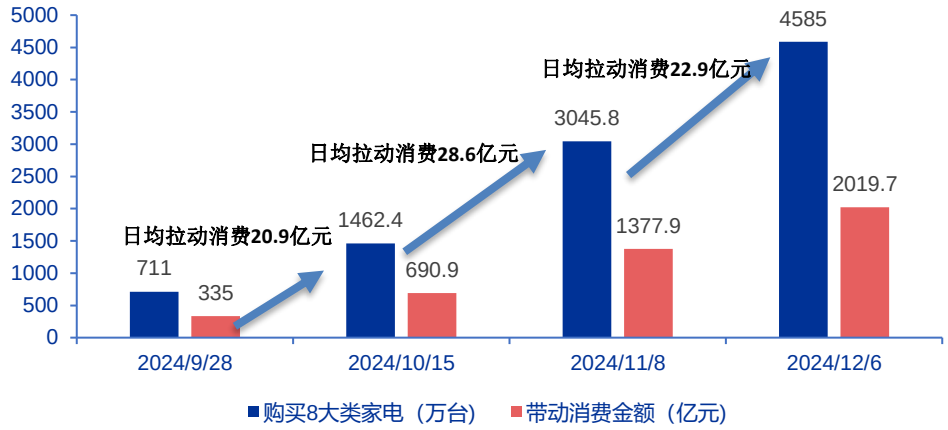
资料来源：观点网，财联社，申万宏源研究

2.2 消费刺激：以旧换新成效显著，多品类零售高增

24 年以旧换新拉动显著，25 年补贴加力扩围，26 年政策延续。24 年 7 月底“以旧换新”政策落地，对个人消费者购买 2 级及以上能效标准的冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机等 8 类家电产品给予售价 15%的以旧换新补贴，购买 1 级及以上标准产品额外再给予售价 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。我们通过复盘及对比，发现相较于 09 年，此次“以旧换新”政策力度显著加大，主要体现在：1）覆盖品类更广；2）补贴比例更高；3）补贴限价放宽；4）补贴资金中央支持力度更大等方面；25 年政策加力扩围，增加净水器、洗碗机、电饭煲和微波炉 4 种品类；26 年补贴政策更为聚焦，1 级能/水效的冰洗、电视、空调、热水器、电脑 6 类家电产品，补贴标准为最终销售价格的 15%，上限不超 1500 元。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；25 年消费者参与家电以旧换新产品超 1.29 亿台；截至 26 年 4 月，家电以旧换新销售 3473.5 万台，带动销售额达 1415.4 亿元。

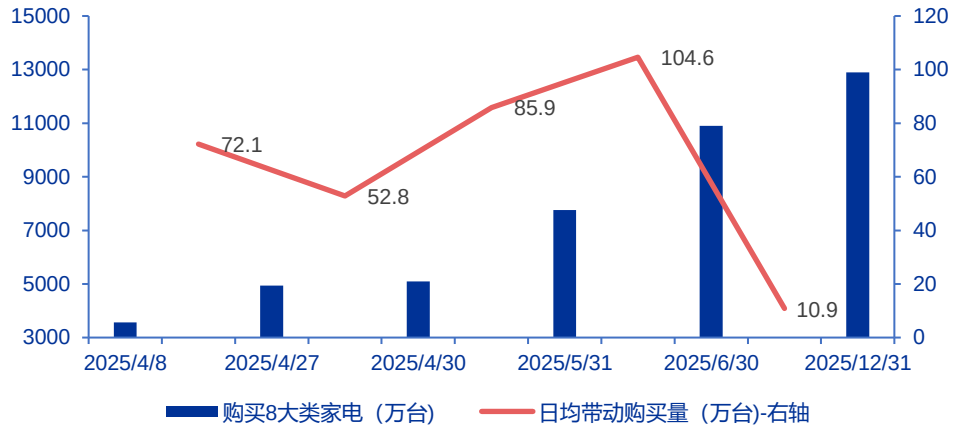
图 22：24 年全国家电以旧换新日均拉动消费金额超 20 亿元

仅供内部参考，请勿外传！



资料来源：商务部，申万宏源研究

图 23：25 年 Q2 末以旧换新日均拉动购买量创新高（万台）



资料来源：商务部，申万宏源研究

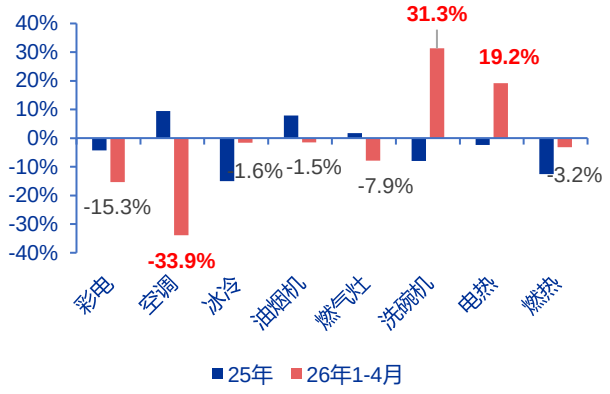
基数压力渐显，品类销售表现分化。25 年基数压力下，部分品类表现仍亮眼。根据奥维云网数据显示，线上渠道方面，空调 25 年累计同比+9.5%；油烟机同比+7.9%，燃气灶同比+1.7%，均实现正增长。线下渠道方面，多品类销售走弱。25 年空调/彩电累计销额同比-3.3%/-9.1%，增速转负；油烟机、燃气灶 25 年累计增速分别为+1.2%/-1.1%，新兴厨电洗碗机同比+2.2%；电热、燃热同比-5.1%/-7.5%，大厨电相较于其他品类表现仍呈现较强韧性。

26 年以来基数压力渐显，品类间表现分化。线上渠道方面，空调 1-4 月累计同比-33.9%，彩电同比-15.3%，油烟机、燃气灶同比个位数下滑，洗碗机、电热表现亮眼，同比+31.3%/+19.2%。线下渠道方面，空调 1-4 月累计同比-11.9%，烟灶同比-18.6%/-23.3%，大厨电承压；彩电同比+11.0%，销售回暖。

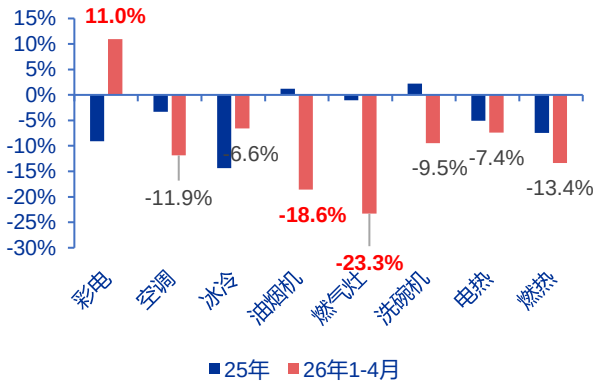
图 24：高基数压力渐显，线上品类表现分化

图 25：26 年 1-4 月大厨电线下销售承压，彩电回暖

仅供内部参考，请勿外传！



资料来源：奥维云网数据，申万宏源研究



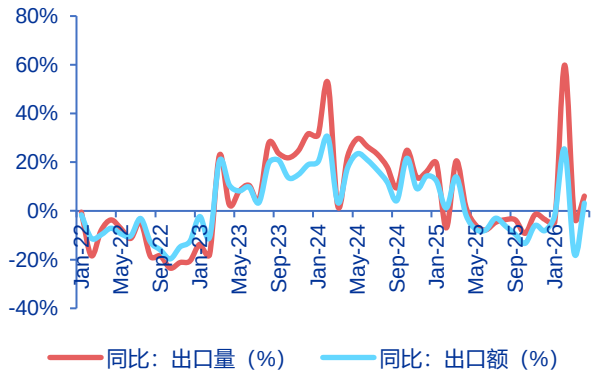
资料来源：奥维云网数据，申万宏源研究

2.3 出口需求：26Q1 景气度回升，多品类表现稳健

基数压力下家电出口景气逐季回落，冰洗品类保持稳健。行业整体：25 年家电整体出口平淡，26Q1 以来景气度有所回升。根据海关总署数据，25 年全年家电实现累计出口量 44.23 亿台，同比-1.4%，实现出口额 6890 亿元，同比-3.4%。26 年 Q1 家电累计出口量为 11.74 亿台，出口额达 1719 亿元，同比分别+10%/-1%；4 月单月出口量/额同比+6%/+3%，1-4 月累计出口额同比增速回正，景气度有所回升。

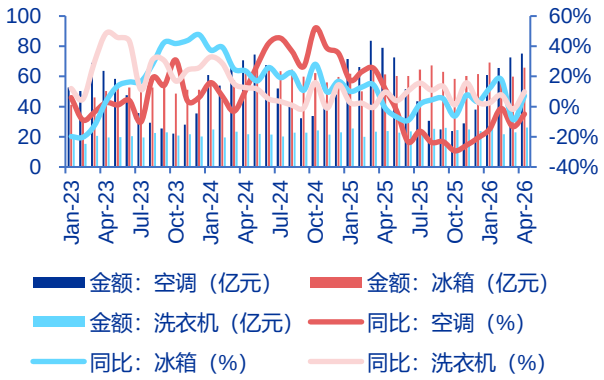
品类：冰洗稳健增长，多品类出口表现亮眼。根据海关总署数据，25 年全年空调/冰箱/洗衣机分别实现累计出口额 614/734/287 亿元，同比-3.9%/+2.5%/+7.2%；26Q1 单季度出口额同比分别-10%/+6%/+3%，空调出口降幅环比显著收窄，冰洗品类 26Q1 均实现同比正增长，品类表现保持稳健；4 月空调降幅再度收窄，冰洗出口提速。除三大白电品类以外，吸尘器、电视机等其他家电品类出口表现亮眼。

图 26：26Q1 家电出口景气度回升



资料来源：海关总署，申万宏源研究

图 27：26Q1 空调出口降幅收窄，冰洗增长稳健



资料来源：海关总署，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传！

新兴市场空间广阔，出口持续高增，或有望弥补北美市场缺口。根据海关总署数据，我国向北美（美、加）地区出口多品类下滑，我们预计与美国高关税政策落地、高基数以及海外库存较高等因素相关；26Q1 白电对北美出口同比下滑，仍有承压。根据产业在线，24 年中国大家电出口对美依存度已降至 10%以下；同时，拉丁美洲、非洲等新兴市场包括三大白电在内的家电渗透率仍较低，整体市场空间广阔，我们预计新兴市场的增量仍有望弥补短期内北美市场下滑的缺口。26 年 4 月对北美空调、冰箱出口增速已转正，欧洲冰洗同比大幅增长，新兴市场仍保持较高景气度。

图 28：三大白电各地区出口额增速情况（%）

亚洲	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26	Mar-26	Apr-26
空调	-0.7%	-9.5%	-11.8%	1.6%	2.8%	-1.4%	-22.5%	-20.5%
冰箱	26.5%	7.9%	17.1%	10.5%	23.8%	61.7%	2.4%	1.2%
洗衣机	7.0%	5.5%	19.8%	7.5%	13.1%	18.0%	-12.8%	-8.8%
欧洲	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26	Mar-26	Apr-26
空调	6.1%	-23.1%	-13.0%	-13.1%	0.4%	16.9%	-6.5%	5.9%
冰箱	10.5%	-5.7%	23.1%	14.3%	22.0%	52.1%	16.1%	37.1%
洗衣机	16.8%	2.4%	16.4%	11.4%	12.9%	25.1%	27.0%	45.8%
北美（美、加）	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26	Mar-26	Apr-26
空调	-40.3%	-34.9%	-32.1%	-12.3%	-23.4%	-8.6%	-11.3%	20.9%
冰箱	-15.2%	-18.0%	-29.2%	-26.5%	-17.1%	5.6%	-36.5%	4.9%
洗衣机	-16.4%	-23.9%	-23.8%	-34.2%	-31.6%	-17.8%	-20.4%	-5.1%
拉丁美洲	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26	Mar-26	Apr-26
空调	-28.6%	-22.0%	-26.4%	-20.6%	-37.5%	-21.1%	-26.7%	-17.0%
冰箱	12.3%	1.8%	22.6%	20.0%	21.6%	35.7%	2.3%	27.3%
洗衣机	54.2%	-13.5%	29.2%	4.8%	-15.6%	20.4%	8.9%	22.8%
非洲	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26	Mar-26	Apr-26
空调	-3.7%	-14.9%	-5.5%	-12.5%	-9.6%	5.0%	-18.6%	21.0%
冰箱	37.9%	10.9%	33.0%	58.5%	27.7%	74.9%	1.5%	17.2%
洗衣机	52.4%	-2.4%	80.5%	19.7%	46.5%	66.7%	3.3%	49.9%

资料来源：海关总署，申万宏源研究，注：分地区出口额采用 4 位海关编码统计

海尔、美的全球多地工厂布局，淡化潜在关税冲击。在北美关税政策不确定性的影响下，4 月中国对北美家电出口出现明显下滑。而国内众多家电企业已在东南亚、北美等地布局大量产能，避免直接从中国发货至北美，淡化潜在高额关税的影响。如海尔智家已在全球布局 35 个工业园、163 个制造中心；美的集团则在全球布局 44 个主要制造基地，其中海外 23 个。

表 2：海尔智家海外工厂布局情况

地区	工厂情况	产能
印度	浦那工业园，涵盖冰箱、洗衣机、空调、电视和电热水器产品	年产量 380 万台
	邦大诺伊达地区北部工业园，涵盖冰箱、洗衣机、空调产品	年产能 550 万台
俄罗斯	鞑靼斯坦工业园，涵盖冰箱、洗衣机、电视、冷柜等	其中冰箱、冷柜总产能超 100 万台，洗衣机产能 50 万台
泰国巴真武里府	巴真武里府工业区，涵盖冰箱、洗衣机、空调等	年产能 150 万台
印尼	海尔、AQUA 印尼工厂，涵盖冰箱、洗衣机等	/
越南同奈省	AQUA 越南 4 家工厂，涵盖洗衣机、冰箱、空调	其中洗衣机年产能 50 万台
美国	海尔美国冰箱工厂；GEA 美国 9 家工厂	/
委内瑞拉	委内瑞拉工业园，涵盖冰箱、洗衣机、空调等产品	年产量约 80.5 万台
尼日利亚	涵盖冰箱、冷柜、空调、洗衣机、电视等	年产量约 30 万台
突尼斯	涵盖冰箱、冷柜、空调、洗衣机、电视等	年产量约 20 万台

仅供内部参考，请勿外传！

土耳其	5 家工厂（干衣机*2、洗碗机*2、灶具），厨电工厂在建	21 年新增干衣机+洗碗机工厂新增 250 万台产能
埃及	埃及生态园，一期涵盖空调、洗衣机、电视，2024 年上半年投产；二期涵盖冰箱、冷柜	二期总产能超 100 万台
巴基斯坦	海尔鲁巴经济区，涵盖冰箱、冷柜、洗衣机、家用空调、电视、微波炉等	产能超 240 万台
罗马尼亚	罗马尼亚冰箱工厂，涵盖 Candy、Hoover、Haier 品牌	年产能超 100 万台
意大利	意大利洗衣机工厂	/
阿尔及利亚	空调生产基地	/
其他（斐雪派克）	新西兰、美国、意大利、墨西哥及泰国五大生产基地	
其他（Mabe）	半数产能位于墨西哥，其他还包括哥伦比亚、厄瓜多尔、阿根廷、巴西	

资料来源：公司官网，申万宏源研究

表 3：美的集团海外工厂布局情况

地区	工厂情况	产能
印度	印度开利美的合资公司制造工厂，2012 年 10 月投产	一期空调年组装能力 70 万套，二期扩大到 100 万套
	印度马哈拉施特拉邦苏巴帕勒美的科技园，2020 年初投入运营	冰箱、洗衣机、净水器、热水器各 50 万台，家用空调 150 万台，商用空调 25 万台，空调压缩机 450 万台的年产能
日本	2016 年 3 月美的收购东芝家电业务 80.1%的股份，获得东芝家电在日本、中国、东南亚的市场、渠道和制造基地	/
越南	美的集团越南工厂，2007 年 1 月投产，首家海外生产基地	年产 500 万-800 万台小家电
泰国	美的泰国智能化工厂，21Q4 投产，东南亚地区最大的家用空调生产基地	年产能 400 万套大电器
埃及	2010 年收购埃及 Miraco 公司 32.5%股权，建立埃及生产基地	2010 年时产能约 220 万台空调
	美的埃及厨热公司制造生产基地，21 年 8 月开工	年产 150 万台洗碗机
德国	2017 年 1 月美的集团收购库卡约 94.55%的股份，2022 年 11 月完成对库卡 100%股权收购	/
白俄罗斯	2007 年与白俄罗斯地平线集团联合成立了“美的-地平线”合资公司	微波炉年产量 100 万台，热水器年产量有望达 50 万台，并计划生产冰箱和洗衣机等家用电器
以色列	2017 年 2 月，美的收购以色列运动控制系统解决方案提供商 Servotronix 愈 50%股份	/
意大利	2016 年 6 月收购意大利著名的中央空调企业 Clivet80%的股权	2015 年 Clivet 实现销售收入约 1.2 亿欧元
	美的楼宇科技在欧洲投资新建的生产研发基地，预计 24Q2 投产	热泵年产能 30 万台
美国	设有研发中心及新兴技术中心，北美建工厂探索中，有信心建厂	/
阿根廷	2011 年 11 月收购开利拉美空调业务公司，合资公司原有巴西南部 CANOAS 的商用空调工厂，以及位于阿根廷火地岛的家用空调工厂，12	家用空调产能 160 万套（包括分体机及窗机）
巴西	年 9 月美的开利拉美合资公司巴西玛瑙斯工业区的新工厂一期投产	

仅供内部参考，请勿外传！

2024 年 12 月 9 日，美的巴西新工厂在包索市实现量产，投资超 7 亿元，新工厂年产能超过 100 万台	冰洗 100 万套

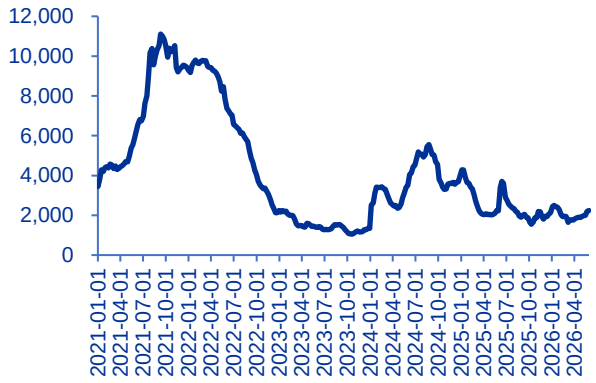
资料来源：公司官网，申万宏源研究

2.4 出口成本：集运指数 3 月以来持续上行，汇率持续回落

集运：FBX 集运指数 3 月以来持续上行。根据 FBX 数据，2026 年 6 月 26 日，FBX 全球集装箱指数为 3426.80，较年初上涨 40.6%，同比提升 18.4%，环比提升 53.3%。

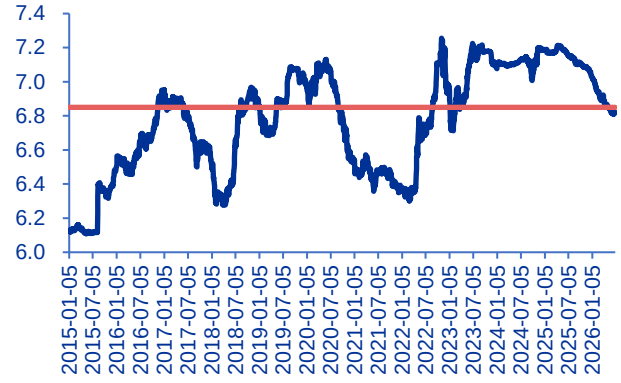
汇率：美元兑人民币汇率近期回落，跌破 2015 年以来中枢水平。2023 年 5 月，人民币再度快速贬值，美元兑人民币汇率年内最高水平达 7.2258（6 月 30 日），此后基本维持在高位震荡；25 年自 4 月达到年内高点后（7.2133）震荡下行。截至 2026 年 6 月 29 日，美元兑人民币汇率为 6.8175，较年初下跌 2.93%，同比回 4.7%，整体水平已低于 2015 年以来的中枢水平（6.8500）。

图 29：FBX 运价指数 3 月以来持续上行



资料来源：FBX 官网，申万宏源研究

图 30：美元兑人民币汇率近期持续回落



资料来源：Wind、申万宏源研究

2.5 大宗价格：铜价年初以来高位震荡，铝钢价格均有上行

铜价：26 年开年以来高位震荡。25 年开年，铜矿供应增速下滑，叠加特朗普对进口至美国的铜加征 25%关税预期，铜价持续上行，25Q2 开始略有回落，Q3-Q4 再度冲高，年底突破 100000 元/吨。26 年以来铜价保持高位震荡，截至 2026 年 6 月 29 日，铜价同比+28.0%，较年初+3.1%，环比-2.4%。

仅供内部参考，请勿外传！

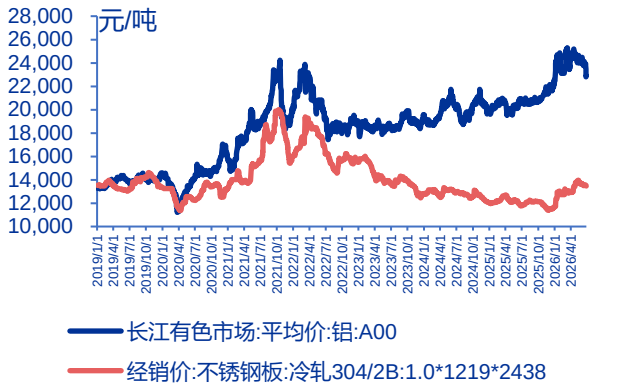
铝钢价格：年初以来铝、钢价均有不同幅度上涨。截至 2026 年 6 月 26 日，铝价同比+11.8%，环比-4.6%，较年初+1.8%；不锈钢价格同比+14.6% ，环比-1.4%，较年初+15.3%，价格均有不同程度上涨。

图 31：铜价 25H2 再度冲高，26 年以来高位震荡（元/吨）



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 32：铝钢价格均有上行（元/吨）



资料来源：Wind、申万宏源研究

铜价持续上行加剧成本压力，空调厂商纷纷涨价。铜为空调制造中最重要的原材料之一，铜价上涨加剧企业成本压力。铜在空调原材料成本中通常占比达 20%，其价格的大幅上涨对于空调制造厂商的成本压力将加剧。25Q3 起，铜价持续上行，年底突破 100000 元/吨；26 年以来，铜价仍处于高位震荡状态。下游部分空调制造厂商奥克斯、海信、日立等企业对于家用空调、中央空调等产品纷纷进行涨价，幅度在 3-12%不等。同时，也有企业暂不上调价格，如格力承诺家用空调不进行涨价，也暂无“铝代铜”计划。

表 4：近期空调涨价情况梳理

名称	涨幅	生效时间	适用范围
奥克斯	3-8%	2026/1/19	奥克斯家用空调、家用中央空调（含挂机、柜机、家用中央空调等机型）
海信科龙空调	5-10%	2026/2/11	海信科龙家用空调全系列机型
日立	8-10%	2026/2/11	日立中央空调全系机型
海信中央空调	8-10%	2026/2/11	海信中央空调全系机型
美博空调	5%	2025/12/16	美博空调全系列产品
夏宝电器	5-12%	2026/1/1	富士通（FUJITSU）与将军（GENERAL）品牌家用小空调
志高智能环境	4-8%	2026/1/1	iCongo 全系列产品
镁刻阳光	5%	2026/1/1	镁刻阳光空调全系列
三菱重工海尔	5-12%	2026/2/2	中央空调（含多联机、风管机、单元机）全系机型

资料来源：制冷商情、艾肯家电网、制冷网、慧聪暖通与舒适家居网、申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传！

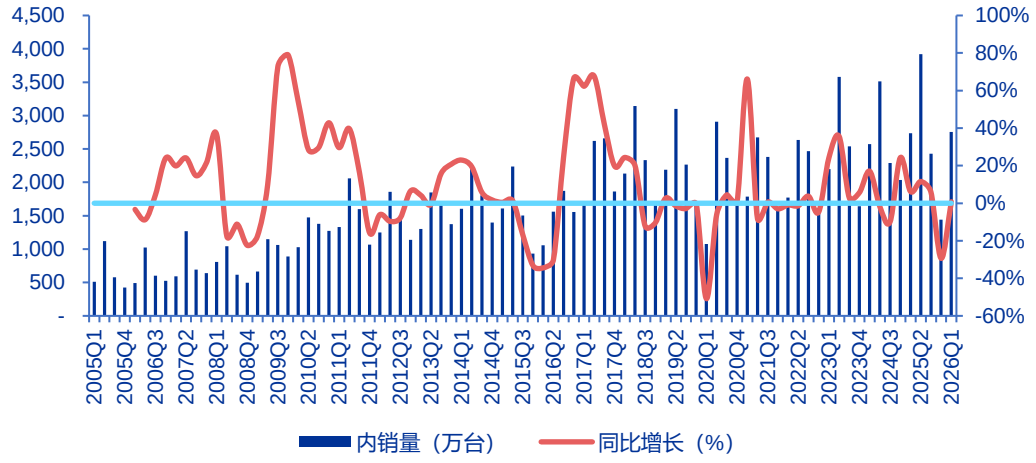
3．板块推荐：红利、科技及出海值得重点关注

3.1 白电板块：高基数拖累 25Q4 内销表现，26Q1 重回增长

空调需求具有周期性，25Q4 内销出货回落，26Q1 环比改善。根据产业在线，06-18 年空调内销在经历约 8-10 个季度增长后，会经历约 4 个季度左右的调整，呈一定周期性。25Q1/Q2/Q3 同比分别+6.24%/+11.59%/+5.98%，维持较高景气度；25Q4 在基数压力下同比大幅下滑 29.36%。26Q1 内销同比+0.78%，重回正增长通道。

白电板块估值仍处于历史中枢以下，长期配置价值凸显。截至 2026 年 6 月 5 日，申万白色家电指数 PE 为 11.21X，显著低于 2012 年以来估值中枢 13.41X，仅为 2012 年以来的 20%分位左右，年初以来有所回升，但处于历史低位，具备极高的长期配置价值。

图 33：空调出货具有周期性，25Q4 承压，26Q1 环比改善



资料来源：产业在线空调数据，申万宏源研究

图 34：白电板块估值仍处于 2012 年以来中枢以下

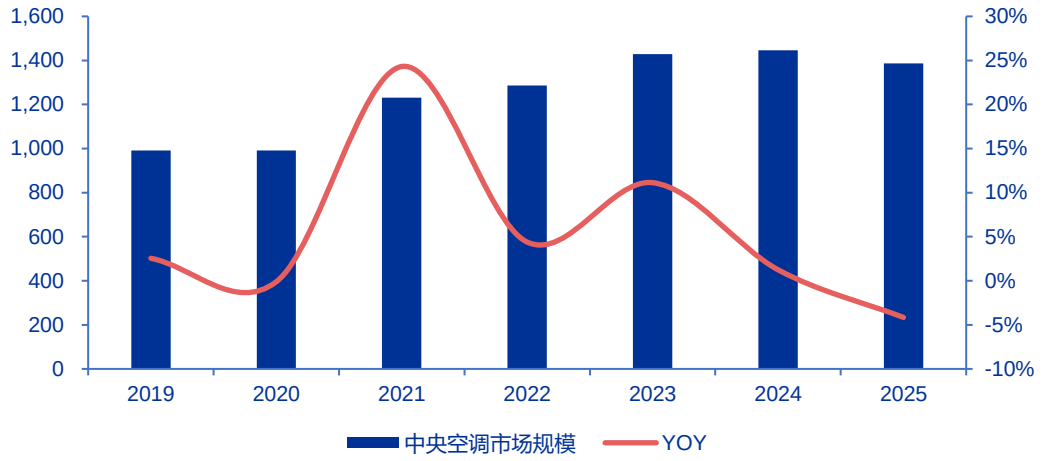


资料来源：Wind，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传！

总量：央空出口增速亮眼，内销仍承压。根据产业在线数据，中央空调市场规模由2019 年的 991.85 亿元提升至 2025 年的 1386.8 亿元，CAGR 约为 6%。25 年央空市场整体规模同比下滑 4.2%，其中内/外销额同比分别-7.4%/+11.0%，内销市场项目投资收紧，需求承压，出口得益于新兴市场需求旺盛及国内企业出口布局，整体延续高景气度。26Q1 中央空调行业实现销售规模 367.3 亿元，同比小幅增长 1.5%，其中内销 296.3 亿元，同比下滑 2.1%，出口 71.0 亿元，同比+20.0%。

图 35：2019-2025 年中央空调市场规模及增速（亿元/%）



资料来源：产业在线空调数据，申万宏源研究

重点公司：格力美的位于第一梯队，品牌优势地位依旧。根据艾肯网数据，2025 年美的、格力央空整体销售排名位于行业前列，销售规模均达 200 亿元以上；大金、日立及海尔销售规模处于 80-160 亿元区间；海信、东芝、天加品牌销售规模亦达 40-80 亿元。

表 5：2025 年中央空调市场品牌销售情况

区间	品牌
200 亿元以上	美的、格力
80 亿元-160 亿元	大金、日立、海尔
40 亿元-80 亿元	海信、东芝、天加
10 亿元-40 亿元	江森自控约克、麦克维尔、开利、申菱、约克 VRF、奥克斯、三菱重工、三星、荏原、盾安、三菱重工海尔、松下、国祥、欧博、雅顿、LG、克莱门特、顿汉布什、特灵、EK
10 亿元以下	积微 GCHV、科龙、iCongo、将军空调、双良、远大、同方、思科、环都拓普、璀璨、三菱电机、Smardt、中广欧特斯、西屋康达、博世、A.O.史密斯、英创、林内、SFP、镁刻阳光、广州日立空调、西屋空调、堃霖、鑫磊.....

资料来源：艾肯网，申万宏源研究

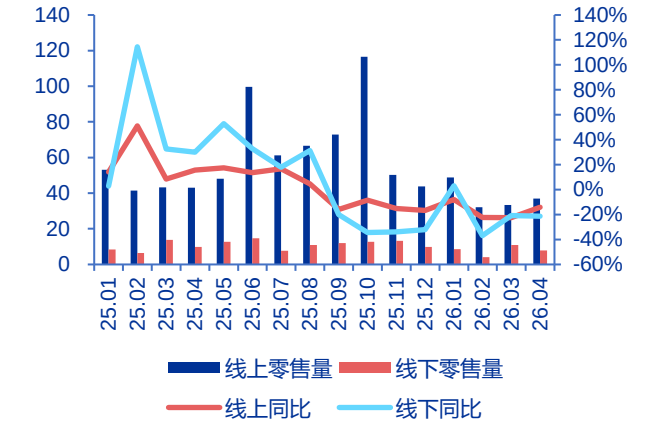
仅供内部参考，请勿外传！

3.2 厨电板块：26Q1 烟灶基数压力延续，洗碗机线上零售亮眼

油烟机：基数压力延续，26Q1 双线下滑。根据奥维云网数据，25Q4 油烟机销量线下同比-34%，增速转负，线上同比-12%，降幅扩大。26Q1 线下/线上同比-17.5%/-17.2%，4 月双线仍双位数下滑，国补退坡后高基数压力延续。

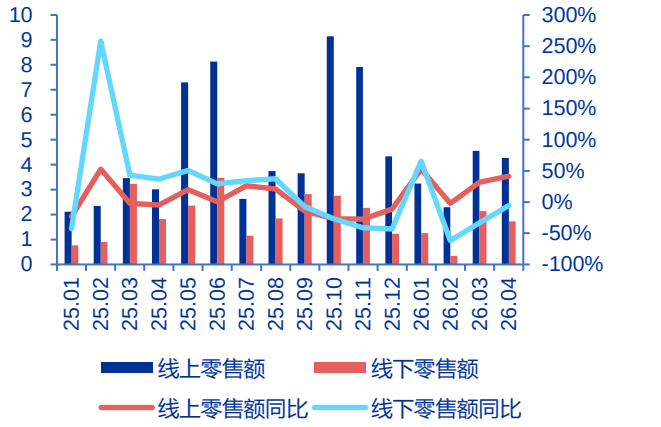
洗碗机：4 月线上再加速，线下降幅收窄，均价同比回落。26Q1 洗碗机线上销额同比+27.3%，线下同比-23.3%，线上销售表现亮眼，线下有所承压；4 月线上加速，线下降幅收窄至个位数。均价方面，26 年 4 月洗碗机品类线上/下均价同比-7.2%/-1.2%至 3864 元/8256 元，线下价格整体仍较为坚挺。

图 36：油烟机 26Q1 双线零售双位数下滑（万台/%）



资料来源：奥维云网厨电数据，申万宏源研究

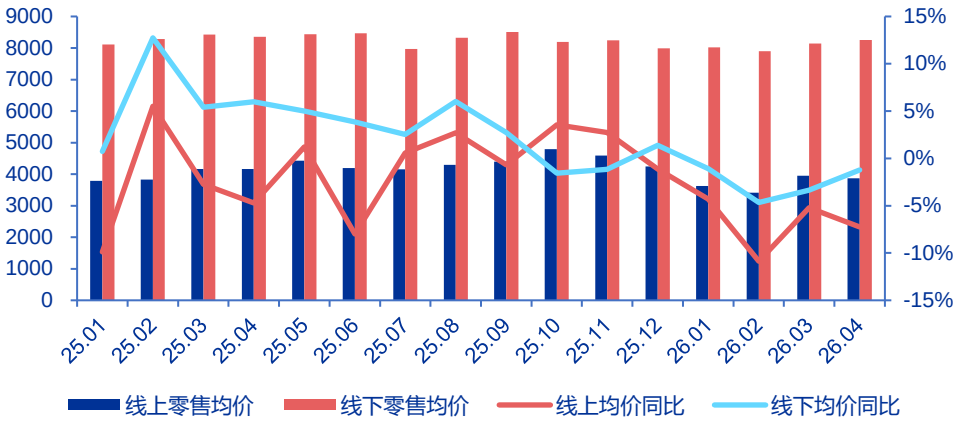
图 37：26Q1 洗碗机线上双位数增长（亿元/%）



资料来源：奥维云网厨电数据，申万宏源研究

图 38：26 年开年来洗碗机均价有所下滑（元/%）

仅供内部参考，请勿外传！

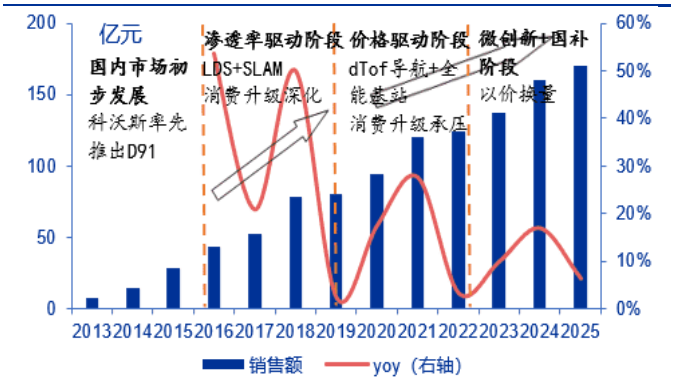


资料来源：奥维云网厨电数据，申万宏源研究

3.3 清洁小电：国补后周期基数压力显现，头部效应增强

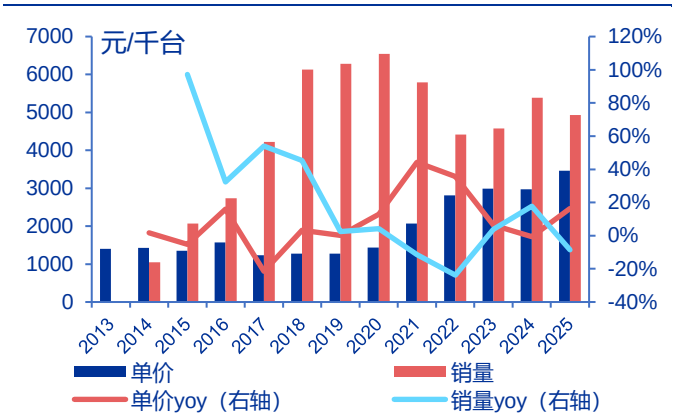
扫地机：25Q4 以来基数压力显现，海外市场仍有较大空间。内销：在国补带动下 2024 年扫地机行业快速增长，线上销额同比+47%，25 年增长延续但幅度收窄，销额同比+5.3%，均价同比-2.6%，行业在经历 22-23 年的微增后，以价换量带来明显效果，均价止涨带动销量回升；但国补也使得 26 年基数压力增大，26M1-4 线上销额同比-18%。海外仍为高成长性蓝海市场，iRobot 等老牌企业退出进一步出让空间。

图 39：扫地机 22-23 年内销进入平台期，24 年快速增长



资料来源：奥维云网清洁电器数据，申万宏源研究

图 40：扫地机以价换量带来明显效果



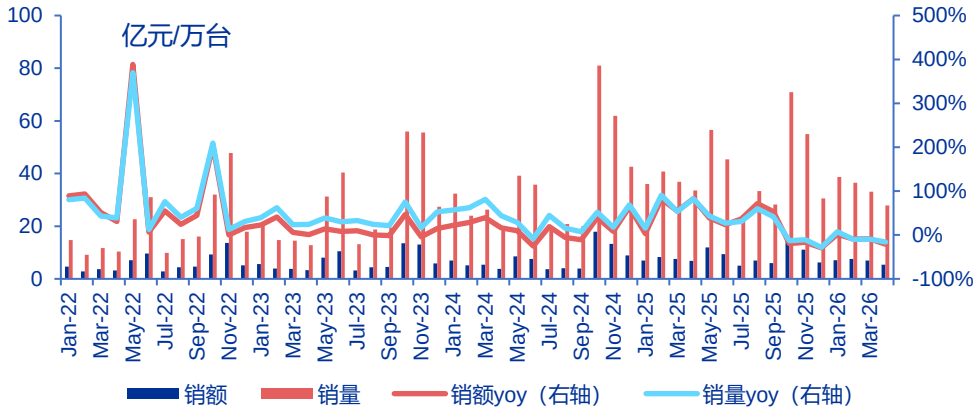
资料来源：奥维云网清洁电器数据，申万宏源研究

洗地机：三年规模破百亿，25 年以来价格战趋缓。洗地机较扫地机使用门槛低，且更为刚需（电动拖把）。仅历经 3 年高速增长，洗地机行业规模已破百亿，24 年洗地机线上销额/量同比分别+15%/33%，增长延续；25 年销额同比+15%，均价同比-3.0%，价格战

仅供内部参考，请勿外传！

虽仍有影响但均价降幅收窄，整体亦更为明显受益于国补。26 年同样面临国补基数压力，26M1-4 线上销额同比-9%。

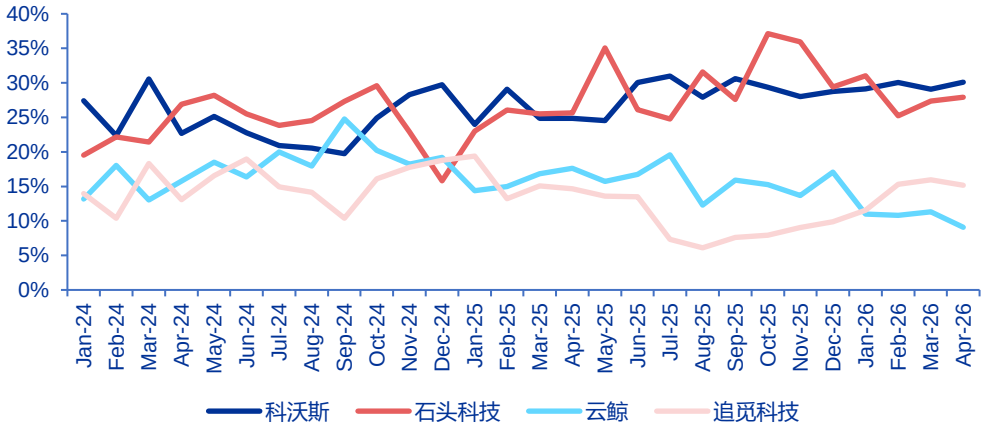
图 41：洗地机 25Q4 以来基数压力下增速转负



资料来源：奥维云网清洁电器数据，申万宏源研究

扫地机行业头部效应增强，CR2 份额提升。内销结构上，行业头部效应增强，科沃斯（首推滚筒活水洗）、石头科技 25 年度累计份额均有提升。一方面，行业对费用投入的要求仍然较高，叠加年内国补有一定退坡，上市公司进行自补，部分非上市公司多年持续高额投入，本年延续费用策略+自补在资金侧有一定困难，另一方面，两上市公司本轮新品仍较为强势，因此 CR2 外份额持续出让给上市公司。根据奥维云网数据，2025 年科沃斯/石头科技线上份额同比+5.4/2.2pcts，26M1-4 仍保持市占率领先。**新品方面，**25 年初科沃斯首发推出新品滚筒活水洗破局，带动内外销份额提升，后云鲸、追觅等相继推出类似功能，石头科技迭代更多集中在越障、爬升上，25.9 推出 P20 活水版在滚筒功能方面跟进，该类功能产品多定位于高性价比价格带，但整体价格较科沃斯同价位段产品高约 300 元，体现一定品牌力。

图 42：25 年以来扫地机行业头部效应增强（销额份额）



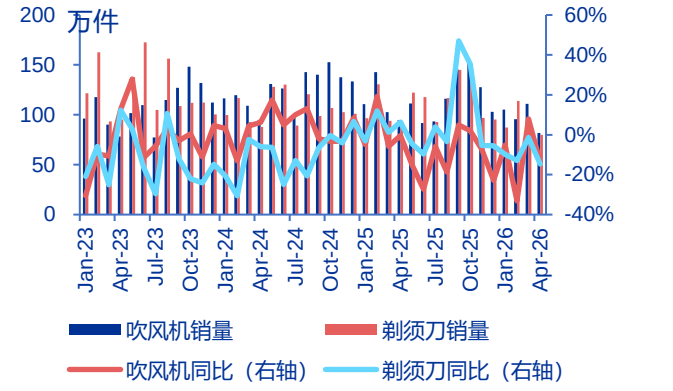
仅供内部参考，请勿外传！

资料来源：奥维云网清洁电器数据，申万宏源研究

3.4 个护小电：高基数压力+新品类渗透率遇瓶颈，个护小电增长承压

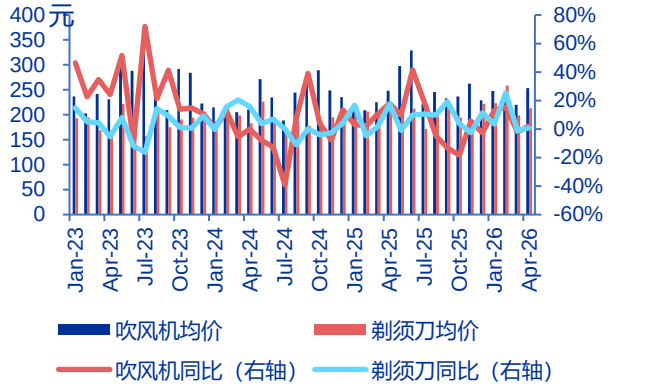
剃须刀行业 26 年增长承压：根据久谦数据显示，26 年 1-4 月剃须刀线上销量 373.52 万台，同比-10.0%；线上销额 8.43 亿元，同比-3.6%。在去年同期以旧换新补贴高基数、便携式产品渗透率已经到达一定水平的背景下，26 年以来行业增长有所承压。**高速电吹风份额趋于饱和，电吹风行业量、额有所下滑：**根据久谦数据显示，26 年 1-4 月电吹风线上销量 393.20 万台，同比下降 12.8%；线上销售额 9.42 亿元，同比-7.2%。随着高速吹风机技术普及与市场渗透率见顶，单纯依赖参数与价格战已难以维持增长，2024 年电吹风增长明显放缓，2025 年起行业规模开始下滑。

图 43：剃须刀、电吹风销量增长有所承压



资料来源：久谦个护，申万宏源研究

图 44：剃须刀均价持续提升



资料来源：久谦个护，申万宏源研究

飞科电器重回核心价格段布局，拓展海外带来增量：25 年起公司调整战略，顺应市场环境，放缓提价节奏，推出多款更契合原有优势价格带的产品（飞科 159-199 元、博锐 49 元），提升营销效率，并弥补小飞碟剃须刀下滑带来的缺口。2025 年公司加强海外渠道布局，预计 26H1 已实现向东南亚市场发货，有望给公司带来收入、业绩增量。

图 45：飞科品牌回归核心价格带推新

仅供内部参考，请勿外传！

	飞科F8往复式剃须刀	飞科MINI便携剃须刀	飞科往复式便携剃须刀	飞科U1剃须刀	飞科机甲剃须刀	飞科小飞碟剃须刀
图例						
刀头数量（个）	3	2	3	2	2	2
尺寸（mm）	79.5*68.5*30.5	57*33*63	65*34*76	67*59*28	56*78*28	74*74*33
重量（g）	/	99	131	150	/	102
技术	LED显示屏，不锈钢刀网，AI感应芯片	360度浮动冲压刀头	精钢浮动三刀头	智能感应，双电机直驱，360度浮动冲压刀头	3D浮动剃须，恒压控速	智能防夹须系统，浮动贴面剃须，干湿双剃
价格(元)	399（国补前）	159	199	299	299	199

资料来源：天猫，京东，申万宏源研究

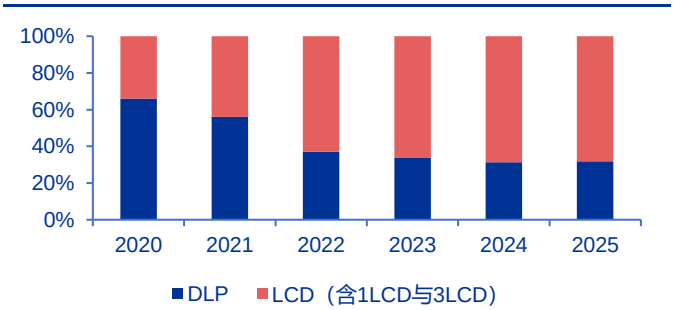
3.5 26 年行业持续承压，高端技术路径销量快速增长

26Q1 行业持续承压：根据洛图科技数据，2026 年第一季度，中国智能投影市场（不含激光电视）全渠道销量为 112.5 万台，同比下降 21.4%；销额为 17.5 亿元，同比下降 23.4%。

激光光源、高分辨率等高端细分市场持续增长：光源方面，2025 年激光光源产品的销量份额达到 15.9%，同比上涨了 2.3 个百分点。其中，三色激光在细分市场内部的占比突破八成，达到 83.2%，较 2024 年上涨了 8.6 个百分点；在整体市场中的占比则为 13.3%。分辨率方面，4K UHD 的销量占比从 2024 年的 9.0%增长至 2025 年的 12.1%；在激光细分市场，则从 56.7%提升至 66.8%。（4K+激光）在整体市场中的销量占比为 10.6%。

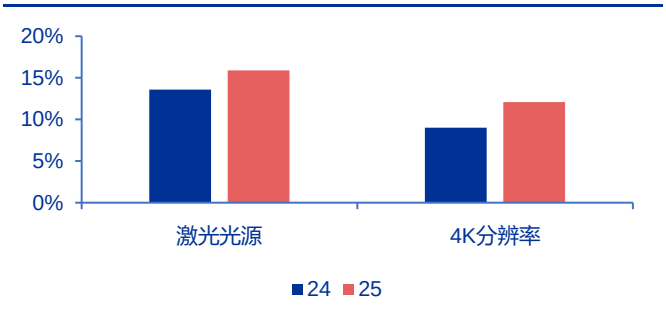
极米科技产品持续迭代升级，公司利润持续提升：2025 年，公司对爆款产品 play 系列升级迭代，并推出全球首款 0.78DMD 电影机极米 T10，带动公司盈利能力提升。同时，公司积极布局车载投影、商用投影、AI 眼镜等新赛道，打开第二增长曲线。

图 46：智能投影市场分技术销量结构



资料来源：洛图科技，申万宏源研究

图 47：25Q3 变焦、4K 路径投影产品份额同比快速提升



资料来源：洛图科技，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传！

3.6 两轮车：内销承压但头部企业占优，外销受益油改电政策推动

内销：电动两轮车新国标落地影响+国补高基数，2025H2 以来行业短期承压；头部品牌或顺势进一步扩大领先优势，电三轮、电摩将成潜在增长点。

外销：原油价格近期大幅上涨，带动东南亚地区电动两轮车销量暴增，多地门店库存紧张；长期看，东南亚各国将逐步推进两轮车油改电，电动两轮车渗透率将持续提升。

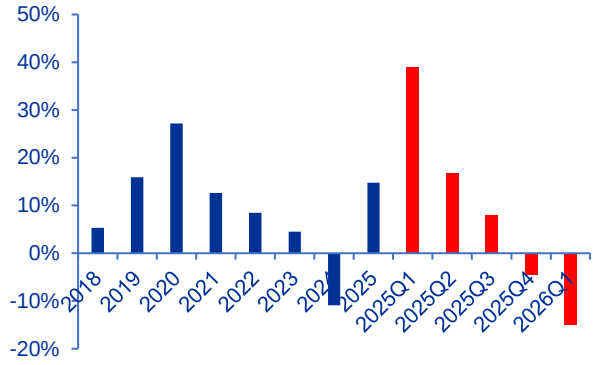
表 6：25 年电动自行车新国标变化

项目	25 年新国标	19 年国标
最高车速	不大于 25km/h	不大于 25km/h，且控制系统内应当具有防速度篡改设计
制动性能	25km/h 时干态同时使用前后闸的制动距离应不大于 7m；16km/h 时湿态同时使用前后闸的制动距离应不大于 5m。	以最高车速电动骑行时，其干态同时使用前后闸的制动距离应不大于 7m，湿态同时使用前后闸的制动距离应不大于 9m
整车质量	铅酸电池：≤63kg 其他：≤55kg	不大于 55kg
脚踏行驶能力	仅具有电驱动功能的电动自行车，可设置脚踏行驶装置，也可不设置脚踏行驶装置	30min 的脚踏行驶距离应不小于 5km
电动机功率	额定连续输出功率应不大于 400W	额定连续输出功率应不大于 400W
蓄电池的标称电压	蓄电池的标称电压应不大于 48V	蓄电池的标称电压应不大于 48V
北斗模块	商用：强制安装 非商用：消费者自选	--
塑料占比	电动自行车使用的塑料的总质量不应超过整车质量的 5.5%。	--
防篡改	电池组、控制器、限速器防篡改，充电互认协同功能，电池组与充电器 / 充电设施充电时应识别相关信息并且匹配后方可充电。	--
一致性要求	基本要求：生产企业应直接具有或间接具有与电动自行车整车产能相匹配的符合质量要求的车架生产能力。	--

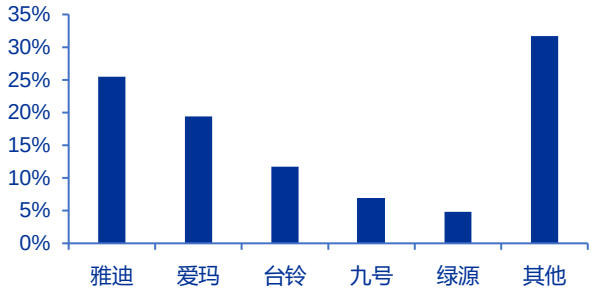
资料来源：奥维云网，申万宏源研究

图 48：国内电动两轮车产量同比变化趋势

图 49：2025 年电动两轮车内销量份额



资料来源：公司公告，GfK 中怡康，W 申万宏源研究



资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

表 7：东南亚各地区两轮车相关政策

地区	政策详情
越南	2019 年 10 月起，胡志明市内物流服务业全面由摩托车改为使用电动车。2025 年起胡志明市禁止摩托车行驶，2030 年河内市禁止摩托车行驶，推动公共电动摩托车
柬埔寨	计划到 2050 年摩托车电动化达到 70%;2021 年柬埔寨的电动车辆进口关税比燃油车低 50%。
泰国	2022-2025 年，对售价不超过 15 万泰铢全散件进口组装和整车进口的电摩进行补贴，每辆补贴金额为 18000 泰铢。
印度尼西亚	2023 年将向 25 万辆电动摩托车的购买者发放每辆 700 万印尼盾的补贴，其中 20 万辆为新购置的电动摩托车、5 万辆为传统燃油摩托车改装为电动摩托车。雅加达规定每周三禁止雅加达省政府雇员开车或摩托车上班，使用电动车除外。
缅甸	2022 年 11 月 2 日至 2023 年 3 月 31 日，给予以整机、全散件、半散件方式进口的电动摩托车、电动两轮车等纯电动车辆零关税优惠，获得有关部门认可的配件也可享受关税减免。
菲律宾	2023 年开始，未来五年对电动摩托车、电动两轮车等电动车辆及其零部件的进口关税降至零(该优惠政策实施前，进口税率在 5%-30%)。

资料来源：奥维云网，申万宏源研究

3.7 家电不同产品生命周期驱动因素不同

初期阶段：机器人相关应用领域已萌生出较为前沿的家庭服务机器人，如海尔等企业正在加速布局研发。

保有量提升：代表品类为空调、扫地机、家用投影仪、洗碗机等，一类是品类尚未到达饱和的家电，另一类是能够拥有解放消费者双手或改变娱乐方式等的产品，渗透率持续提升为该阶段的主要驱动因素。

存量更新：代表品类为冰洗、烟灶、热水器、电视等，主要是保有量已基本饱和，政策刺激为该阶段主要的驱动因素。

仅供内部参考，请勿外传！

图 50：家电品类对应不同的产品生命周期



资料来源：海尔、格力、万和、石头科技等官方信息，申万宏源研究

3.8 家电企业转型，多点开花

表 8：家电企业加速转型

转型方向	公司名称	具体业务
机器人零部件	三花智控	特斯拉人形机器人机电执行器核心供应商
	莱克电气	协作机器人无框力矩电机 2 月项目确认
	德昌股份	无框力矩电机商务洽谈阶段
	华翔股份	美的人形机器人潜在供应链；26 年 6 月，公司控股申智创，业务外延至工业 AI 视觉检测领域
	光峰科技	ALPD 激光显示模组应用于家庭服务机器人
机器人整机	科沃斯	为 Ali 机器人整机代工，体外有较多机器人公司布局
	欧圣电气	护理机器人布局多年已更新到 5 代，上海卫健委三部门联合发布智慧健康产品发展目录公司护理机器人入选
	荣泰健康	推出按摩理疗机器人，近期与美团达成合作，近期将快速布置 10+实验店，单店配置 10 台设备
	爱仕达	2016-2017 年，公司先后收购钱江机器人、江宸智能、松盛机器人、劳博物流、索鲁馨等机器人公司股权
CPO	安孚科技	公司投资在硅光异质集成薄膜铌酸锂技术领先的苏州易缆微，持股比例提升至 8.5%，通过投资方式深化光芯片业务布局
PCB 钻针	民爆光电	2026 年 1 月公司公告拟收购厦芝精密 100%股权，布局 PCB 钻针领域，目前已完成 51%股权交割
VR/AR	创维数字	2023 年创维推出首款 AR 眼镜创维 A1
	比依股份	比依股份于 2024 年 5 月 16 日对 AR 眼镜研发商理湃光晶进行战略投资，理湃光晶专注于应用于领域的 AR 眼镜研发，目前已投产 10 万级规模的生产线，并已启动投建 100 万级生产产能,应对快速增长的 AR 消费市场

仅供内部参考，请勿外传！

算力	亿田智能	公司全资子公司甘肃亿算于 2024 年 11 月 28 日与上海无问芯穹智能科技有限公司在上海签署了《算力服务项目合同》，甘肃亿算向无问芯穹提供算力服务项目及相关配套设施，合同服务期为五年，合同金额为 1.13 亿元
储能	富佳股份	2023 年公司储能业务实现销售收入近 3 亿元，2024 年 9 月，公司战略合作伙伴华夏智慧（浙江）能源有限公司携山东中隆能源集团有限公司投建的宁阳县伏山镇 400MW/800MWh 电网侧电化学储能项目与伏山镇人民政府签约，项目金额高达 13 亿元，并于同年 10 月正式开工

资料来源：各公司公告，申万宏源研究

4．金股推荐

4.1 白电

美的集团：进击的全品类家电航母

ToC 业务稳健，构建当下生存发展护城河：根据公司公告，25 年公司 ToC 业务实现营收 2999 亿元，同比+11.3%；持续推动“COLMO+东芝”双高端品牌战略，同期双品牌零售额同比实现双位数增长；海外自有品牌（OBM）业务收入在智能家居业务海外收入占比超 45%，海外自营分公司所覆盖国家/地区数量由 24 年的 27 个提升至 25 年的 50 个。

ToB 业务引擎动力强劲：根据公司公告，25 年公司 ToB 业务实现营收 1228 亿元，同比+17.5%，其中，工业技术业务收入 272 亿元，同比+10.2%，公司积极布局工业自动化领域核心零部件技术，25 年伺服电机出货量超 7 万台，精密减速机出货超 3 万台，同比提升显著；楼宇科技业务收入 358 亿元，同比+25.7%，在国内央空市场销售额占比超 20%，保持行业第一；机器人与自动化业务收入 310 亿元，同比+8%，25 年库卡工业机器人国内市场出货超 3.2 万台，同比增长超 30%，份额达 9.6%，同期库卡中国的收入贡献占比近 30%。

图 51：在 T+3 的基础上实现 C2M 全价值链拉通

图 52：美的品牌矩阵初步成型

仅供内部参考，请勿外传！



资料来源：公司年报，申万宏源研究



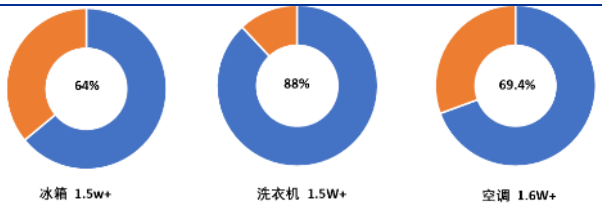
资料来源：公司年报，申万宏源研究

海尔智家：家电全球化领导者，高端品牌引领

多家电品类领跑，家庭服务机器人布局加速推进。公司拥有全球家电品牌集群，包括海尔、卡萨帝、Leader、GE Appliances、Candy、Fisher&Paykel 及 AQUA。2008-2025 年，海尔品牌冰洗零售量在全球大家电品牌中分别连续 18 年和 17 年蝉联第一。在高端化、套系化、国际化销售政策带动下，国内外市场份额持续提升。

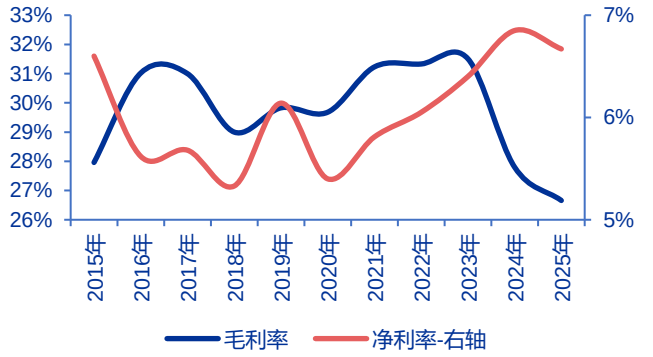
25 年：公司冰箱市场份额达 47.7%，同比提升 3.6pcts，份额稳居行业第一；洗衣机份额达 47.4%，同比提升 2pcts，在第一基础上持续领涨；家空全球销量同比增长 14.8%，商空实现双位数逆势高增；水产业线下零售额份额 32.5%，市场份额第一；厨电部分品类份额第一。海外市场公司多区域领跑，美国连续 4 年位居行业 TOP1，欧洲收入增长 19.9%，白电整体份额中企第一；东南亚/南亚/中东非/日本市场收入同比分别增长 13.4%/23.2%/55.8%/10.3%。

图 53：2025 年卡萨帝高端市场份额持续引领



资料来源：公司公告，GfK 中怡康，W 申万宏源研究

图 54：公司治理及管理效率提升带动盈利能力持续向好



资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

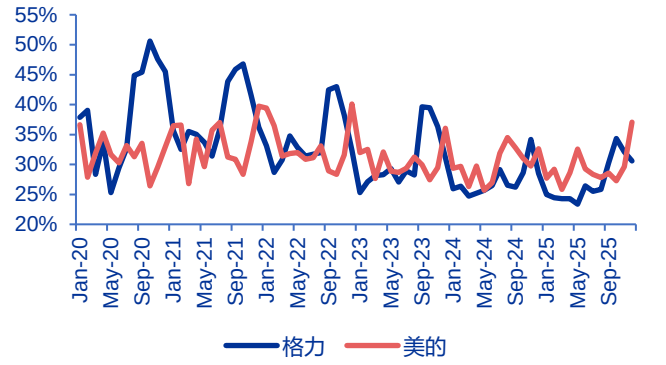
仅供内部参考，请勿外传！

格力电器：空调领军企业，空调&内销占比高

短期消费降级因素扰动份额，长期看家空格局稳定。自 20H2 行业开启涨价周期以来，公司产品价格领涨行业，在消费较为疲软背景下，二线企业依靠产品性价比优势持续跑赢市场。根据产业在线数据，2024 年格力、美的内销市占率分别为 26.9%/29.4%，同比-3.0/-0.7pcts，25 年格力、美的累计内销市占率分别为 26.1%/29.2%，同比-0.8/-0.2pcts，内销份额均有不同幅度下滑。但综合考虑整体规模差距，目前二线企业仍不构成巨大冲击，行业竞争格局仍相对稳定。

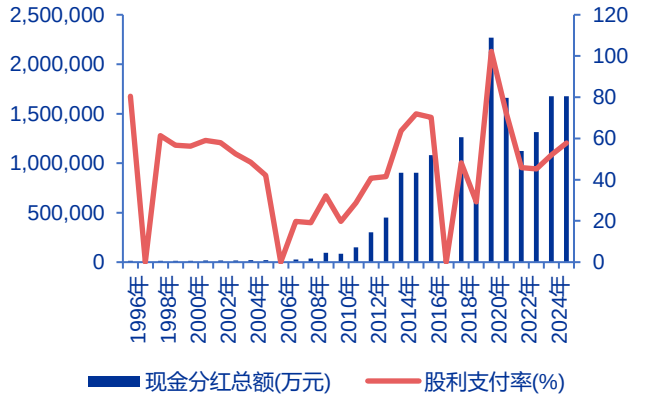
格力同步推进渠道改革，但依然保持稳健高分红属性：当前在以旧换新造成的高基数以及内需市场景气度低迷的背景下，公司同步推进渠道改革，下行压力较大。分红率方面，格力自上市以来保持稳健的分红比例，具有较高的红利属性，25 年公司分红总额达 167.6 亿元，股利支付率超 50%，自公司上市以来分红比例近 50%。

图 55：2023 年以来格力/美的空调内销出货份额均有所回落



资料来源：产业在线空调数据，申万宏源研究

图 56：公司维持稳健高分红水平



资料来源：Wind，申万宏源研究

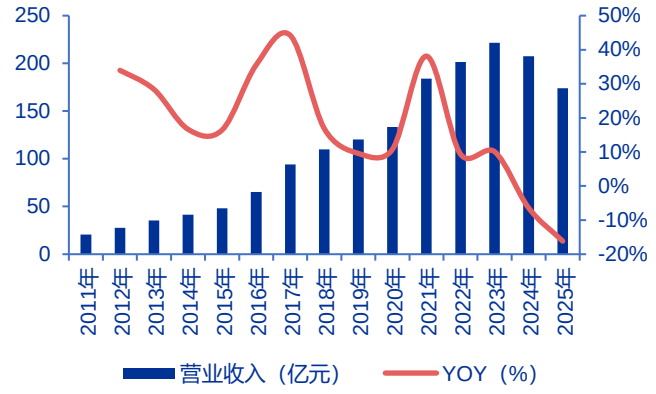
海信家电：治理改善带来盈利极大弹性

海信+日立+约克构成央空品牌矩阵，市场份额行业领跑。海信日立营收从 16 年的 65.18 亿元增长至 25 年的 173.91 亿元，CAGR 高达 11.5%。自 18 年收购约克中国多联机业务，公司已形成“海信+日立+约克”三大央空品牌矩阵，合计市场份额持续领跑。利润率方面，公司央空为优质资产，其利润率始终保持高水平。25 年海信日立净利率达 16.86%，同比微增 0.06pct，盈利能力稳健。

空冰洗利润率持续修复。在消费降级背景下，家空二线品牌性价比凸显。24 年公司空调/冰洗业务毛利率分别为 28.55%/17.56%；25 年大宗原材料涨价压力下，公司两项业务毛利率分别为 27.43%/17.63%，盈利能力保持稳健。

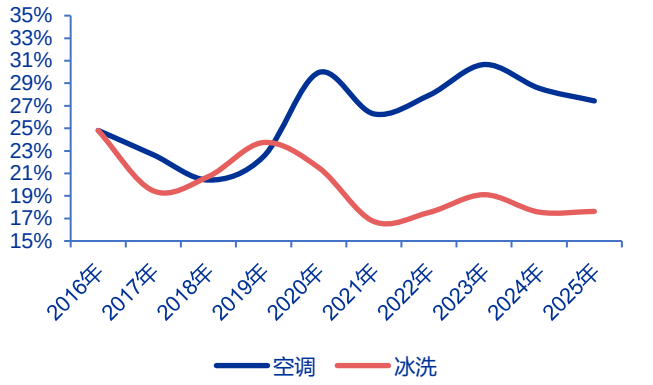
仅供内部参考，请勿外传！

图 57：海信日立 2011 年以来规模稳健（亿元/%）



资料来源：公司年报，申万宏源研究

图 58：近年来空冰洗主营业务毛利率水平不断修复



资料来源：公司年报，申万宏源研究

海信视像：Mini-LED 及大屏化带动增长，国际化打开成长空间

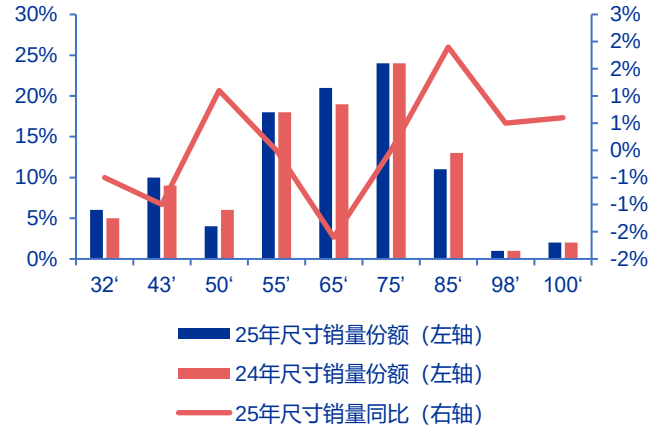
国内市场受益于 Mini-LED 渗透率提升及大屏化趋势。2025 年公司产品结构持续优化，MiniLED 产品销量同比增长 23%，98+英寸以上产品销量同比增长超过 50%，整体均价同比提升 5%；同时市场份额保持绝对领先，在全渠道百英寸及以上市场，海信系零售量与零售额占有率分别达 46.3%和 53.06%，稳居中国第一，且在 75 英寸及 85 英寸以上市场也均保持第一；海信系线下高端额占有率达 43.2%（同比+2.2pp），线上高端额占有率达 33.31%（同比+3.63pp），规模与质量同步双增长。

海外市场稳健增长，大尺寸具备领先优势。2019-2025 年，公司海外收入持续提升，年均复合增长率达 13%。 Omdia 数据显示，海信系电视在全球市场的产品结构不断优化，2025 年，98 英寸及以上超大屏产品出货量同比增长超过 40%，MiniLED 产品出货量同比增长超过 26%；同时 98 英寸及以上、100 英寸及以上超大屏分别以 30.3%、57.1%的出货量份额登顶全球第一。

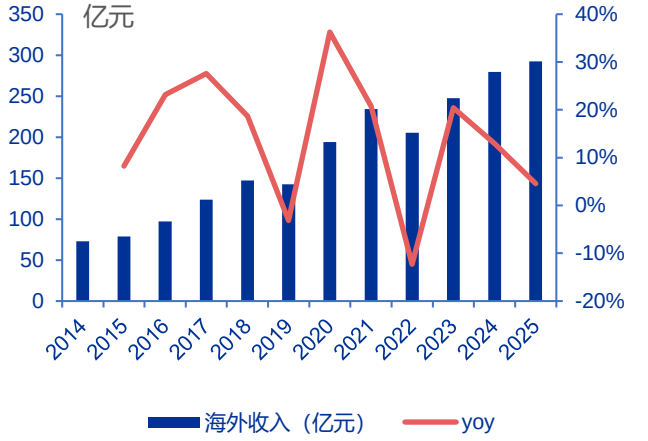
图 59：国内彩电大屏化趋势显著，75 寸+份额快速增长（%）

图 60：海信视像海外收入稳健增长（亿元/%）

仅供内部参考，请勿外传！



资料来源：奥维云网，申万宏源研究



资料来源：公司年报，申万宏源研究

4.2 科技零部件

民爆光电：收购厦芝精密布局 PCB 钻针行业

厦芝精密在 PCB 钻针行业具备技术领先+优质客户+设备自主三大优势。民爆光电拟发行股份（49%）+支付现金（51%）方式购买资产，同时向公司实控人谢总募集配套资金（不超过上述股份份额）。

技术领先：公司 PCB 钻针尺寸覆盖 0.09mm-0.35mm，尤其擅长 0.20mm 以下极小径微钻的研发与制造，是国内少数具备 50 倍径钻针量产能力的企业。

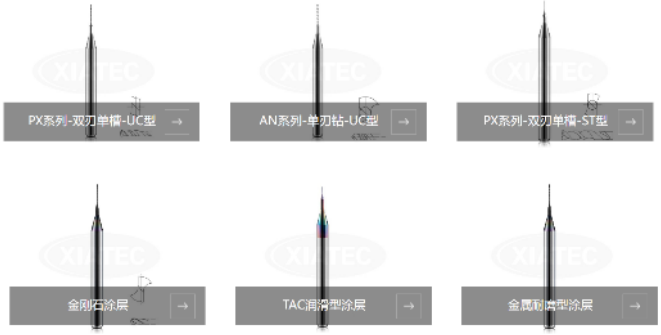
优质客户：公司对行业主流客户基本实现覆盖。AI 服务器板领域，公司的钻针产品已成功导入胜宏科技、深南电路、方正科技、景旺电子、沪电股份等核心客户的供应体系。

设备自主：公司具备行业相关设备的生产能力，包括段差机、沟刃研机、外径检查机、刻制机、检查上环机等 PCB 钻针核心生产设备。公司自研设备可解决行业内的定制进口设备周期长、成本高的问题，为后续扩产打下了基础。

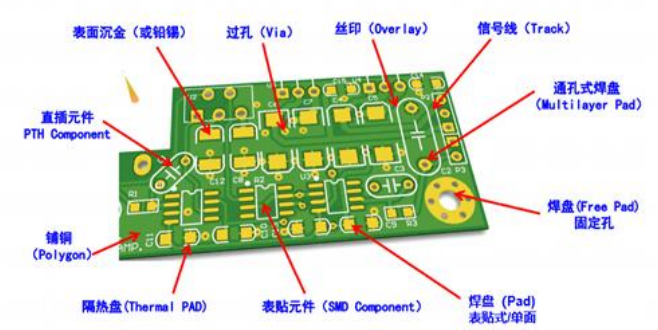
图 61：厦芝精密 PCB 钻针产品

图 62：PCB 结构示意图

仅供内部参考，请勿外传！

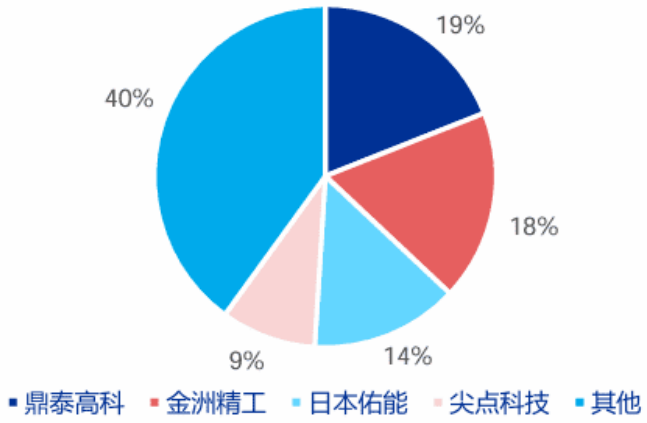


资料来源：公司官网，申万宏源研究



资料来源：PCB 线路板之家，申万宏源研究

图 63：全球 PCB 钻针竞争格局（2020 年）



资料来源：Prismark，申万宏源研究

安孚科技：现金奶牛收入稳健，盈利能力卓越

腾笼换鸟，收购南孚电池优质资产。公司核心资产为南孚电池。2016 年 2 月亚锦科技完成重大资产重组，南孚电池成为其控股子公司，持股比例为 60%；后续安孚对于南孚电池持股比例持续提升，截至 25 年报持股比例为 46%。安孚与亚锦核心收入来源均为南孚电池。南孚电池是优秀的消费电池公司，在国内碱性电池市场占比高，出口份额目前较低，仍有提升空间。

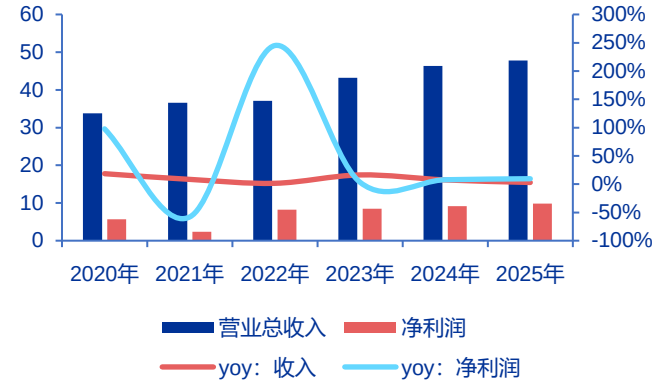
收入业绩增长稳健：亚锦营业收入由 2020 年的 33.74 亿元提升至 2025 年的 47.75 亿元，净利润由 2020 年 5.66 亿元提升至 2025 年的 9.87 亿元，CAGR 达 7%/12%，下游需求稳定，收入业绩增长稳健。

盈利能力卓越：除 2021 年受计提云南联通诉讼事项对应的预计负债 2.69 亿元影响，公司利润同比大幅下滑 58%，其余年份公司整体利润率保持稳健。23-25 年亚锦科技毛利率为 47.4%/48.8%/49.4%，净利率 19.7%/19.7%/20.66%，盈利能力持续提升。

外延扩张发展加速：公司目前已投资国产 GPU 象帝先、硅光芯片初创公司苏州易缆微。安孚作为产业投资人联合领投苏州易缆微，该公司专注于硅光异质集成薄膜铌酸锂光子芯片，是实现数据中心 1.6T/3.2T 集成高性能光模块和光电共封装 CPO 的核心技术。

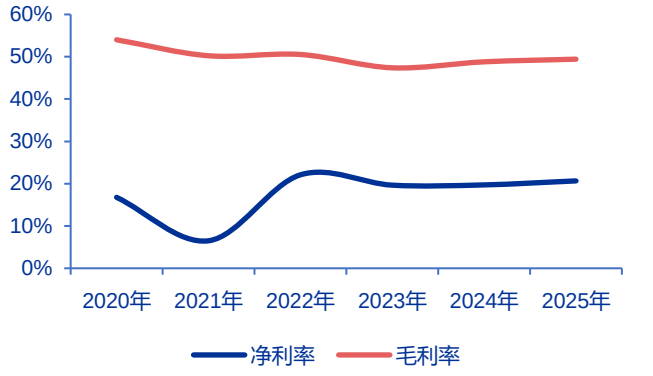
仅供内部参考，请勿外传！

图 64：南孚电池收入稳健增长（亿元/%）



资料来源：亚锦科技公告，申万宏源研究

图 65：公司净利率保持在 20%上下



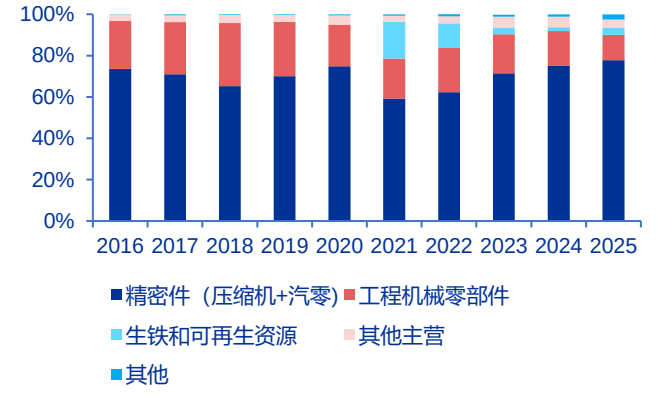
资料来源：亚锦科技公告，申万宏源研究

华翔股份：成本优势凸显，机器人业务布局加速

人力+电价成本优势凸显。公司地处山西临汾，在人力、电费等多方面相较于东南沿海可比公司具有较大优势。电价方面，政府有扶持政策，此前公司按 0.30 元/度左右结算，24 年开始执行新的优惠电价政策，以市价结算，再进行补贴，公司市价结算的电价也远低于沿海地区，成本优势依旧显著。25 年公司实现净利率 13.63%，同比+1.83pcts。

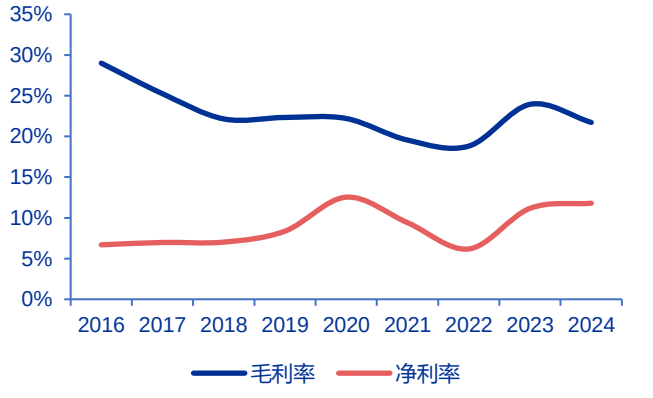
机器人业务布局加速，有望贡献新增长点。根据年报披露，公司瞄准减速器金属结构件赛道积极布局，25 年已与多家头部减速器厂商及机器人整机企业建立业务联系，完成多款产品的送样验证，并顺利通过重点客户现场审厂考核；产能建设方面，项目一期引进高精度进口加工机床，为后续批量供货与订单交付提供保障。

图 66：公司业务板块收入占比



资料来源：亚锦科技公告，申万宏源研究

图 67：公司净利率水平持续提升

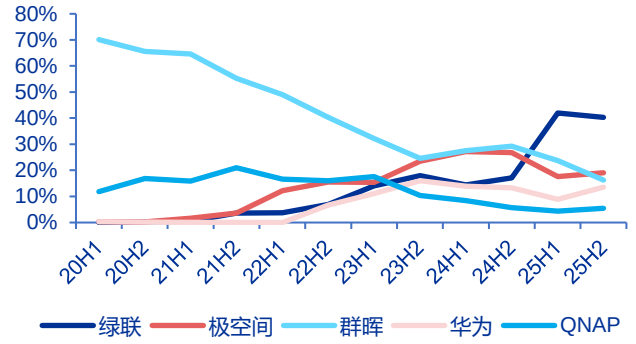


资料来源：亚锦科技公告，申万宏源研究

绿联科技：布局 NAS 产品，打造第二增长曲线

绿联线上 NAS 销售额份额快速增长，海外品牌持续下滑。海外 NAS 品牌起步较早，但多定位专业级产品，门槛较高。国内品牌推出消费级 NAS 产品，价格更低、门槛更低，绿联快速抢占 NAS 市场份额。25 年绿联在国内线上市场 NAS 销售额份额超过 40%，群晖从 21 年 59%下滑至 25 年 20%。**绿联 NAS 产品性价比优势显著。**以绿联 DXP2800 产品为例，绿联产品主要性能参数如处理器、内存、最大存储容量等均优于竞品，同时功能性上，绿联产品功能也更丰富，可以满足消费者不同场景下的使用需求。**布局 AI NAS 产品，未来空间大有可为。**在 2026 年 CES 展上，公司推出 AI NAS iDX 系列新品——iDX6011 和 iDX6011 Pro，在大幅提升性能的同时，将安全的本地 AI 引入家庭、工作室及小型企业场景。产品于 3 月在 Kickstarter 众筹平台上开启众筹活动，提升产品在海外的影响力。当前随着 OpenClaw 等 AI Agent 的爆火，将进一步增加用户本地存储需求，而 NAS 也可以成为 AI Agent 本地化运行的载体，市场规模有望跟随 AI 的爆发快速放量。

图 68：线上 NAS 销售额份额绿联快速提升



资料来源：久谦，申万宏源研究

注：线上数据包括天猫+京东+抖音

图 69：公司在 kickstarter 平台上开启新一代 AI NAS 产品众筹



资料来源：kickstarter 众筹平台，申万宏源研究

表 9：各品牌 NAS 产品对比

	绿联 DXP2800	极空间 Q4	华为 AS6020	群晖 DS723+	QNAP TS-264C
图例					
价格（元）	1919	1819	1845	4019	1888

仅供内部参考，请勿外传！

处理器	Intel N100	RockChip RK3568	/	AMD 双核	Intel N5095
内存	8GB DDR5（上限 16GB）	8GB DDR4	4GB	2GB DDR4（上限 32GB）	8GB DDR4
最大存储容量	76TB	60TB	44TB	36TB	44TB
特点	本地化 AI 照片管理；绿联云影视中心；支持海外访问；内置 Docker 套件；DeepSeek 本地化部署；精细化权限管理	极影视家庭影视库；支持 Dokcer；相册 AI 智能整理	HarmonyOS 4 系统；AI 相册分类；支持 16 个独立账户；手机自动备份；不支持 Docker	文件自动同步；支持 Docker；企业安防中心	文件实时同步；AI 照片管家；威联通高清影音库；AI 监控分析；支持 Docker

资料来源：各品牌京东自营旗舰店，申万宏源研究

注：价格均为不含盘价

华之杰：激励计划高举高打，液冷+无人机+机器人等新业务即将放量

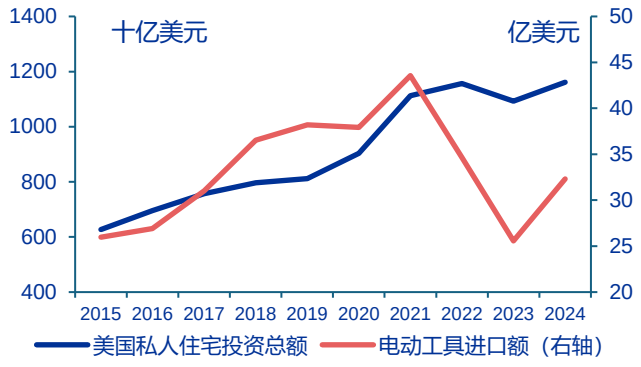
以核心技术为基石，从零部件到系统解决方案的全面布局。华之杰围绕智能控制技术构建了完善的产品体系，其核心产品涵盖智能开关、智能控制器、无刷电机及精密结构件等关键功能零部件。主业电动工具零部件受益北美降息带来的地产复苏、叠加公司集成化销售拉动小件份额提升，实现超越行业的增速。

开拓新能源汽车电机、储能等新领域，预计 26 年贡献成长性。公司重点拓展新能源汽车、储能、无人机等领域，21 年布局刹车电机，切入线控底盘系统，与北美新能源汽车头部企业、国内汽车线控底盘头部企业等建立合作关系。在液冷式电池热管理系统领域，公司开发了用于液冷式电池热管理系统的精密结构件，以顺应当前汽车电动化趋势，目前相关精密结构件已进入北美新能源汽车头部企业供应商体系。在新能源充电桩领域，公司针对北美市场要求开发了符合 NACS 标准的交流充电枪、液冷充电枪以及交/直流转换器（AC/DC）、充电模块组件、电子锁等产品，目前公司相关产品已实现向北美头部客户批量供应，预计 2026 年公司新能源车零部件业务将贡献重要增量与成长性。此外，公司布局的新赛道（如新能源车刹车电机等）聚焦高毛利率产品，保持盈利能力稳定。

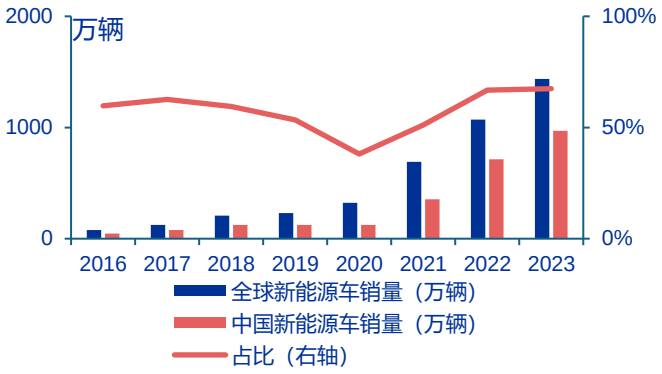
图 70：美国私人住宅投资和电动工具进口额有正向联系

图 71：新能源车渗透率持续提升提振智能化部件需求

仅供内部参考，请勿外传！



资料来源：BEA，中国海关总署，申万宏源研究



资料来源：EV volumes，中国汽车工业协会，申万宏源研究

4.3 小家电

石头科技：清洁电器外销高成长凸显，内销利润率有望触底反弹

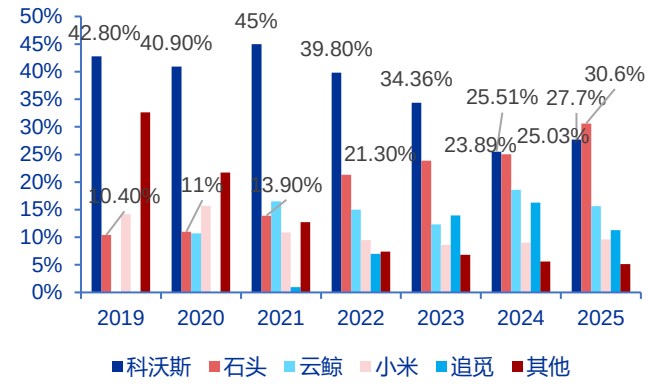
内销提份额：扫地机公司通过高性价比策略、精准营销、领先产品力份额由 21 年的 13.9%提升至 25 年的 30.6%，25 年线上销额同比提升 27%；主要通过：1）精准产品定位、2）核心技术“软硬兼备”，持续推出颠覆性产品、3）营销加码；洗地机业务已成功打造成为第二成长曲线，25 年线上累计份额提升至第二（22.6%），规模优势发挥，净利率预期上行。公司在自补及洗地机、割草机、洗衣机等新业务投入下净利率阶段性承压，但我们认为新业务投放已近回报期，洗衣机等也暂时战略收缩、亏损收窄，利润率触底回升具强概率。

外销高成长：行业仍处蓝海，而公司产品力全球领先、品牌力已彰显（根据 Google trends 搜索指数，石头搜索热度在 2020 年迅速提升并已完成对 iRobot 的超越），公司 24/25 年营收同比+38%/57%，25 年扫地机器人销量/额份额全球第一，并带动全球高端机型替换、量价齐升。此外，外销格局在进一步优化，随着 iRobot 的破产重组和退市，北美份额有望快速出让给石头等线下布局早、产品力领先的企业。

图 72：石头科技扫地机内销线上市占率快速提升

图 73：石头科技在欧洲搜索声量领先

仅供内部参考，请勿外传！



资料来源：奥维云网扫地机，申万宏源研究



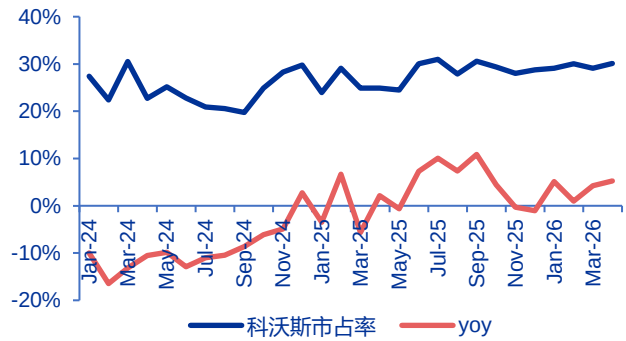
资料来源：Google Trends，申万宏源研究

科沃斯：消费品六边形战士，深度聚焦机器人前沿发展

科沃斯在清洁电器行业为典型的消费品六边形战士，研发、产品打造、营销等方面均有较强沉淀。2021 年前，科沃斯推出自清洁+自集尘全能基站扫地机、添可洗地机等引领国内清洁电器行业，此后经历 2023-2024 年调整期，在高性价比价位段加强布局，2025 年年初首发推出滚筒活水洗功能，进入份额与收入业绩双提升的区间，2025 年公司收入/利润同比+15%/+118%。结构上，公司海外业务增长亮眼，科沃斯品牌海外收入+52.0%，业务占比同比+6.2 pcts 至 45.4%，带动公司收入及利润率加速提升。

深度聚焦机器人前沿领域。公司在割草机器人、擦窗机器人等产品进行前瞻布局，25 年新品类收入同比增长 88.1%，其中海外收入同比增长 110.5%，已初具规模效应。此外，科沃斯在体外进行广泛的机器人生态链布局，积极投入下一代具身服务机器人的研发和定义，力争通过基于大模型的智能决策系统以及更全面的本体执行能力，拓展服务机器人全新的应用场景和用户价值。

图 74：科沃斯 2025 年内国内市场份额提升



资料来源：奥维云网扫地机，申万宏源研究

图 75：科沃斯在割草机器人等领域布局早、收入转化速度快



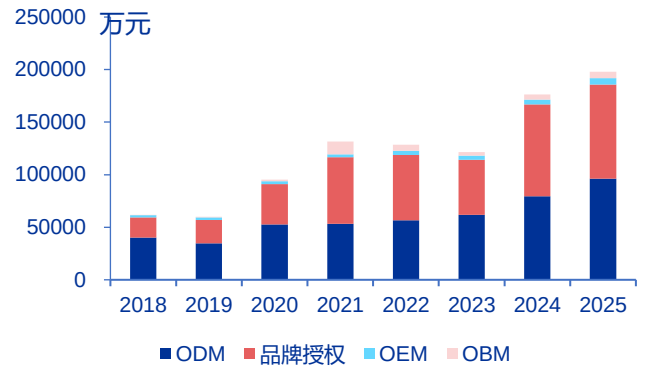
	GOAT G1-800	GOAT GX-600	GOAT O500 Panorama	Goat O1000 RTK	Goat A2500 RTK	Goat A3000 LiDAR
官方售价（美元）	1172.72	1299.99	703.16	999.99	1999.99	2999.99
现售价（美元）	1172.72	1299.99	703.16	999.99	1299.99	2999.99
割草面积（英亩）	0.2	0.15	0.12	0.25	0.625	0.75
定位	VSLAM+UWB	SmartEdge识别草坪边界+InstantGo智能割草系统	LELS全景系统：激光雷达+双视觉	LELS：RTK + 摄像头 + 3D ToF（激光雷达增强RTK 导航）	LELS：RTK + 摄像头 + 3D ToF（激光雷达增强RTK 导航）	LELS Pro：双重达 + 摄像头 (Dual-LiDAR 系统)
避障	RGBD + AIVI 3D智能避障 + 150°广角鱼眼摄像头 + ToF传感器	AIVI 3D智能避障：视觉+ToF+AI算法识别障碍物	3D ToF+ 相机（AIVI 3D），识别200+种障碍物，搭载Horizon X5 芯片组	3D ToF+ 相机（AIVI 3D），识别200+障碍物，可夜间工作	3D ToF+ 相机（AIVI 3D），识别200+障碍物，Horizon X5芯片组，可夜间工作	3D ToF+ 相机（AIVI 3D），识别200+障碍物，Horizon X5芯片组，可夜间工作
连接	WiFi、蓝牙	WiFi、蓝牙	WiFi、蓝牙	WiFi、蓝牙	WiFi、蓝牙	WiFi、蓝牙
最大坡度	-	40%	45%	45%	50%	50%
割草宽度（英寸）	8.66	8.66	8.66	8.66	12.99	12.99
割草高度（英寸）	1.2-2.4	1.2-2.4	1.2-3.2	1.2-3.2	1.2-3.6	1.2-3.6
充电时间（分钟）	160	150	180	100	45	45
续航（分钟）	-	-	-	65	100%-15%: 64 85%-15%: 47	100%-15%: 118 85%-15%: 80
噪音（分贝）	59	59	57	57	60	62
移动应用程序	√	√	√	√	√	√
防水	IPX6	IPX6	IPX6	IPX6	IPX6	IPX6
传感器	全景相机 AI摄像头 ToF传感器 UWB信标 GPS传感器（防盗） 雨量传感器	AI摄像头 ToF传感器 雨量传感器 GPS（防盗）	全景相机 鱼眼相机 前置AI摄像头 3D-ToF激光雷达 雨量传感器	3D-ToF激光雷达 前置AI摄像头 RTK参考基站 雨量传感器	3D-ToF激光雷达 前置AI摄像头 RTK参考基站 雨量传感器	3D-ToF激光雷达 前置AI摄像头 360°高精度雷达 雨量传感器

资料来源：亚马逊，申万宏源研究

欧圣电气：大客户带动订单快速增长，新兴区域开拓效果显著

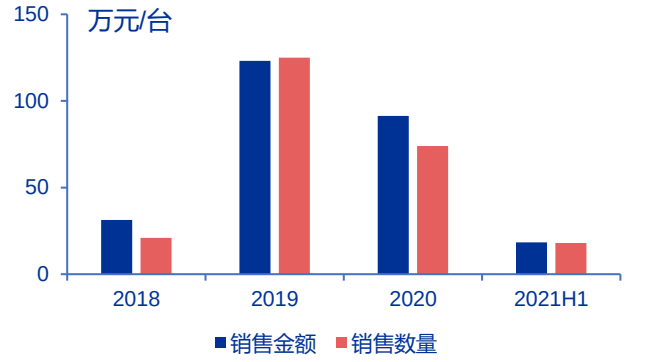
海外零售商客群稳定，年内通过开拓家得宝等大客户获得高增。公司品牌授权模式大客户稳定，ODM 模式研发设计能力强，OBM 模式自主品牌快速发展。**新品类迅速开拓。公司新品研发及响应速度快，抛雪机、气钉枪等新品均于 24Q3 开始出货，25 年已实现高速增长，预计 26 年进一步贡献成长性。**公司借助技术优势，着力布局护理机器人业务，目前护理机器人已试制成功小批量出货，带来全新业务成长点。海外产能上，公司于 2022 年使用超募资金建设马来西亚机电设备生产项目 3.32 亿元，截至 2023 年 12 月工程累计投入占预算比例为 28%，24 年底正式投入使用，预计 26 年全面完成产能爬坡。

图 76：公司品牌授权与 ODM 业务占比稳定



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 77：公司护理机器人已实现小批量出货



资料来源：公司公告，申万宏源研究

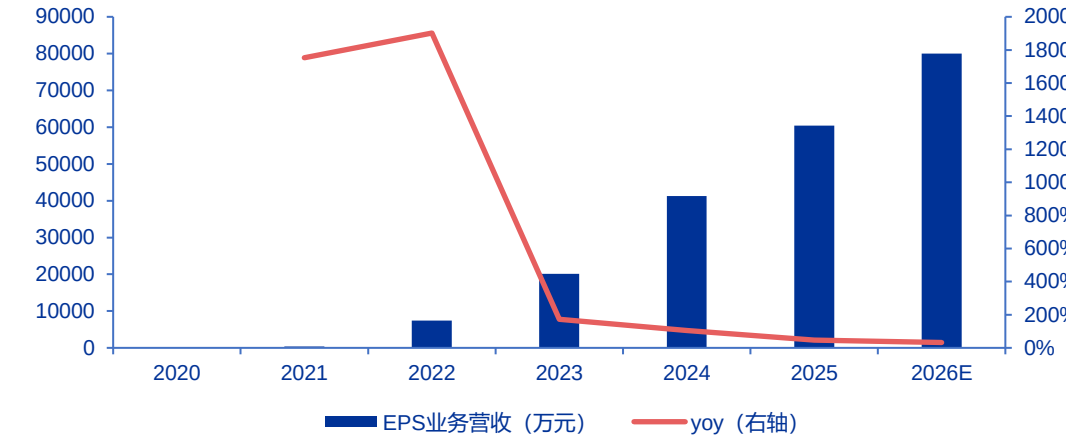
德昌股份：家电主业回暖，重点转型机器人业务

吸尘器代工复苏，多元小家电打造第二成长曲线。吸尘器领域，第一大客户（TTI）随着行业去库存周期进入尾声，预计业绩将企稳回升，为公司贡献稳定订单。小家电领域，第一，公司对主要客户 HOT 供给份额有望提升，高端吹风机均使用高速数码电机，公司电机技术优势能够向吹风机等个护领域直接复制转移；第二，新客户开拓顺利，23 年起实现对 Shark 等多家大客户的突破，吹风机、头发护理仪器等有望快速放量。2025 年以来，中美关税政策变动较大，公司业绩阶段性受到影响，为应对关税摩擦公司加速海外产能建设，越南泰国等地于 2025 年逐步投产，底部回暖趋势明显。

EPS 电机迎国产替代机遇，公司在手订单稳定贡献高成长。公司在资金投入、技术、客户开拓上持续突破，2018 年以高投入切入汽车电机领域，23/24/25 年增速高达 172%/105%/46%，已成功打造成为第二成长曲线。公司凭借家电汽车电机技术优势，进一步开拓机器人电机赛道，在无框力矩电机等方面有一定进展，重点布局机器人业务。

仅供内部参考，请勿外传！

图 78：公司 EPS 电机业务快速贡献收入



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 10：德昌股份汽车电机订单统计

公告日期	量产日期	客户	产品	生命周期	销售金额（亿元）
2022 年 7 月 15 日	2023 年 8 月	采埃孚	EPS 电机	4 年	2
2022 年 9 月 14 日	2023 年 12 月	上海同驭汽车	制动电机零部件	7 年	7.8
2022 年 9 月 14 日	2023 年 7 月	捷太格特（中国）投资有限公司	EPS 电机	8 年	3.8
2022 年 9 月 24 日	2022 年 10 月	上海利氪科技	制动电机零部件	3 年	1.5
2022 年 10 月 13 日	2022 年	耐世特汽车系统（苏州）	EPS 电机	5 年	3.2
2022 年 11 月 10 日	2024 年	耐世特欧洲	EPS 电机	7 年	4
2023 年 7 月 14 日	2024 年 4 月	采埃孚	EPS 电机	5 年	3.2
2023 年 10 月 10 日	2025 年 1 月	采埃孚	EPS 电机	5 年	1.27
2023 年 12 月 21 日	2025 年 5 月	耐世特北美公司	EPS 电机	10 年	1.43（亿美元）
2024 年 2 月 6 日	2024 年 5 月	汽车转向系统全球头部 Tier1 公司	EPS 电机	4-7 年	2.92
2024 年 3 月 8 日	2024 年 9 月/2025 年 2 月	汽车转向系统全球知名 Tier1 公司	EPS 电机	6 年	2.74
2024 年 7 月 11 日	2026 年 6 月	国内客户	EPS 电机	10 年	8.08

资料来源：公司公告，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传！

5．风险提示

1. 汇率波动风险：2023 年 5 月，人民币再度快速贬值，美元兑人民币汇率年内最高水平达 7.2258（6 月 30 日），此后基本维持在高位震荡；25 年自 4 月达到年内高点后（7.2133）震荡下行。截至 2026 年 6 月 29 日，美元兑人民币汇率为 6.8175，较年初下跌 2.93%，同比回 4.7%，整体水平已低于 2015 年以来的中枢水平（6.8500）。

2. 原材料价格波动风险：25 年开年，铜矿供应增速下滑，叠加特朗普对进口至美国的铜加征 25%关税预期，铜价持续上行，25Q2 开始略有回落，Q3-Q4 再度冲高，年底突破 100000 元/吨。26 年以来铜价保持高位震荡，截至 2026 年 6 月 29 日，铜价同比+28.0%，较年初+3.1%，环比-2.4%。铝钢价格：年初以来铝、钢价均有不同幅度上涨。截至 2026 年 6 月 26 日，铝价同比+11.8%，环比-4.6%，较年初+1.8%；不锈钢价格同比+14.6%，环比-1.4%，较年初+15.3%，价格均有不同程度上涨。

表 11：家用电器行业重点公司估值表

板块	代码	名称	评级	7 月 1 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		2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
白电及零部件	000333	美的集团	买入	77.40	48833	53662	57985	76.13	6.41	7.05	7.62	12	11	10
	000651	格力电器	买入	37.46	30495	32905	34627	56.01	5.44	5.87	6.18	7	6	6
	600690	海尔智家	买入	20.30	20564	23000	25309	93.78	2.19	2.45	2.70	9	8	8
	002050	三花智控	增持	44.21	4650	5099	5609	42.08	1.11	1.21	1.33	40	36	33
	000921	海信家电	买入	26.86	3345	3613	3794	13.85	2.42	2.61	2.74	11	10	10
	603112	华翔股份	买入	16.70	708	812	900	5.40	1.31	1.50	1.67	13	11	10
	603187	海容冷链	增持	11.69	458	522	/	3.86	1.19	1.35	/	10	9	/
	301272	英华特	增持	33.35	83	99	102	0.59	1.42	1.69	1.74	24	20	19
	603400	华之杰	买入	54.16	200	302	407	1.00	2.00	3.02	4.07	27	18	13
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
	002677	浙江美大	增持	5.65	41	64	54	6.46	0.06	0.10	0.08	89	57	67
	300894	火星人	增持	12.22	-34	-3	21	4.06	-0.08	-0.01	0.05	/	/	235
	300911	亿田智能	增持	21.78	42	101	/	1.83	0.23	0.55	/	95	40	/
	002035	华帝股份	增持	4.59	356	398	441	8.48	0.42	0.47	0.52	11	10	9
	002543	万和电气	买入	6.30	848	955	/	7.44	1.14	1.28	/	6	5	/
厨房小家电	002032	苏泊尔	买入	40.47	2215	2318	2410	8.00	2.77	2.90	3.01	15	14	13
	002242	九阳股份	增持	8.02	265	306	317	7.63	0.35	0.40	0.42	23	20	19
	1691.HK	JS 环球生活	买入	1.32	761	965	/	34.75	0.22	0.28	/	6	5	/
	002705	新宝股份	买入	11.22	1041	1141	1259	8.12	1.28	1.41	1.55	9	8	7
	002959	小熊电器	增持	32.55	436	485	531	1.56	2.80	3.11	3.41	12	10	10
	603215	比依股份	增持	14.09	152	174	190	2.15	0.71	0.81	0.89	20	17	16
个护小家电	603868	飞科电器	增持	30.62	614	681	747	4.36	1.41	1.56	1.71	22	20	18
	688793	倍轻松	增持	17.05	24	40	45	0.86	0.28	0.47	0.52	61	37	33
	002614	奥佳华	增持	4.55	140	155	166	6.24	0.22	0.25	0.27	20	18	17
	301332	德尔玛	增持	7.79	149	170	191	4.62	0.32	0.37	0.41	24	21	19
清洁小家电	603486	科沃斯	买入	51.65	2248	2450	2783	5.79	3.89	4.23	4.81	13	12	11
	688169	石头科技	买入	95.87	2061	2441	2636	2.59	7.95	9.42	10.17	12	10	9
	603355	莱克电气	买入	27.82	1083	1335	1447	5.73	1.89	2.33	2.52	15	12	11
	300272	开能健康	增持	5.40	129	156	166	6.11	0.21	0.26	0.27	26	21	20
	605555	德昌股份	买入	13.12	374	460	534	4.84	0.77	0.95	1.10	17	14	12
	301187	欧圣电气	买入	15.11	291	353	375	2.55	1.14	1.38	1.47	13	11	10
电工照明	603195	公牛集团	买入	38.22	4276	4627	4933	18.04	2.37	2.56	2.73	16	15	14
	603515	欧普照明	买入	16.25	968	1021	1072	7.43	1.30	1.37	1.44	12	12	11
	603551	奥普科技	增持	9.06	320	337	354	3.85	0.83	0.88	0.92	11	10	10
	301362	民爆光电	增持	178.21	242	602	774	1.46	1.66	4.12	5.30	107	43	34
	000541	佛山照明	增持	5.35	281	316	355	15.36	0.18	0.21	0.23	29	26	23
	603031	安孚科技	买入	50.55	405	440	/	3.74	1.08	1.18	/	47	43	/
	301606	绿联科技	买入	60.49	915	1233	1538	4.15	2.20	2.97	3.71	27	20	16
黑电	688696	极米科技	增持	65.92	348	434	496	0.70	4.97	6.20	7.08	13	11	9
	688007	光峰科技	增持	13.04	15	39	57	4.60	0.03	0.08	0.12	400	154	105
	600060	海信视像	增持	27.08	2670	2934	3217	13.05	2.05	2.25	2.47	13	12	11
两轮车	603766	隆鑫通用	买入	12.80	2013	2528	2946	20.54	0.98	1.23	1.43	13	10	9
	603529	爱玛科技	买入	19.62	2635	3021	3371	8.68	3.04	3.48	3.88	6	6	5

仅供内部参考，请勿外传！

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：JS 环球生活（1691.HK）收盘价/净利润/股本/EPS 单位为港元/百万港元/亿股/港元，净利润换算汇率采用 2026 年 7 月 1 日美元兑港币汇率；浙江美大、火星人、亿田智能、华帝股份采用 Wind 一致预期；其余公司均采用申万盈利预测

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。