

家电行业2025年中期策略

—配置黑白电龙头，拥抱新消费与新制造

分析师：王刚	执业编号：S1130524080001
分析师：赵中平	执业编号：S1130524050003
研究员：蔡润泽	执业编号：S1130124090007

2025/06/23

三大投资主线：

- **家电新消费：**看好新产品形态、新行业阶段两类投资机会。1、新产品形态：重点看好极具成长潜力的手持智能影像赛道；2、新行业阶段：看好高成长潜力+国产品牌全球份额快速扩张的扫地机板块。
- **家电新制造：**看好主业基本面扎实，布局机器人方向的优质企业。
- **业绩稳健增长的黑白电龙头：**1、看好高股息+业绩稳定性高的白电龙头。2、看好产品结构升级带动利润率持续改善的黑电龙头。

风险提示：国内外需求波动的风险、行业竞争加剧、汇率波动风险、关税风险

目录

01

板块复盘

02

家电新消费：新产品形态、新行业阶段

03

家电新制造：主业基本面扎实，布局机器人方向

04

业绩稳健增长的黑白电龙头

05

投资建议

06

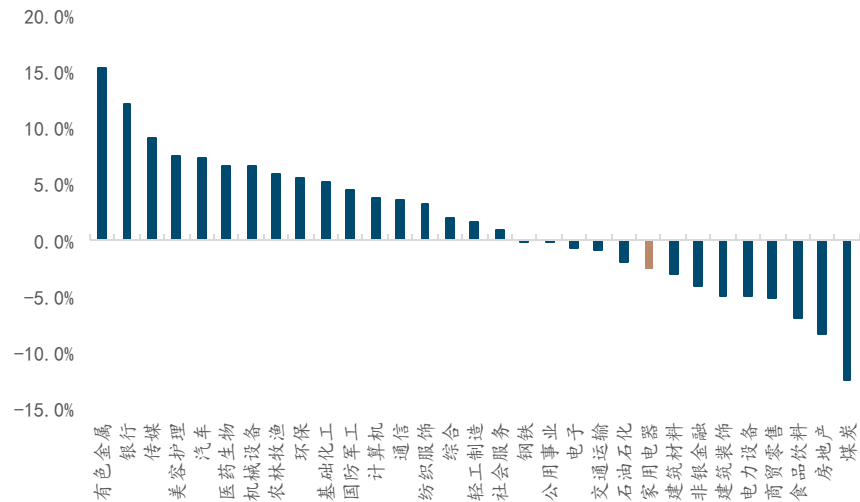
风险提示

01 板块复盘

家电板块：受关税等因素扰动，略有承压

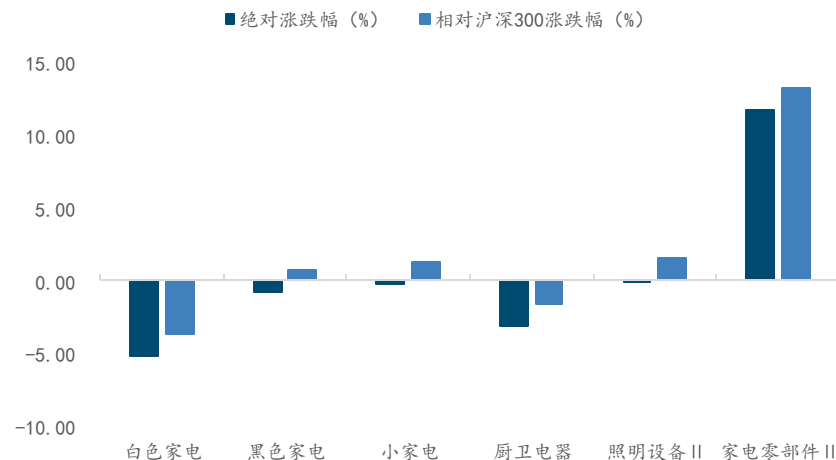
- **年初至今家电板块略有承压：**受关税扰动、下半年高基数预期等因素影响，年初至今家电板块略有承压，截至2025年6月18日，申万家用电器行业指数涨幅-2.7%。
- **细分板块表现有一定分化，家电零部件表现优异：**截至2025年6月18日，细分赛道涨跌幅从高到低排序为家电零部件（+11.7%）、小家电（-0.2%）、照明设备（-0.01%）、黑电（-0.8%）、厨电（-3.2%）、白电（-5.2%）。

图：家电板块2024年累计收益率为-2.7%



资料来源：Wind，国金证券研究所

图：家电细分板块年初至今涨跌幅，家电零部件表现优异

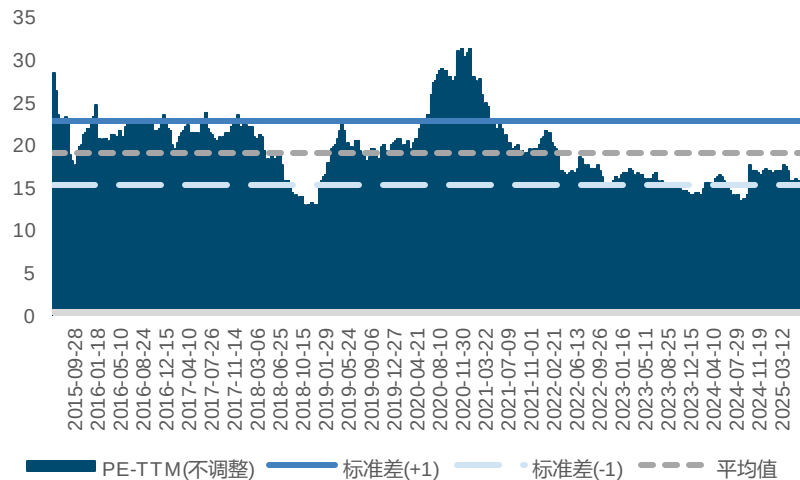


资料来源：Wind，国金证券研究所

家电板块：估值处于较低水平

- 年初至今家电PE估值有所下降，处于10年期低位：截至2025年6月18日，家用电器（申万）PE TTM由年初的16.44倍降至14.88倍，仍处于10年期平均值以下区间。

图：年初至今家电PE有所下降，处于10年期低位（单位：倍）



资料来源：Wind，国金证券研究所

图：家电细分赛道PE TTM估值水平（单位：倍）

	区间20分位市盈率 (PE, TTM)	区间80分位市盈率 (PE, TTM)	最新市盈率
白色家电	12.3	19.9	11.44
黑色家电	20.0	54.5	28.5
小家电	25.3	44.7	23.2
厨卫电器	18.1	28.3	20.2
照明设备II	23.0	40.1	31.4
家电零部件II	28.3	62.1	30.0

资料来源：Wind，国金证券研究所

家电内销：国补下需求韧性凸显，1-5月线上销额累计+14.0%

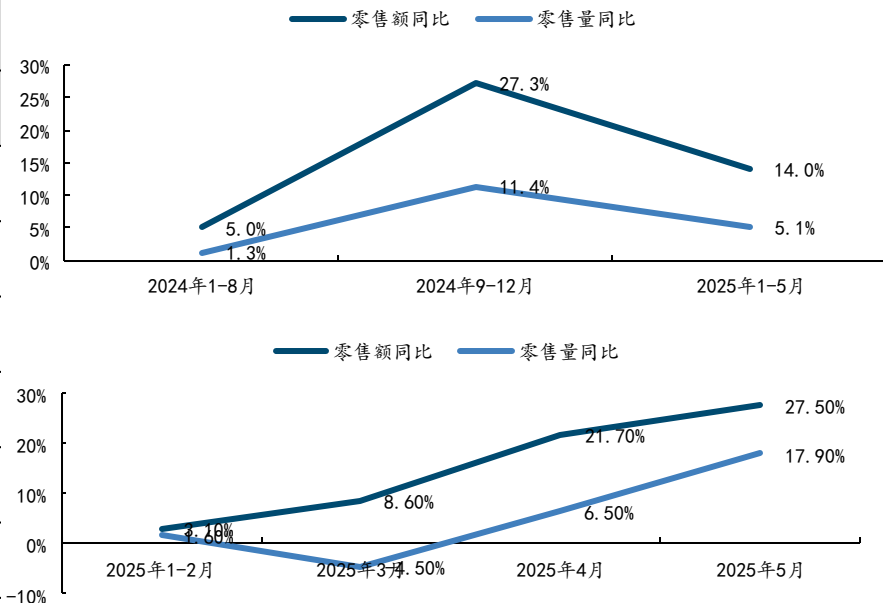
- 从终端动销数据来看，家电零售由国补初期的高增阶段过渡至平稳增长阶段。25年以来国补品类线上、线下零售增速较24Q4虽有放缓，但仍保持较好水平，据奥维云网，25年1-5月线上、线下市场销额同比分别+14.0%、+19.8%，销量同比分别+5.1%、9.2%。分品类来看，空调、电视表现亮眼，销额累计同比分别+26.9%、16.4%，其中空调主要由销量拉动，电视结构升级趋势明显。

图：国补政策对家电整体拉动效果依然明显

	2024年1-8月		24年9-12月		25年1-5月	
	线上销额同比	线上均价同比	线上销额同比	线上均价同比	线上销额同比	线上均价同比
空调	-4%	3%	42.8%	4.2%	26.9%	-2.5%
冰箱	2%	-1%	21.7%	4.7%	-5.8%	-1.7%
洗衣机	6%	4%	19.1%	-2.9%	7.6%	5.6%
电视	3%	-13%	33.9%	13.4%	16.4%	12.0%
油烟机	1%	-2%	26.5%	3.1%	17.5%	-0.8%
扫地机器人	21%	-3%	77.2%	5.0%	44.2%	3.7%

资料来源：奥维云网，国金证券研究所

图：4、5月以来家电零售额增长提速



资料来源：奥维云网，国金证券研究所

国补下半年接续无忧，关注后续国补政策变化

- 部分地区补贴额度紧张，6月以来国补进入调整阶段。据奥维云网，截至5月31日，国补资金消耗总额达1550-1650亿，预计6月在“618”等大促催化下单月消耗达500亿左右，合计消耗预计达2100亿元左右。受补贴额度消耗过快影响，6月起，部分省份暂停/限量补贴。
- 下半年国补接续无忧，关注后续国补政策变化。近期国家相关主管部门就“国补”下一步计划回应称，今年国家安排3000亿元以旧换新资金，目前已向地方下达了共计1620亿元资金，剩余资金将有序下达，2025年的消费品以旧换新政策将全年实施。

图：部分区域国补进入调整阶段

城市	省份	国补执行情况
南京	江苏	6月1日暂停线上国补；6月4日开始根据2025年1-5月国补销售规模按月分配补贴额度到商户，实际分配的额度暂时只可覆盖月初几天的销售
无锡	江苏	苏南基础渠道代理商6月补贴额度已用完，国补暂停
蚌埠	安徽	宿州市、亳州市通知随时可能开始抢券，其他地级市正常
石家庄	河北	邯郸邢台抢券不足，保定每天限2400张
武汉	湖北	6月4日上午10点政府通知取消国补，具体开放时间待定
天津	天津	正常开展，天津区域预计618之后每天限量领券
兰州	甘肃	正常开展，酒泉肃州区已停12天，系统更新，现在已经恢复
重庆	重庆	6月3日政府通知已取消国补，具体开放时间待定
沈阳	辽宁	沈阳市正常；大连每日9-12点领券；鞍山、抚顺、盘锦、铁岭、丹东、阜新、朝阳资金紧张；营口，辽阳5月已暂停一段时间
乌鲁木齐	新疆	伊犁州暂停，其他地区目前正常
济南	山东	济南、菏泽、临沂、泰山、青岛市抢券领补贴，其他地级市正常参加国补
福州	福建	福建定时定量发放，数量有限
广州	广东	佛山市2号已停止，下阶段8月1日开始，其他区域正常开展
大连	辽宁	6月3日通知，国补资格发放券时间限时，仅上午9点至12点。
扬州	江苏	5月11日通知，暂停申请补贴，第二阶段补贴活动时间尚未确定

资料来源：奥维云网，国金证券研究所

图：江苏国补进入限量阶段

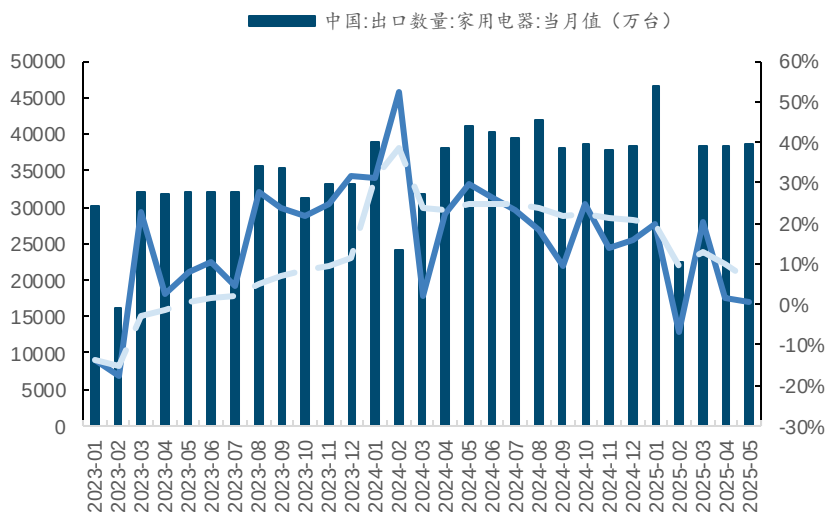


资料来源：京东，国金证券研究所

家电出口：关税冲击行下家电出口仍保持韧性

- 关税冲击行下家电出口仍保持韧性。今年1-5月家电累计出口数量同比分别+6.1%，关税冲击下出口增速有所放缓，4月、5月出口数量同比分别+1.5%、+0.3%。

图：25年1-5月我国家电出口量累计同比+6.1%



资料来源：海关总署，国金证券研究所

图：25年4月以来的关税政策变化梳理

日期	具体内容
4月2日	实施“Liberation Day”关税政策：对所有进口商品征收10%的基础关税；对与美国存在贸易逆差的国家实施更高的关税，具体税率从11%至50%不等，4月9日起生效。
4月9日	确立差异化征税机制：大多数未对美实施报复关税的国家享有90天“暂停期”，适用统一的10%全球基准税率；对中国大幅提高税率，基准税从34%提升至125%；对印度、欧盟、越南、日本等贸易逆差国，依据具体情况征收11%至50%的个别对等关税。
4月17日	对中国航运、造船和物流行业采取新一轮关税和监管措施。自2025年10月14日起，将对在中国控制、制造或运营的船舶在美国港口靠泊时征收分阶段递增的港口服务费；限制中国运营的液化天然气运输船在美使用，鼓励改用本土造船和运营商。
5月12日	美中达成阶段性关税缓和协议，双方同意将此前对中国商品征收的34%额外关税下调至10%，该调整从5月14日起生效，持续90天。
6月3日	将232条款下的钢铁和铝进口关税由25%提高至50%，并对加拿大、墨西哥的豁免范围进行调整
6月12日	美国商务部宣布将自6月23日起对多种钢制家用电器加征关税，包括洗碗机、洗衣机和冰箱等“钢铁衍生产品”，加征税率为50%。

资料来源：白宫官网，国金证券研究所

家电出口：欧洲、新兴市场延续较好增长

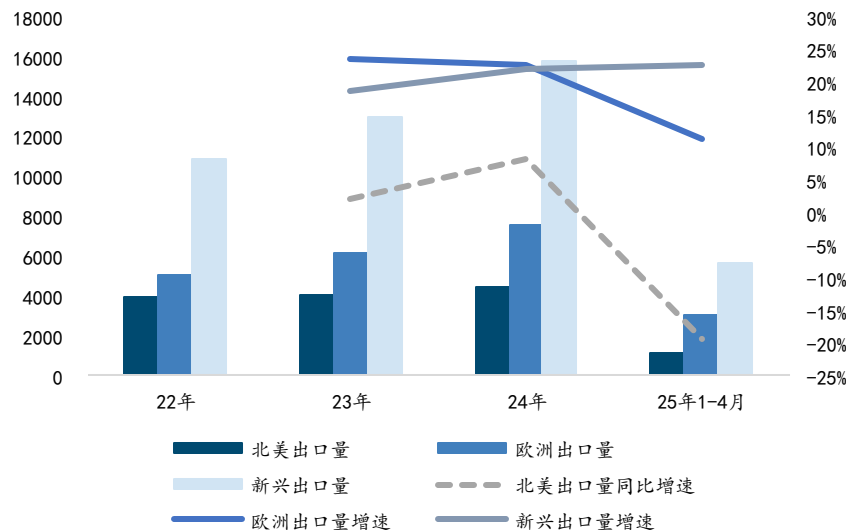
- 分地区来看，北美出口受关税影响偏大，欧洲、新兴市场延续较好增长。年初至今出口至北美的大家电累计同比有所下滑，欧洲、新兴市场需求延续，出口量同比分别+11%、+23%，其中欧洲空调出口旺盛，同比+36%，新兴市场或受益于转口贸易电视出口量同比+44%。

图：大家电分区域出口量同比增速

出口量同比增速		空调	冰冷	洗衣机	电视
北美	23年	-25%	0%	57%	26%
	24年	-8%	12%	13%	11%
	25年1-4月	-9%	-17%	3%	-38%
欧洲	23年	-5%	30%	58%	26%
	24年	38%	25%	22%	11%
	25年1-4月	36%	1%	8%	-4%
新兴	23年	30%	44%	37%	0%
	24年	33%	26%	20%	13%
	25年1-4月	9%	24%	14%	44%

资料来源：海关总署，国金证券研究所

图：大家电分区域出口总量（万台）及同比



资料来源：海关总署，国金证券研究所

2 家电新消费：新产品形态、新行业阶段

新产品形态：高成长潜力的全景相机

新消费视角下的产品价值=功能价值+情绪价值+资产价值

全景相机：基于全景技术，能够实现全空间不同视角成像，利用算法自动拼接出360°全景图片或视频的智能影像设备

全景相机的功能价值：记录完整的时空，记录和分享生活的最优解。影像产品的本质需求：记录>分享>创作。相比分享和创作，记录是一种更基础、更长期稳定的需求。

全景相机的情绪价值：愉悦感（炫酷照片）、内心波动（珍贵记忆）、彰显展示（社交价值）

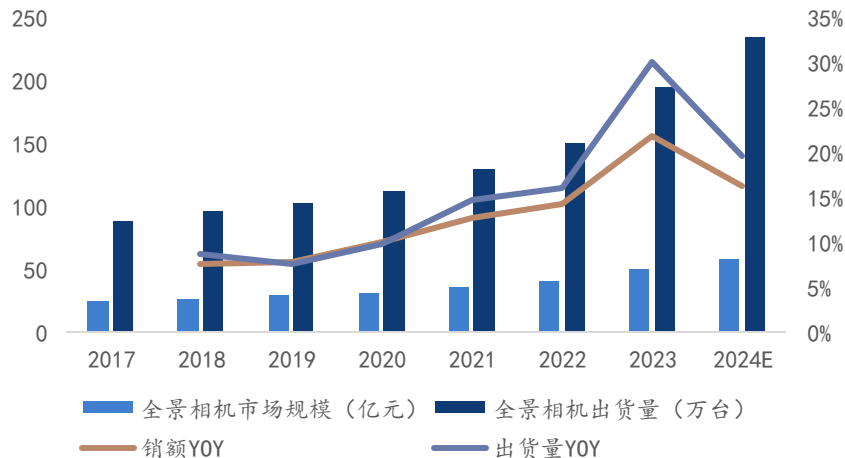
全景相机有望加速渗透：1）影石营销费用投放加大带来人群扩圈 2）大疆入局后共同进行市场教育带动品类高增

图：全景相机应用场景



资料来源：公司官网，国金证券研究所

图：全景相机保持较高成长性

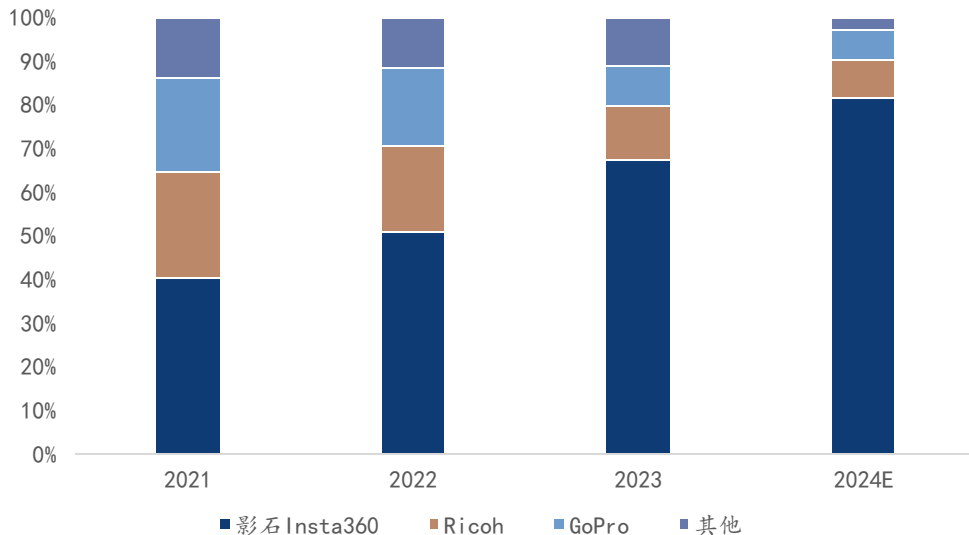


资料来源：沙利文，国金证券研究所

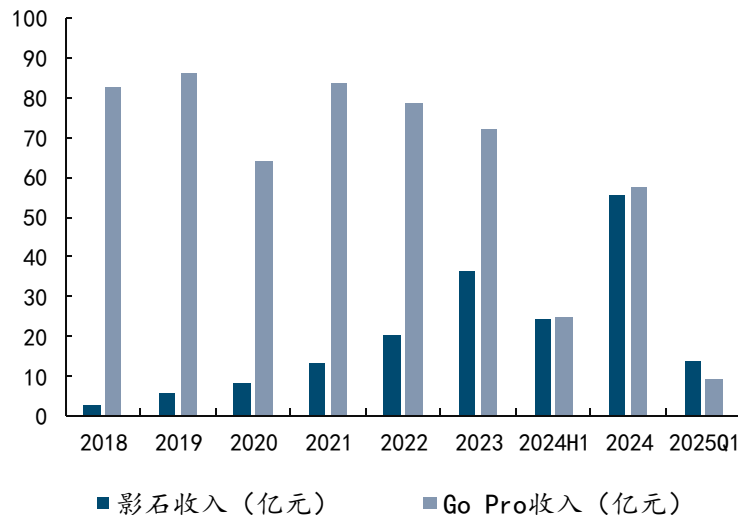
影石创新：稀缺的产品定义能力，全景相机绝对龙头

- **全景运动相机品类定义者和主导者。**影石用全景技术重构了运动相机，通过“先拍摄后取景”带来的创新自由度，产品也提供了“自拍杆隐形”、智能追踪、“子弹时间”等创新性体验。基于全景运动相机的快速放量，影石成为全景相机行业的绝对龙头，23年在消费级全景相机市场份额高达67%。

图:全球消费级全景相机市场竞争格局



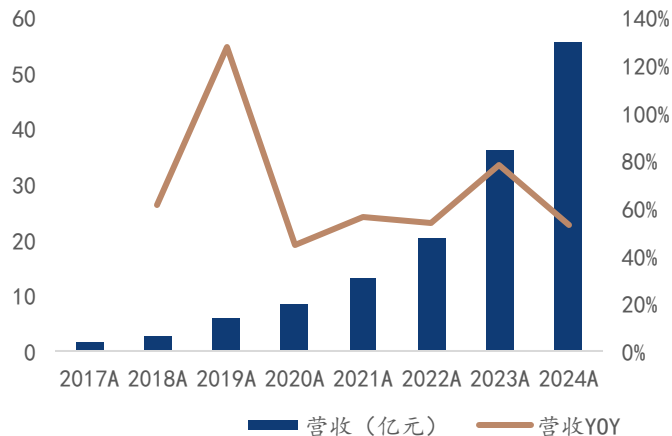
图：25Q1影石收入超过Go Pro



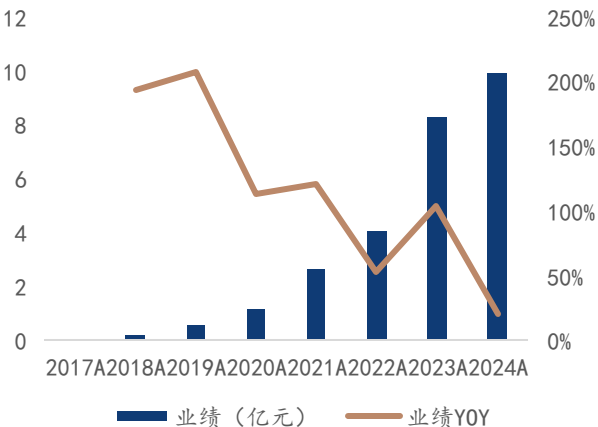
影石创新：稀缺的高成长势能，平台型公司未来可期

- **产品+品牌领先享受行业红利，增长势能强劲。**17-24年公司营收高速增长，24年营收56亿元，CAGR达66%；24年归母净利润10亿元，CAGR达107%。
- **底层技术储备完备，平台型公司未来可期。**公司在技术研发方面，在加强全景技术、防抖技术、AI 技术和机械自动化等核心技术的同时，也储备了机械控制技术、机器视觉感知技术和飞行控制技术等。

图：2017至今影石创新营收及同比增速



图：2017至今影石创新归母净利润及同比增速

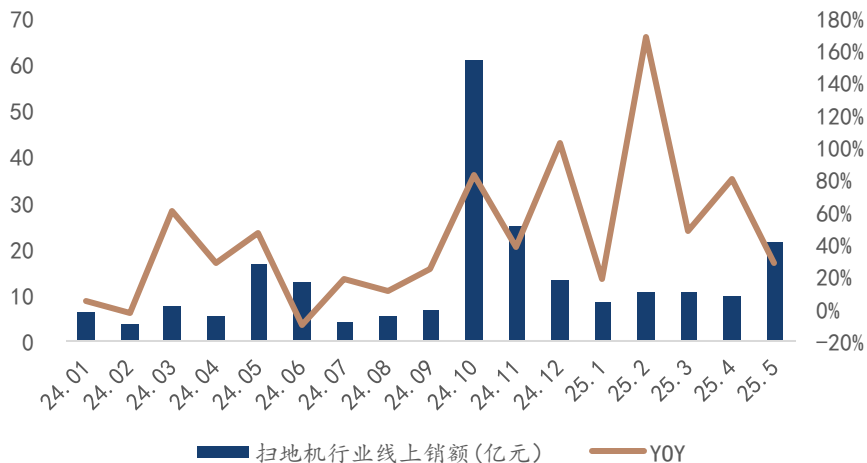


图：影石创新在研项目

项目名称	项目进展
基于云计算的视频管理和剪辑技术	开发阶段
基于多传感器融合的感知避障导航系统	测试阶段
基于全景的安防相机	开发阶段
新一代运动相机	开发阶段
新一代一体化全景相机	开发阶段
新一代手机云台	开发阶段
智能数码相机	预研阶段
新一代穿戴式相机	开发阶段

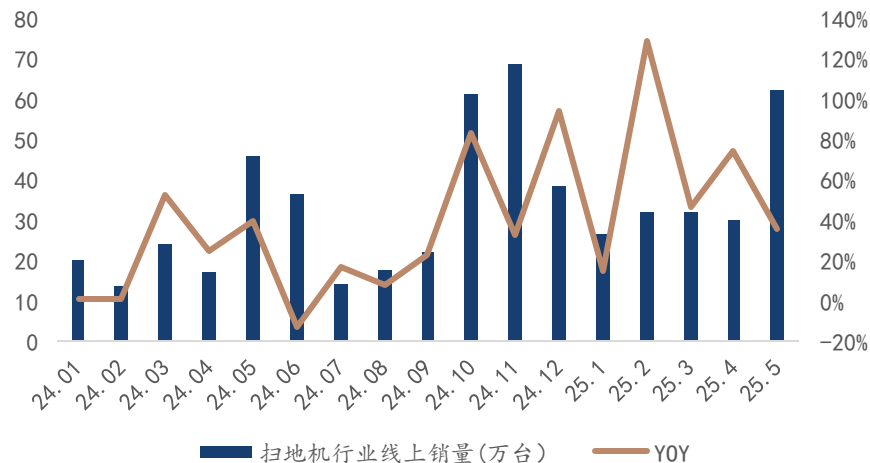
- **渗透早期，兼具高景气与高增长潜力。**在国补政策带动下，扫地机市场景气度持续上行。25年1-5月销量、销额增速分别+50.6%、+52.3%。

图：国补以来扫地机线上销额维持高增



资料来源：奥维云网，国金证券研究所

图：国补以来扫地机线上销量维持高增



资料来源：奥维云网，国金证券研究所

新行业阶段：扫地机中国品牌引领全球，石头领先优势持续扩大

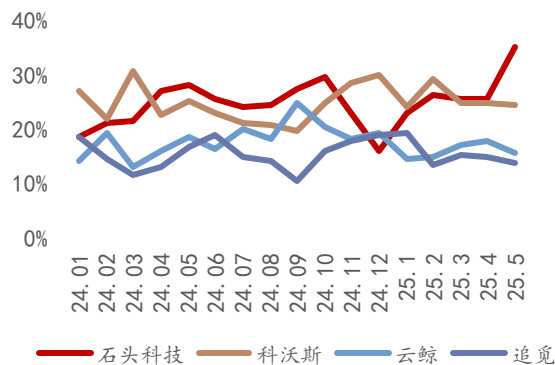
- 引领全球的新质生产力，中国品牌制霸全球。中国品牌凭借极强的产品竞争力、品牌势能快速抢占全球市场，24年全球扫地机出货量前五中国厂商已占四席。
- 石头科技积极策略下，领先优势持续扩大。24年下半年以来石头竞争战略调整为规模、份额为主，目前来看成效显著，石头扫地机、洗地机份额持续提升。在石头进攻态势下，主要竞争对手转向追求改善利润率，份额承压明显。

图：石头科技24年登顶全球扫地机出货量榜首

2024年全球智能扫地机器人出货量排名		
排名	公司	2024年市场份额（按台数）
1	石头科技	16.0%
2	irobot	13.7%
3	科沃斯	13.5%
4	小米	9.7%
5	追觅	8.0%

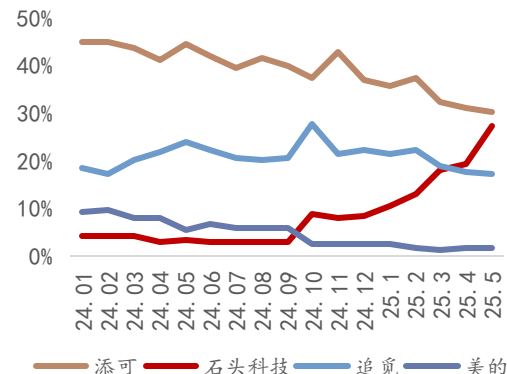
资料来源：IDC，国金证券研究所

图：石头科技国内扫地机份额升至第一



资料来源：奥维云网，国金证券研究所

图：石头科技洗地机份额迅速提升

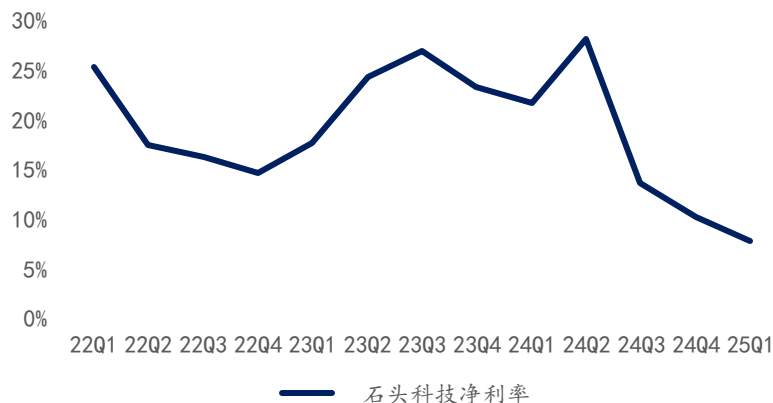


资料来源：奥维云网，国金证券研究所

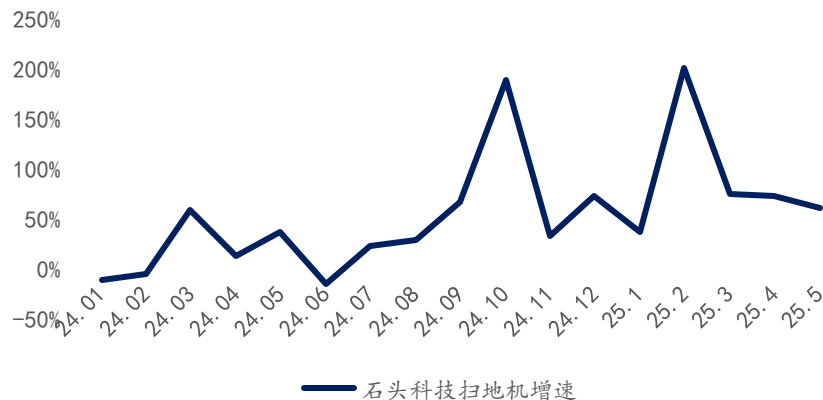
石头科技：高成长势能延续，利润率预计触底回升

- **利润率预计触底回升，基数逐季降低下业绩有望加速增长。**考虑到石头积极竞争策略已取得显著呈现，主要竞争对手更多利润诉求为主，行业竞争趋缓下，公司的利润率预计触底回升。此外后续节奏上类似石头上一轮行情起点自23Q2，23Q2-4净利率基数逐季走低下，业绩增速环比加速。
- **加快多元化品类扩张，高成长势能有望延续。**公司目前已成为全球扫地机龙头公司，对于石头科技而言未来多元化品类拓展将成为公司成长重要的驱动。今年以来石头科技洗地机国内市场份额迅速提升，持续看好公司在洗衣机、洗地机出海以及未来更多新品类的扩张前景。

图：石头科技25Q2-4净利率逐季大幅降低



图：石头科技扫地机保持高增长

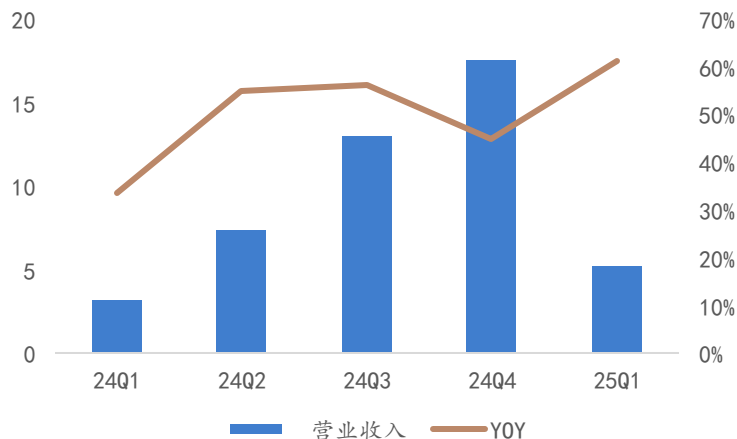


3 家电新制造：主业基本面扎实，布局机器人方向

欧圣电气：养老机器人布局领先，持续高增可期

- **份额提升+新品类+新市场三重驱动，持续高成长可期。**公司为北美空压机及干湿吸尘器龙头，深度绑定北美核心渠道，预计未来三年收入/业绩复合增速在30%+，增长驱动主要来自：①空压机、吸尘器份额进一步提升 ②非美市场保持快速增长 ③新品类（气动工具、OPE等）持续扩张。
- **养老机器人深耕多年，有望充分受益于养老经济及政策催化。**欧圣电气子公司伊利诺深耕护理机器人超过10年，2024年已迭代到第五代产品，产品已取得中国、日本、美国、欧盟等多个国家和地区的认证。

图：欧圣电气营收维持高增



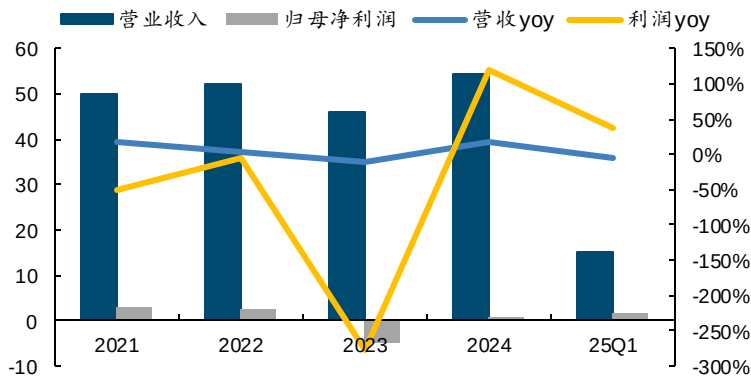
图：欧圣子公司伊利诺护理机器人研发历程



格力博：困境反转的锂电●PE龙头，持续深化机器人布局

- 主业困境反转，Q1超预期修复，实际关税受益标的。25Q1利润率11.6%，同比+3.6PCT，主要受益于24年高价库存完成去化。展望全年，公司越南产能布局的优势预计带来公司份额和利润率双提升。
- 商用锂电OPE布局领先，未来有望充分受益行业爆发红利。商用市场是未来锂电OPE最大的增量，当前锂电商用市场处于起步初期。23年公司推出82V全系列商用产品，25年公司商用产品已在各细分市场取得领先地位。
- 发力割草机器人，与智元机器人达成战略合作。公司将割草机器人作为战略发展的核心产品，此外公司与智元机器人建立了战略合作伙伴关系，格力博负责智元四足机器狗、人形及半人形机器人的海外市场销售以及海外销售产品的制造。

图：25Q1格力博业绩迎来超预期修复



资料来源：Wind，国金证券研究所

图：格力博与 Toro 商用锂电骑乘式割草车产品对比

商用骑乘式割草机		
锂电	格力博 OptimusZ CZ60R24X	Toro Revolution Zmaster
价格 (美元)	26999	35000+
切割速度 (MPH)	19	12
功率	65HP	38HP
运行时间 (h)	8	7+
行进速度 (km/h)	26	19.3
电池平台	82v磷酸铁锂	HyperCell 锂离子电池(大容量三元锂电池)
最大爬坡度	25°	15°
保修 (割草机/电池)	5年/2000小时	5年/1500小时

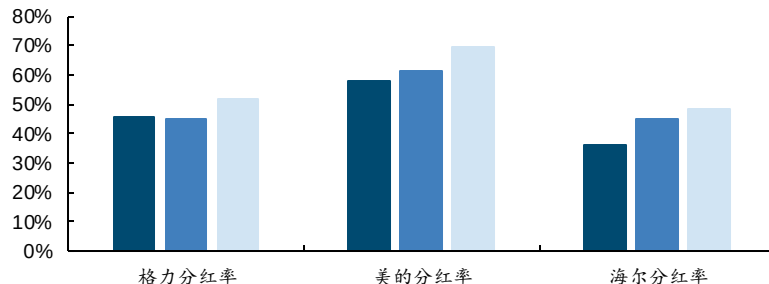
资料来源：公司公告，格力博官网，Toro官网，国金证券研究所

4 业绩稳健增长的黑白电龙头

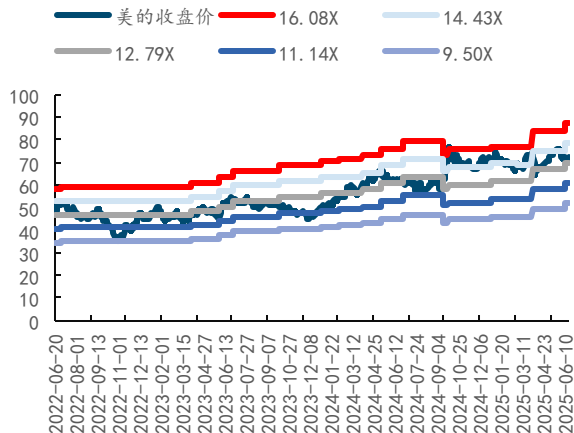
白电龙头的配置价值：业绩稳健的高股息资产

- 持续提升的分红率：24年格力、美的、海尔分红率分别达52.0%、69.6%、48.3%，较23年分别提升6.6pct、7.4pct、3.3pct。
- 估值处于较低水平：截至6月18日，美的/格力/海尔PE（TTM）分别为13.2x、7.5x、12.1x。
- 稳健增长：25年业绩双位数增长确定性高，中长期成长驱动力清晰。

图：格力、美的、海尔近三年分红比例

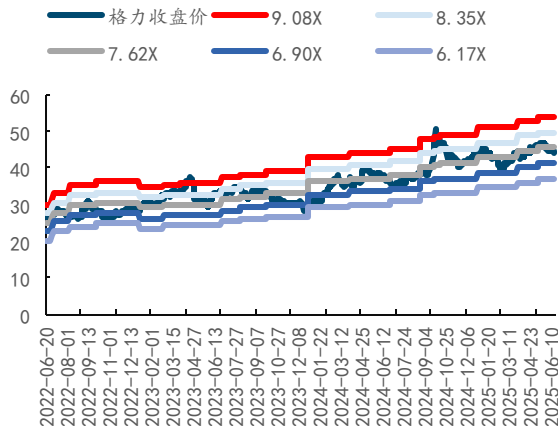


图：美的集团PE（TTM）估值



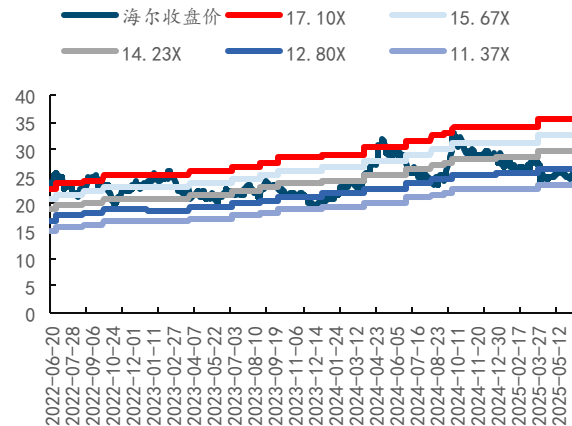
资料来源：Wind，国金证券研究所

图：格力电器PE（TTM）估值



资料来源：Wind，国金证券研究所

图：海尔智家PE（TTM）估值

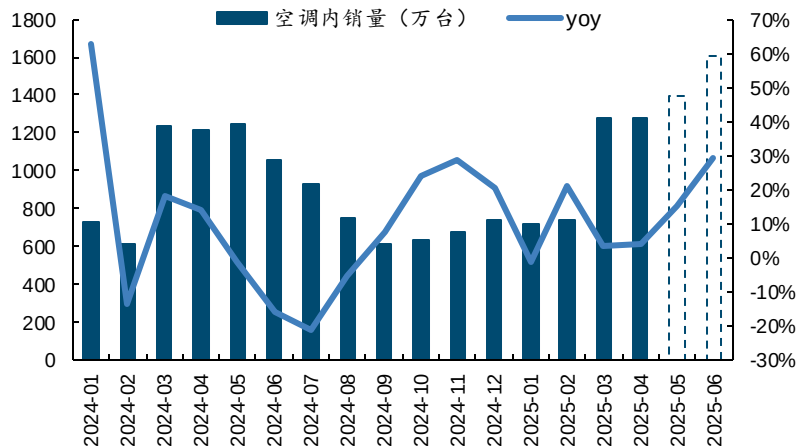


资料来源：Wind，国金证券研究所

空调内销旺季提速，外销受关税拖累有所承压

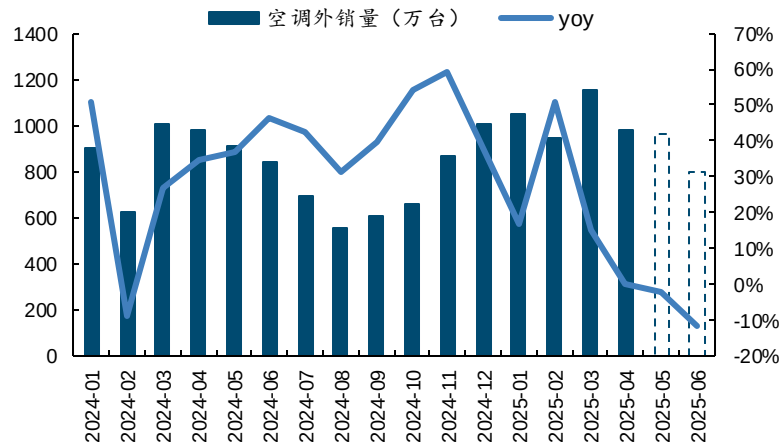
- 景气分化，空调内销提速外销降温。内销方面，24Q4淡季期间国补对空调透支影响有限，25年以来空调需求持续旺盛，进入Q2，在低基数+旺季+618促销多重因素共同刺激下增速进一步提速。外销方面，受关税政策影响较大，4月以来空调出货增速承压。

图：空调内销出货及增速（虚线为排产数据）



资料来源：产业在线，国金证券研究所

图：空调外销出货及增速（虚线为排产数据）



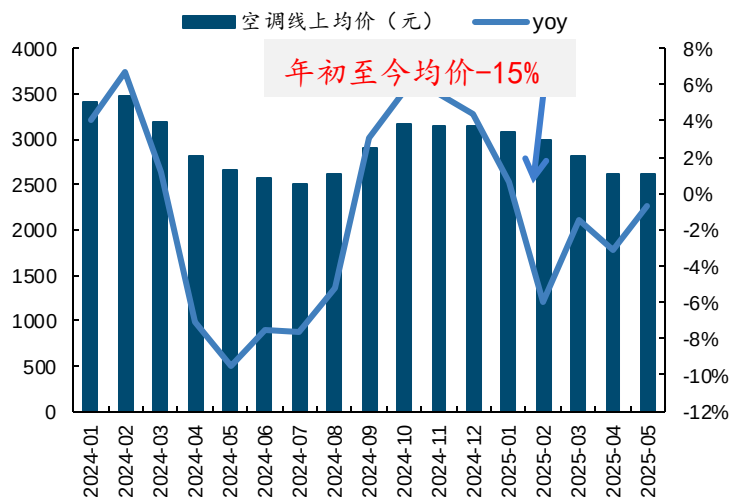
资料来源：产业在线，国金证券研究所

均价下探，龙头份额诉求提升

- 25年以来空调线上价格有所回落，均价较年初同比-15%。分品牌看，除小米外（预计受益于出货结构性优化），品牌均价均有不同程度下滑，主品牌中美的、海信降价幅度较大，格力、海尔相对温和。

- 从份额端看，降价效果明显，美的线上份额迅速反弹。

图：25年以来空调线上均价有所下探



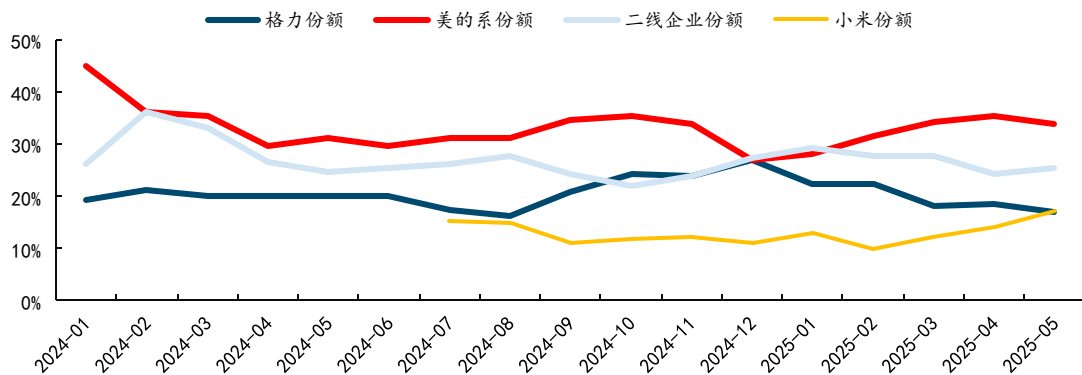
资料来源：奥维云网，国金证券研究所

图：25年以来主要空调品牌价格多有下滑，子品牌降价明显

空调均价同比	格力	美的	华凌	海尔	海信	科龙	奥克斯	米家/小米
2025-01	0%	-9%	-1%	-6%	-6%	7%	-4%	31%
2025-02	-7%	-15%	-8%	-4%	-16%	12%	-2%	20%
2025-03	-4%	-9%	-16%	-7%	-3%	-5%	1%	26%
2025-04	-7%	-12%	-19%	-9%	-9%	-19%	-2%	22%
2025-05	4%	-6%	-3%	-9%	-6%	-15%	-7%	8%

资料来源：奥维云网，国金证券研究所

图：25年以来美的、小米空调线上份额提升



资料来源：奥维云网，国金证券研究所

复盘：需求疲软催生19年价格战，线上价格降幅最高达40%

● 过程：

上一轮空调价格战由美的在19年上半年发起，在19年“双11”期间达到顶峰，后续随着原材料价格上升及需求回暖，价格战逐步放缓。

● 原因：

从表面上看是为应对行业需求不足及二线品牌（奥克斯为代表）价格竞争；但本质上看是新生产及渠道模式（T+3、云网批）对传统压货模式的进攻。

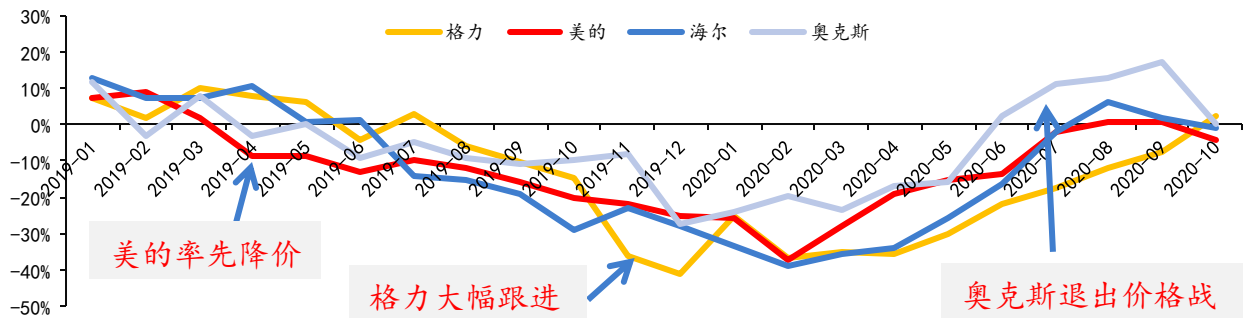
● 价格降幅：

以2019年初线上均价为参考，龙头品牌期间价格同比降幅最高均在40%左右。

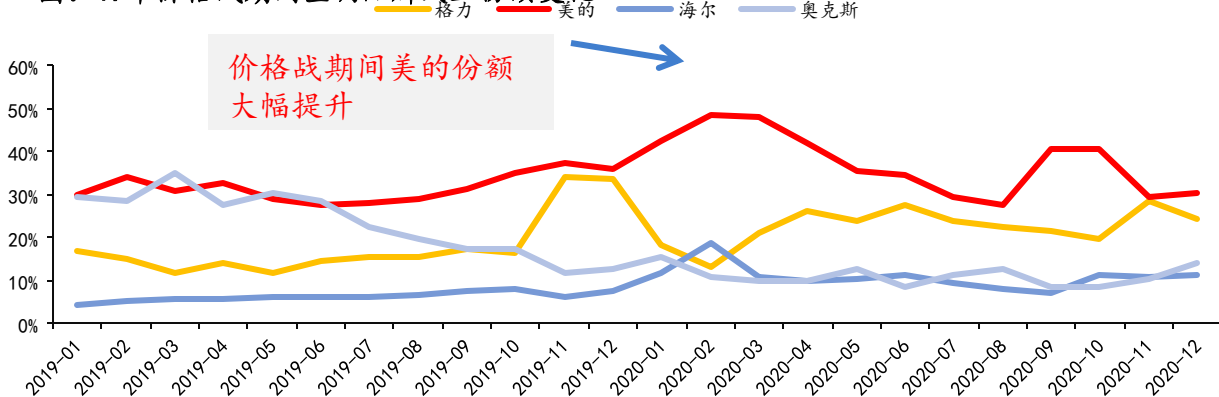
● 结果：

- 1) 期间龙头份额大幅回升，美的线上份额高点达到接近50%，格力份额高点达到接近30%。
- 2) 盈利保持稳定，美的通过效率的提升，价格下降的同时利润率维持相对稳定。
- 3) 二线份额被挤压严重，奥克斯份额由30%左右跌至10%左右。

图：19年价格战期间空调品牌线上均价同比表现



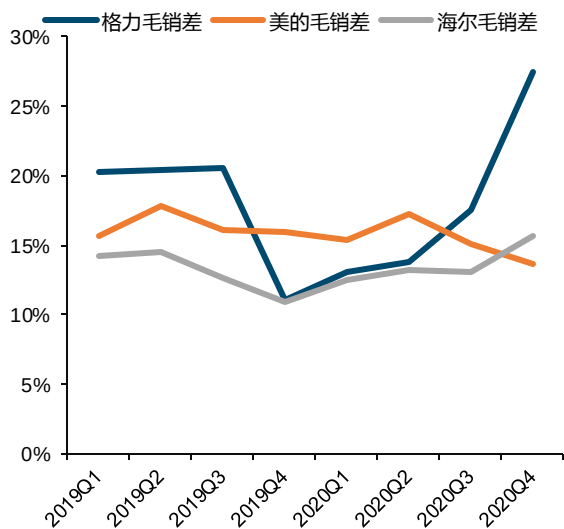
图：19年价格战期间空调品牌线上份额变化



展望：需求较旺+库存良性+大宗平稳，本轮预计对利润影响有限

- 预计本轮降价相对缓和，龙头或可保持更强的盈利韧性。
- 1) 19年价格战期间需求走弱+渠道库存堆积为主导因素，企业存在被迫降价的压力，而本轮价格竞争主要源于龙头策略的主动调整。此外，目前价格竞争主要是中低端SKU的竞争，整体影响预计有限。
- 2) 关税以来大宗价格下跌，近期走稳，整体看成本端二次压力较小。受关税影响，铜价4月以来有所下跌，预计龙头对盈利能力的控制能力较好，低基数+旺季需求共振下龙头的规模增长确定性强，利润影响预计有限。

图：19年价格战期间美的、海尔盈利能力保持稳定



资料来源：Wind，国金证券研究所

图：目前空调库存处于健康水位



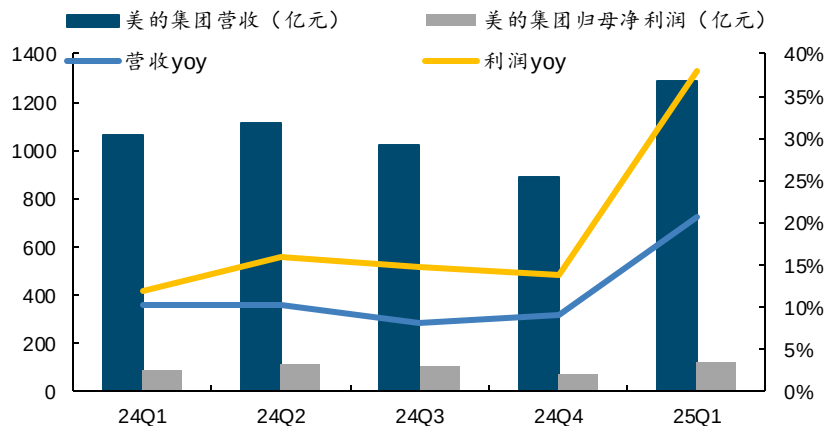
资料来源：产业在线，国金证券研究所

图：4月以来铜价受关税影响下跌，成本压力较小



资料来源：Wind，国金证券研究所

- 图：25Q1美的营收、利润增长均大幅提速



资料来源：Wind，国金证券研究所

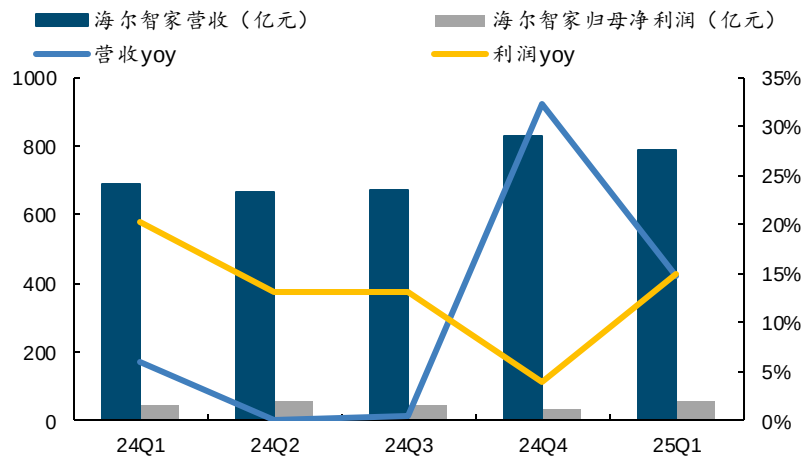
智能家居  提供最佳体验的全屋智能家居及服务	工业技术  在绿色能源与工业核心部件领域，为全球工业客户提供绿色、高效、智能的产品和技术解决方案      	美的医疗 打造国际一流医疗设备供应商和服务商 
COLMO  WAHIN TOSHIBA  eureka   comfee	楼宇科技  为楼宇建筑提供整体解决方案和服务     TOSHIBA LINVOL WINONE WAHIN iBUILDING 	安得智联
	机器人与自动化  智能制造的基石 基于机器人的自动化解决方案   	端到端、数字化供应链解决方案提供商 

资料来源：公司公告，国金证券研究所

海尔智家：卡萨帝重回高增，数字化带动盈利能力持续提升

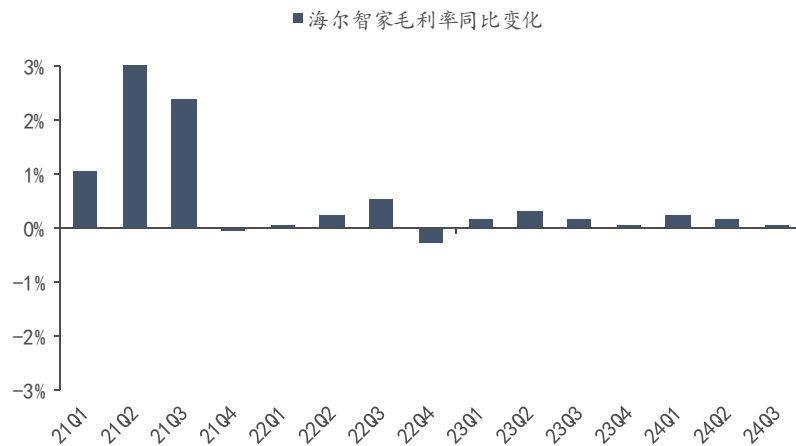
- 内销修复卡萨帝重回高增区间，美国本土产能有效对冲关税影响。内销方面，国补刺激下高端家电需求旺盛，带动卡萨帝重回高增长区间，24Q4、25Q1卡萨帝营收同比分别超过30%、20%；外销方面，海尔GEA在美国本土、墨西哥产能布局充分，有望在本轮关税战中实质获益。
- 推进数字化变革，全球运营效率有望进一步提升。海尔作为全球性家电领军品牌，高端化+全球化稀缺性凸显，国内数字化转型效果良好，海外并购及产能扩张稳步推进，持续优化供应链及生产效率，全球运营效率提升有望进一步带动盈利能力提升。

图：25Q1海尔利润增长提速



资料来源：Wind，国金证券研究所

图：海尔连续多个季度实现毛利率的同比提升

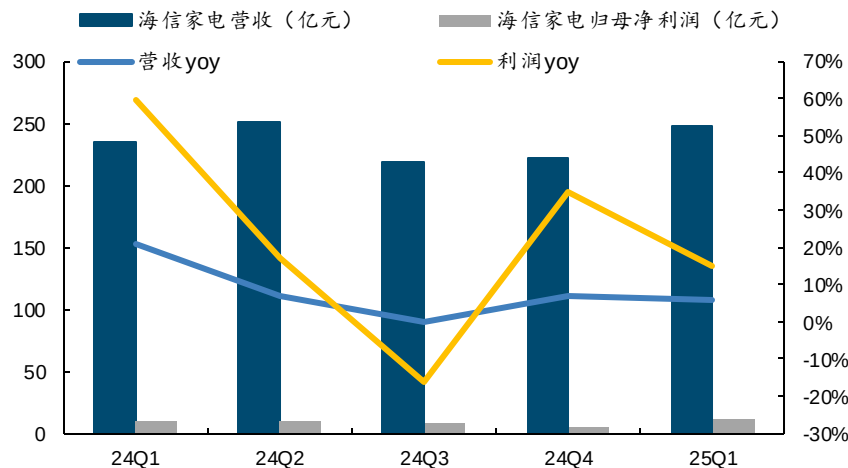


资料来源：Wind，国金证券研究所
注：受会计准则变动影响，24Q4、25Q1毛利率变动不可比

海信家电：外销持续高景气，盈利能力有望迎来改善

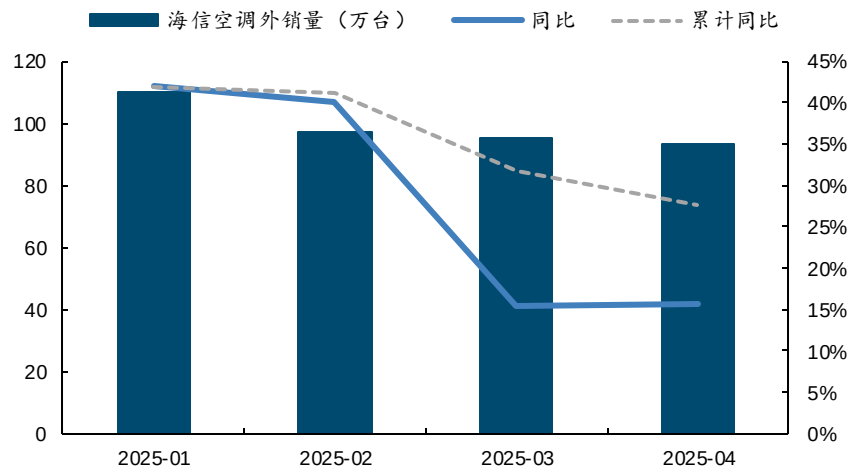
- 内销稳健，海外新兴市场高增带动Q1业绩表现超预期。国补支撑下Q1内销实现稳健增长，海外方面新兴市场需求持续高景气，带动白电业务出口高增长，Q1营收、利润同比+5.8%、+20.3%。
- 国补支撑+新兴持续高景气，全年业绩完成确定性较高。内销方面，国补支撑下白电内需景气较好，公司多品牌、多价格带布局有望充分受益，外销方面，新兴市场需求持续高景气，有望拉动外销持续增长。关税方面，公司北美敞口较小、墨西哥工厂可应对冰冷需求，实际影响有限。

图：25Q1海信营收、利润增长稳健



资料来源：Wind，国金证券研究所

图：25年以来海信空调保持较好增长

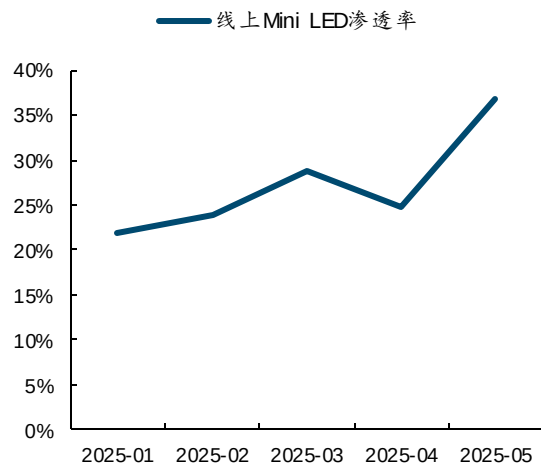


资料来源：产业在线，国金证券研究所

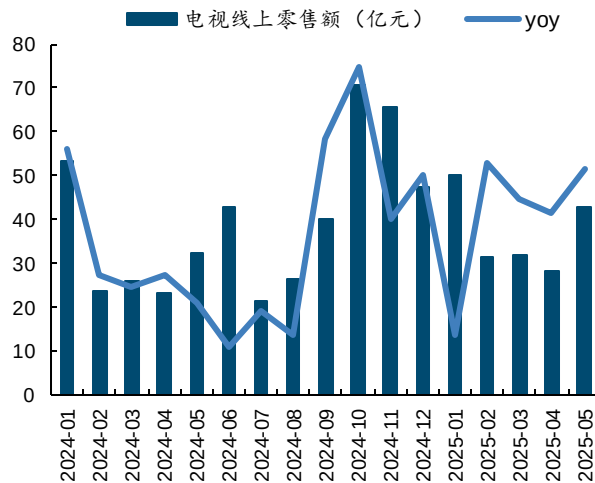
黑电：Mini LED加速渗透，黑电高端化持续演绎

- 国补刺激下黑电产品结构持续提升，5月Mini LED线上销量渗透率提升至37%。国补拉动下电视消费结构持续提升，据奥维云网，25年以来Mini LED线上销量渗透率由22%提升至5月的37%。
- 结构提升带动下黑电延续较好增长。据奥维云网，1-5月电视线上销额、销量同比分别+16.4%、+3.9%，年累均价同比+9.1%。

图：25年以来Mini LED渗透率由22%提升至37%图：年初至今电视线上销额累计+16.4%

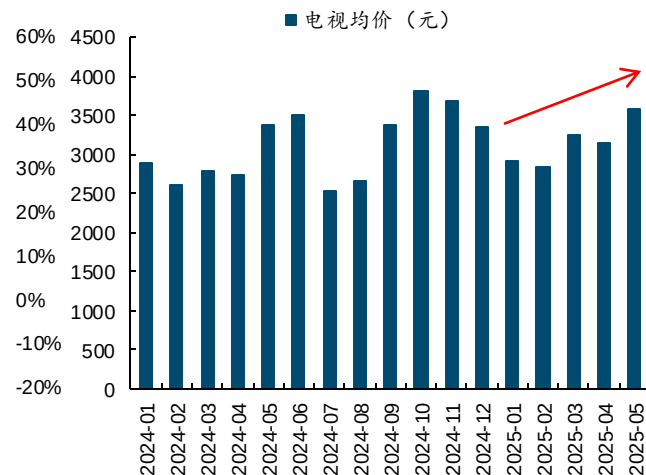


资料来源：奥维云网，国金证券研究所



资料来源：奥维云网，国金证券研究所

图：25年累均价同比+9.1%

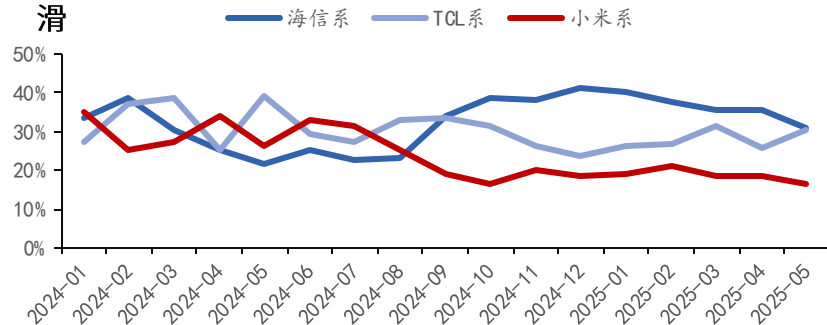


资料来源：奥维云网，国金证券研究所

内销：小米产品迭代放缓，Mini LED份额向龙头集中

- 龙头依靠供应链及技术优势快速迭代Mini LED新品，小米迭代速度明显放缓。据我们统计，25年以来，TCL+雷鸟、海信+Vidda共推出11款、8款新品，其中TCL主打万象分区技术，海信在高端布局RGB Mini LED技术，小米+红米则未有新的技术路线延伸，仅通过参数升级推出2款新品。
- 25年以来小米Mini LED份额持续下滑，由年初的19%下滑3pct至16%。

图：25年以来小米Mini LED销量份额持续下滑



资料来源：奥维云网，国金证券研究所

图：25年以来TCL系、海信系、小米系分别推出11款、8款、2款新品

75寸	上市日期	产品型号	背光分区	亮度 (nit)	价格 (补贴后)
TCL	25年3月	T7L	720万象分区	2200	3839
	25年3月	T7L pro	720万象分区	2200	4399
	25年3月	Q9L	2176万象分区	4500	5039
	25年3月	Q9L pro	2176万象分区	4500	5599
	25年3月	Q10L	2176万象分区	5000	7599
	25年3月	Q10L Pro	4032万象分区	6500	10499
雷鸟	25年1月	鹤6	300	1300	2821
	25年4月	鹤6 Pro	1000	3000	3311
	25年4月	鹤6 Ultra	704	2000	3599
	25年4月	鹤7	1248	2400	4239
	25年4月	鹤7 Pro	2176	4200	4639

资料来源：京东，国金证券研究所

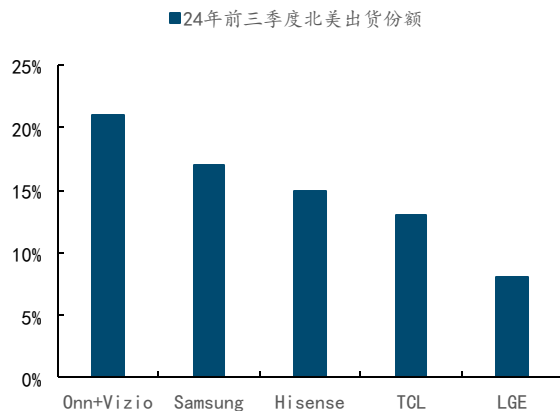
75寸	上市日期	产品型号	背光分区	亮度 (nit)	价格 (补贴后)
海信视像	25年2月	E5Q	320	1300	3823
	25年4月	E5Q pro	768	2200	4479
	25年2月	E7N Pro	2340	3800	5039
	25年3月	E8Q	2880	5500	7199
	25年3月	E8Q Pro	5040	8500	10217
	25年3月	X 2026	768	2200	3839
Vidda	25年3月	X Pro (26款)	2340	3600	5279
	25年5月	贴贴壁纸电视	-	460	4479
	25年5月	25款 S	704	1700	3923
小米+红米	25年4月	Redmi X 2025	-	300	2807

资料来源：京东，国金证券研究所

外销：关税不改长期优势，看好龙头持续跑赢韩系

- 短期看，出口在短期扰动下略有降速，但品牌厂有望凭借更完善的全球产能布局在北美抢占代工厂商份额。
- 长期看，全球黑电龙头产能分布类似，关税不改我国龙头核心竞争优势。从产能分布看，三星、LG黑电产能与我国龙头类似，均以墨西哥、东南亚等地作为主要转口贸易地，关税对韩系及我国龙头影响程度类似，我国龙头在成本端、产品迭代速度等方面长期具备相对优势，有望持续跑赢韩系，据洛图科技，24年海信、TCL全球出货量同比分别+11.2%、14.7%，三星、LG同比分别-2.6%、+0.5%。

图：ONN+Vizio合并份额已成为北美第一



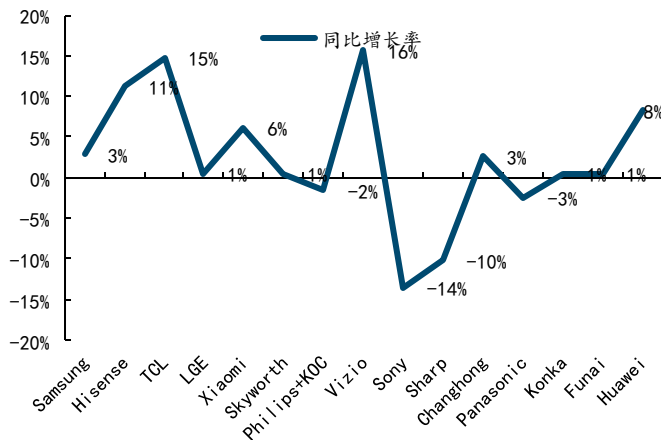
资料来源：DISCEN，国金证券研究所

图：全球电视龙头产能布局特征类似

电视产能情况 (万台)	墨西哥
海信视像	800
TCL (含茂佳)	500
三星	1700
LG	650

资料来源：洛图科技，国金证券研究所

图：2024年国牌出货增速大幅领先于韩系

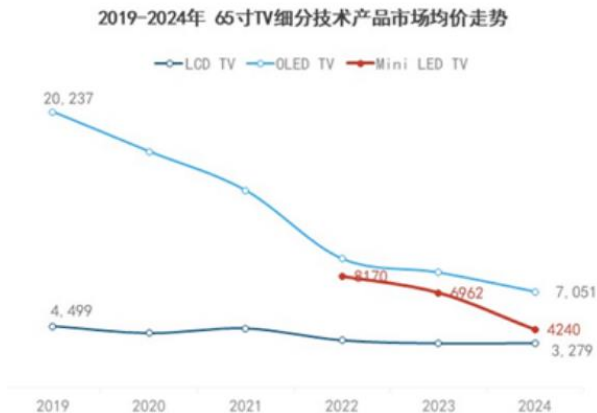


资料来源：洛图科技，国金证券研究所

长期展望：竞争进入关键期，我国龙头有望借Mini LED弯道超车

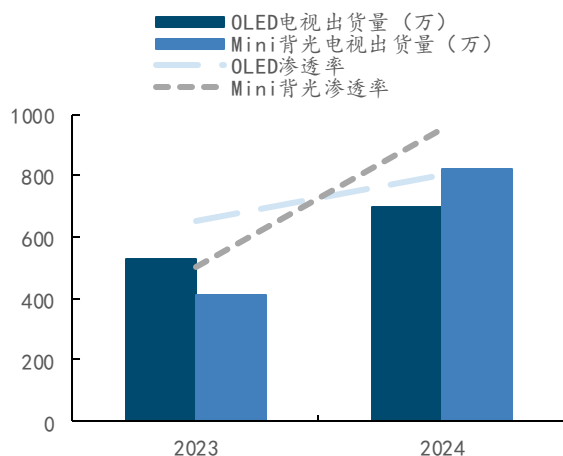
- 技术竞争进入关键阶段，25Q1 Mini LED全球出货继续大幅领跑OLED。近三年Mini LED电视与LCD电视价差迅速收敛，带动Mini LED渗透率快速提升，24年全球Mini LED电视渗透率反超OLED，25Q1增速继续领跑，据Counterpoint，25Q1 MiniLED电视出货量同比+159%，OLED电视仅+10%。
- Mini LED带动我国龙头弯道超车，25Q1高端电视份额同比大幅提升12pct。我国龙头积极布局Mini LED赛道，充分享受技术路线切换带来的结构性红利，据Counterpoint，25Q1 海信+TCL高端电视份额达39%，同比+12pct，韩系则下滑18pct至44%。

图：产业链及技术进步已推动Mini LED与OLED价差优势迅速放大



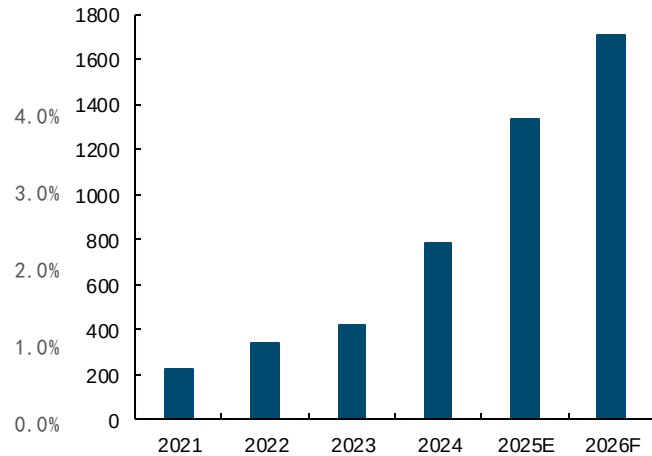
资料来源：洛图科技，国金证券研究所

图：24年Mini LED的全球渗透率已超过OLED



资料来源：行家说Display，Omdia，国金证券研究所

图：预计25、26年全球Mini LED延续高增

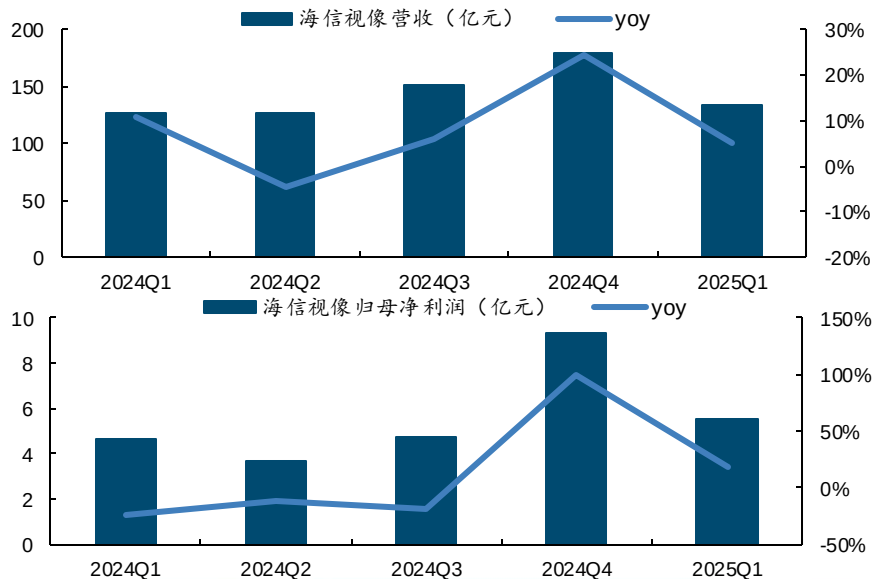


资料来源：洛图科技，国金证券研究所

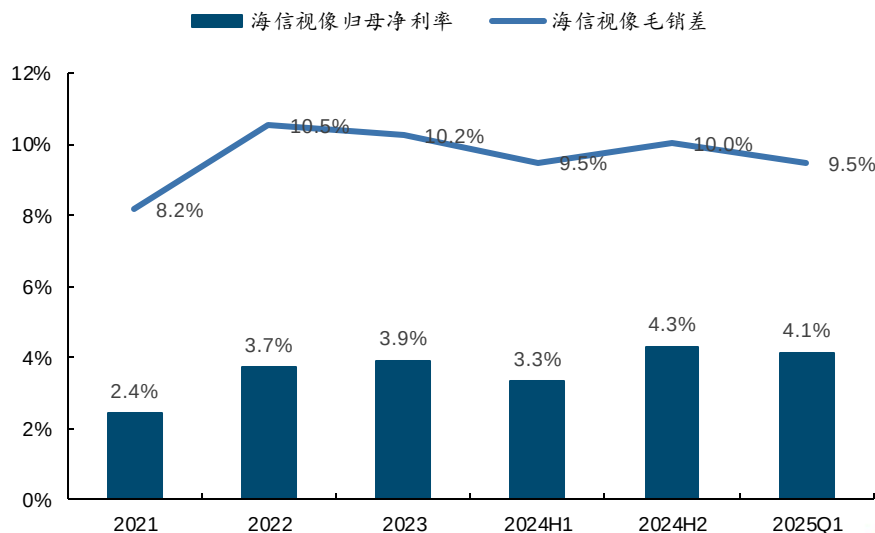
海信视像：结构持续优化，低基数下利润高增可期

- **结构优化利润弹性凸显，Q2低基数下高增可期。**国补刺激下，大尺寸、Mini LED等高端产品出货大幅提速，结构显著改善+成本压力减弱下，盈利能力大幅提升，海信24Q4、25Q1归母净利润同比+100.1%、18.6%。展望Q2，低盈利基数下公司有望实现较好的利润修复。
- **全球高端破局，出海大有可为。**据Counterpoint，25Q1韩系（三星+LG）全球高端市场份额首次跌破50%，其中三星下滑11pct至28%，LG下滑7pct至16%，我国龙头海信提升6pct至20%，看好海信凭借产能及供应链优势持续在高端市场抢占份额。

图：海信视像单季度营收、利润及同比



图：国补以来海信盈利能力大幅提升

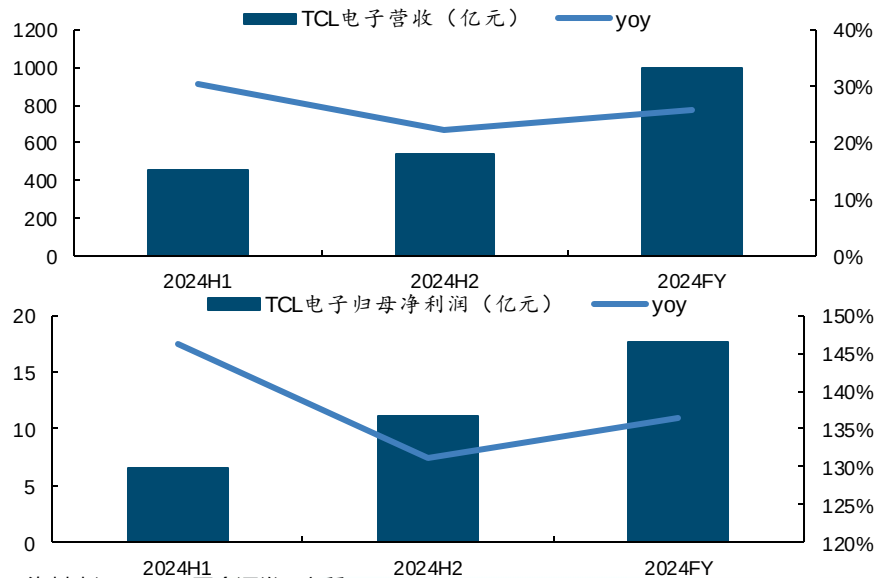


资料来源：Wind，国金证券研究所

TCL电子：股权激励锚定高增，全球突破势能强劲

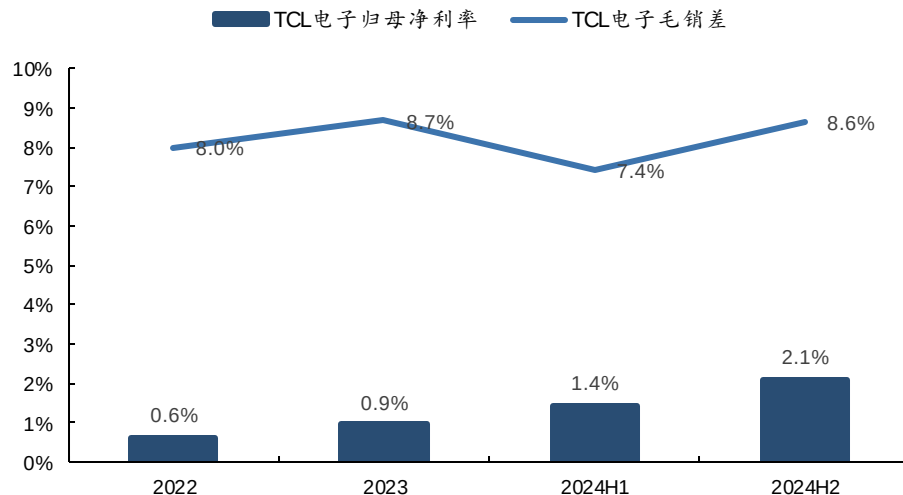
- 国补催化+海外渠道突破，内外出货保持良好增长。25年以来国补拉动下TCL+雷鸟双品牌战略取得良好效果，海外在欧洲+新兴渠道突破下持续贡献增量，25Q1国内、国外出货量同比分别+10.8%、+11.6%。
- 产能灵活调配可应对关税风险，看好公司持续兑现股权激励目标。25年公司发布新一轮股权激励，锚定未来三年复合增速20%以上。公司在越南、墨西哥、巴西均有产能布局，灵活调配可应对关税风险，看好在经营改善逻辑下持续兑现股权激励目标。

图：TCL电子半年度营收、利润及同比



资料来源：Wind，国金证券研究所

图表：2022年至今TCL电子盈利能力持续提升



资料来源：Wind，国金证券研究所

5 投资建议

建议把握三大投资主线：

- **家电新消费：**看好新产品形态、新行业阶段两类投资机会。1、新产品形态：重点看好极具成长潜力的手持智能影像赛道，推荐全景相机全球绝对龙头影石创新；2、新行业阶段：看好高成长潜力+国产品牌全球份额快速扩张的扫地机板块，推荐领先优势持续扩大的全球扫地机龙头石头科技。
- **家电新制造：**看好主业基本面扎实，布局机器人方向的优质企业。推荐养老机器人布局领先，主业维持高增的出口链优质标的欧圣电气；建议关注困境反转+发力割草机器人+智元机器人合作的锂电OPE龙头格力博。
- **业绩稳健增长的黑白电龙头：**1、看好高股息+业绩稳定性高的白电龙头，建议关注美的集团、海尔智家、海信家电。2、看好产品结构升级带动利润率持续改善的黑电龙头，推荐海信视像、TCL电子。

6 风险提示

- **海内外需求波动的风险。**当供给端新品推新力度不足、叠加下游需求在宏观环境影响下转弱，则行业有可能出现增长不及预期甚至下滑的风险，进而影响上市公司的盈利状况。
- **行业竞争加剧。**若行业发生价格战等情况，或对公司经营情况产生负面影响，进而影响公司利润水平。
- **汇率波动风险。**汇率的大幅波动会导致公司产生汇兑损益变动与外销毛利率变动，进而影响公司利润水平。
- **关税风险。**当前全球宏观经济环境复杂，如果海外国家关税政策出现变化，会对我国出口企业利润产生一定影响。
- **原材料价格波动风险。**如果未来原材料价格出现大幅波动，可能导致企业毛利率出现大幅波动，对企业的盈利能力造成不利影响。

特别声明

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题