下载日志已记录，仅供内部参考

证券研究报告

# 家电25年复盘与汽车行业映射

## 格局清晰前后的估值宽幅震荡

证券分析师：戴文杰 A0230522100006
刘正 A0230518100001

联系人：戴文杰 A0230522100006

2026.09.18

SWS RESEARCH

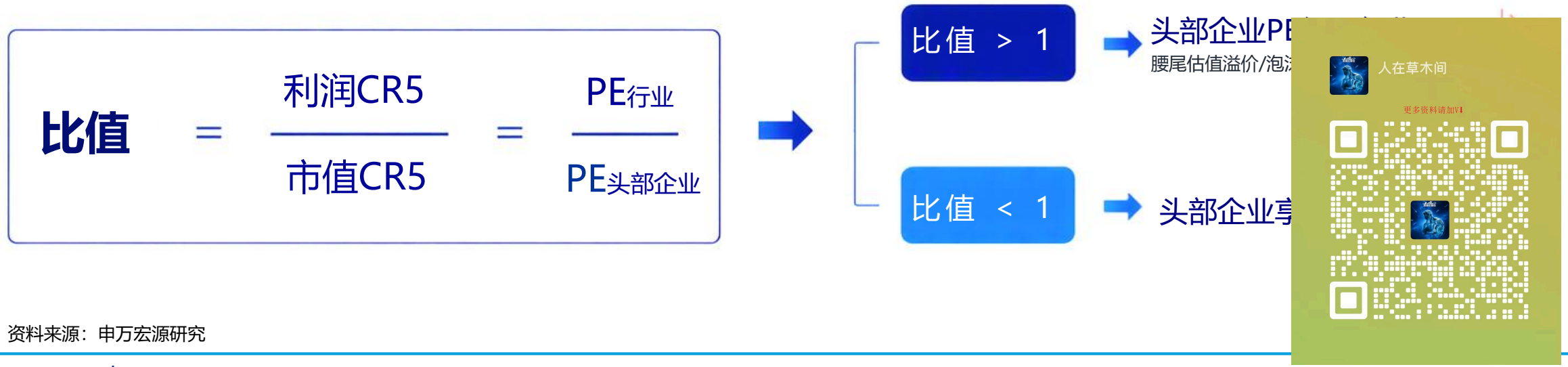
下载日志已记录，仅供内部参考

# 利润市值比：排除统计假象后，观察市场估值偏好

- **核心公式：比值=1表示匹配，>1头部企业折价，<1头部企业溢价，偏离综合反映 g、r 与 FCF/E。**
  - 分子：头部企业利润集中能力（体现行业利润向头部集中的程度）
  - 分母：市场愿为头部企业支付的市值权重（体现资金对头部企业的定价与信心）
  - 桥：DCF中的 g 与 r 预期差（反映市场对头部企业永续增长率 g 与贴现率 r 的相对定价）

- **先区分“真折价”与“统计假象”，再讨论溢价驱动源。**
  - 分母污染，尾部亏损拉低行业利润 → 比值>1，剔除亏损公司后计算比值可一定程度缓解该问题
  - ①高 g，PE扩张 → 比值<1；②周期、宏观风险抬升 r，估值压缩 → 比值>1

**图：核心公式（利润市值比）**




资料来源：申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

# 主要内容

1. 回顾：家电25年复盘

2. 回顾：汽车25年复盘

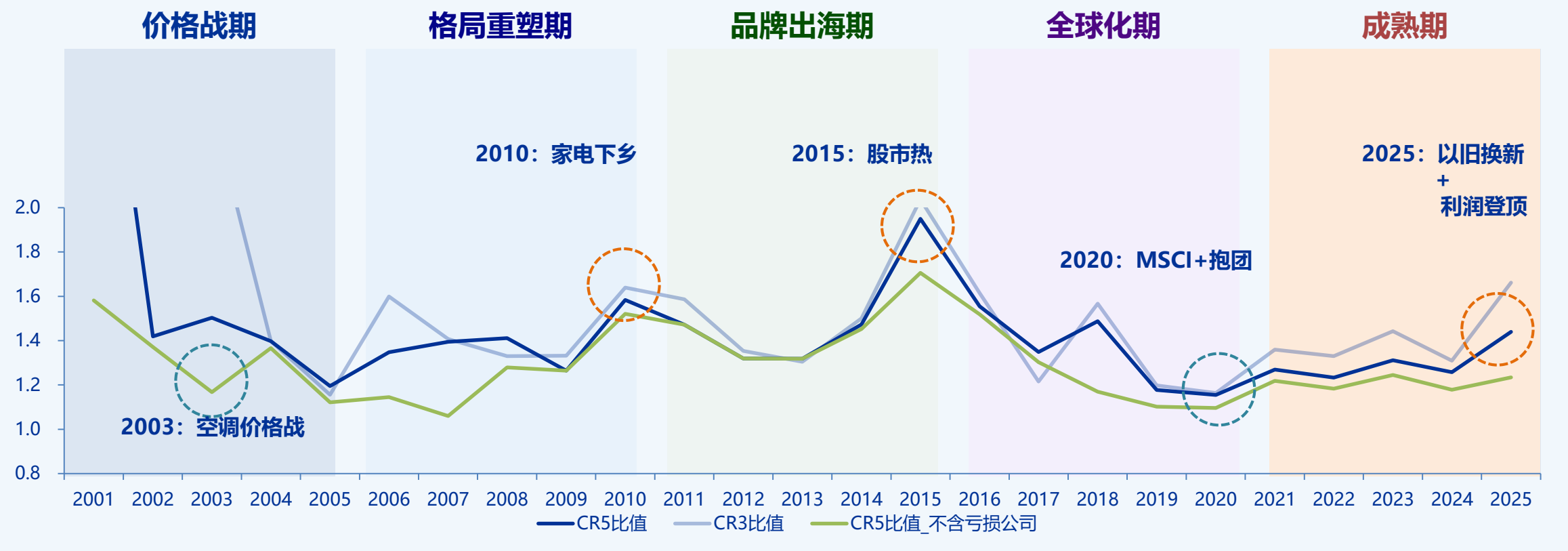
3. 对比：汽车和家电映射关系与展望

下载日志已记录，仅供内部参考

# 1. 家电板块复盘

- **价格战期→格局重塑→品牌出海→全球化→成熟期**
- 由于行业存在微利/亏损公司但市值不为零，存在比值>1构造特征，因此补充计算剔除亏损公司的CR5比值。数据统计自2001-2025年申万一级分类家用电器下的上市公司数据。

**图：2001-2025年家电板块利润市值比（CR5/CR3）全景与关键事件**



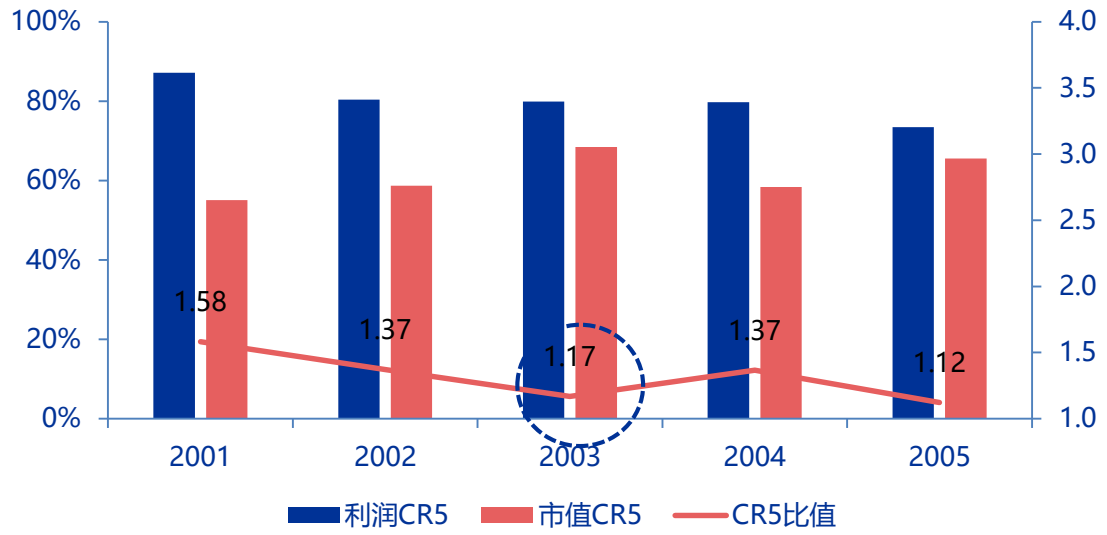

资料来源：iFind，申万宏源研究（2001、2004、2005年行业利润为负不适用）

下载日志已记录，仅供内部参考

# 1.1 2001-2005年：行业出清阶段，价格战激烈

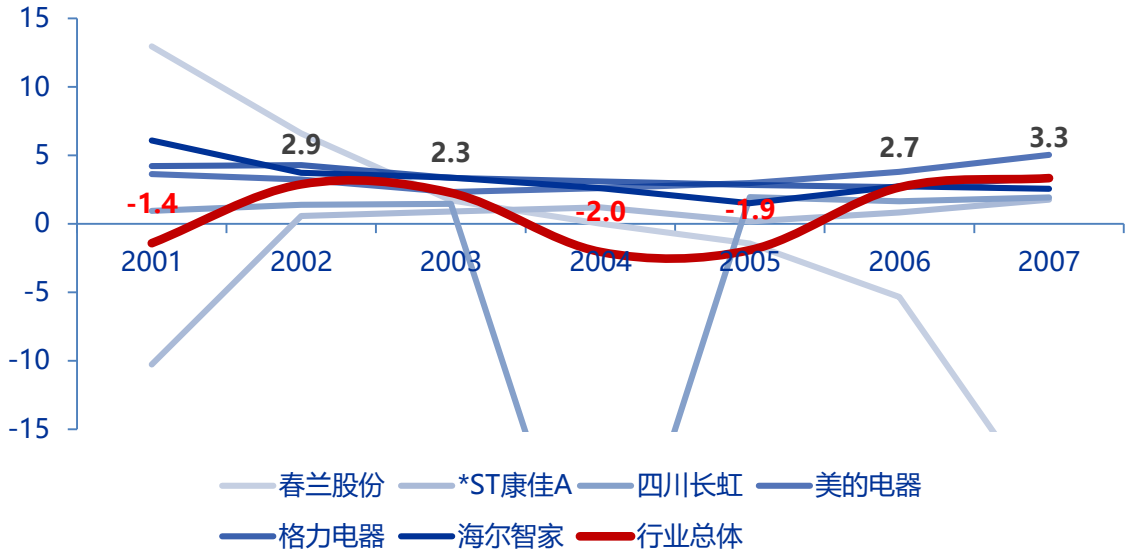
- **利润端：激烈价格战，全行业三年净亏损，2005年净利率-1.9%。**
  - 行业总体利润率降低已经濒临盈亏平衡，利润下滑从分子端影响利润市值比，剔除亏损公司后2005年利润CR5 73%。
- **市值端：2003年价格战后，市值集中度下滑。**
  - 剔除亏损公司的市值CR5波动上升，2003年达高点为68%。

图：2001-2005年家电行业利润市值比（剔除亏损公司）（左轴占比；右轴比值）




资料来源：iFind，申万宏源研究

图：家电行业代表性公司净利率（%）




资料来源：iFind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

# 1.1 2001-2005年：行业出清阶段，价格战激烈

## 事实①：激烈价格战

- 1996年长虹率先发起彩电价格战，康佳迅速跟进，本土家电市场突围战、外资品牌逐步退出。
- 奥克斯于2002年将空调价格构成拆分公示，逼迫海信、科龙、长虹等降价。空调品牌从400多家锐减到30多家，2001-2004年我国空调内销出货均价从2835元下降至1600元，年均下滑17.4%。

## 事实②：幸存者尚未浮现

- 2003年价格战后，弱势品牌退出的同时有小家电新玩家涌入，新进入速度超过旧品牌退出速度，**行业仍存发散可能。**

## DCF解读

- ***早期比值波动本质是产业格局重构，而非单纯估值均值回归。***
- 高不确定性对应高r、低或接近零的g；比率接近1并不等于“买得安全”，可能只是旧头部企业尚未被市场清除。

**表：2001-2005年中国家电行业利润市值比（剔除亏损公司）**

| 年份 | 比值 | 利润CR5 | 市值CR5 | DCF叙事 |
|---|---|---|---|---|
| **2001** | 1.58x | 87% | 55% | 高r、低g，竞争结局不确定 |
| **2002** | 1.37x | 80% | 59% | 彩电竞争告一段落，市值小幅集中 |
| **2003** | **1.17x** | 80% | 68% | 扩张者规模溢价短暂占优 |
| **2004** | 1.37x | 80% | 58% | 股改影响，市值分母下降 |
| **2005** | 1.12x | 73% | 66% | 幸存者初定，r仍高 |

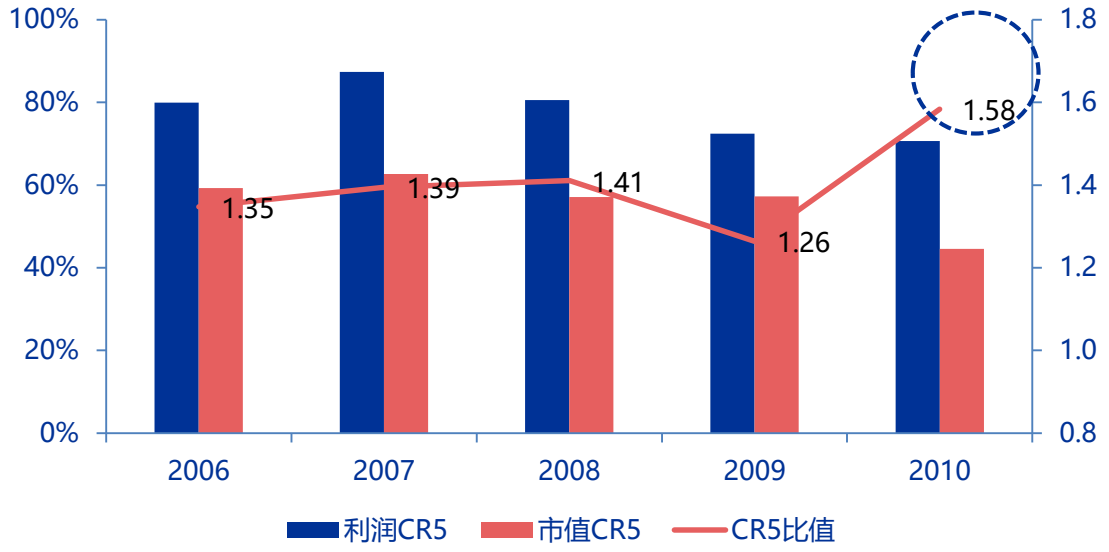
资料来源：iFind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

# 1.2 2006-2010年：行业修复阶段，政策带动 g 从负转正

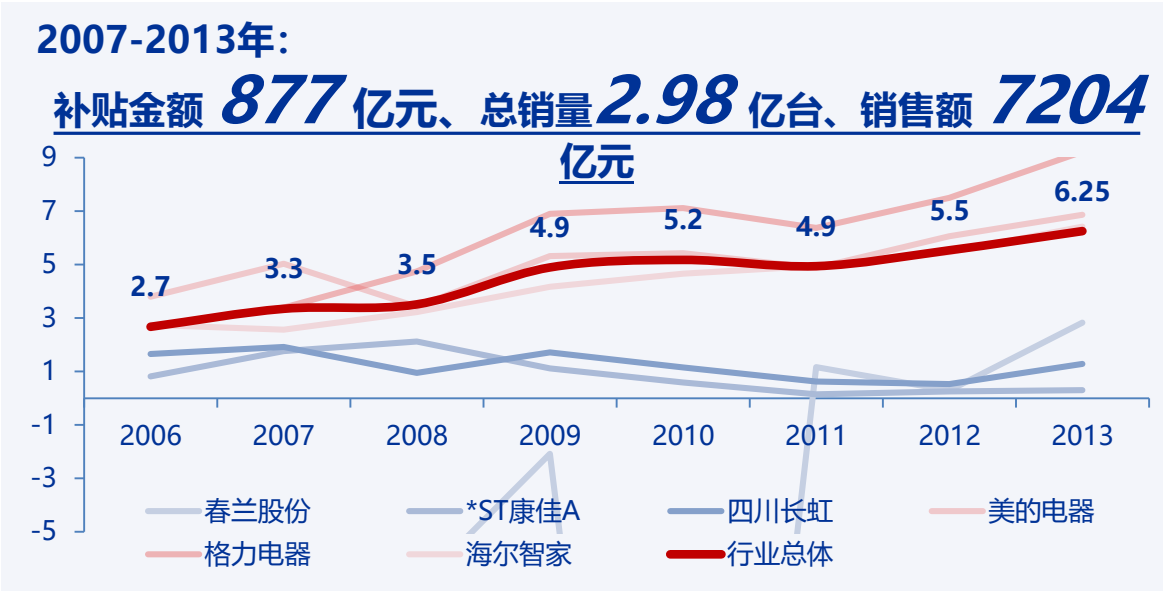
- **事实：政策外力补贴推动利润回升，市值CR5稳定但利润CR5下滑。**
  - **家电下乡推进：**经济危机后为刺激国内消费，陆续推出家电下乡（补贴13%）、以旧换新（补贴10%）等。补贴销量在**2010年**春节后达到峰值，行业净利润由31亿飙升至172亿元，需求曲线右移、产能利用率与ROE改善。
  - **需求复苏却进一步拉大企业差距**：市场从价格战摧毁利润切换到政策护航下的正 g 。
- **DCF解读：政府的补贴同时延缓了行业产能的出清和头部企业份额的集中趋势。**
  - 政府补贴下格力、美的、海尔盈利能力一骑绝尘，但同样利好尾部企业，放缓了头部企业份额的集中。
  - 2010年**市值CR5仅45% 比率1.58x，*并非头部企业g差而是腰尾部低利润企业g被主题资金抬高。***

**图：2010年家电行业利润市值比达到峰值（左轴占比；右轴比值）**




资料来源：iFind，申万宏源研究

**图：家电行业代表性公司净利率（%）及2007-2013年家电下乡政策特征**



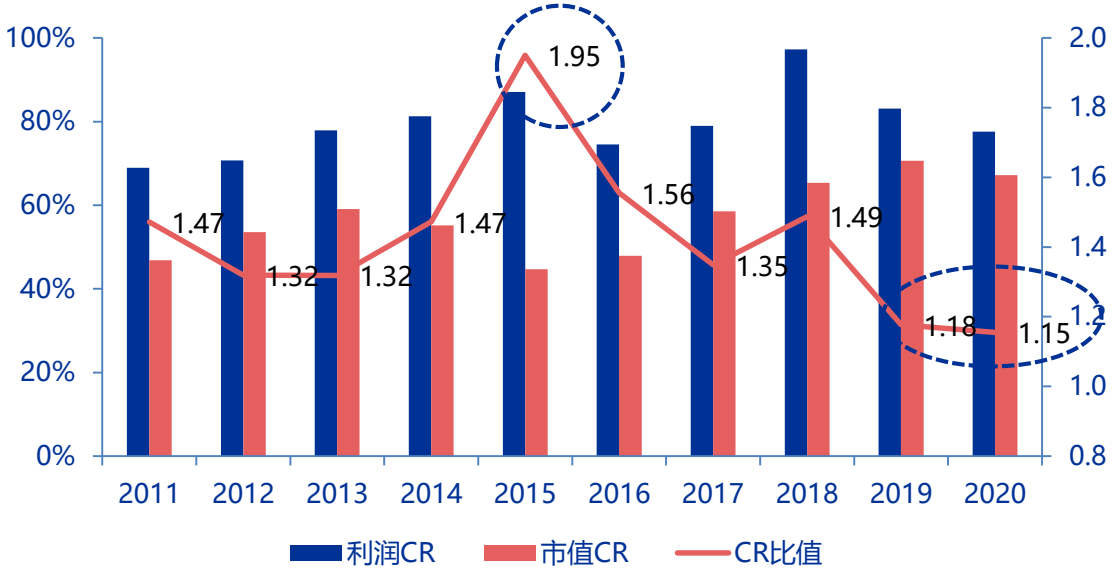

资料来源：iFind，《家电下乡操作细则》，申万宏源研究（注：2013年美的电器并入美的集团）

下载日志已记录，仅供内部参考

# 1.3 2011-2020年：新品类、股市热、全球运营与低利率影响PE

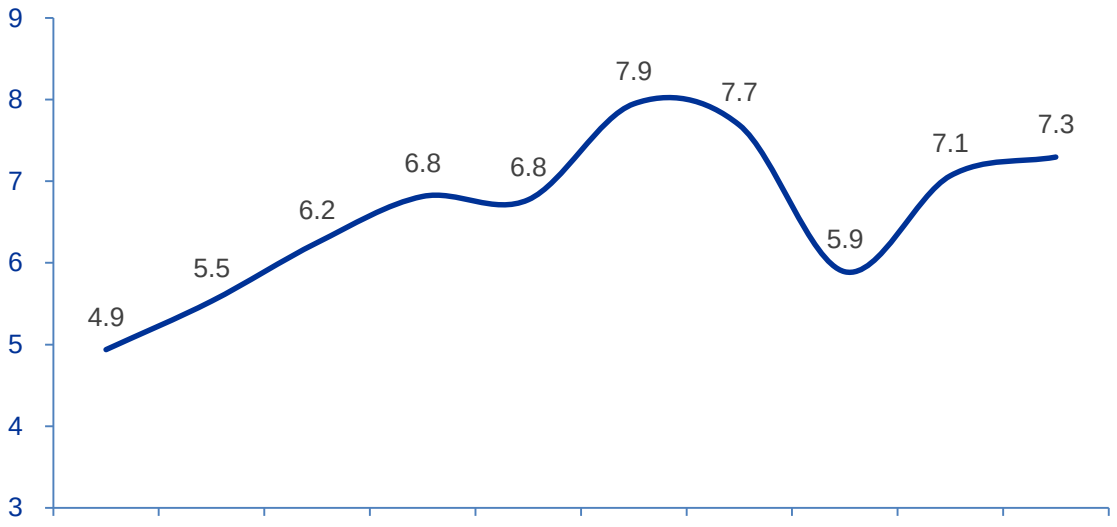
- **利润端：利润向好且向头部集中。**
  - 行业净利率自2011年显著上行，由4.9%提升至2016年的7.9%。
  - 利润CR5由2011年69%上修，2014年后基本稳定在80%上下波动。
- **市值端：集中度波动上升。**
  - 2015年市值CR5为45%，此后一路提升至2018年稳定接近70%。

**图：2015年家电行业利润市值比达到峰值（左轴占比；右轴比值）**




资料来源：iFind，申万宏源研究

**图：申万家电分类的净利率（%）总体呈上升趋势**




资料来源：iFind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

# 1.3 2011-2020年：新品类、股市热、全球运营与低利率影响PE

- **事实①：新品爆发+股市热。**
  - 扫地机器人、空气炸锅、破壁机等小家电新品类爆发，大量新品牌入场叠加2015年杠杆下的高估值，稀释头部企业市值份额，剔除亏损公司后比值仍高达1.71x。
- **事实②：全球运营。**
  - 行业头部企业启动海外并购布局（海尔收购GE家电、美的收购东芝）；MSCI纳入扩大全球被动配置。
- **事实③：低利率环境。**
  - 无风险利率降低，10年期国债从约3.9%向约3.1%回落。
- **事实④：抱团正反馈。**
  - 资金持续加配，公募将家电头部公司重分类为“类债券权益”PE更像债券。
- **DCF解读**
  - ***终值g叙述从单一国内升维到“全球加权更高g”***，行业CR5的利润市值比接近1.0。
  - “流动性+制度资金+基本面”共振，***PE扩张更多来自r下行***，而非g中枢大幅抬升。

**表：2011-2020年家电行业利润市值比**

| | 比值 | 利润CR5 | 市值CR5 |
|---|---|---|---|
| 2011 | 1.47x | 69% | 47% |
| 2012 | 1.32x | 71% | 54% |
| 2013 | 1.32x | 78% | 59% |
| 2014 | 1.47x | 81% | 55% |
| 2015 | 1.95x | 87% | 45% |
| 2016 | 1.56x | 75% | 48% |
| 2017 | 1.35x | 79% | 59% |
| 2018 | 1.49x | 97% | 65% |
| 2019 | 1.18x | 83% | 71% |
| 2020 | 1.15x | 78% | 67% |

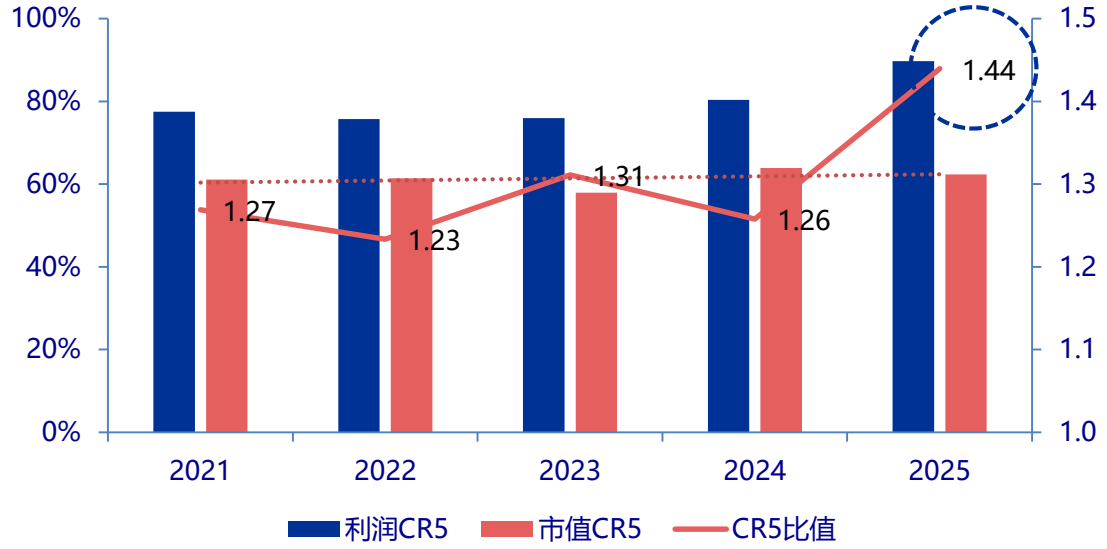
资料来源：iFind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

# 1.4 2021-2025年：成熟阶段，即使ROE仍高，市场也在按终局出清贴现

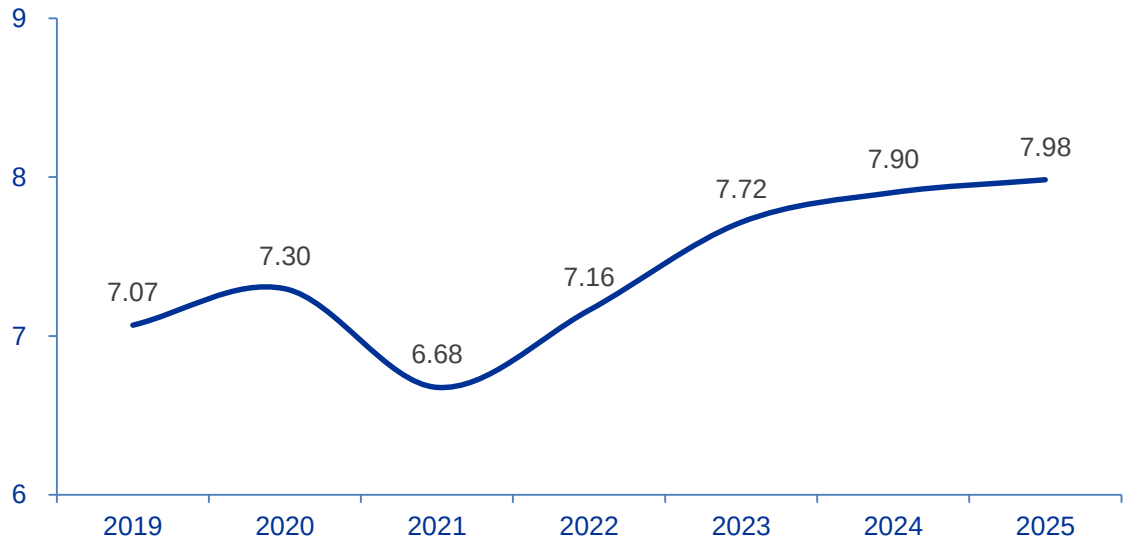
- **利润端：净利率整体上涨，集中度翘头。**
  - 2021-2025年行业净利率上行到7.98%（2025年去掉极端值），趋势有望持续。
  - 利润CR5稳步上行，2025年利润CR5提升至90%，剔除亏损公司后利润CR5仍达79%。
- **市值端：头部企业稳定，市值集中度波动小。**
  - 市值CR5稳定在60%左右。

图：2021-2025年家电行业利润市值比（左轴占比；右轴比值）




资料来源：iFind，申万宏源研究

图：申万家电分类的净利率（%）




资料来源：iFind，申万宏源研究（注：2025年剔除康佳极值影响）

下载日志已记录，仅供内部参考

# 1.4 2021-2025年：成熟阶段，即使ROE仍高，市场也在按终局出清贴现

- **事实①：成熟期寡头集中利润。**
  - **以旧换新：**2024年以旧换新政策利好盈利，同时推动行业从以价换量向以技术竞争逻辑重构，转型压力2025年释放在净利端。
  - **利润集中：**头部公司依托规模、渠道、品牌壁垒占据绝大部分利润池，利润CR5提升至90%。
- **事实②：市值权重谨慎。**
  - **抱团分散后分母降低。**2021年春后核心资产回撤，头部公司市值份额略下滑。
- **DCF解读**
  - ***2025年1.44x主因并非腰尾部股票单边高估值，而是头部企业被赋予偏低甚至负的永续g。***
  - 地产后周期与渗透率约束下，短期高分红不改市场谨慎性，***出海与B端尚未被充分验证能提供足够的终值支撑。***

**表：2021-2025年家电行业利润市值比**

| | CR5比值 | 利润CR5 | 市值CR5 |
|---|---|---|---|
| 2021 | 1.27x | 78% | 61% |
| 2022 | 1.23x | 76% | 61% |
| 2023 | 1.31x | 76% | 58% |
| 2024 | 1.26x | 80% | 64% |
| 2025 | 1.44x | 90% | 62% |

资料来源：iFind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

# 1.4 2025年定位：1.44x 利润权重历史级，市值权重却再度掉队

## 2025年事实：

- 2025年利润CR5 90%、市值CR5 62%、比率1.44x；利润CR3 83%、市值CR3 50%、比率1.66x。
- **盈利能力不弱，行业利润率约7.98%。**
- **利润权重显著高于市值权重，差距略扩大。**

## DCF解读：

- 终值g被压低时，高ROE与高分红只能部分对冲分母收缩。
- 市场交易的是**“未来10年国内销量能不能撑住+出海/B端能否补上终值”**而非否认当下赚钱能力。

## 市场观察清单：

- ①**地产链需求**：新开工/竣工/交付的边际变化与库存去化节奏
- ②**头部企业出海**净利率与区域分散：毛利率、净利率、区域结构优化
- ③To B/**机器人等第二曲线**：收入占比、毛利率、ROIC
- ④分红与回购对自由现金流的确认：**分红率、回购率**、FCF转化质量
- ⑤小盘主题对市值CR5的**虹吸缓解**：资金结构与风格轮动

### 利润权重显著高于市值权重

**1.44x**

90%
2025年利润CR5

62%
2025年市值CR5

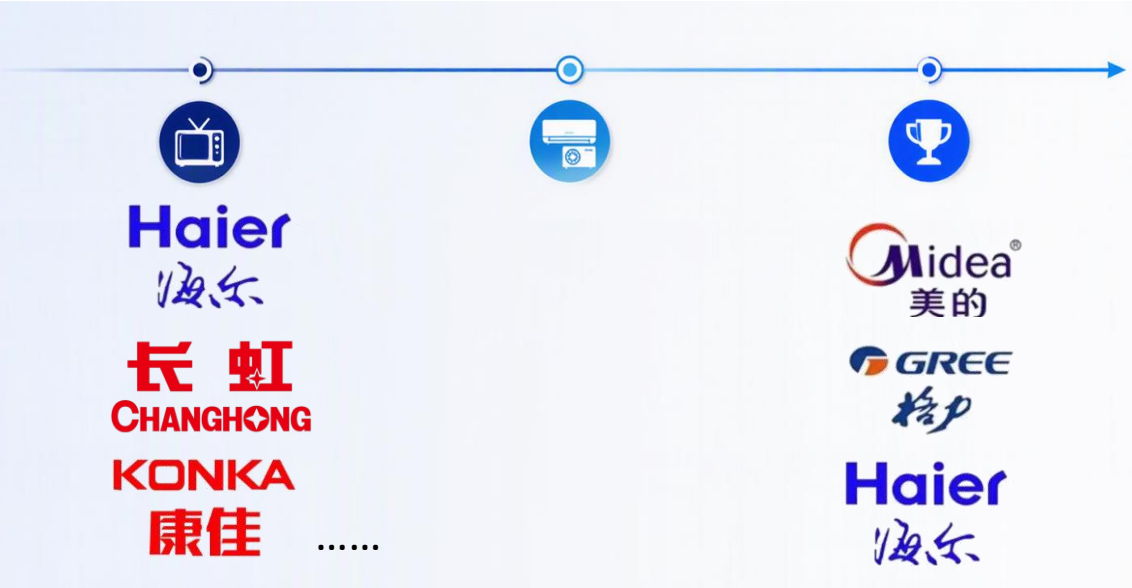


下载日志已记录，仅供内部参考

# 1.5 结论：规律总结

- **竞争格局：CR3成员完成置换**
  - 2001年：彩电竞争激烈，白电布局不足；2005年：空调格力凸显；2010年：美的、格力、海尔三足鼎立确立
- **规律总结：**
  - 家电市值CR5长期低于利润CR5，**市场大部分时候更偏爱成长性故事。格局稳定到市场买单之间存在较大时间不确定性，**但修复是方向。
  - 寡头成熟时期，比值中枢约1.52x；市值CR5中枢约54%-57%，低于利润集中度——这正是“份额溢价递减”的体现：**利润集中度创新高，但市值定价并未同步抬升。**

**图：家电板块CR3彻底换位**




资料来源：申万宏源研究

**表：CR5利润对应的规律总结**

| 利润CR5区间 | 比率中枢 | DCF含义 |
|---|---|---|
| <70% | 1.2x-1.6x | 筛选期，r高、g不确定 |
| 70%-80% | 1.1x-1.5x | 寡头初成，r降、g转正 |
| ≥80% | 1.5x-1.9x | 成熟寡头，g稳态、份额溢价递减 |

资料来源：申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

# 主要内容

1. 回顾：家电25年复盘
2. 回顾：汽车25年复盘
3. 对比：汽车和家电映射关系与展望

下载日志已记录，仅供内部参考

# 2. 汽车板块盈利CR5

- **市值定价的是“未来的头部企业”，利润反映的是“现在的头部企业”，两者错配时比率剧烈波动。**
- **汽车：**25年间CR5从合资燃油主导，切换到自主新能源主导。
  - **汽车板块样本成员 25 年间轮换，比值不是同一批公司被折价或溢价的度量。因此我们强调观察趋势变化，以此测度的是市场定价的偏好。**
- **家电：**美的/格力/海尔格局长期稳定，利润市值比主要刻画同一批头部公司的估值折价或溢价。

**图：不同时期盈利CR5成员**

| 时间 | 汽车盈利Top5公司 | 产业逻辑 |
|---|---|---|
| 2005 | **广汽集团, 上汽集团,** 江淮汽车, 江铃汽车, **长城汽车** | 合资燃油利润奶牛 |
| 2010 | 上汽集团, 潍柴动力, 广汽集团, 长城汽车, **比亚迪** | 政策刺激销量爆发 |
| 2015 | 上汽集团, **长安汽车, 长城汽车**, 华域汽车, 广汽集团 | SUV崛起、自主发力 |
| 2022 | **比亚迪**, 上汽集团, 长城汽车, 广汽集团, 长安汽车 | 补贴与头部企业切换 |
| 2025 | **比亚迪**, 潍柴动力, 上汽集团, 长城汽车, 福耀玻璃 | 新能源竞争、座次再换 |

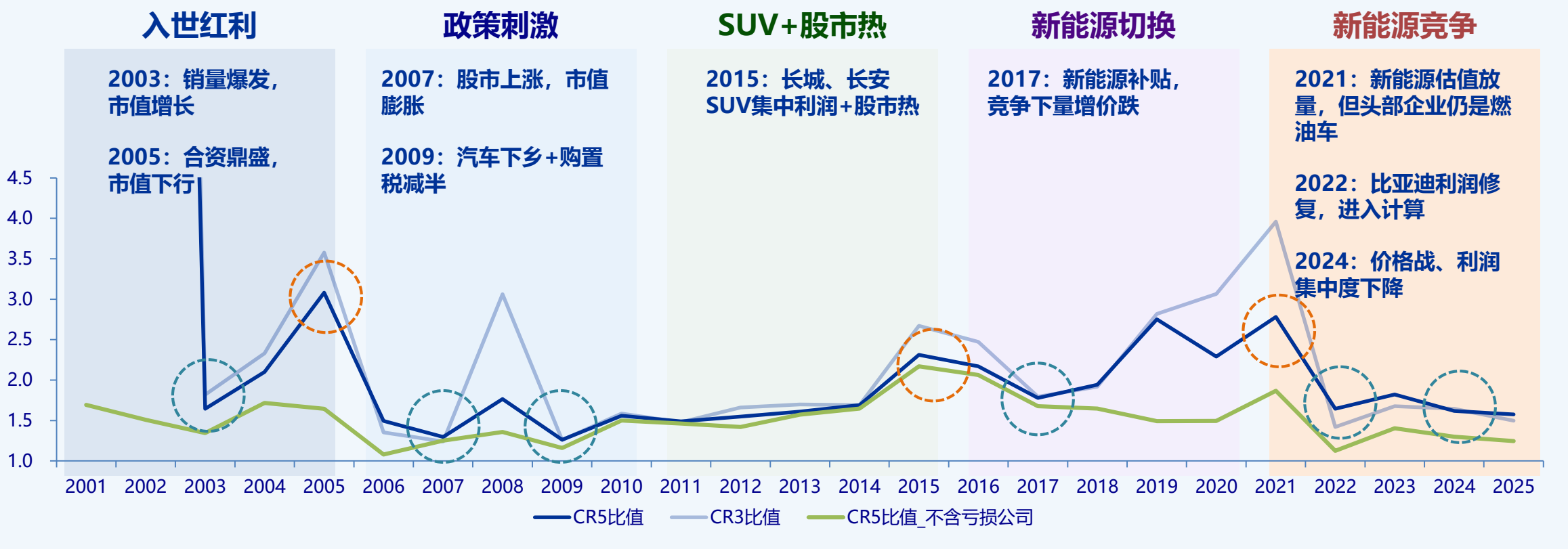
资料来源：iFind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

# 2. 汽车板块复盘

- **合资红利→政策刺激→自主崛起→新能源切换→价格战**
- 由于行业存在微利/亏损公司但市值不为零，存在比值>1构造特征，因此补充计算剔除亏损公司的CR5比值。数据统计自2001-2025年申万一级分类汽车下的上市公司数据。**剔除亏损前后比值越离散，格局越混乱，行业经营压力越大。**

**图：2003-2025年汽车板块利润市值比（CR3/CR5）全景与关键事件**



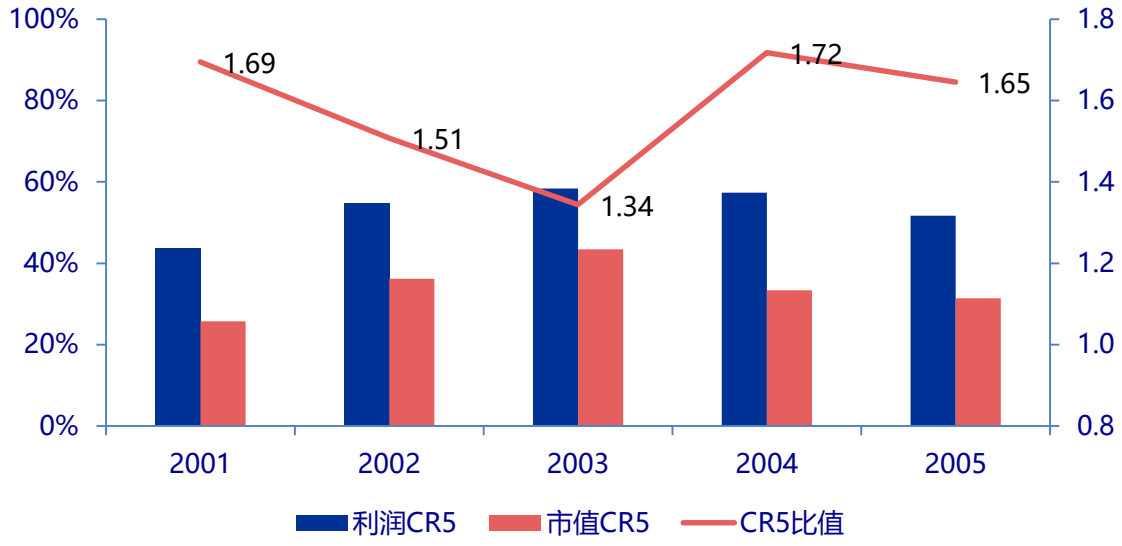

资料来源：iFind，申万宏源研究（2002年行业利润为负不适用）

下载日志已记录，仅供内部参考

# 2.1 2001-2005年：入世红利期，合资利润奶牛与A股回调

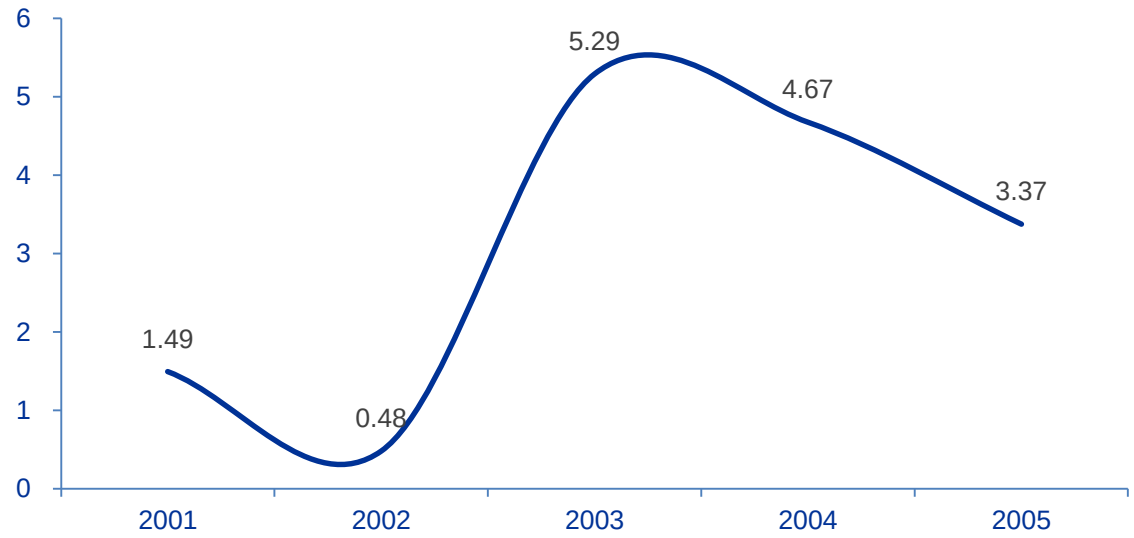
- **事实①：行业起步，销量带动头部企业盈利与市值爆发。**
  - 2001年加入WTO后轿车进入家庭，私家车需求爆发；国内制造依托外资力量，合资模式成为主导；2003年剔除亏损公司盈利CR5 45亿元，占比58%，市值CR5占比43%较2001年+18pct，对应1.34x。
- **事实②：股权分置改革，市值分母下降。**
  - 2004-2005年股权分置改革A股自高位跌至998点，板块总市值自约2116亿元跌至2005年约1028亿元（-51%）。
- **DCF解读：宏观波动影响市场与DCF，2005年股改底冲高至3.08x。**
  - 市值分母下降更快推利润市值比。剔除亏损公司后仍为1.65x，因重资产Capex高、FCF/利润偏低、合资终值不确定性溢价。

**图：2005年汽车利润市值比达峰值（剔除亏损公司）（左轴占比；右轴比值）**




资料来源：iFind，申万宏源研究

**图：申万分类汽车行业净利率（%）**



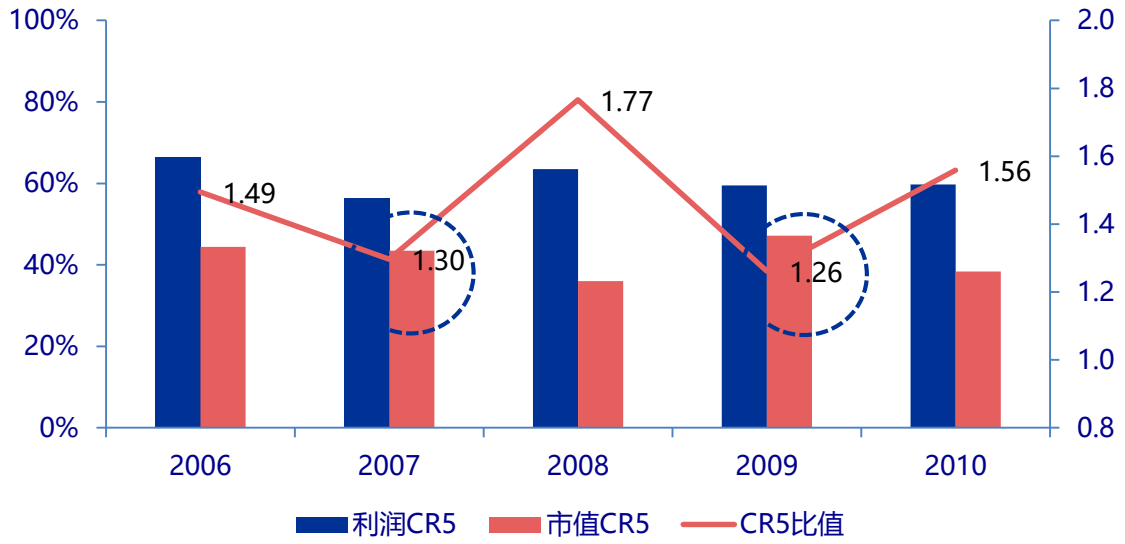

资料来源：iFind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

# 2.2 2006-2010年：政策刺激期，汽车下乡与DCF陷阱

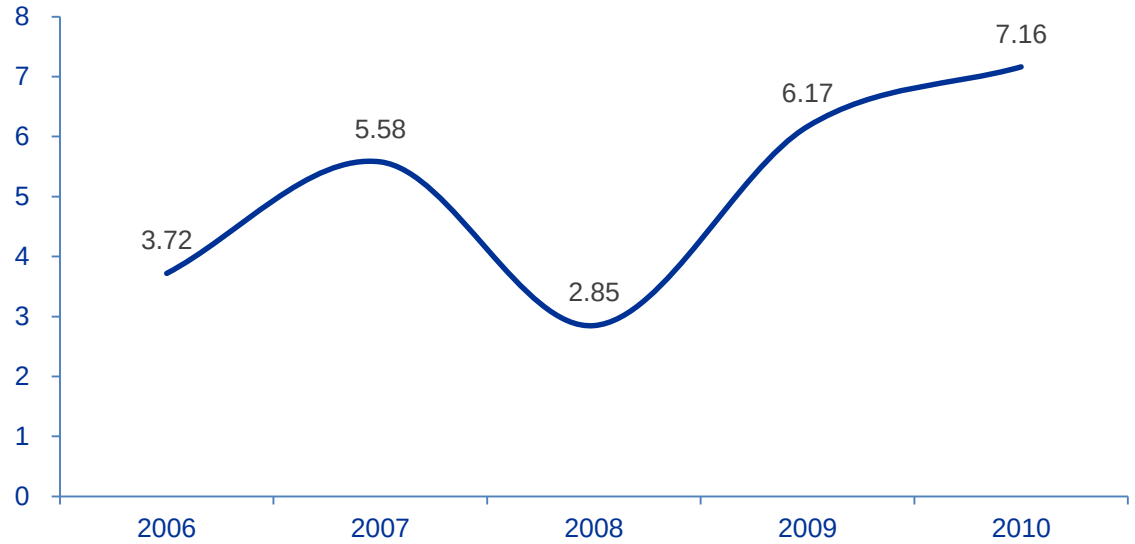
- **事实①：股市和政策利好**
  - **2007年股市估值热，2009年政策启动行情，**购置税减征、汽车下乡、以旧换新政策陆续出台落地，缓释2008年金融危机对汽车消费产生的重大抑制，2009年全年乘用车销量首次超过1000万辆为1032万辆，分母快速回升，因此2007、2009年利润市值比下落为1.30x、1.26x。
- **DCF解读：前期市场高估销量带来的增长 g，忽视利润质量**
  - 政策收缩与新概念引流下头部估值打紧，因此2010年政策收紧后估值逐步下行，叠加资金涌向二三线与新能源概念，市值CR5难同步上移为38%，比值上调回1.56x。

**图：2007、2009年市值膨胀，利润市值比达低点（左轴占比；右轴比值）**




资料来源：iFind，申万宏源研究

**图：申万分类汽车行业净利率（%）**



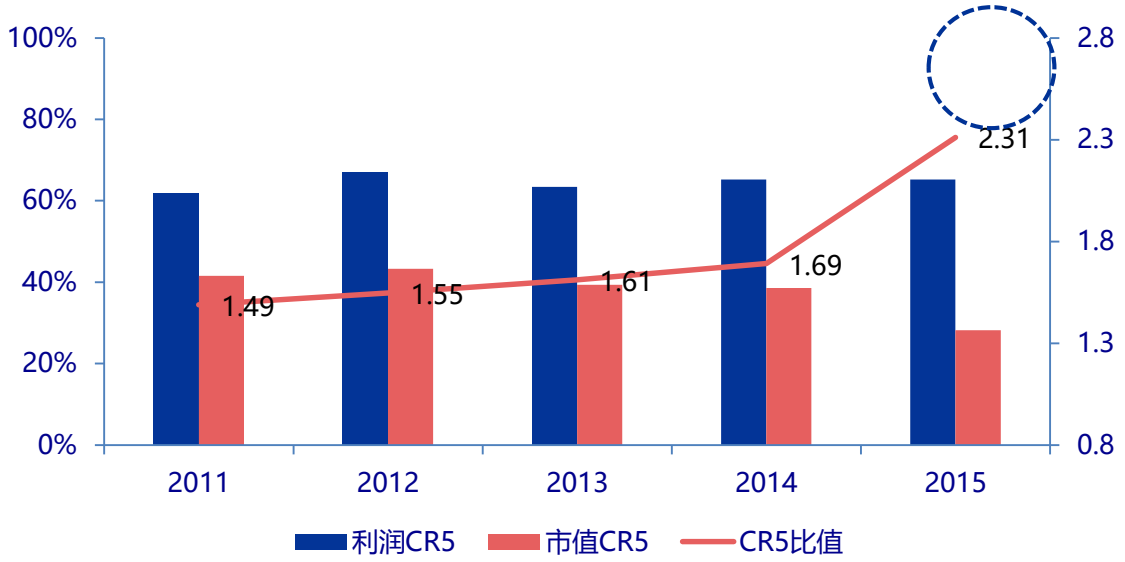

资料来源：iFind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

# 2.3 2011-2015年：SUV+股市热，自主品牌发力与估值分裂

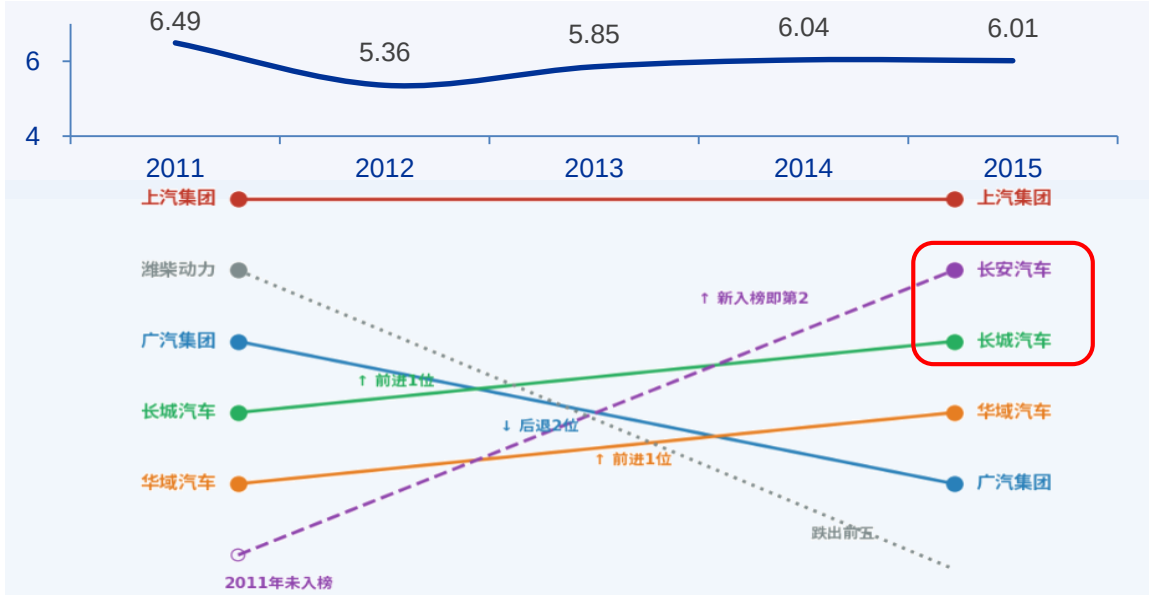
- **事实①：SUV与股市热**
  - SUV流行趋势明显，2012-2015年渗透率自15%提升至31%、总销量从200万辆增长到622万辆，此外2013年新能源高补贴下推动增长。2015年行业净利润提升至871亿元，头部公司净利润CR5维持约65%。
- **事实②：头部车企换位**
  - 长安汽车合资自主同时高增，自主此阶段打破盈亏平衡，长安福特是整体净利润的主要来源。长城汽车凭借强势SUV产品力，哈弗H6引爆业绩持续释放。
- **DCF解读：尾部企业获得高 g 预测，比值高达2.31x定价失灵**
  - 尾部估值获新动力，杠杆下的高估值稀释头部企业市值份额。

**图：2015年SUV+杠杆推动利润市值比达高点（左轴占比；右轴比值）**




资料来源：iFind，申万宏源研究

**图：2011-2015年申万分类汽车行业净利率（%）及CR5公司变动**




资料来源：iFind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

# 2.4 2016-2020年：新能源切换期，头部企业大置换、两套DCF碰撞

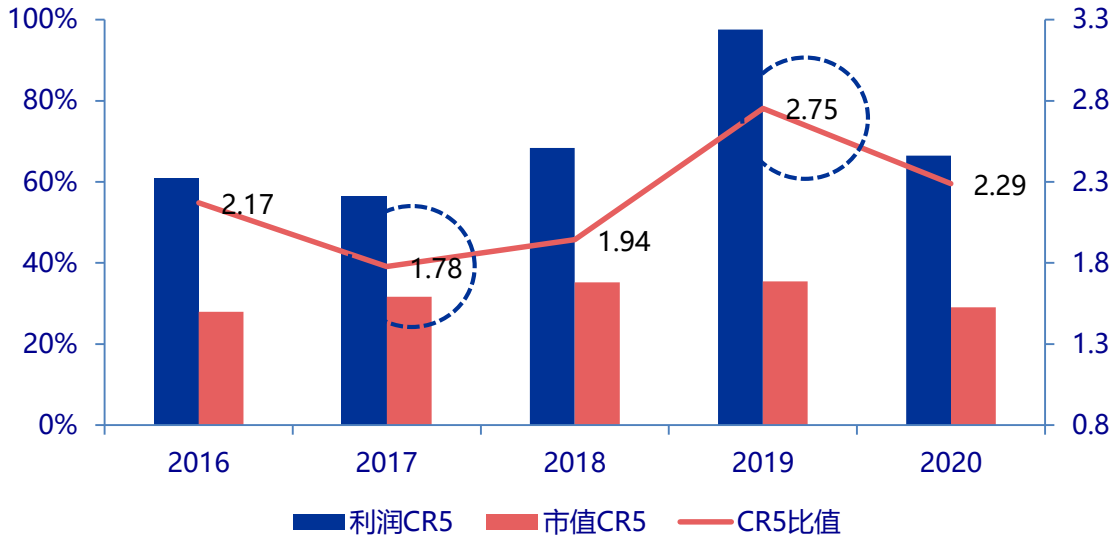
## 事实①：政策刺激，量增价降

- 2015年10月购置税2.0政策释放，2016年全年乘用车销量2429万辆，增速达15%；自主品牌则是在此期间持续推出高产品力车型，强势自主品牌（吉利汽车、长城汽车、上汽集团、广汽集团）明显跑赢行业。**合资品牌百花齐放，量增价降**，行业净利率下行。2017年利润CR5 -4pct 但市值CR5 +4pct，利润市值比1.78x。

## 事实②：头部企业置换期，新能源利润贡献弱但“市值抢跑”

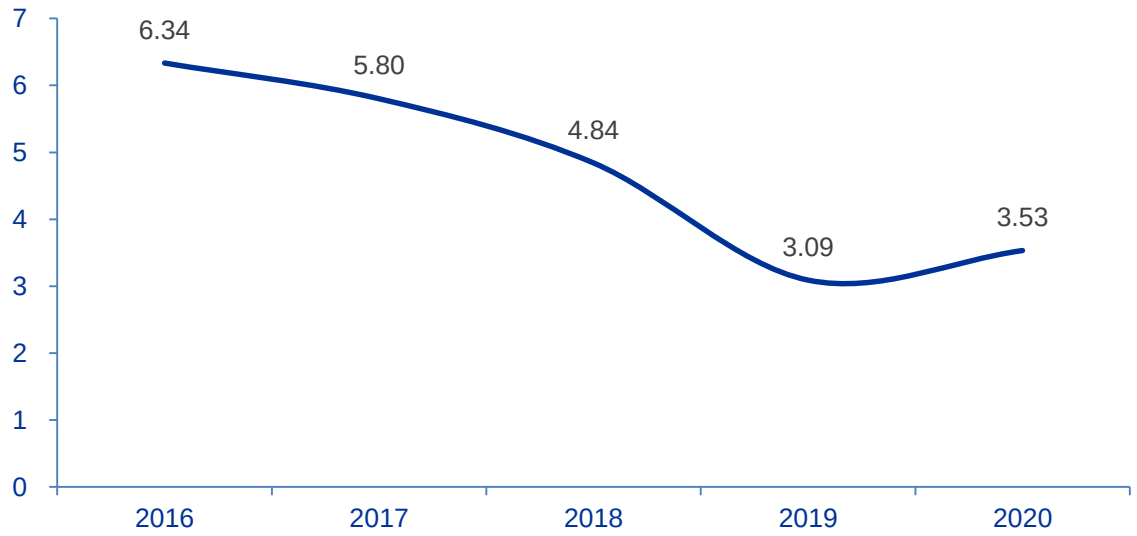
- 新能源车企仍处发展前期，利润贡献弱但享高估值。比亚迪利润未进CR5市值高达1183亿元，**上汽归母净利润为其16倍，但市值仅为其2.4倍。**

图：2017-2019年利润逐渐集中，利润市值比达高点（左轴占比；右轴比值）




资料来源：iFind，申万宏源研究

图：2016-2020年申万分类汽车行业净利率（%）




资料来源：iFind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

# 2.4 2016-2020年：新能源切换期，头部企业大置换、两套DCF碰撞

## 传统燃油车体系：基于当期利润的DCF

- **传统的自由现金流折现模型侧重当前的确定性。**
- 对于吉利、长城、上汽等传统头部企业，市场关注的是其强劲的当期盈利能力、稳定的分红以及成熟的市场份额。虽然未来现金流稳定但缺乏爆发力，分母端（折现率中的风险溢价）增加或分子端（永续增长率）预期下调，导致估值倍数被压缩。

## 新能源体系：基于远期增长的DCF

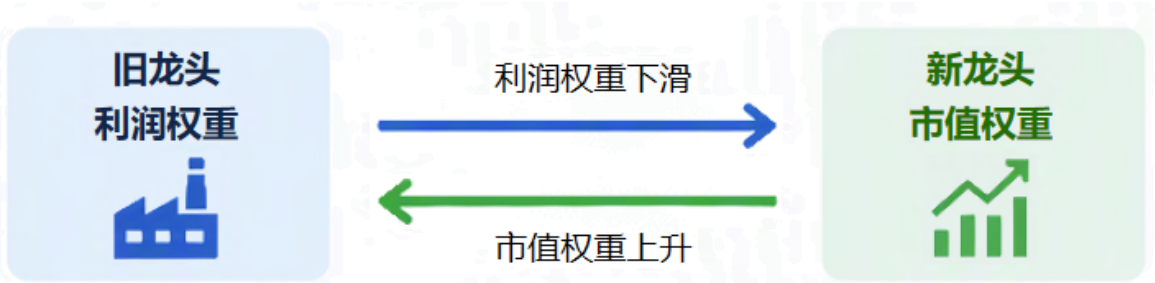
- **市场采用了一套修正后的DCF模型。**
- 针对比亚迪及造车新势力，因为相信政策背书和技术迭代爆发，模型大幅调高远期的增长率假设，并给予了极低的早期折现率。

$$TV = \sum \frac{CF_t}{(1+r)^t} = FCF_n \times \frac{1+g}{r-g}$$

与r负相关　　与g正相关

## DCF解读

- 利润仍在***燃油端（低g/周期股/低PE）***，估值体现在***新能源（高g/高波动/高PE）***。
- 头部企业大置换下两套DCF碰撞，本质上是中国资产定价权从“看过去”向“看未来”转移的过程。

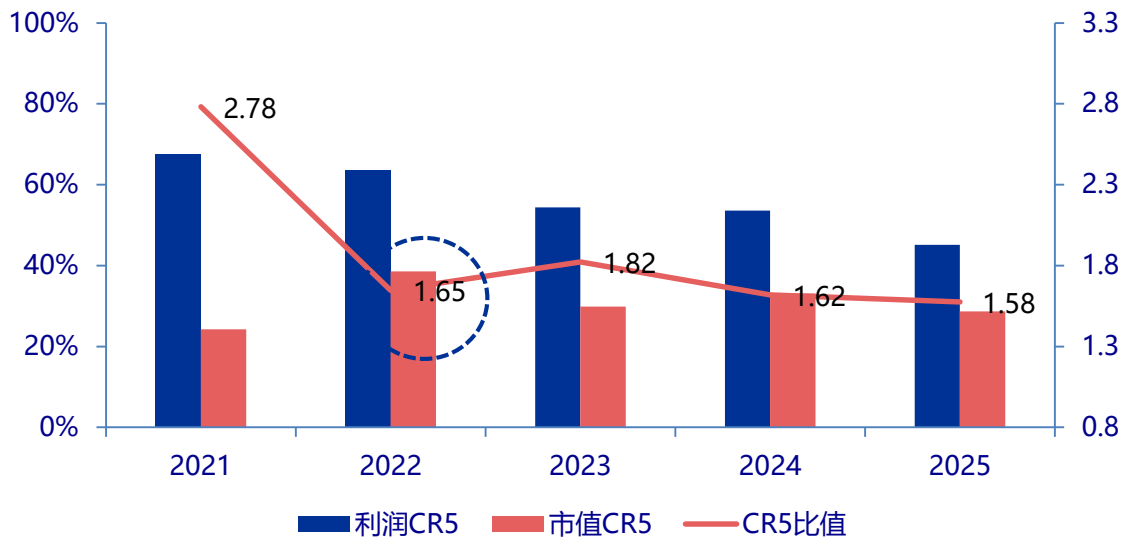


下载日志已记录，仅供内部参考

# 2.5 2021-2025年：新能源竞争期，价格战、利润坍塌与幸存者不确定

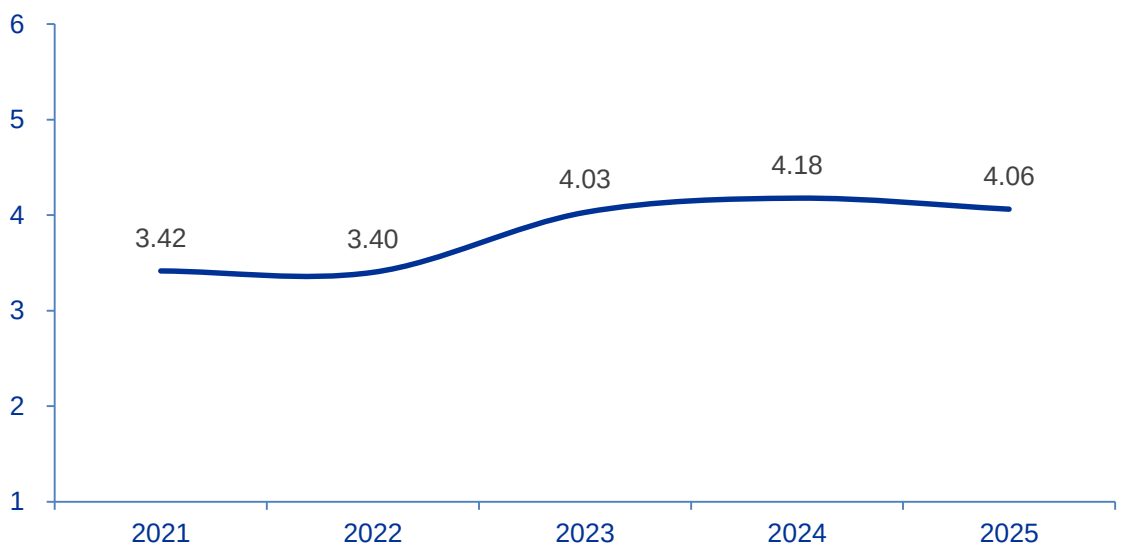
- **事实①：强价格战挤压利润**
  - 经营端价格战叠加成本挤压导致利润集中度下滑，增量不增利。
- **事实②：格局仍未定**
  - 强势自主品牌+新能源爆发，市场开始对企业盈利的包容度放宽；**2022年头部切换比亚迪净利登顶**，格局未确定。
- **DCF解读：利润市值趋于匹配，比值回落**
  - 旧头部企业利润份额下行、终值g趋弱，同时新头部企业利润显现，高估值体现到市值CR5。
  - 资金端，投资主线偏向AI、高股息、出海等，汽车PE承压。

**图：2022年市值CR5上升，利润市值比回落（左轴占比；右轴比值）**




资料来源：iFind，申万宏源研究

**图：2021-2025年申万分类汽车行业净利率（%）**




资料来源：iFind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

# 主要内容

1. 回顾：家电25年复盘

2. 回顾：汽车25年复盘

3. 对比：汽车和家电映射关系与展望

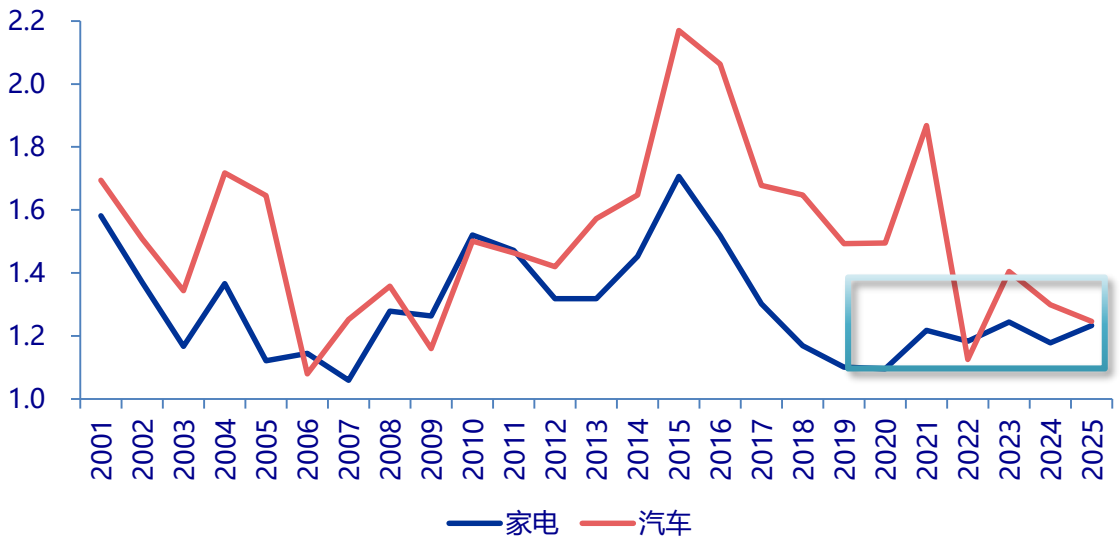
下载日志已记录，仅供内部参考

# 3. 家电vs汽车利润市值比CR5：利润集中度为关键指标

- **利润集中度是估值溢价的前提**：家电行业只有在利润集中度重回高位后，其估值体系才趋于稳定。而汽车行业由于利润集中度仍在持续下行（右图红线向下），导致资本**市场无法给出稳定的高估值溢价。**

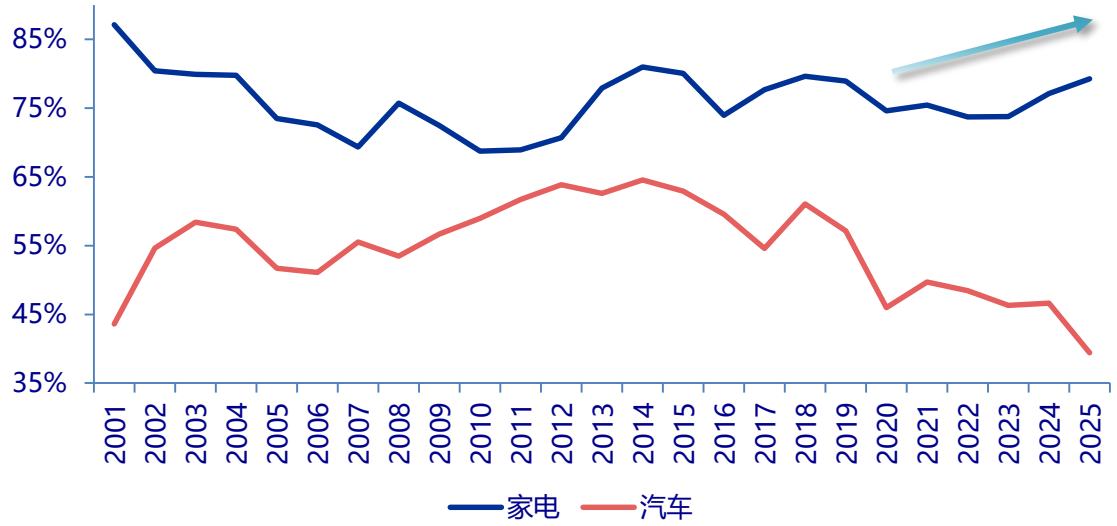
- **未来展望：**随着未来汽车行业价格战趋缓、弱势品牌淘汰，当利润集中度开始出现类似家电行业的“U形反转”向上攀升时，汽车头部企业的利润市值比有望迎来新一轮的估值重塑。

**图：家电vs汽车利润市值比CR5**




资料来源：iFind，申万宏源研究

**图：家电vs汽车利润集中度CR5**



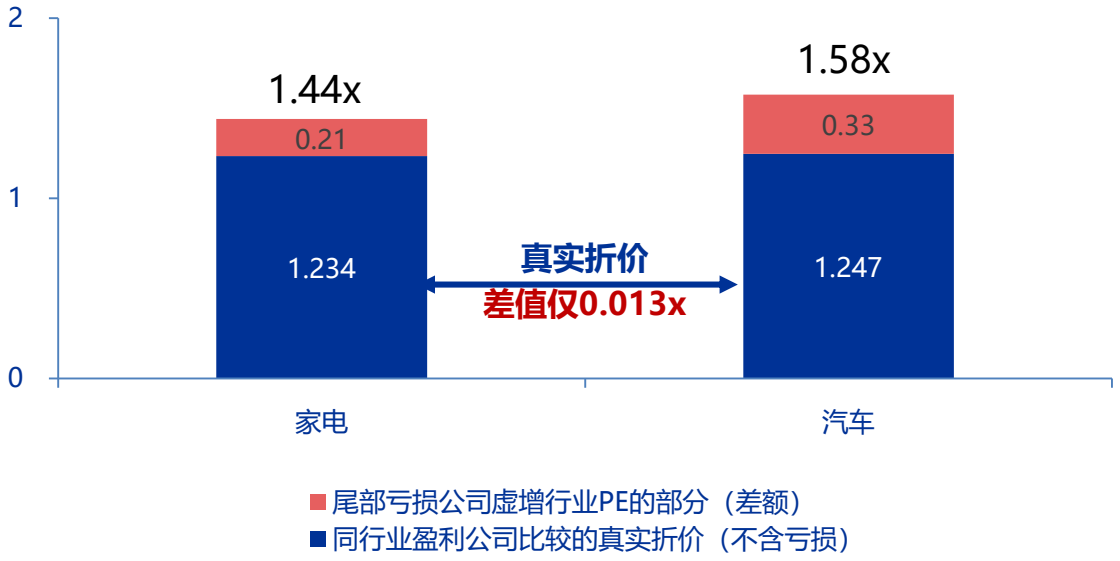

资料来源：iFind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

# 3. 家电vs汽车利润市值比CR5：分解后关注差额的投资节奏

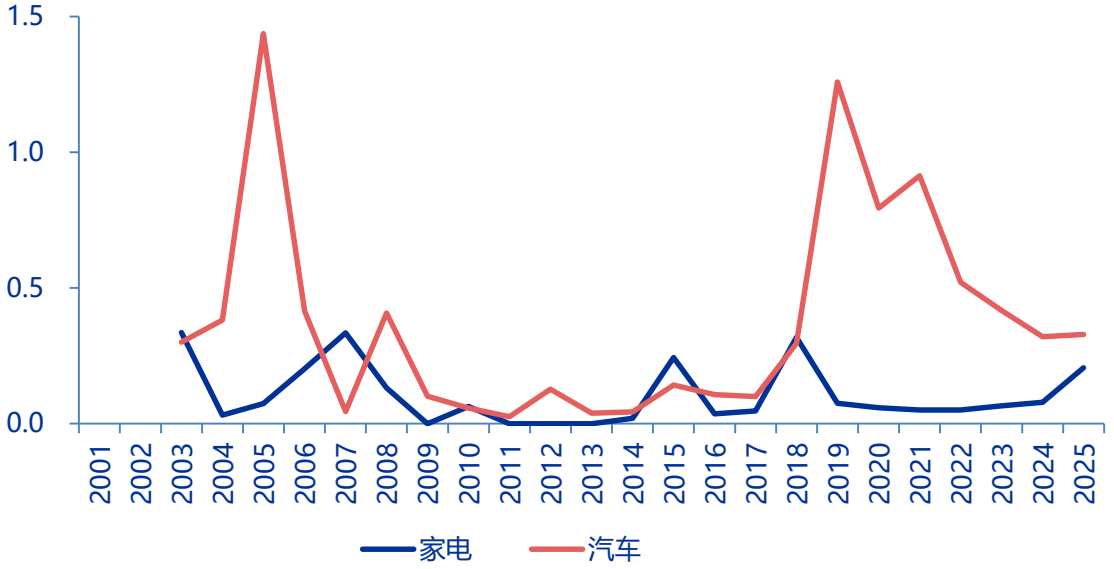
- **汽车头部企业的真实估值水平与家电相当，比值差异更多是被亏损企业的数据影响。**但考虑到汽车更高的经营难度（capex/roe/迭代）和当前并未完全稳固的座次，我们合理认为其比值应该略低于家电。
- **差额揭示的投资节奏：**
  - **Gap ≥0.4x：** 清场中段，不参与“格局交易”只参与“事件交易”（如新车周期、主题）
  - **Gap 0.4x→0.2x：**尾部开始失去资本青睐，右侧信号区，可开始分批建仓头部
  - **Gap <0.1x + 利润CR5拐头：** 有望复制家电的头部重估阶段，主仓位窗口

**图：2025年家电、汽车利润市值比分解**




资料来源：iFind，申万宏源研究

**图：家电、汽车行业各自的利润市值比差额Gap图**




资料来源：iFind，申万宏源研究（行业利润为负时不适用）

下载日志已记录，仅供内部参考

# 3.1 汽车是加重版家电，更高Capex压低稳态溢价天花板

- **商业模式坐标：**相对家电的中等制造属性，汽车Capex更高，自由现金流释放更慢，难以支撑深度溢价。
- **推演含义：**汽车稳态更接近“家电锚定带”；只有智能化/出海真正改善FCF/E并降低 r 时，才可能把利润市值比压到1以下。

**表：商业模式与估值差异**

| | 家电<br>（中性制造业） | 汽车<br>（重资产周期） |
|---|---|---|
| **Capex/营收** | 3%左右（低） | 6-8%（高） |
| **现金流转换（FCF/E）** | 0.9+（较好） | 0.5-0.9（较弱） |
| **资产特性** | 缓慢贬值 | 快速贬值/强制更迭 |

资料来源：iFind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

# 3.2 汽车当前不是对齐家电某一阶段，而是三重时期叠加

- **无法单点对标：**汽车发展阶段无法简单对齐家电25年演进史上的任何一个单一年份，更像国内出清、海外扩张资本开支、技术颠覆持续再投资三者同时加压的叠加态。

- **路径更漫长：**汽车头部企业估值修复路径将比家电更漫长、更曲折，需要建立比家电更保守的估值锚，以及比家电更敏感的右侧信号阈值。

**图：汽车与家电行业的映射对比**




资料来源：申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

# 3.3 汽车国内：类似家电2001-2005年，但在需求放缓中出清

- **特征相似：**家电行业彩电多次大规模降价、空调品牌从400多家锐减至30多家、全行业毛利被压缩；当前汽车价格战、配置平权与尾部负反馈呈现高度相似的出清物理特征。

- **反馈加速：**尾部车企破产、售后无门、残值归零，消费者向头部企业集中。

**图：汽车国内与家电行业的对比**




资料来源：iFind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

# 3.4 汽车国外：类似家电2016-2020年，但资产安全性显著更低

- **形态重构：**家电通过美的收购东芝白电、海尔收购GEA/斐雪派克进入全球本土化；汽车正从整车出口快速切换为海外重资产建厂/供应链本土化，形成“以海外反哺国内”双轨逻辑。

- **风险量级：**跃迁节点存在差异，家电出海期无风险利率呈下降趋势，当前逆全球化差异存在，需进一步折价政治风险与可利用产能、可汇回利润。

**图：汽车国外与家电行业的对比**

| 风险类型 | 家电出海2016-2020 | 汽车出海2025- |
|---|---|---|
| 核心风险 | 商业风险（品牌认知、渠道建设） | 地缘政治风险（制裁、关税、资产没收） |
| 资产安全性 | 收购资产受东道国法律保护 | 海外工厂可能成制裁目标 |
| 利润回流 | 美元/欧元自由汇兑 | 人民币升值，带来汇兑损失 |
| 产能性质 | 自有资产（如海尔收购GEA 100%股权） | 大量KD协议组装 |

资料来源：申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

# 3.5 汽车价格战：出局还是清场，取决于核心零部件掌控力

- **技术迭代周期缩短，警惕阶段性领先：**家电核心零部件迭代较慢，约8-10年（压缩机、电机）；汽车零部件鉴于电池化学、智驾芯片、算法架构等技术的飞速发展，迭代窗口缩短至2-3年。例如比亚迪垂直整合优势不是终局护城河，需每2-3年重新验证技术路线领先性。

- **关注*掌控电池/电驱/全栈软件的垂直整合头部企业*（如比亚迪、华为鸿蒙智行等）。**

**图：家电价格战路径结局归纳**




资料来源：申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

# 3.6 结论：收敛钝化 vs 仍处中途

- **家电的趋势：从“格局改变的大震荡”走向“稳态下的钝化震荡”。**
  - 2001-2010年为出清重塑期，伴随彩电、空调头部企业大洗牌，比值大起大落。
  - 2011年后，虽有2015年股市杠杆扰动，但随着利润向头部企业极化（利润CR5提升至90%），比值振幅已明显收窄。
  - 当前的**1.44x并非格局不稳，而是“份额溢价递减”**：市场明确知道格力、美的有盈利能力，但因地产后周期预期，将头部的永续增长率下修，体现为估值稳态折价，波幅未来将维持在平缓区间。

- **汽车的趋势：尚未进入收敛通道，仍处于高波动的“清场中段”。**
  - 汽车利润CR5 在2025年仅为45%，且市值CR5 仅29%，这说明产业集中度远未达标，尾部还在抵抗，价格战未完结。
  - 汽车当前1.58x与家电2025年的1.44x含义截然不同：家电是**“盈利能力确定但增长空间受限”**，汽车是**“头部名单未定与盈利脆弱性的风险折价”**。
  - 趋势展望：汽车的比值波动**未来几年仍将保持高弹性**，只有当国内弱势品牌实质性退出、全行业单车利润触底反弹、出现类似家电利润集中度的“U形回升”时，汽车的**利润市值比才会真正启动向1.0-1.3x区间的稳态收敛。**

下载日志已记录，仅供内部参考

# 投资意见分析与风险提示

## 投资分析意见：

- **利润市值比反映市场估值博弈的信号。**家电板块2025年利润CR5达90%，处于成熟期寡头格局下的估值修复观察期，汽车板块仍在清场中段，格局未定，需谨慎观察。

- **汽车板块利润市值比 1.58x 并非低估信号，而是格局未定与盈利脆弱性的折价。**①汽车价格战、配置平权与尾部负反馈与2001-2005年的家电呈现高度相似的出清物理特征，但存更高Capex、更快技术迭代、地缘政治风险等差异。②行业面临的是三者加压的叠加态——汽车国内出清、海外扩张资本开支、技术颠覆持续再投资，无法简单对标家电任一单一年份。③在利润集中度出现类似家电的“U 形反转”之前，估值修复路径将较家电更为漫长曲折，**企业存活至清场结束需较强盈利壁垒，因此可以关注科技线条、出海高g、高安全性的企业逻辑。**

- **围 绕 AI外溢+出海+高安全性三条主线我们展开投资策略。整车端**：①有海外业务支撑盈利的**比亚迪、吉利汽车**等；②稳定护城河和高分红的宇通客车。**零部件端：**①机器人及AI液冷等有望从主题转向产业趋势，关注业绩有α支撑确定性，同时有拔估值潜力的公司，包括**银轮股份、新泉股份、双环传动、敏实集团。**②智能化关注核心tier1**德赛西威**，核心供应链**地平线**等。③中小市值弹性关注，**福达股份、隆盛科技、恒勃股份、继峰股份**等。

## 风险提示：

- **原材料价格波动风险：**原材料及运费等成本上升，挤压整车及零部件企业毛利率。
- **地缘政治风险：**贸易摩擦、关税壁垒等影响车企出海销量、海外工厂运营、供应链稳定性及海外盈利兑现。
- **行业复苏不及预期：**汽车销量、新能源渗透率及产业链盈利低于预期。
- **技术收敛不及预期：**电动化、智能化等技术路线存在分歧，研发投入高、商业化落地慢，企业持续再投资压力大。

下载日志已记录，仅供内部参考

# 重点公司估值表

## 表：重点公司估值表

| | | | 2026/9/17 | | PB | 归母净利润（亿元） | | | 归母净利润增速 | | | PE | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 证券代码 | 证券简称 | 收盘价（元） | 总市值（亿元） | LF | 2025A | 2026E | 2027E | 2025A | 2026E | 2027E | 2025A | 2026E | 2027E |
| 整车 | 600104.SH | 上汽集团 | 11.19 | 1286 | 0.4 | 101.1 | 141.1 | 159.9 | 506% | 40% | 13% | 13 | 9 | 8 |
| | 000625.SZ | 长安汽车 | 7.15 | 709 | 0.9 | 40.8 | 79.5 | 103.0 | -44% | 95% | 30% | 17 | 9 | 7 |
| | 002594.SZ | 比亚迪 | 84.97 | 7747 | 3.3 | 326.2 | 365.1 | 464.7 | -19% | 12% | 27% | 24 | 21 | 17 |
| | 601633.SH | 长城汽车 | 14.20 | 1218 | 1.4 | 98.7 | 170.5 | 210.9 | -22% | 73% | 24% | 12 | 7 | 6 |
| | 601127.SH | 赛力斯 | 47.12 | 821 | 2.2 | 59.6 | 111.3 | 122.0 | 0% | 87% | 10% | 14 | 7 | 7 |
| | 600418.SH | 江淮汽车 | 19.38 | 437 | 3.5 | -17.0 | 7.5 | 31.3 | 5% | 144% | - | - | 58 | 14 |
| | 600733.SH | 北汽蓝谷* | 4.49 | 286 | 5.8 | -45.6 | -23.0 | 5.6 | 34% | 50% | 124% | - | - | 51 |
| | 600066.SH | 宇通客车* | 26.33 | 583 | 4.5 | 55.5 | 60.9 | 68.8 | 35% | 10% | 13% | 10 | 10 | 8 |
| | 0175.HK | 吉利汽车 | 13.88 | 1506 | 1.6 | 168.5 | 215.5 | 262.3 | 2% | 28% | 22% | 9 | 7 | 6 |
| | 9866.HK | 蔚来-SW | 24.48 | 607 | 4.3 | -155.7 | -17.6 | 13.4 | 31% | 89% | 177% | - | - | 45 |
| | 9868.HK | 小鹏集团-W | 34.82 | 667 | 2.5 | -11.4 | 3.1 | 13.6 | 80% | 127% | 347% | - | 219 | 49 |
| | 9863.HK | 零跑汽车 | 30.21 | 429 | 3.0 | 5.4 | 30.6 | 55.6 | 119% | 469% | 82% | 80 | 14 | 8 |
| | 2015.HK | 理想汽车-W* | 40.04 | 866 | 1.3 | 11.2 | -28.8 | 23.7 | -86% | -357% | 182% | 77 | - | 37 |
| 零部件 | 002126.SZ | 银轮股份 | 38.45 | 326 | 4.4 | 9.6 | 11.0 | 15.7 | 22% | 15% | 43% | 34 | 30 | 21 |
| | 601799.SH | 星宇股份* | 71.33 | 204 | 1.8 | 16.2 | 17.7 | 22.0 | 15% | 9% | 24% | 13 | 12 | 9 |
| | 600660.SH | 福耀玻璃 | 54.08 | 1411 | 3.7 | 93.1 | 107.4 | 121.0 | 24% | 15% | 13% | 15 | 13 | 12 |
| | 603179.SH | 新泉股份* | 39.42 | 290 | 3.6 | 8.2 | 10.5 | 13.6 | -17% | 29% | 29% | 36 | 28 | 21 |
| | 603786.SH | 科博达* | 37.20 | 150 | 2.6 | 8.3 | 8.5 | 10.8 | 7% | 3% | 27% | 18 | 18 | 14 |
| | 300681.SZ | 英搏尔 | 20.69 | 63 | 1.9 | 1.9 | 2.7 | 3.1 | 162% | 45% | 15% | 34 | 23 | 20 |
| | 688162.SH | 巨一科技 | 23.84 | 33 | 1.3 | 0.8 | 2.0 | 2.5 | 280% | 147% | 25% | 40 | 16 | 13 |
| | 002920.SZ | 德赛西威 | 84.43 | 504 | 3.1 | 24.5 | 28.6 | 33.8 | 22% | 17% | 18% | 21 | 18 | 15 |
| | 600933.SH | 爱柯迪* | 13.25 | 136 | 1.4 | 11.7 | 13.1 | 15.7 | 25% | 12% | 20% | 12 | 10 | 9 |
| | 300258.SZ | 精锻科技 | 8.78 | 51 | 1.1 | 1.3 | 2.1 | 2.7 | -20% | 63% | 29% | 40 | 24 | 19 |
| | 603997.SH | 继峰股份 | 12.35 | 157 | 2.9 | 4.5 | 10.1 | 13.4 | 180% | 123% | 33% | 35 | 16 | 12 |
| | 601689.SH | 拓普集团* | 43.76 | 760 | 3.1 | 27.8 | 31.1 | 38.1 | -7% | 12% | 23% | 27 | 24 | 20 |
| | 002050.SZ | 三花智控 | 34.64 | 1458 | 4.6 | 40.6 | 46.5 | 51.0 | 31% | 14% | 10% | 36 | 31 | 29 |
| | 688326.SH | 经纬恒润 | 57.59 | 69 | 1.9 | 1.0 | 2.3 | 4.3 | 118% | 129% | 87% | 69 | 30 | 16 |
| | 603197.SH | 保隆科技 | 29.10 | 62 | 1.9 | 2.1 | 4.9 | 6.2 | -30% | 130% | 27% | 29 | 13 | 10 |
| | 600699.SH | 均胜电子 | 19.87 | 308 | 1.9 | 13.4 | 17.8 | 20.6 | 39% | 33% | 16% | 23 | 17 | 15 |
| | 603166.SH | 福达股份 | 10.78 | 70 | 2.5 | 3.2 | 3.8 | 4.6 | 71% | 20% | 21% | 22 | 18 | 15 |
| | 002472.SZ | 双环传动 | 36.30 | 309 | 3.0 | 12.6 | 15.0 | 17.6 | 23% | 19% | 17% | 24 | 21 | 18 |
| | 605088.SH | 冠盛股份 | 24.17 | 49 | 1.7 | 3.0 | 3.8 | 4.6 | -1% | 29% | 21% | 17 | 13 | 11 |
| | 300547.SZ | 川环科技* | 25.54 | 55 | 4.3 | 2.0 | 2.8 | 3.1 | 1% | 36% | 12% | 27 | 20 | 18 |
| | 603730.SH | 岱美股份 | 9.75 | 209 | 4.5 | 6.6 | 10.9 | 12.2 | -18% | 65% | 12% | 32 | 19 | 17 |
| | 605319.SH | 无锡振华 | 22.19 | 78 | 2.7 | 4.7 | 6.8 | 8.0 | 23% | 46% | 18% | 17 | 11 | 10 |
| | 300580.SZ | 贝斯特 | 18.51 | 93 | 2.8 | 2.8 | 3.7 | 5.0 | -4% | 33% | 35% | 33 | 25 | 19 |
| | 300680.SZ | 隆盛科技 | 20.02 | 59 | 2.9 | 2.4 | 3.3 | 3.9 | 7% | 37% | 18% | 25 | 18 | 15 |
| | 301225.SZ | 恒勃股份 | 60.02 | 86 | 5.4 | 1.4 | 1.8 | 2.1 | 4% | 32% | 17% | 63 | 48 | 41 |
| | 301607.SZ | 富特科技 | 44.25 | 104 | 5.4 | 2.2 | 3.7 | 5.4 | 127% | 72% | 46% | 48 | 28 | 19 |
| | 603596.SH | 伯特利* | 28.51 | 256 | 3.1 | 13.1 | 15.9 | 19.8 | 8% | 21% | 24% | 20 | 16 | 13 |
| | 688071.SH | 华依科技* | 32.05 | 27 | 2.7 | -0.6 | 0.3 | 0.7 | -32% | 145% | 148% | - | 97 | 39 |
| | 0425.HK | 敏实集团* | 20.54 | 243 | 1.0 | 26.9 | 31.7 | 37.5 | 16% | 18% | 18% | 9 | 8 | 6 |
| | .HK | 地平线机器人-W* | . | . | | -. | -. | -. | -% | % | -% | - | - | - |

资料来源：iFind，申万宏源研究

注：港股以0.862元人民币/港币折算收盘价与市值，归母净利润均以人民币计算；打*为iFind一致预期，其余申万预测

下载日志自记录，仅供内部参考

## 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）

下载日志记录，仅供内部参考

## 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。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，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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或向人作出邀请。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。

下载日志已记录，仅供内部参考

# 有信仰 敢担当
# 守正创新 追求卓越

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)

戴文杰
daiwj@swsresearch.com

申万宏源研究微信订阅号

申万宏源研究微信服务号