

家电行业2025年中期投资策略

内外兼修，稳健行远

西南证券研究院
家电研究团队
2025年7月

核心观点

● 回顾2025年H1：

2025年初截至6月29日，申万家电指数指数下跌1.2%，在申万行业中涨幅排名第26。政策方面：一月中旬国补政策几乎无缝延续，且加大了补贴范围，线上市场的国补便捷性增强；财报表现方面：家电行业整体2024年年报及2025年一季报业绩良好。但相较于2024年的强势表现，行业指数整体走势呈现较为疲软状态，我们总结指数表现弱于大盘的原因如下：

1. 国补带来的需求弹性边际减弱，24Q4提前消耗25年的需求，且经历6月部分地区国补政策暂停或抢券领取的情况后，市场对国补政策持续时间和力度存疑；
2. 美国关税政策的冲击带来外销的不确定性，短期的补货带来的收入规模扩张加剧市场对于未来透支的担忧，关税政策执行后对盈利减少及订单转移的担忧；
3. 整体市场真实需求仍然较低，成长性欠缺，我国各类大家电保有量趋近于饱和，地产景气度下行带来的集采及装修需求连带下行；
4. 市场风格切换，新消费及其他热点吸筹，家电尤其是龙头标的代表的红利风格有所减弱。

核心观点

● 展望2025年H2：

正如我们年初所言，2025年实施了更加积极的财政政策以及适度宽松的货币政策，家电消费仍是刺激内需重要组成部分。而在外销方面，我国作为全球最大的家电制造和出口国，2023年中国空冰洗产能分别占全球产能的81.3%/57.6%/52%，2022年彩电产能占全球89.9%，一方面亚非拉等新兴市场的需求扩容或将带来重要机会，另一方面，为规避不确定性风险，不少关税涉及的客户寻找的代替方案仍是海外有产能布局的中国企业，全球化的龙头企业在设计、制造、供应链、运输、销售网络等优势将进一步促使行业集中度提升。但随着全球家电市场主要品类保有量逐渐上升，整个产业进入存量市场阶段，家电企业及上游零部件企业逐渐开始寻求外延，积极参与到新能源汽车、机器人等产业链。

2025年下半年，我们一方面聚焦内需投资机会，关注国补持续受益弹性滞后的标的以及随着经济弱复苏重回增长的赛道，另一方面也将关注外销超跌，实际损失可控，并积极拓展外销机会的标的。同时，我们也会重点关注各个公司外延布局带来的投资机会。

核 心 观 点

● 我们推荐关注以下投资主线：

1. 国补政策常态化下需求仍存的板块：例如保有量尚有空间且去年补贴期末含销售旺季的空调板块，以及2025年从国家政策层面纳入补贴范围的厨小电品类等。
2. 关注出口区域为海外新兴市场或海外产能能够覆盖对美敞口标的。
3. 关注转型或多元化布局新兴产业标的。
4. 关注显著低估的高股息标的，资金风格切换或避险情绪上升或迎来行情。

风险提示：原材料价格大幅波动风险、人民币汇率大幅波动风险、行业竞争加剧风险。

目 录

◆ 2025H1回顾

行情复盘及行业数据回顾

◆ 国补政策运行情况及展望

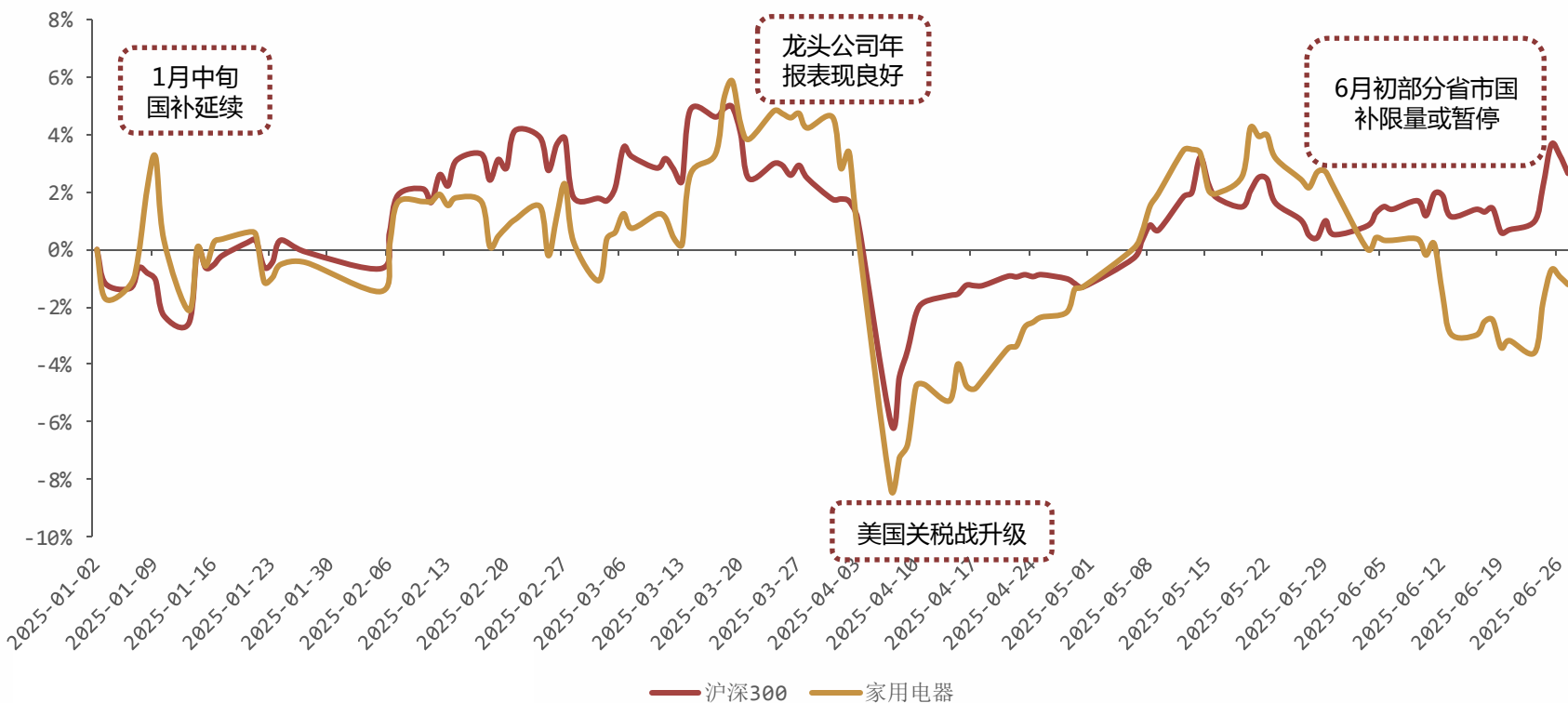
◆ 关税冲突下的外销情况

◆ 2025年重点推荐个股

2025年H1行业回顾：家电指数走势疲软

- 2025年初截至6月29日申万家电指数指数下跌1.2%，在申万行业中涨幅排名第26。申万家电指数整体走势与沪深300较为一致，由于政策变化等因素，个别时点有所偏离。

年初至今家电指数走势



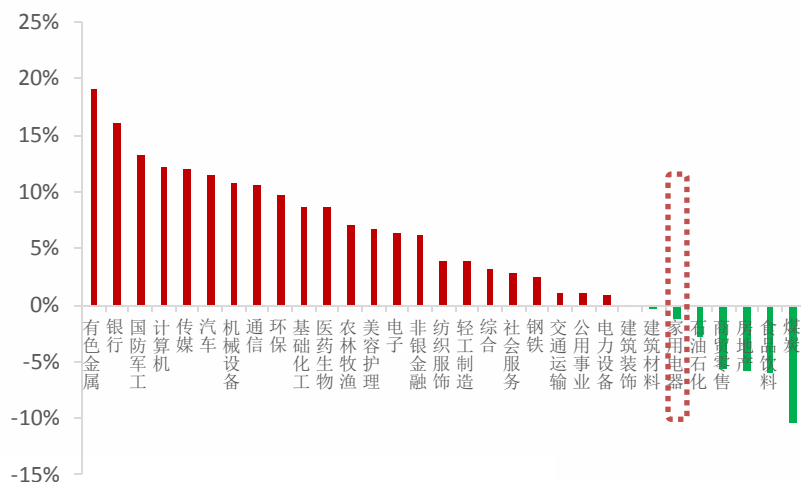
数据来源：wind，西南证券整理（数据截止6月29日）

www.swsc.com.cn

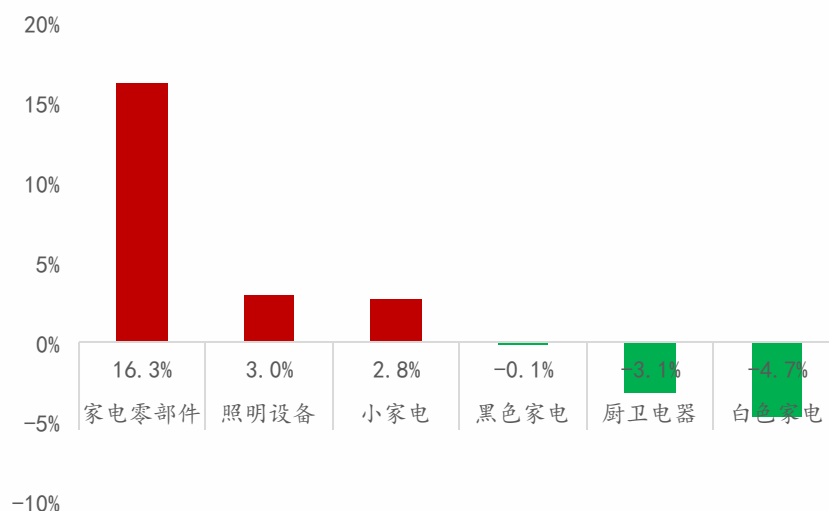
2025年H1行业回顾：家电指数走势疲软，零部件涨幅领先

- 年初至今，家电行业涨幅排行靠后，31个申万行业中排行26。二级行业方面，家电零部件涨幅16.3%位居第一，主要系其中布局多元化的个股表现优异。白电板块-4.7%，跌幅最大。主要系市场风格切换及2024年该板块涨幅较大所致，其次为与房地产关联紧密的厨电板块，板块指数-3.1%，跌幅较大。

年初至今各行业走势



年初至今家电子板块走势



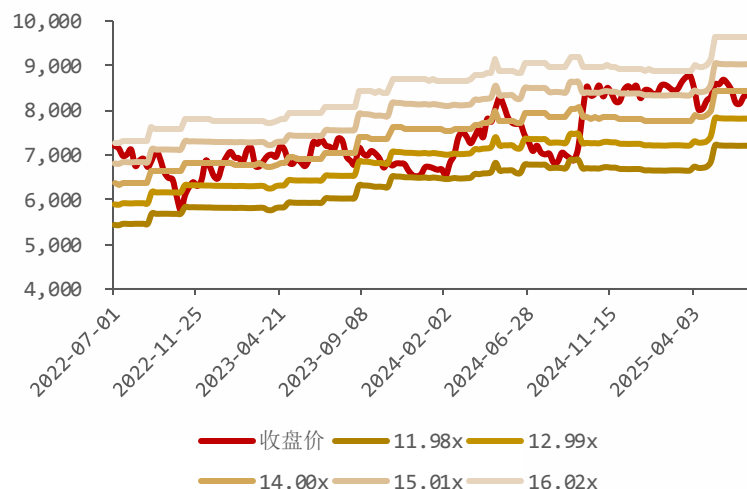
数据来源：wind，西南证券整理（数据截止6月29日）

www.swsc.com.cn

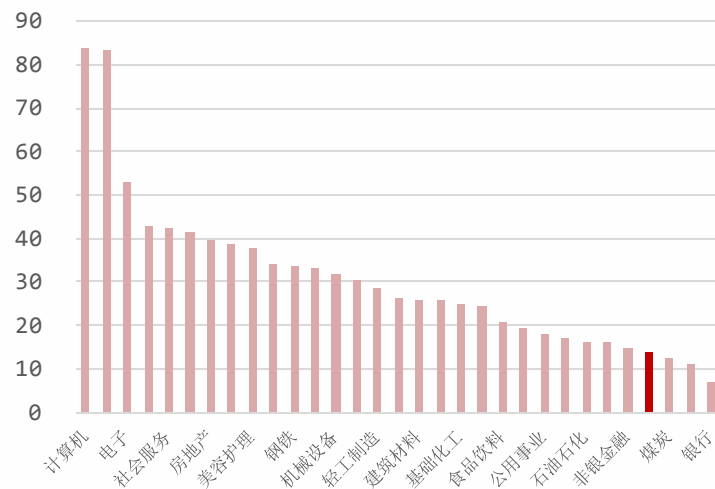
2025年H1行业回顾：PE低位股息率高，具备配置价值

- 估值分析：纵向对比，家电估值目前处于近年中位线上。横向来看，家电行业目前平均PE（TTM）为14.3X，在31个申万一级行业中排名28，在各行业中仍处于估值偏低水平，配置性价比高。

家电行业PE-Band



各行业PE-TTM对比



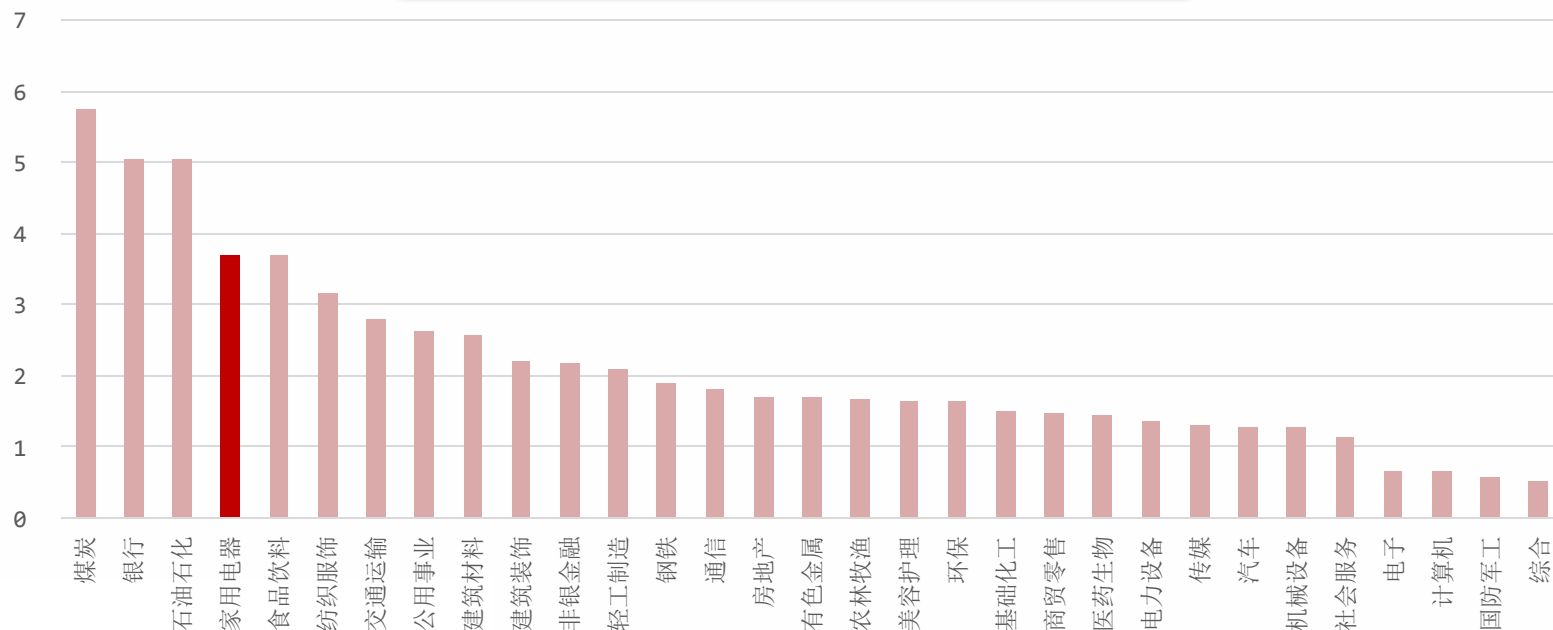
数据来源：wind，西南证券整理（数据截止12月23日）

www.swsc.com.cn

2025年H1行业回顾：PE低位股息率高，具备配置价值

- 股息率分析：家电行业股息率3.7%，在31个申万一级行业中排名第4，丰沛的现金流为家电行业高分红提供充足保障。

各行业股息率对比（%）



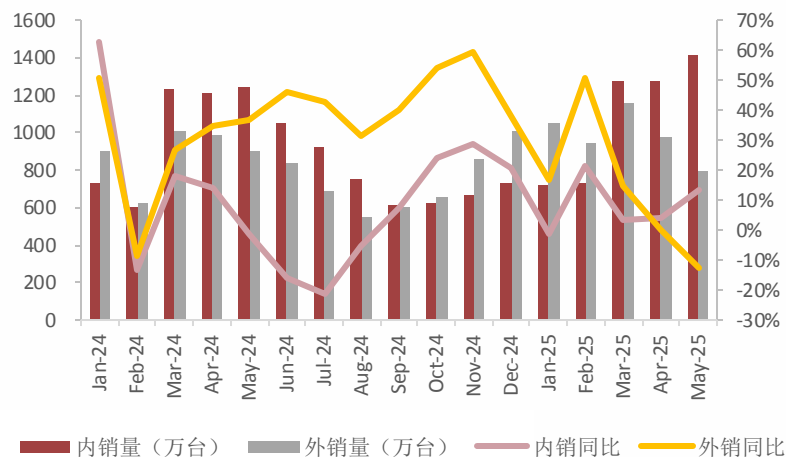
数据来源：wind，西南证券整理（数据截止6月29日）

www.swsc.com.cn

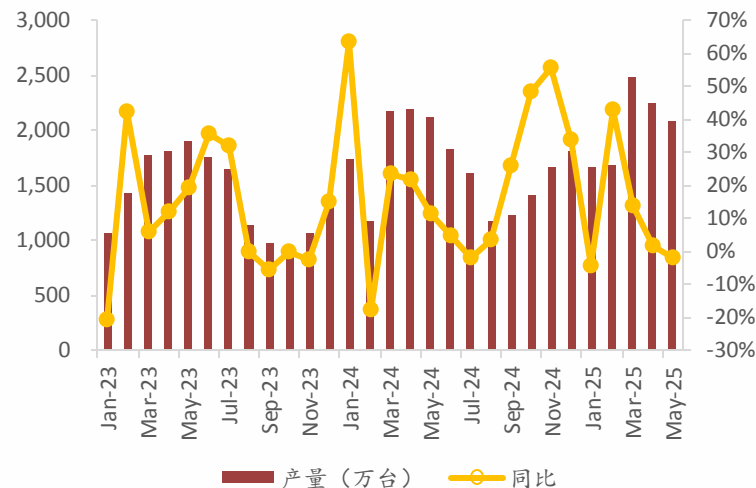
空调产销：内销表现反超外销，排产下滑

- ❑ 根据产业在线数据显示，2025年1-5月空调内销量为5423.6万台，累计同比增长7.8%；外销量为4925万台，累计同比增长11.4%。从产量情况来看，2025年1-5月空调产量为10153.7万台，累计同比增长7.8%。
- ❑ 空调内销在国补刺激之下，自2024年10月开始持续维持较好增速表现，外销出口在2024年持续表现亮眼，受到高基数及出口关税政策冲击影响，2025年4月开始空调内销增速反超外销增速。在国补政策收紧背景下，厂家开始担心政策对内销刺激效果的边际减弱，叠加外销出口的失速，空调排产数据开始下调。我们认为，空调作为保有量仍有空间的产品，旺季销售同比仍有增长空间，但进入9月份，在去年国补高基数下，预计增速承压。

空调内外销情况



空调产量情况



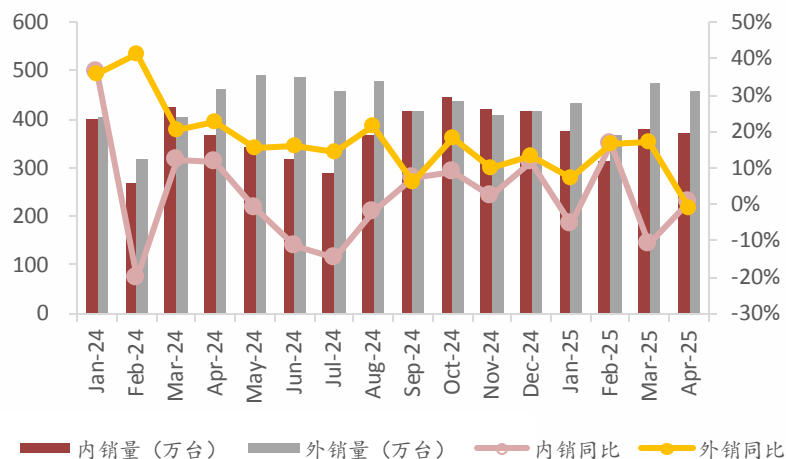
数据来源：产业在线，西南证券整理

www.swsc.com.cn

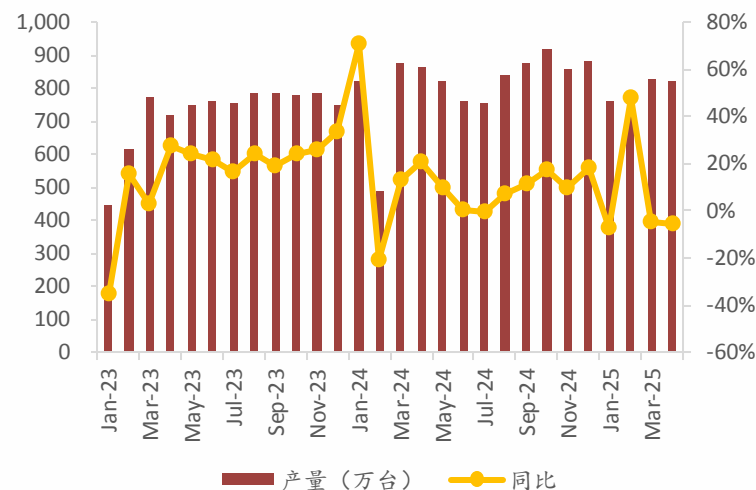
冰箱产销：关税不确定性影响明显，后续排产有待提振

- ❑ 根据产业在线数据显示，2025年1-4月冰箱内销量为1441.4万台，累计同比-1.4%；外销量为1736.2万台，累计同比增长9.2%。从产量情况来看，2025年1-4月冰箱产量为3139万台，累计同比增长2.9%。
- ❑ Q2来看冰箱内销受益于国补政策及618促销活动，消费需求开始升温；出口方面，冰箱外销自2025Q2开始下行，主要由于美国关税政策冲击和欧洲补库需求回落，叠加6月底美国实施的全球钢铁衍生关税，以及美国关税的90天延期即将到期，关税不确定性风险持续发酵，排产情况也开始出现回落。我们认为，目前的产销承压有一部分源自于对于关税风险的担忧，关税不确定性消散后，对后续的排产情况会有所提振。

冰箱内外销情况



冰箱产量情况



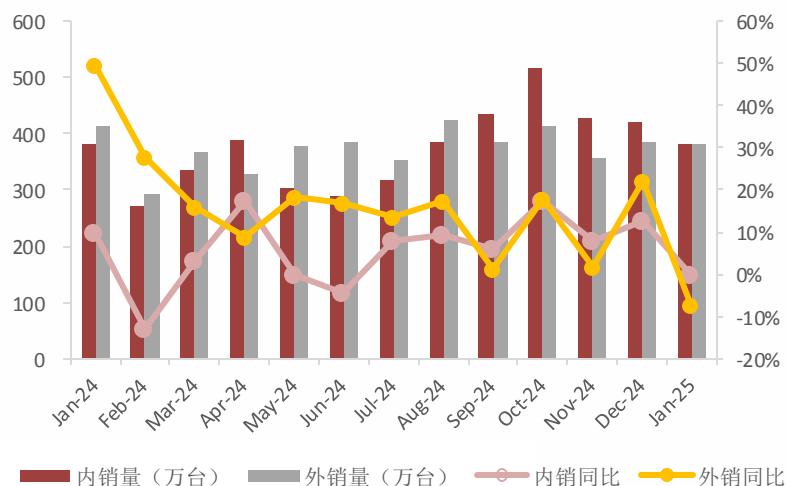
数据来源：产业在线，西南证券整理

www.swsc.com.cn

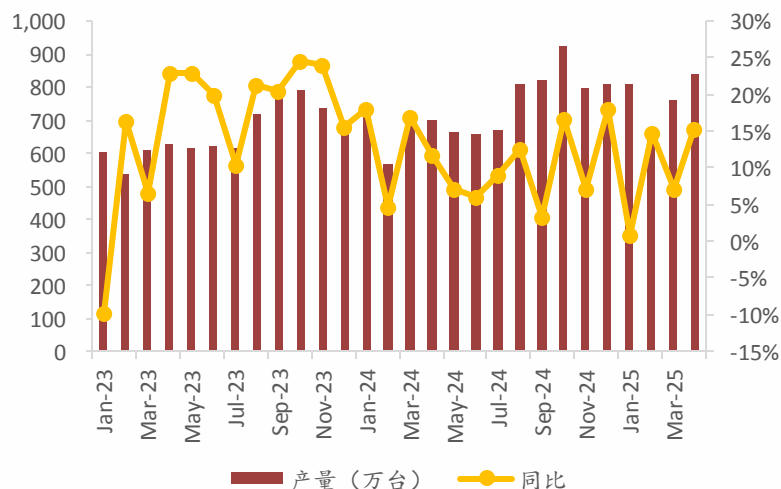
洗衣机产销：出口表现开始承压，7月内外销排产下滑

- ❑ 根据产业在线数据显示，2025年1-4月洗衣机内销量为1492.5万台，累计同比增长8.4%；外销量为1519.8万台，累计同比增长8.5%。从产量情况来看，2025年1-4月洗衣机产量为3077.9万台，累计同比增长9.6%。
- ❑ 与冰箱产品类似，洗衣机同样面临出口基数走高的问题，叠加叠加6月底美国实施的全球钢铁衍生关税，洗衣机出口增速开始承压。进入下半年，洗衣机排产情况也面临承压，2025年7月洗衣机内外销排产分别同比-4.6%/-3.8%，预计关税风险落地后，情况将有所缓解。

洗衣机内外销情况



洗衣机产量情况



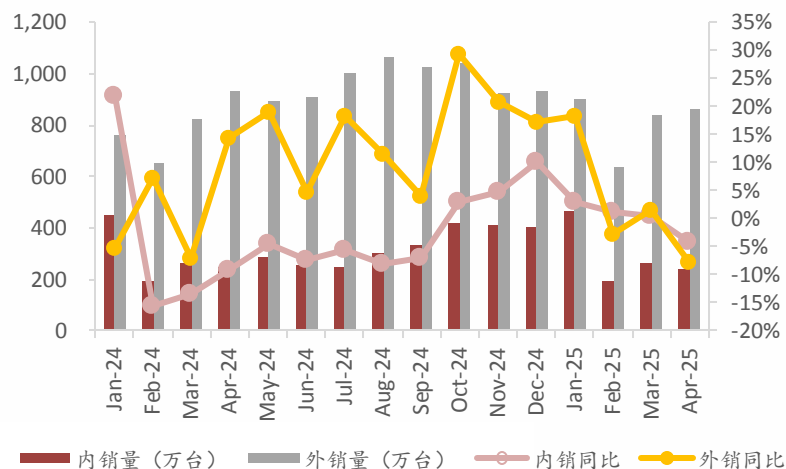
数据来源：产业在线，西南证券整理

www.swsc.com.cn

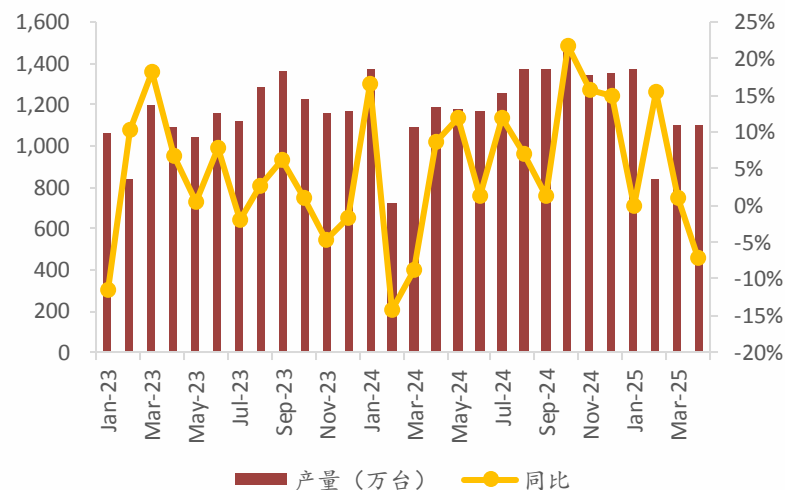
电视产销：国补效果边际减弱，外销高基数下出现下滑

- ❑ 根据产业在线数据显示，2025年1-4月电视内销量为1162万台，累计同比增长0.2%；外销量为3235万台，累计同比增长2%。从产量情况来看，2025年1-4月电视产量为4406万台，累计同比增长0.3%。
- ❑ 电视产品自2024年以来整体表现为内销产品结构升级带动盈利能力改善，外销在体育大年下出口表现亮眼。进入2025年，内销增速情况由于促销节奏有所放缓，外销则由于高基数影响而出现下滑。

电视内外销情况



电视产量情况



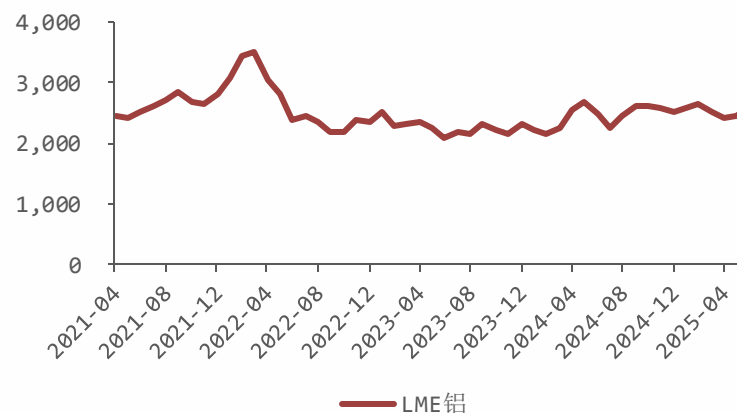
数据来源：产业在线，西南证券整理

www.swsc.com.cn

原材料：铜铝继续上涨，成本端仍有压力

- 2025年1-7月LME铜、LME铝、不锈钢价格分别变动+4.4%、+7.1%和-5.4%。全年来看，铜铝供需呈现紧平衡状态，家电企业成本端仍有压力。

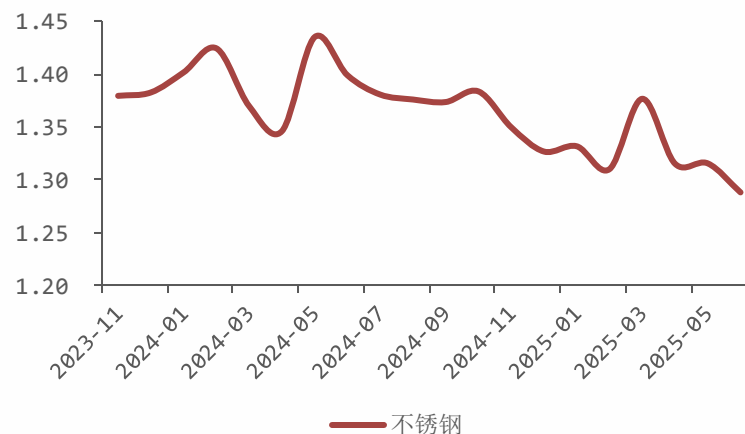
LME铝现货价格（美元/吨）



LME铜现货价格（美元/吨）



不锈钢价格（万元/吨）

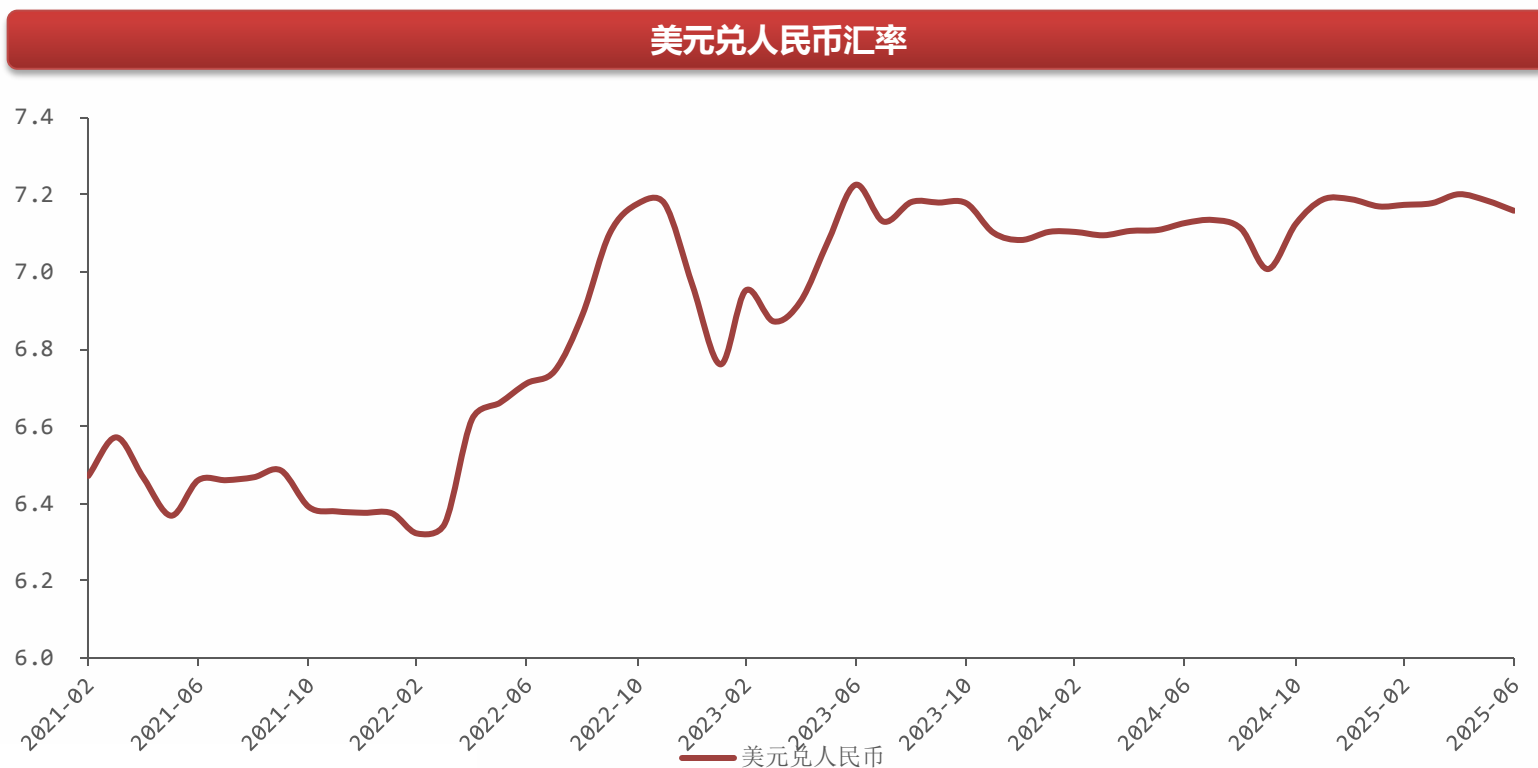


数据来源：Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

汇率：美元兑人民币汇率稳态运行

- **美元兑人民币汇率稳态运行。**2025年1-7月美元兑人民币汇率平均汇率为7.17，整体呈现稳态水平，企业出海业务多以美元结算，整体呈现中性状态。



数据来源：Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

海运费高位运行，持续压缩外销利润空间

□ **海运费有所上涨。**2024年在红海战争和海外补库周期影响下，全年海运费维持高位运行；2025年以来海运费在高基数、高库存影响下有一定程度的下滑，但预计关税政策冲击下，厂商抢出口行为会继续支撑海运费高位运行，对家电外销利润空间持续造成压力。

海运费同比增速情况

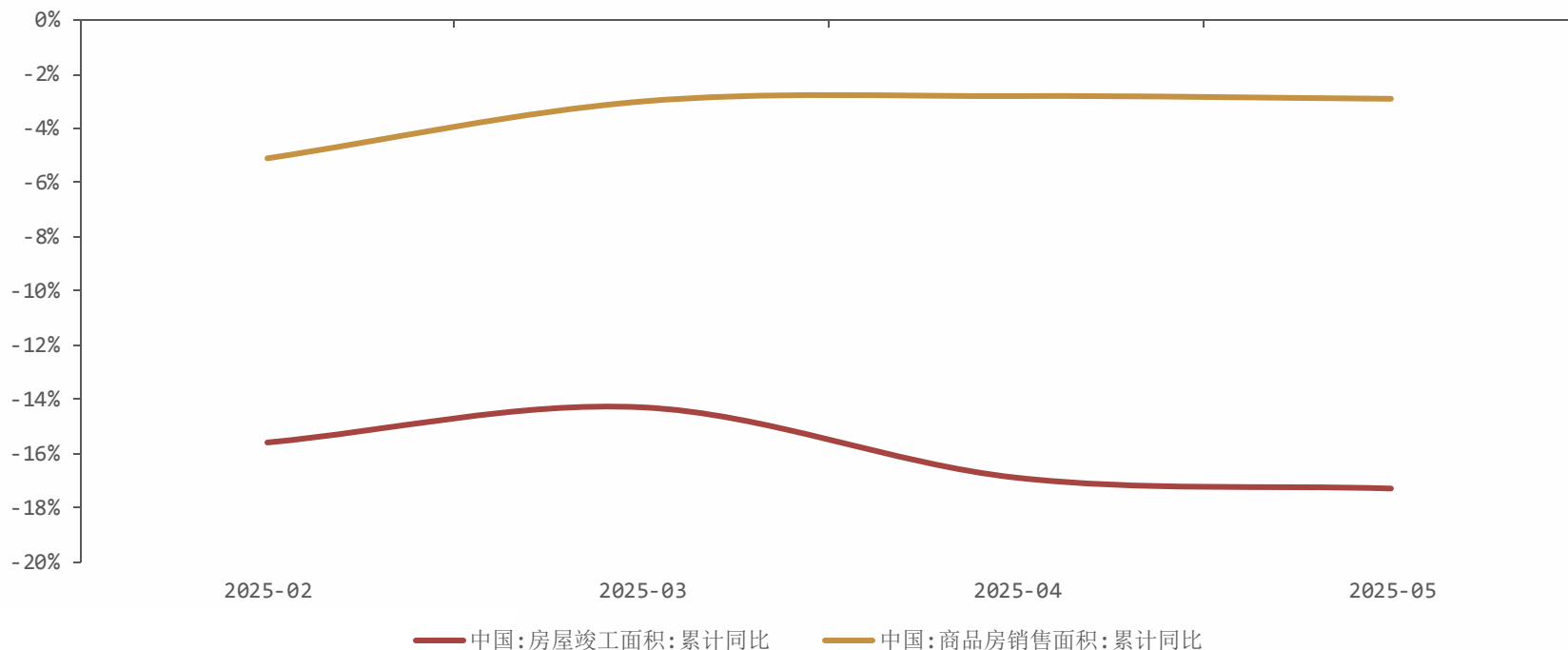
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
地中海	86.4%	26.2%	-22.1%	-61.8%	-71.6%	-72.7%	-68.8%	-41.1%	39.3%	88.8%	110.3%	96.0%	-17.6%
东南亚	32.0%	30.8%	-24.4%	-61.2%	-66.6%	-65.0%	-47.4%	-9.5%	12.9%	75.9%	91.2%	90.4%	34.6%
韩国	34.6%	37.0%	31.0%	-10.9%	-39.6%	-58.3%	-65.4%	-57.3%	-38.6%	-7.7%	21.9%	14.3%	6.3%
美东	77.1%	47.1%	9.9%	-43.5%	-59.7%	-71.8%	-66.9%	-41.4%	11.1%	77.1%	64.2%	44.0%	-13.9%
美西	92.0%	58.4%	-10.4%	-62.7%	-71.0%	-74.1%	-61.8%	-19.8%	40.3%	100.2%	74.2%	37.7%	-13.8%
南美	32.9%	-2.1%	-30.2%	-75.4%	-74.9%	-63.9%	-63.2%	-9.9%	14.6%	110.9%	108.7%	58.8%	5.9%
欧洲	79.9%	24.1%	-19.9%	-62.1%	-76.5%	-77.7%	-75.7%	-46.9%	52.1%	131.6%	177.0%	112.2%	-18.3%
日本	24.6%	32.6%	18.6%	0.7%	-17.2%	-29.4%	-32.2%	-29.2%	-19.0%	-15.4%	3.6%	22.1%	28.9%

数据来源：Wind，西南证券整理

地产继续承压，竣工面积累计同比-17.3%

- 根据国家统计局数据，截至2025年5月房屋竣工面积累计同比-17.3%；商品房销售面积累计同比-2.9%，地产继续承压。

2025年房屋竣工、销售面积累计同比增速



数据来源：国家统计局，西南证券整理

www.swsc.com.cn

目 录



2025H1回顾



国补政策运行情况及展望



关税冲突下的外销情况



2025年重点推荐个股

国补情况复盘：不同品类提振节奏分化

- ❑ 根据奥维云网数据，选取家电国补落地后的24年9月-25年5月区间进行分析，可以发现本轮家电国补对各个品类的带动效果、节奏均有所不同：
- ❑ 从带动效果来看，白电、厨电等大家电品类由于其高单价特性，充分受益于本次国补，销量提振效果优于小家电，黑电产品则主要体现在国补对大尺寸、MiniLED产品的渗透提速，销量表现较为平淡，产品结构升级明显。
- ❑ 从节奏来看，白电、厨电等品类受益最早，国补政策出台后便开始出现明显增长，当下则面临政策效果边际减弱的问题；黑电产品由于国补政策能效等级的问题，提振时间略晚于白电、厨电，自2024年10-11月开始出现明显提振效应；小家电品类则是在2025年初逐步实现对品类覆盖的完善，销量增长更加明显。

国补以来主要品类销量表现

		24-Sep	24-Oct	24-Nov	24-Dec	25-Jan	25-Feb	25-Mar	25-Apr	25-May
线上	彩电	19%	38%	10%	15%	-12%	16%	3%	5%	24%
	冰箱	35%	31%	-10%	16%	-10%	1%	-10%	1%	6%
	空调	106%	63%	30%	50%	-19%	32%	13%	39%	47%
	洗衣机	25%	20%	5%	20%	-2%	15%	-8%	-1%	23%
	油烟机	51%	27%	-6%	36%	14%	51%	8%	16%	17%
	电饭煲	3%	12%	-12%	-6%	-14%	10%	-13%	-13%	18%
	电蒸锅	0%	22%	3%	-14%	-22%	21%	-6%	3%	17%
	扫地机器人	23%	113%	33%	94%	14%	129%	46%	74%	0%
线下	洗地机	8%	52%	18%	69%	15%	91%	53%	82%	0%
	彩电	8%	47%	34%	44%	-13%	6%	21%	8%	23%
	冰箱	29%	63%	46%	111%	-15%	26%	13%	13%	24%
	空调	62%	96%	68%	85%	9%	133%	-5%	10%	38%
	洗衣机	16%	57%	35%	49%	-13%	48%	14%	10%	32%
	油烟机	55%	94%	72%	93%	3%	119%	33%	30%	54%

数据来源：奥维云网，西南证券整理

7月下达第三批消费品以旧换新资金

- ❑ 2025年6月，多地传出以旧换新“国补”暂时无法领取或限额领取的消息，引发市场对于国补政策持续性的担忧。对此，6月20日，国家发展改革委等有关部门6月20日回应称：“消费品以旧换新加力扩围政策没有变化。”
- ❑ 国家发展改革委政策研究室副主任李超表示，今年以来，国家发展改革委会同有关方面加力扩围实施“两新”政策。其中，在消费品以旧换新方面，超长期特别国债资金支持力度为3000亿元，前2批共1620亿元资金已按计划分别于1月、4月下达，同时还把地方资金使用情况作为重要因素，对去年多支出的地区进行了倾斜支持。下一步，按照既定工作安排，将在7月下达今年第三批消费品以旧换新资金。
- ❑ 预计第三批国补资金到位后，将解除市场对于国补政策持续性的担忧，同时，更加规范、完善的补贴政策也将利好家电行业头部商家。

2025年第三季度超长期国债发行安排

月份	期限（年）	招标日期	首发/续发	付息方式
7月	20	7月14日	首发	按半年付息
	30	7月14日	首发	按半年付息
	30	7月24日	续发	按半年付息
8月	50	8月1日	续发	按半年付息
	30	8月8日	续发	按半年付息
	20	8月14日	续发	按半年付息
	30	8月22日	首发	按半年付息
9月	30	9月5日	续发	按半年付息
	50	9月10日	续发	按半年付息
	20	9月17日	续发	按半年付息
	30	9月19日	续发	按半年付息

目 录



2025H1回顾



国补政策运行情况及展望



关税冲突下的外销情况



2025年重点推荐个股

关税政策多变，不确定性对家电行业持续扰动

- 自2025年2月起，美国以国家安全、产业政策等为由，先后通过 IEEPA、232 条款及普遍/互惠关税等措施，操弄出一套覆盖中国、墨西哥、加拿大及全球主要经济体的征税体系。这些关税不仅税率高、种类多，还具有叠加性与排他性，加重了企业的不确定性与合规负担。
- 2025年5月12日，中美日内瓦经贸会谈达成重要共识。美国方面决定，自5月14日起，暂停执行此前针对中国商品征收的24%从价关税，为期90天；同时取消4月初实施的部分新加征措施，但保留了10%的税率底线。中国方面也同步采取对等动作，暂停执行部分报复性关税，并取消若干非关税反制措施。
- 截至目前，关税政策变动仍未完全落地，持续对家电行业扰动，预计随后续关税不确定性风险消散后，家电行业从产业产销到股价行情都将有所释放。

**New Tariff Requirements for 2025**

Send questions to:
traderemedy@cbp.dhs.gov
Updated May 2, 2025
CBP Publication No. 5009-0425

Executive Orders and Proclamations have imposed new tariffs on goods imported into the United States pursuant to the International Emergency Economic Powers Act (IEEPA) and Section 232 of the Trade Expansion Act of 1962. For the latest information on tariff rates, along with specific countries and commodities affected, please visit the CBP.gov website using the QR code below.

 China/Hong Kong TARIFF RATE: 20% EFFECTIVE DATE: February 4 Pursuant to IEEPA, additional 10% tariff on all goods. Amended March 4th to increase to additional 20% tariff. Exclusions apply. De Minimis no longer available effective May 2nd.	 Autos, Auto Parts TARIFF RATE: 25% EFFECTIVE DATE: April 3, May 3 Pursuant to Section 232, additional 25% on passenger vehicles and light trucks (effective April 3rd) and auto parts (effective May 3rd) of all countries.
 Mexico TARIFF RATE: 25%, 10% potash EFFECTIVE DATE: March 4 Pursuant to IEEPA, additional 25% on all goods. Amended March 7th to 10% on potash and exemptions for USMCA-originating goods. Exclusions apply.	 Canada TARIFF RATE: 25%, 10% energy & potash EFFECTIVE DATE: March 4, March 7 Pursuant to IEEPA, additional 25% on all goods other than 10% on energy. Amended March 7th to 10% on potash and exemptions for USMCA-originating goods. Exclusions apply.
 Steel TARIFF RATE: 25% EFFECTIVE DATE: March 12 Pursuant to Section 232, additional 25% on imports of steel (including derivatives) of all countries.	 Aluminum TARIFF RATE: 25% EFFECTIVE DATE: March 12 Pursuant to Section 232, additional 25% on imports of aluminum (including derivatives) of all countries, except aluminum of Russia which is subject to 200%.
 Reciprocal TARIFF RATE: 10% - 125% EFFECTIVE DATE: April 5, April 9, April 10 Pursuant to IEEPA, additional 10% on imports from all countries; 125% for goods of China, Hong Kong and Macau. Exceptions apply. Additional country specific rates suspended until July 9th.	
 Unstacking Certain Tariffs - Pending HTSUS amendment and CBP guidance no later than May 16th - Products subject to Auto/Auto Parts 232 will not be subject to MX IEEPA, CA IEEPA, Aluminum/Steel 232 - Products subject to MX IEEPA or CA IEEPA will not be subject to Aluminum/Steel 232 - Products subject to Aluminum 232 will continue to be subject to Steel 232 and vice versa	

U.S. Customs and Border Protection

Scan for additional resources

Office of Trade | Trade Remedies

关税冲击下出口情况

2024年家电出海主要受海外补库影响，各品类均表现出较高的景气度；2025年以来受到海外高库存、高基数以及关税政策多变影响下，出口节奏开始变化。

- ❑ **白电**：在高基数背景下，关税政策带来的不确定性促使厂商将产能逐步转移至海外，表现为整机产品的出口增速下滑以及核心零部件的出口高增。
- ❑ **黑电**：受去年同期体育大年背景下的高基数影响，2025年出口有所下滑。
- ❑ **小家电**：小家电整体自23Q2开启增长，增速水平各异，主要受益于海外补库需求，随着海外库存的提高，2025年小家电品类出口下滑明显。

年份		2024												2025				
类别		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月
白电	空调	19.1%	14.7%	1.7%	15.1%	40.2%	49.3%	52.6%	40.2%	29.7%	58.9%	41.5%	32.5%	15.1%	20.5%	22.0%	12.3%	-3.0%
	冰箱	40.1%	43.5%	22.5%	20.8%	15.7%	22.1%	14.9%	20.6%	9.7%	22.6%	8.0%	10.6%	9.8%	13.0%	13.0%	-2.8%	-8.1%
	洗衣机	49.5%	27.2%	13.5%	17.9%	17.8%	12.3%	9.9%	7.7%	-0.4%	12.3%	-4.0%	18.5%	1.9%	4.1%	1.8%	10.6%	1.8%
	空调器压缩机	12.8%	19.2%	20.4%	13.5%	22.5%	25.8%	62.4%	35.2%	34.0%	36.9%	40.4%	31.7%	29.9%	49.0%	18.4%	53.0%	46.1%
黑电	液晶电视机	-5.0%	7.3%	-6.6%	14.5%	18.6%	4.8%	18.4%	11.8%	4.1%	29.4%	20.8%	17.4%	14.9%	-2.7%	1.6%	-7.6%	-3.2%
厨电	洗碗机	39.0%	20.9%	13.9%	16.9%	13.7%	25.1%	45.1%	39.4%	15.2%	24.1%	16.4%	0.1%	39.0%	29.3%	16.0%	4.9%	3.2%
	吸油烟机	42.3%	25.8%	1.2%	28.7%	31.8%	17.8%	36.3%	30.5%	1.2%	41.9%	6.1%	7.0%	0.0%	6.0%	12.1%	1.4%	3.8%
小家电	电扇	42.1%	71.9%	15.8%	45.9%	58.7%	39.8%	39.9%	33.6%	31.4%	40.1%	24.7%	36.2%	32.9%	13.3%	39.7%	7.1%	-5.6%
	微波炉	30.2%	2.9%	0.3%	12.6%	2.9%	13.4%	12.4%	16.0%	7.9%	8.8%	11.8%	1.4%	15.9%	17.8%	7.9%	-8.6%	-16.9%
	电吹风机	52.2%	69.7%	-5.0%	10.2%	21.2%	21.8%	17.1%	13.6%	11.2%	30.7%	18.3%	25.0%	13.5%	-21.2%	29.2%	13.4%	-2.8%
	电动剃须刀	44.1%	23.8%	26.1%	9.7%	26.2%	27.9%	24.1%	5.9%	-0.2%	28.9%	11.2%	24.1%	9.1%	-14.8%	-7.4%	3.9%	5.8%
	电饭锅	37.7%	24.6%	-7.2%	11.7%	9.8%	20.9%	31.8%	4.6%	5.2%	32.2%	10.0%	7.3%	2.5%	-5.0%	18.0%	-4.5%	2.1%
	饮水机	66.9%	54.2%	44.4%	34.4%	32.4%	27.0%	28.0%	16.8%	-14.6%	28.7%	10.1%	1.9%	7.8%	1.2%	-4.6%	-10.5%	-19.7%
	吸尘器	34.6%	36.7%	13.8%	0.9%	27.7%	24.2%	23.1%	15.5%	0.6%	27.3%	8.2%	-1.4%	25.2%	-4.1%	6.1%	1.9%	-4.8%
	水净化器	31.1%	50.1%	8.7%	23.5%	0.7%	18.1%	22.5%	13.9%	7.1%	22.6%	20.7%	19.7%	23.0%	10.4%	18.4%	4.1%	17.4%
	气体净化器	13.3%	84.1%	21.9%	46.6%	42.8%	43.1%	-1.7%	-13.0%	3.9%	10.5%	6.6%	36.7%	60.5%	16.7%	33.5%	-20.3%	-6.5%
	咖啡机和电茶壶	25.0%	54.4%	-11.8%	6.5%	18.6%	21.7%	14.2%	5.3%	0.4%	28.9%	18.3%	15.6%	13.5%	-10.7%	34.7%	0.7%	-4.9%
	电烤面包机	25.5%	84.1%	-11.6%	11.5%	29.3%	42.7%	24.7%	32.2%	7.1%	27.0%	25.1%	12.8%	22.6%	-15.8%	20.6%	-1.5%	-13.4%

关税背景下，新兴市场重要性凸显

- ❑ **新兴市场渗透率仍较低。**从全球主要市场来看，北美、西欧等市场的家电渗透率均较高，东欧除空调、洗碗机外，其他品类家电渗透率较高。中东非、东南亚市场各家电品类渗透率均较低，核心大家电空调、冰箱、洗衣机仍处于渗透率提升进程中，洗碗机、吸尘器等可选品类受限于当地消费能力等因素，仍处于发展早期。
- ❑ **新兴市场拉动全球家电增长。**2019-2024年间，成熟市场与新兴市场的增速表现存在一定分化，根据欧睿数据来看，中国、北美、西欧、日本、新加坡等市场整体CAGR表现出4%-6%的增速，而东南亚、中东、非洲、拉丁美洲等市场由于自身家电规模较小，增长动力更加充足，实现了5%-10%的CAGR，成为拉动全球家电市场增长的主要动力。

2023年全球主要市场家电渗透率情况

	北美	西欧	东欧	中东非	亚太
空调	89%	32%	35%	19%	63%
冰箱	100%	99%	99%	54%	77%
洗衣机	87%	97%	94%	43%	68%
微波炉	96%	79%	79%	26%	36%
洗碗机	76%	70%	24%	5%	4%
吸尘器	96%	93%	94%	22%	29%

近五年各国家（地区）大家电销额增速情况

		2019	2020	2021	2022	2023	2024	CAGR
成熟市场	中国	-2.6%	-4.8%	11.1%	-3.4%	3.4%	2.0%	1.5%
	北美洲	-0.5%	-2.8%	14.3%	6.1%	4.1%	2.7%	4.7%
	西欧	1.6%	4.6%	11.6%	4.5%	3.8%	9.1%	6.7%
	日本	3.3%	1.0%	4.1%	4.0%	-0.1%	-0.8%	1.6%
	韩国	6.5%	20.8%	15.5%	-8.6%	-8.4%	-3.3%	2.5%
	新加坡	0.5%	1.6%	7.1%	7.2%	7.7%	4.1%	5.5%
新兴市场	拉丁美洲	7.2%	3.8%	12.3%	5.1%	10.5%	13.1%	8.9%
	印度尼西亚	3.8%	9.2%	7.3%	5.4%	3.0%	3.8%	5.7%
	菲律宾	6.0%	-11.6%	14.7%	12.0%	6.4%	4.7%	4.8%
	泰国	3.7%	8.5%	2.2%	9.2%	3.5%	0.5%	4.7%
	越南	3.9%	0.6%	1.0%	1.2%	-3.5%	-1.8%	-0.5%
	东欧	11.7%	-4.1%	21.2%	16.7%	7.9%	8.8%	9.8%
	中东和非洲	5.9%	3.8%	10.7%	19.3%	17.4%	16.5%	13.4%
	印度	6.8%	13.0%	15.2%	6.3%	2.2%	8.3%	8.9%

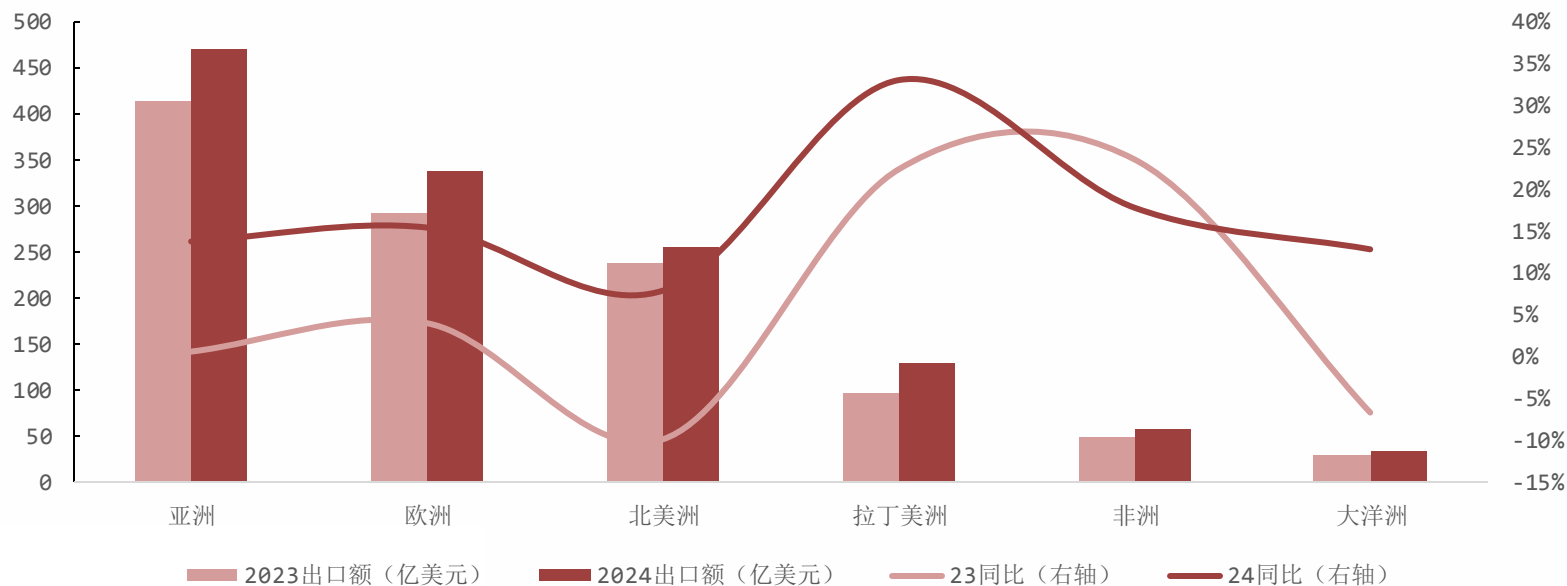
数据来源：欧睿，西南证券整理

www.swsc.com.cn

关税背景下，新兴市场重要性凸显

- 从出口目的地结构来看，亚洲、欧洲、北美分别为我国家电出口前三大市场，2023年出口表现有所分化，2023年我国对欧洲市场出口由负转正为4%；对北美市场出口因通胀、加息、库存周期等影响，同比-10%，大洋洲市场同样受通胀和加息影响，同比-6.7%；拉丁美洲、非洲等新兴市场维持高速增长。
- 2024年，随着成熟市场的库存回落，我国对各市场出口走势全面向好，其中拉丁美洲、非洲分别同比增长33.1%、17.8%。

2023年及2024年我国家电出口目的地金额及同比



数据来源：海关总署，wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

目 录



2025H1回顾



国补政策运行情况及展望



关税冲突下的外销情况



2025年重点推荐个股

格力电器（000651）：期间费用率改善，盈利能力提升

投资逻辑：

1) 聚焦家电主业，空调主业受益于国补，迎来国补后的第一个旺季，2025年Q1，公司实现营收416.4亿元，同比增长13.8%，实现归母净利润59亿元，同比增长26.3%。增速有望延续。2) 公司效率提升，期间费用率改善盈利质量。2024年公司毛利率同比下降1.1pp至29.4%，费用率来看，2024年及2025年Q1，公司各项费用率持续改善，经营质量有所提升。

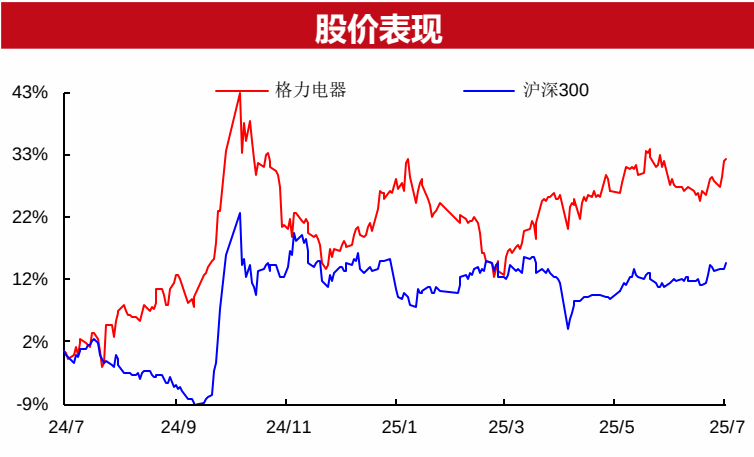
业绩预测与投资建议：

公司作为空调行业龙头，充分受益于以旧换新政策，预计公司2025-2027年EPS分别为6.54元、7.15元、7.91元，维持“买入”评级。

风险提示：

行业竞争加剧、原材料成本波动、政策不及预期等风险。

业绩预测和估值指标				
指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	190038.07	201878.33	211125.11	222897.43
增长率	-7.31%	6.23%	4.58%	5.58%
归属母公司净利润（百万元）	32184.57	36614.75	40074.84	44333.77
增长率	10.91%	13.76%	9.45%	10.63%
每股收益EPS（元）	5.75	6.54	7.15	7.91
净资产收益率ROE	22.87%	20.45%	18.37%	16.87%
PE	8	7	7	6
PB	1.79	1.43	1.17	0.97



美的集团（000333）：营收利润双高增，拟分拆安得智联H股上市

投资逻辑：

1) 内销方面，以旧换新有效刺激了家电需求，且有助于促进消费升级，公司作为行业龙头，终端建设完善，在家电国补活动中，响应迅速；2) 海外方面，公司继续推进OBM优先战略，海外产能建设加紧布局，全球化业务得以更好支撑；3) 公司拟分拆其所属子公司安得智联至香港联交所主板上市。本次分拆完成后，公司仍将维持对安得智联的控制权。本次分拆有利于公司进一步理顺业务管理架构，释放智慧物流板块估值潜力。

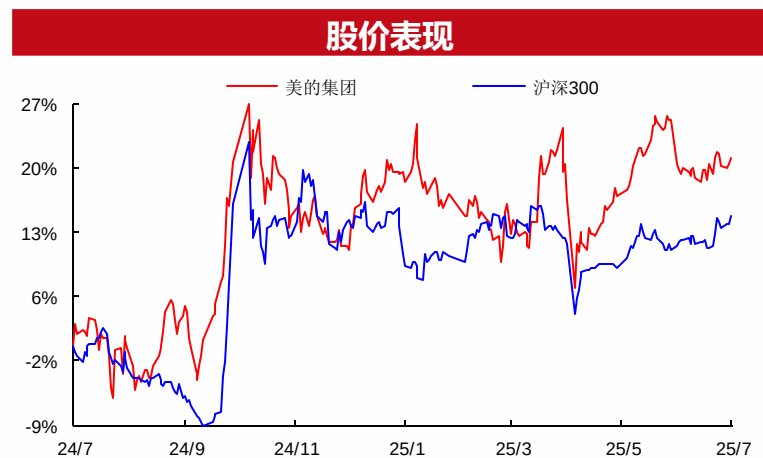
业绩预测与投资建议：

公司在行业消费端较为低迷，成本端上行的阶段，维持亮眼增速，充分体现龙头公司穿越周期的稳健性，预计公司2025-2027年EPS分别为5.68元、6.28元、6.96元，维持“买入”评级。

风险提示：

人民币汇率波动风险、原材料价格波动风险。

业绩预测和估值指标				
指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	409084.27	443492.69	480821.96	517531.76
增长率	9.47%	8.41%	8.42%	7.63%
归属母公司净利润（百万元）	38537.24	43556.10	48162.57	53316.60
增长率	14.29%	13.02%	10.58%	10.70%
每股收益EPS（元）	5.03	5.68	6.28	6.96
净资产收益率ROE	17.02%	17.73%	18.02%	18.32%
PE	14	13	12	10
PB	2.62	2.41	2.21	2.02



海尔智家（600690）：控费提效成果显著，以旧换新改善收入

投资逻辑：

1) 内销方面，公司积极抓住以旧换新机会、充分发挥在高端品牌、全品类阵容、多渠道布局等方面优势，驱动零售增长；
2) 海外方面，公司在欧美市场通过创新产品引领、新产业突破、深化供应链布局等举措持续提升份额；在新兴市场国家深化本土化供应链建设、产品结构升级等实现快速增长；3) 公司继续效率提升，优化国内外平台建设，持续提升盈利能力。

业绩预测与投资建议：

预计公司2025-2027年EPS分别为2.31元、2.65元、3.02元，维持“买入”评级。

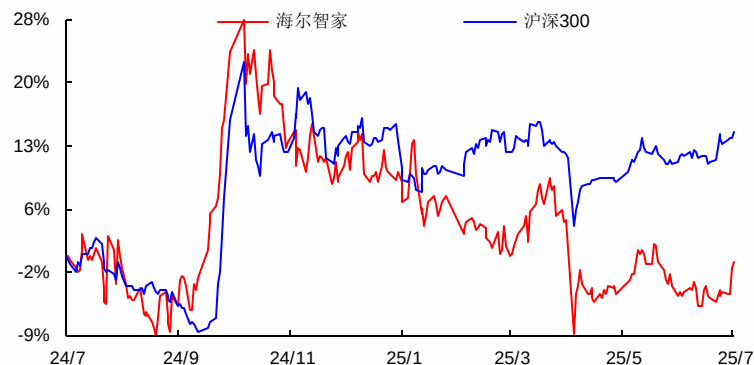
风险提示：

客户拓展不及预期、消费不及预期、竞争加剧等风险。

业绩预测和估值指标

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	285981.23	305509.84	325641.87	345475.38
增长率	9.39%	6.83%	6.59%	6.09%
归属母公司净利润（百万元）	18741.12	21705.39	24839.59	28290.14
增长率	12.92%	15.82%	14.44%	13.89%
每股收益EPS（元）	2.00	2.31	2.65	3.02
净资产收益率ROE	16.53%	16.36%	16.33%	16.05%
PE	13	11	10	8
PB	2.11	1.83	1.58	1.36

股价表现



长虹美菱（000521）：外销维持高增，现金充沛分红率提升

投资逻辑：

1) 公司外销业务主要面向欧洲以及中东非等发展中国家，市场需求较为旺盛，公司外销业务维持高速增长，且对美敞口极小，不受关税政策波动影响；2) 受益于国企改革，公司效率改革利润率提升正当时，各项业务产业协同性加强，与母公司黑电协同，公司套系化能力增强，从传统冰箱企业逐渐成长为综合家电品牌商；3) 公司现金流充沛，2024年分红率48.6%，股息率处于较高水平。

业绩预测与投资建议：

公司贯彻“一个目标、三条主线”的经营方针，主营业务空调、冰箱、洗衣机、厨卫等均取得了较好的经营业绩。预计公司2025-2027年EPS分别为0.78元、0.91元、1.05元，维持“买入”评级。

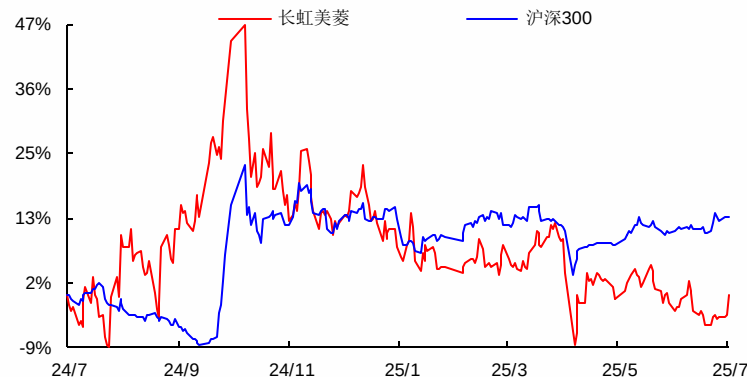
风险提示：

外销增长不及预期、消费不及预期、竞争加剧等风险。

业绩预测和估值指标

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	28601.04	33140.57	36708.02	39812.08
增长率	17.95%	15.87%	10.76%	8.46%
归属母公司净利润（百万元）	699.27	805.06	933.87	1077.27
增长率	-5.64%	15.13%	16.00%	15.36%
每股收益EPS（元）	0.68	0.78	0.91	1.05
净资产收益率ROE	11.19%	11.83%	12.60%	13.28%
PE	11	9	8	7
PB	1.24	1.15	1.05	0.96

股价表现



小熊电器（002959）：国补刺激小家电需求，竞争缓解释放利润弹性

投资逻辑：

1) 益于家电国补对锅煲类小家电的逐步覆盖，其消费需求得到刺激，根据奥维云网数据，2025年5月电饭煲、电磁炉、电蒸锅、电压力锅、养生壶等品类销售额分别同比增长42%、36%、61%、31%、19.5%，预计公司营收有望增长；2) 行业竞争有所缓解，公司聚焦核心品类，梳理渠道，有望实现盈利能力改善；3) 公司持续发展出口业务，预计未来将成为第二增长曲线。

业绩预测与投资建议：

公司深耕厨房小家电多年，近年来梳理渠道，管控能力不断增强，同时产品结构持续升级。预计公司2025-2027年EPS分别为2.66元、3.10元、3.60元，维持“持有”评级。

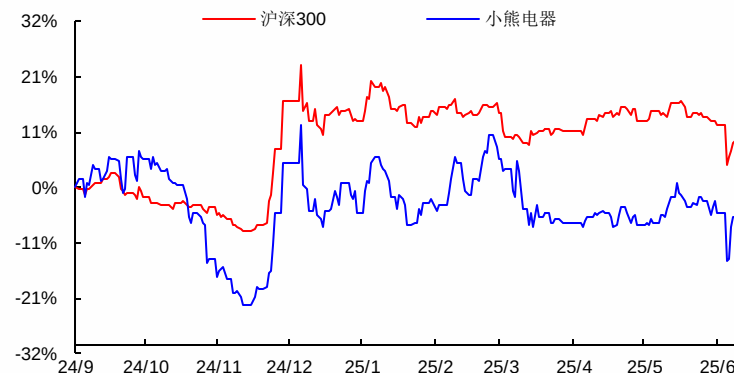
风险提示：

行业竞争加剧、消费需求不及预期、政策不及预期等风险。

业绩预测和估值指标

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4758.27	5352.75	5986.76	6611.63
增长率	0.98%	12.49%	11.84%	10.44%
归属母公司净利润（百万元）	287.79	417.85	487.25	566.10
增长率	-35.37%	45.19%	16.61%	16.18%
每股收益EPS（元）	1.83	2.66	3.10	3.60
净资产收益率ROE	10.52%	13.25%	13.70%	14.06%
PE	26	18	15	13
PB	2.33	2.12	1.87	1.65

股价表现



重点公司股息率情况

证券代码	证券简称	2020年分红率 [单位]%	2021年分红率 [单位]%	2022年分红率 [单位]%	2023年分红率 [单位]%	2024年分红率 [单位]%	5年平均 分红率 (%)	股息率 [单位]%
002677.SZ	浙江美大	71.3	64.1	88.6	104.4	175.5	100.8	4.3
603551.SH	奥普科技	85.9	762.8	121.3	100.0	108.8	235.7	7.6
603519.SH	立霸股份	46.4	97.0	33.0	82.9	165.9	85.0	8.0
200521.SZ	虹美菱B	-60.5	99.2	37.9	41.7	48.6	33.4	8.4
603579.SH	荣泰健康	35.2	40.5	41.3	66.4	59.3	48.5	2.4
002508.SZ	老板电器	28.5	35.4	30.0	54.5	59.9	41.7	5.3
603355.SH	莱克电气	250.5	114.3	58.4		69.9	123.3	6.6
002543.SZ	万和电气	40.1	68.5	54.1	51.8	49.5	52.8	3.9
000651.SZ	格力电器	102.3	72.0	45.8	45.3	17.4	56.5	6.4
002032.SZ	苏泊尔	56.8	80.2	166.7	99.8	99.7	100.7	5.4
300625.SZ	三雄极光	82.4	743.4	176.0	81.8	174.3	251.6	2.5
603515.SH	欧普照明	46.7	40.7	47.5	67.7	73.8	55.3	4.9
200541.SZ	粤照明B	42.9	53.9	58.6	63.5	41.3	52.0	5.4
603112.SH	华翔股份	30.3	30.1	30.0	35.4	44.5	34.1	2.5
603868.SH	飞科电器	68.2	68.0	105.9	98.3	47.6	77.6	1.4
301362.SZ	民爆光电				108.2	84.8	96.5	4.6
605336.SH	帅丰电器	30.1	80.1	59.8	60.0	98.9	65.8	1.8
002614.SZ	奥佳华	40.4	40.8	183.3	181.2	97.1	108.6	1.5
300272.SZ	开能健康	107.8	54.1	60.6	66.4	108.2	79.4	2.4
001326.SZ	联域股份				38.2	69.4	53.8	2.8
300894.SZ	火星入	88.3	32.3	116.6	99.3		84.1	0.0
601956.SH	东贝集团	46.5	80.2	43.8	66.0	48.9	57.1	1.5
301187.SZ	欧圣电气		78.8	79.3	85.8	83.5	81.8	4.1
002035.SZ	华帝股份	31.2	40.9	59.2	55.8	51.4	47.7	4.8
000333.SZ	美的集团	40.7	40.9	58.2	61.6	69.3	54.1	4.8
600261.SH	阳光照明	87.5	87.1	97.2	80.6	92.1	88.9	4.1
600060.SH	海信视像	29.6	10.0	50.0	50.2		34.9	3.7
000521.SZ	长虹美菱	-60.5	99.2	37.9	41.7	48.6	33.4	4.6
300403.SZ	汉宇集团	32.4	34.1	38.4	93.9	46.4	49.0	1.2
000921.SZ	海信家电	29.9	30.0	50.0	49.5		39.8	4.8
000404.SZ	长虹华意	60.0	56.3	53.0	48.0	46.4	52.7	4.2

重点公司盈利预测及估值情况

代码	公司	股价	EPS				PE				评级
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
000651.SZ	格力电器	46.49	5.75	6.54	7.15	7.91	8	7	7	6	买入
000333.SZ	美的集团	72.55	5.03	5.68	6.28	6.96	14	13	12	10	买入
600690.SH	海尔智家	25.61	2.00	2.31	2.65	3.02	13	11	10	8	买入
000521.SZ	长虹美菱	7.39	0.68	0.78	0.91	1.05	11	9	8	7	买入
002668.SZ	TCL智家	9.67	0.94	1.08	1.22	1.39	10	9	8	7	持有
000404.SZ	长虹华意	7.27	0.65	0.76	0.90	0.98	11	10	8	7	持有
002011.SZ	盾安环境	11.85	0.98	1.08	1.27	1.46	12	11	9	8	持有
605555.SH	德昌股份	15.77	1.10	1.43	1.79	2.17	14	11	9	7	持有
002959.SZ	小熊电器	47.22	1.83	2.66	3.10	3.60	26	18	15	13	持有

数据来源：Wind，西南证券



分析师：龚梦泓
执业证号：S1250518090001
电话：023-63786049
邮箱：gmh@swsc.com.cn

联系人：方建钊
电话：18428374714
邮箱：fjz@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司 评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业 评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究院

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部 经理、上海销售主管	18621310081	jsf@swsc.com.cn	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn	蒋宇洁	销售岗	15905851569	jjj@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyyf@swsc.com.cn	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn	张鑫	销售岗	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	yangju@swsc.com.cn				