

2025 年 12 月 19 日

投资评级：看好（首次）

证券分析师

符超然

SAC: S1350525050004

fuchaoran@huayuanstock.com

李咏红

SAC: S1350525090001

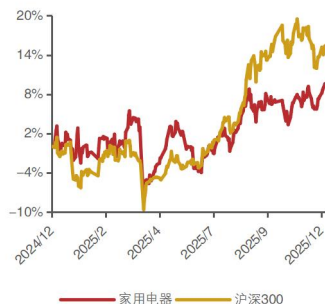
liyonghong@huayuanstock.com

联系人

周宸宇

zhouchenyu@huayuanstock.com

板块表现：



逆风莫摧残，挖掘定价权

——家电行业 2026 年投资策略

投资要点：

- **内销方面，寒冬是残酷的试金石，龙头借势提升定价权。**在内需低迷的环境下，所有企业都面临压力，但真正具备产品力、渠道效率、成本控制与品牌溢价能力的龙头企业，反而迎来份额加速提升的战略窗口。市场份额的再分配，正在从“增量竞争”转向“存量整合”。政府补贴虽短期扰动市场节奏——一方面造成龙头企业业绩阶段性波动；另一方面也延长了部分低效小厂的生存周期。但必须清醒认识到，国补只是扰动，国补终将退出。与其纠结政策退出时点，不如聚焦那些在补贴退潮前已显著跑出竞争优势的企业——它们有望在政策退坡后迎来更良好的竞争环境和更强的定价权。展望未来，行业短期很难期待高收入增速，甚至仍有短期下滑的风险，但随着格局优化、效率提升、费用收缩，龙头的盈利预计仍能保持增长。长期来看，一旦需求企稳，即使是缓慢的复苏，龙头企业的盈利弹性预计也将会充分释放，迎来新的黄金时代。
- **外销方面，拒绝宏观叙事，挖掘在逆风中“重新定义产品”的公司。**尽管海外市场面临总需求放缓、地缘政治摩擦、本土保护主义抬头、竞争白热化等长周期挑战。但历史反复证明宏观、行业环境只是干扰，优秀公司凭借优秀产品依然可以在海外攻城略地。传统家电巨头凭借成本、效率、技术优势稳步拓展，增长相对线性。新公司则有望靠“重新定义产品”的机遇，在尚未被巨头固化认知的新场景、新品类中实现非线性突破。复盘智能割草机器人、扫地机器人、消费级无人机、便携储能等品类的发展历程，快速增长的基础均来自重新定义产品形态。展望未来，智能投影仪、智能影像设备、家用储能产品等均可能迎来重新定义产品的机会，有望快速重塑市场格局，甚至建立新的消费场景。
- **建议关注三条主线：**1) 内销格局出清，效率提升，经营周期有望底部反转的公司：极米科技、老板电器；2) 出海重新定义产品的公司：极米科技、九号公司、石头科技、科沃斯、影石创新；3) 保持成长的“质量红利”标的，低估值&高股息的公司：美的集团、海尔智家、海信家电。
- **风险提示。**宏观经济波动风险、海外贸易政策及关税变化风险、原材料价格上涨风险、市场竞争加剧风险。

内容目录

1. 2025 年家电股价与基本面复盘	6
1.1. 股价表现：板块跑输沪深 300 指数，主要受国补退坡和关税影响	6
1.2. 资金面：被动资金与险资有望成为家电板块增量资金来源	7
1.3. 基本面：2026 年预计家电内销承压，外销保持韧性	9
1.4. 成本：运价有所回落，汇率风险与原材料涨价压力增大	10
2. 主线一：寻找格局出清，经营周期反转的机会	12
2.1. 智能投影：内销行业出清，外销加速拓展	12
2.2. 厨电：地产企稳及格局优化，厨电龙头估值已至历史低位	14
2.2.1. 弱需求下格局优化，龙头公司估值已至历史低位	14
2.2.2. 长期来看，厨电行业仍有增长空间	15
3. 主线二：出海重新定义产品，掌握新品类定价权	16
3.1. 扫地机：产品迭代驱动行业增长，等待新一轮产品周期	16
3.2. 割草机器人：市场空间广阔，欧盟反倾销调查长期或利好国产头部企业	18
3.3. 智能影像设备：AI+全景技术有望重新定义产品形态	19
3.3.1. 全景相机：AI 驱动易用性显著提升，行业有望迎来加速渗透期	19
3.3.2. 无人机：全景技术重构飞行体验，影石有望率先受益	20
4. 主线三：低估值、高分红的质量红利	22
4.1. 白电：国内保持韧性，海外仍有成长空间	22
4.2. 黑电：国货继续抢占份额，产品结构升级驱动利润率改善	23
5. 风险提示	25

图表目录

图表 1: 家电板块与沪深 300 年度收益对比	6
图表 2: 家电细分板块中零部件涨幅居前	6
图表 3: 2025 年 1-11 月家电行业涨幅靠前的部分公司	6
图表 4: 2025 年 1-11 月家电行业涨幅靠后的部分公司	6
图表 5: 家电在消费板块中 PE 估值具有优势	7
图表 6: 家电主要子板块代表性公司估值处于相对低位	7
图表 7: 沪深 300 与申万家电板块营收增速对比	7
图表 8: 沪深 300 与申万家电板块归母净利润增速对比	7
图表 9: 家电行业基金重仓占比及超配比例	8
图表 10: 白电板块基金重仓占比及超配比例	8
图表 11: 美的集团主要机构投资者结构	8
图表 12: 在美的集团公募基金股东中, 被动 ETF 基金占比快速提高	8
图表 13: 海尔智家主要机构投资者结构	8
图表 14: 在海尔智家公募基金股东中, 被动 ETF 基金占比呈提升趋势	8
图表 15: 家电社零增速自 25Q3 明显回落	9
图表 16: 家电社零自 2017 年起基本稳定	9
图表 17: 申万家电行业内销收入持续提升	9
图表 18: 中国家电出口金额自 25 年 4 月起同比下滑	10
图表 19: 家电出口规模整体呈增长趋势	10
图表 20: 近年美国房地产销量与贷款利率走势	10
图表 21: FBX 运价指数全年维持震荡下跌态势, 运价重心持续下移	11
图表 22: LME 铜价格全年震荡上行	11
图表 23: 美元、欧元兑人民币近期小幅回落	11
图表 24: 铝价维持温和上行, 钢材仍处调整阶段	11
图表 25: 中国家用智能投影销量及增速	12
图表 26: 中国智能投影线上市场分技术销量结构	12
图表 27: 行业销量和销额份额 CR4	12
图表 28: 投影仪内销各品牌线上销额份额	12
图表 29: 全球各地区投影仪销量及增速 (万台)	13

图表 30: 全球投影仪智能产品出货量占比	13
图表 31: 海外入门级&中高端投影仪参数对比	14
图表 32: 重点厨电上市公司历史业绩对比（收入增速）	14
图表 33: 老板电器估值位于历史低位	15
图表 34: 老板电器核心产品线下市占率呈现上升趋势	15
图表 35: 中国人口城镇化率仍有提升空间	15
图表 36: 中国农村居民油烟机拥有量快速增长	15
图表 37: 2023-2024 年老板电器分红比例提升	16
图表 38: 全球智能扫地机市场有望保持快速增长（按销量，百万台）	16
图表 39: 代表性国家的扫地机渗透率仍有较大提升空间（台/千户）	16
图表 40: 海外扫地机市场销量及增速	17
图表 41: 国产品牌在海外智能扫地机市场市占率	17
图表 42: 海外扫地机整体均价稳步提升（美元）	17
图表 43: 全能基站产品在海外份额不断提升，且有较大增长空间（销售额份额）	17
图表 44: 25 年以来美国亚马逊扫地机品类规模增速放缓	18
图表 45: 25 年以来德国亚马逊扫地机国产龙头均价整体下行（美元）	18
图表 46: 全球割草机器人市场规模及渗透率	19
图表 47: 德国亚马逊割草机器人分价格带销量占比（单位：美元）	19
图表 48: AI 剪辑能力提升或成全景相机大众化的关键拐点	20
图表 49: 全球全景相机 Google Trends 关于“360 camera”词条的搜索指数	20
图表 50: 影石 Insta360 APP 下载量增速	20
图表 51: 2017-2023 年全球/中国民用无人机市场规模及增速	21
图表 52: 影翎首创具有全方位视角的独特飞行体验	21
图表 53: 影翎 A1 产品卖点	21
图表 54: 家电社零增速自 25Q3 明显回落	22
图表 55: 全国社零总额表现 vs. 家电零售表现	22
图表 56: 家用空调内销量及同比增速	22
图表 57: 家用空调内销分品牌市占率	22
图表 58: 分地区白电出口额增速	23
图表 59: 白电各品类出口量及增速	23
图表 60: 家用空调外销分品牌市占率	23
图表 61: 白电公司海外收入增速	23

图表 62: 全球电视出货量及增速	24
图表 63: 中国品牌电视出货量及增速	24
图表 64: 中国市场电视平均销售尺寸	24
图表 65: 中国 Mini LED 电视销量	24
图表 66: 全球电视品牌出货量份额	24
图表 67: 面板价格维持低位有望支撑利润率下限 (美元/片)	24

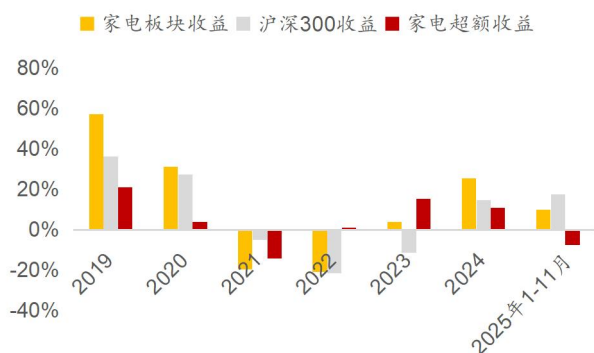
1. 2025 年家电股价与基本面复盘

1.1. 股价表现：板块跑输沪深 300 指数，主要受国补退坡和关税影响

在连续三年取得超额收益后，25 年家电板块跑输沪深 300 指数。截至 2025 年 11 月 30 日，家电板块全年涨幅 9.7%，跑输沪深 300 指数 7.8pct，主要受外销关税扰动、内销以旧换新政策节奏波动及下半年高基数等因素影响。

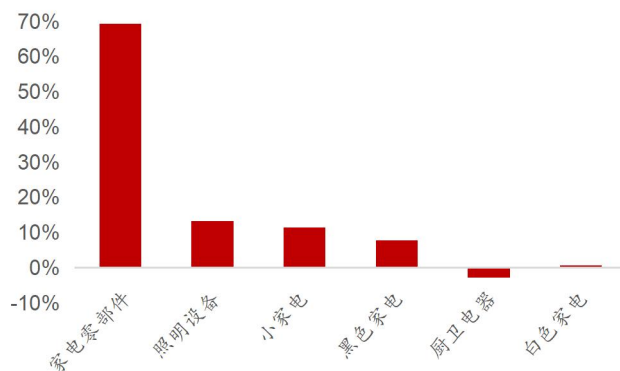
分板块来看，家电各子板块中，零部件涨幅居前，主要受益于机器人等新兴领域需求扩张；黑电、厨电和白电等传统家电板块表现相对落后。从个股看，三花智控、亿田智能、科沃斯等标的涨幅居前。

图表 1：家电板块与沪深 300 年度收益对比



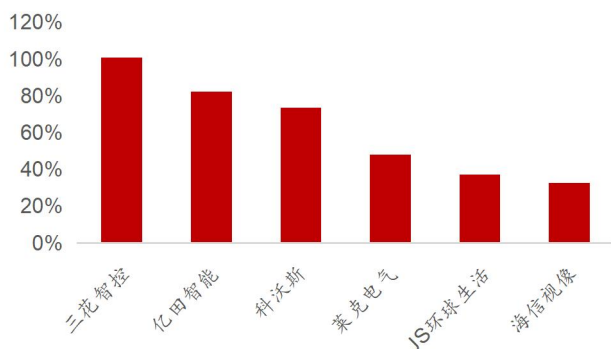
资料来源：Wind，华源证券研究所
备注：涨跌幅数据截至 2025 年 11 月 30 日

图表 2：家电细分板块中零部件涨幅居前



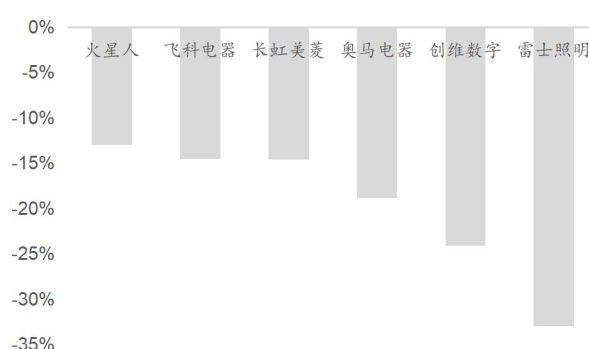
资料来源：Wind，华源证券研究所
备注：涨跌幅数据截至 2025 年 11 月 30 日

图表 3：2025 年 1-11 月家电行业涨幅靠前的部分公司



资料来源：Wind，华源证券研究所
备注：涨跌幅数据截至 2025 年 11 月 30 日

图表 4：2025 年 1-11 月家电行业涨幅靠后的部分公司

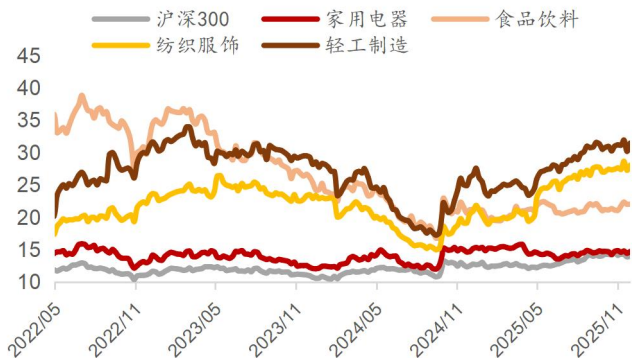


资料来源：Wind，华源证券研究所
备注：涨跌幅数据截至 2025 年 11 月 30 日

估值方面，当前家电行业估值仍然处于消费板块的较低水平。截至 2025 年 11 月 30 日，家电板块估值为 14.7X，接近沪深 300 总体水平，但仍低于其他消费子行业，主要是家电行业龙头企业始终保持稳健的成长和优秀的盈利能力，不断消化估值。

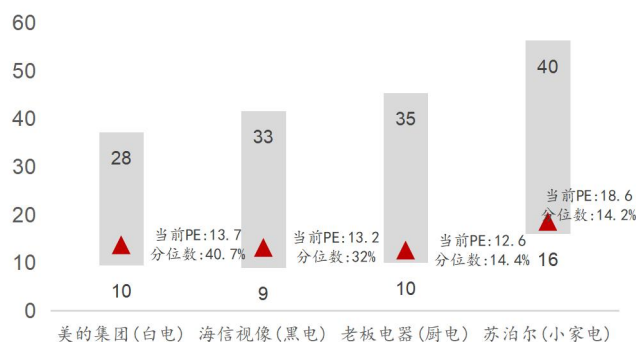
家电各子板块估值均处较低位置。当前白电、黑电、厨电、小家电板块市盈率 PE 均处于历史较低水平，主要因为传统家电板块已进入成熟期，且国内地产需求下滑、国补透支需求、海外关税扰动等因素压制了市场对行业增速的预期。

图表 5：家电在消费板块中 PE 估值具有优势



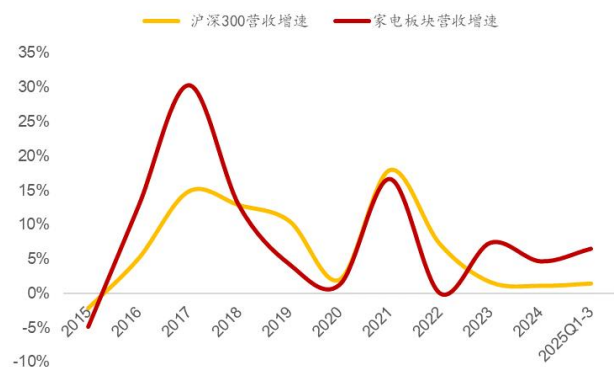
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 6：家电主要子板块代表性公司估值处于相对低位



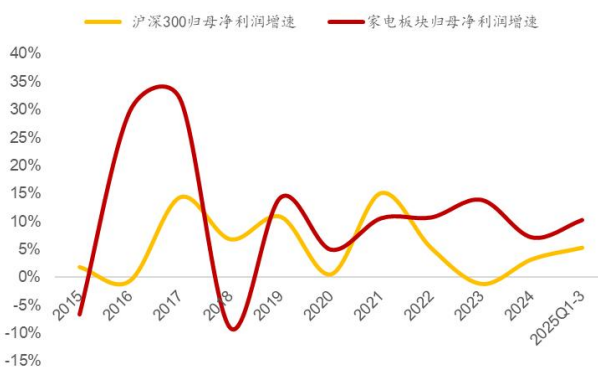
资料来源：Wind，华源证券研究所（PE 估值分位数取自 2018 年以来，当前股价数据截至 2025 年 11 月 30 日）

图表 7：沪深 300 与申万家电板块营收增速对比



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 8：沪深 300 与申万家电板块归母净利润增速对比



资料来源：Wind，华源证券研究所

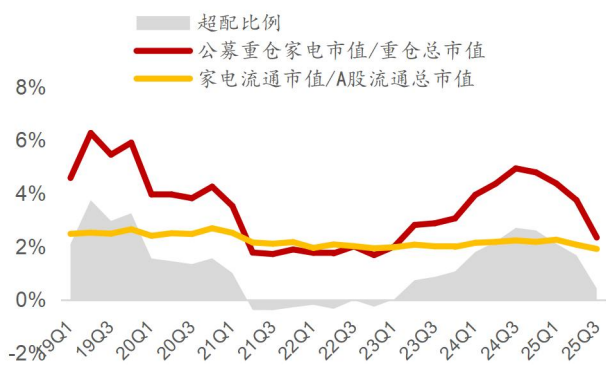
1.2. 资金面：被动资金与险资有望成为家电板块增量资金来源

25Q3 家电板块主动基金配置回落，近年行业增量资金主要来自被动 ETF 基金。以美的、海尔等龙头为例，过去半年股价的边际增量主要来自公募净买入，其中被动资金贡献突出，白电龙头因市值大、盈利稳健、纳入多项宽基指数而持续受益于被动资金扩容带来的配置需求。

保险资金对白电的配置需求正持续提升。随着保险资管机构的 OCI 账户回报率要求系统性下行，具备高分红、低波动、现金流稳定特征的白电龙头陆续进入保险资金的战略配置区间。部分保险机构已在 25 年上半年开始增配白电，后续增量空间有望继续释放，成为行业资金面的关键变量之一。

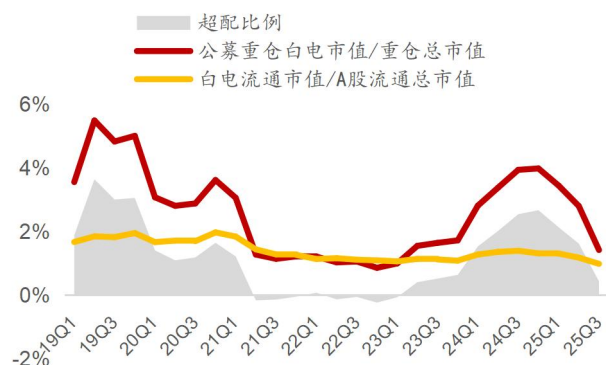
我们认为，在 A 股被动化程度持续提升背景下（当前仍远低于美股），被动资金与保险资金有望共同构成白电板块中长期的重要配置力量。

图表 9：家电行业基金重仓占比及超配比例



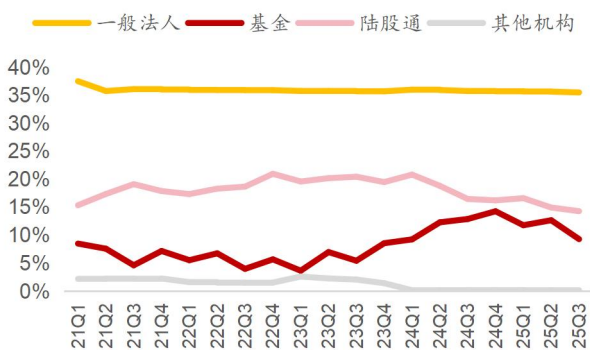
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 10：白电板块基金重仓占比及超配比例



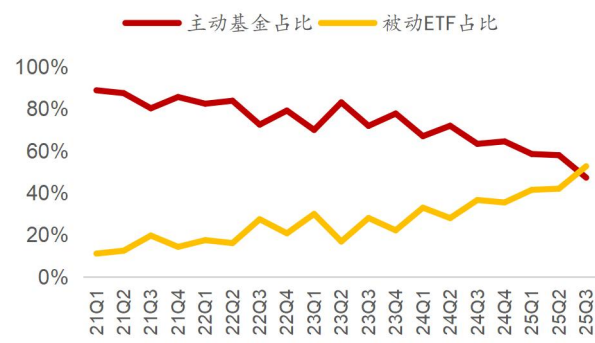
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 11：美的集团主要机构投资者结构



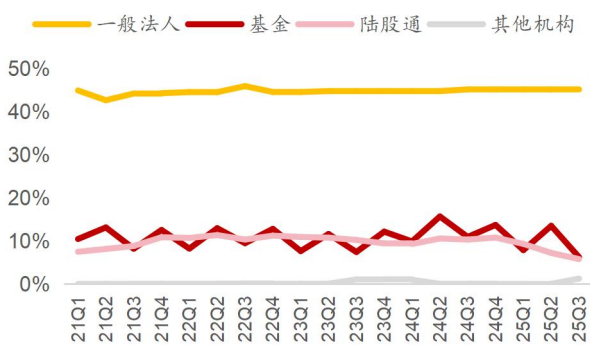
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 12：在美的集团公募基金股东中，被动 ETF 基金占比快速提高



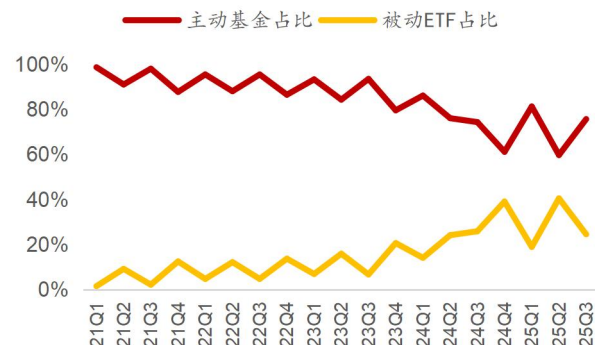
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 13：海尔智家主要机构投资者结构



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 14：在海尔智家公募基金股东中，被动 ETF 基金占比呈提升趋势

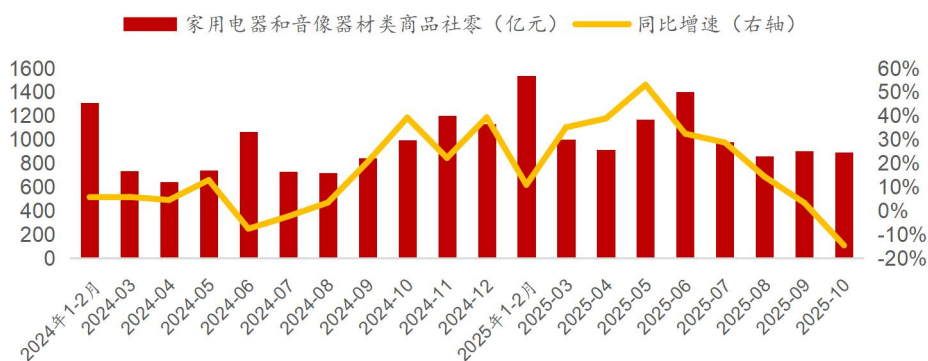


资料来源：Wind，华源证券研究所

1.3. 基本面：2026 年预计家电内销承压，外销保持韧性

内销方面，国补的拉动作用边际减弱，25H2 需求增速放缓。25 年内销主要受以旧换新补贴拉动，但 9 月以来国补拉动作用趋缓以及去年高基数效应，导致家电社零增速放缓，10 月家用电器和音像器材类当月同比-15%。我们认为换新驱动的高增阶段已基本过去，行业正从政策驱动过渡到内生修复阶段。

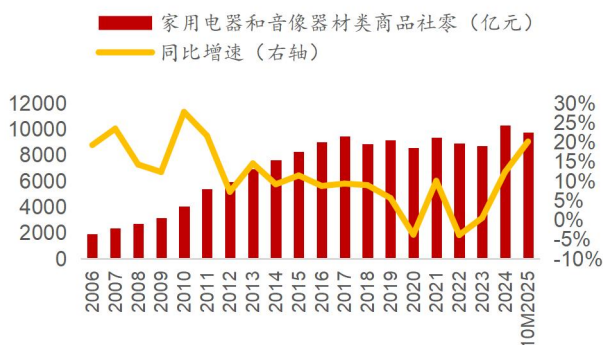
图表 15：家电社零增速自 25Q3 明显回落



资料来源：Wind，华源证券研究所

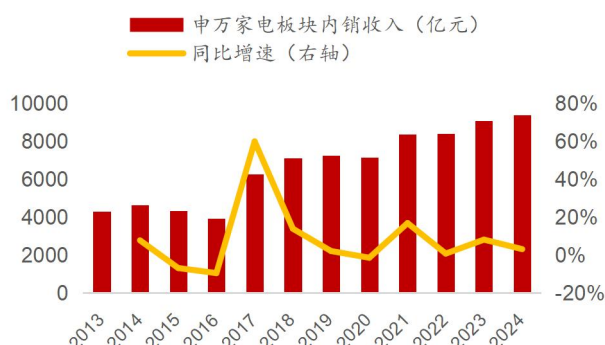
内需增速短期放缓难以避免，但长期来看并不影响龙头公司的成长性。长周期看，2017 年后家电社零整体规模没有明显增长，但申万家电板块内销收入持续提升，反映上市公司（行业头部公司）的份额仍在稳步扩大。国补终将退坡，与其关心退坡时间，更应该寻找竞争力显著跑出来的企业。

图表 16：家电社零自 2017 年起基本稳定



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 17：申万家电行业内销收入持续提升



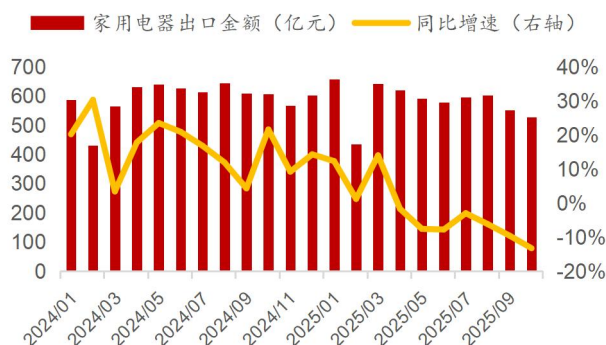
资料来源：Wind，华源证券研究所

外销方面，关税扰动叠加需求放缓，25 年家电出口增速承压，26 年增速预计前低后高。2025 年美国加征关税明显推高对美出口成本，同时叠加欧美通胀、渠道去库存等压力，整体出口表现承压。展望 2026 年，26H1 受高基数与去库影响，外销增速预计仍有压力；26H2 库存压力减轻，外销增速有望企稳。

美国降息周期开启有望刺激地产市场，进而带动家电需求。美国成屋销售增速自 24Q4 以来小幅回升，虽未全面回暖，但已从前期的明显拖累转为温和改善。随着利率继续下行与成屋供给释放，地产市场修复有望逐步带动家电需求回暖。

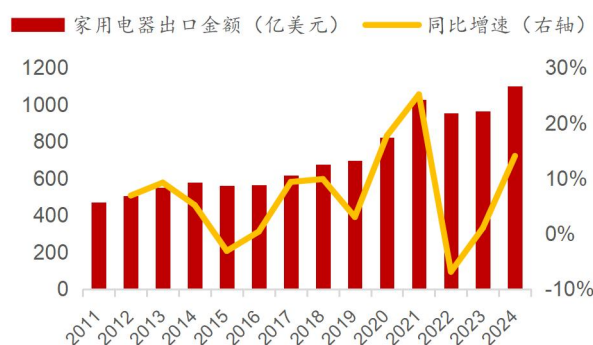
长期来看，外销份额提升趋势未变，短期扰动不改产业全球化方向。尽管出口短中期受经济周期、贸易政策及突发事件影响波动，但中国家电企业的全球制造能力、渠道渗透与品牌力仍在持续增强，有望支撑中国家电出口规模持续上升。

图表 18：中国家电出口金额自 25 年 4 月起同比下滑



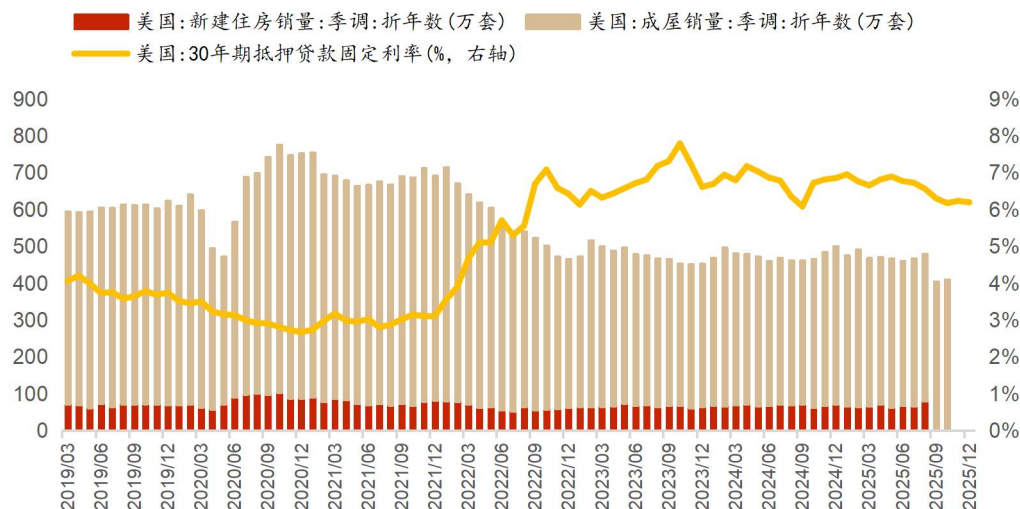
资料来源：Wind，海关总署，华源证券研究所

图表 19：家电出口规模整体呈增长趋势



资料来源：中国家用电器协会，华源证券研究所

图表 20：近年美国房地产销量与贷款利率走势



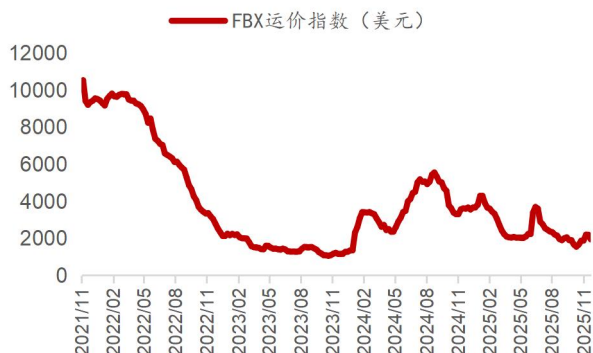
资料来源：Wind，华源证券研究所

1.4. 成本：运价有所回落，汇率风险与原材料涨价压力增大

集运：FBX 指数全年维持震荡下跌态势，运价重心持续下移。根据 FBX 数据，截至 25 年 11 月 21 日，FBX 全球集装箱指数为 1937.8，较年初下降 55%、同比下降 46%。自 2024 年四季度以来指数整体呈阶梯式下滑，期间虽有短暂波动，但未改变运价中枢持续下移的趋势。

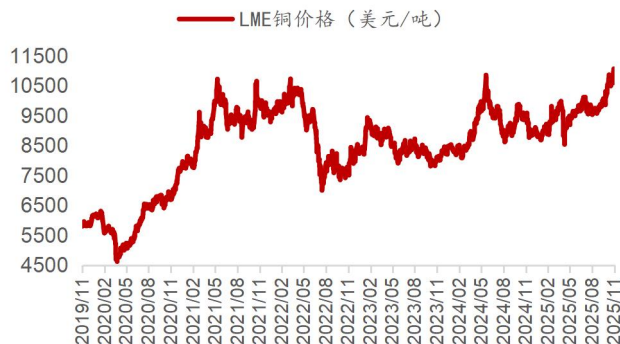
汇率：人民币汇率近期小幅回落，外销企业的汇兑损失风险有所提升。人民币在经历 2023 年中期的快速贬值后，美元兑人民币汇率长期维持高位震荡。2025 年 4 月汇率触及年内高点后开始缓慢回落。截至 2025 年 11 月 26 日，美元兑人民币汇率为 7.08，较年初跌 3%。

图表 21：FBX 运价指数全年维持震荡下跌态势，运价重心持续下移



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 22：LME 铜价格全年震荡上行

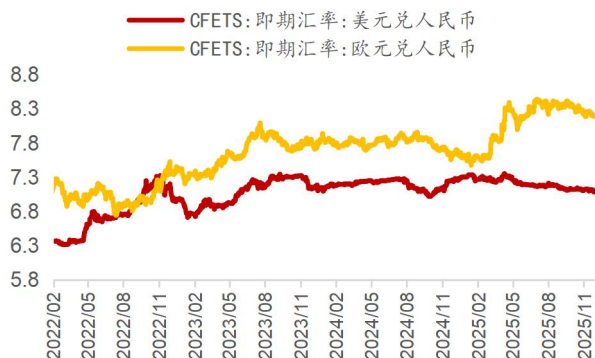


资料来源：Wind，华源证券研究所

铜价：供给放缓与关税预期共同推升价格，全年走势震荡上行。受铜矿供应增速放缓以及美国拟对铜进口加征 25% 关税预期影响，年初铜价持续走强；二季度有所回调，三季度再度冲高。截至 11 月 25 日，LME 铜价同比+22%、较年初+25%。

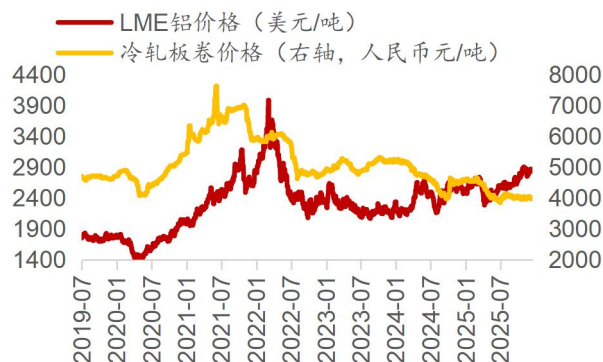
铝钢价格：铝价维持温和上行，钢材仍处调整阶段。三季度以来，铝价延续小幅上涨趋势，截至 11 月 25 日，铝价同比+7%、较年初+10%，表现相对稳健。不锈钢价格则持续承压：同比-10%、较年初-12%，仍处于下行通道。

图表 23：美元、欧元兑人民币近期小幅回落



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 24：铝价维持温和上行，钢材仍处调整阶段



资料来源：Wind，华源证券研究所

2. 主线一：寻找格局出清，经营周期反转的机会

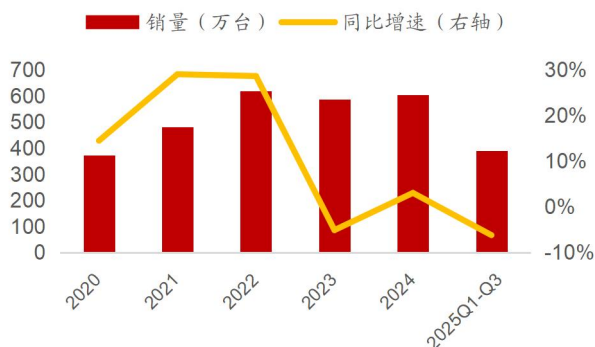
2.1. 智能投影：内销行业出清，外销加速拓展

内销：行业进入出清整合阶段，产品结构改善、龙头份额快速提升。

（1）产品结构改善：24 年底智能投影陆续纳入各地国补，但受限于可选属性，行业整体销量尚难言复苏。据洛图科技，25 年前三季度销量达 390 万台，同比-6.2%。从产品结构看，25 年 Q1-Q3 单季度 DLP 产品份额同比均有回升，其中三季度 DLP 技术在线上市场份额提升 5pct 至 27.3%。同时，5000 元以上、万元以上的高端市场销量占比均有提高。我们认为，未来随着市场教育提升与消费需求恢复，行业产品结构有望进一步回升。

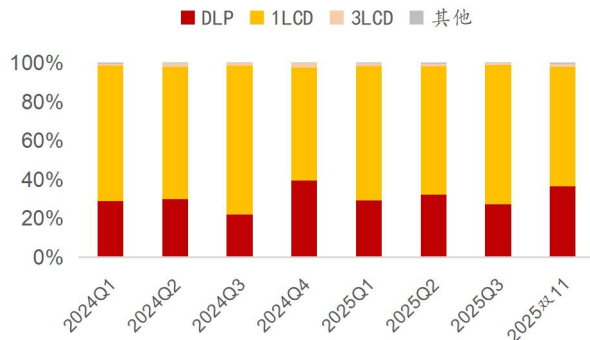
（2）行业走向集中：弱需求环境加速格局优化，25 年小厂的出清、大厂的整合均在快速推进，行业 CR4 已在快速回升。我们认为，随着国补的退坡，中小厂商的生存空间或将进一步减小，下游的出清与整合仍是行业发展趋势，集中度或将进一步提高，龙头极米市场份额有望继续提升。

图表 25：中国家用智能投影销量及增速



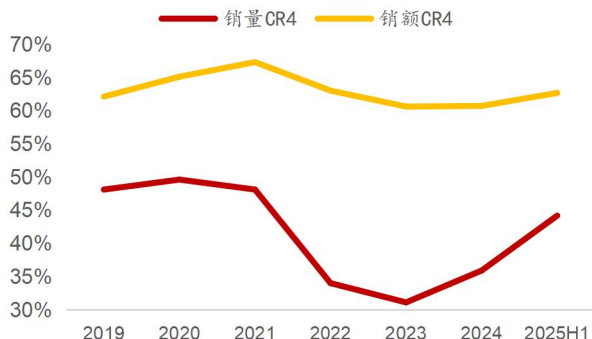
资料来源：洛图科技，华源证券研究所

图表 26：中国智能投影线上市场分技术销量结构



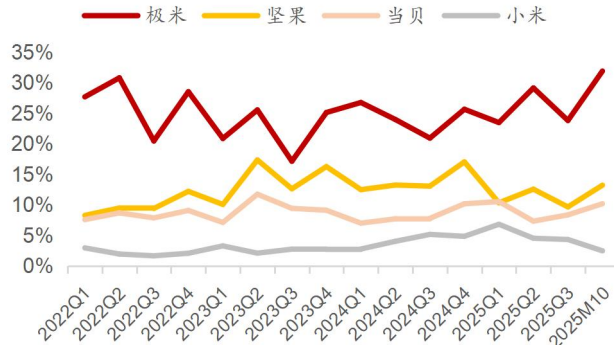
资料来源：洛图科技，华源证券研究所

图表 27：行业销量和销额份额 CR4



资料来源：洛图科技，华源证券研究所

图表 28：投影仪内销各品牌线上销额份额



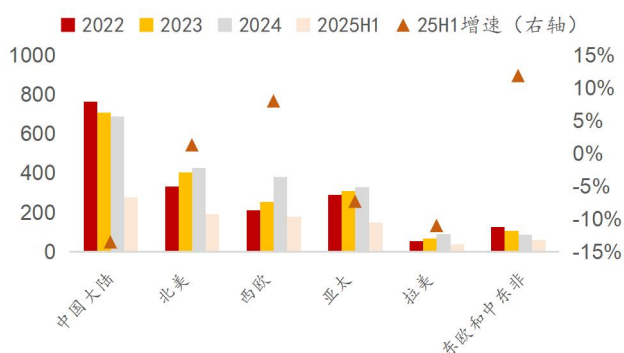
资料来源：久谦数据，华源证券研究所

外销仍是蓝海，中国厂商正在重新定义产品形态。

海外市场仍是蓝海，低端产品占据主导。据洛图科技，2024 年全球投影机市场出货量达到 2016.7 万台，销售额为 92.7 亿美元。其中北美、西欧等主要市场（全球销量占比分别为 22%、19%）保持增长。分结构看，海外市场仍以“低亮度+非智能化”产品为主。

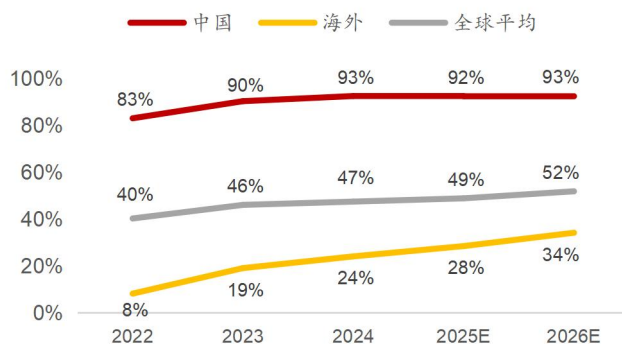
“高亮度+智能化”产品有望逐步出海。国内搭载高亮度激光光源、智能电视系统的投影产品早已普及。24 年中国大陆激光投影（包括激光电视）市场出货量为 112 万台，同比增长 21%，已占据中国大陆投影机总出货量约 16%。随着国货逐步出海，海外市场有望逐步接受新的产品形态。

图表 29：全球各地区投影机销量及增速（万台）



资料来源：洛图科技，华源证券研究所

图表 30：全球投影仪智能产品出货量占比



资料来源：洛图科技，华源证券研究所

极米新品相对海外竞品优势明显，海外增速拐点有望到来。随着国内格局逐步清晰，龙头厂商极米得以集中资源与精力拓展海外市场。25 年海外团队变革，产品快速迭代，10 月新品 Horizon20 产品力大幅提升，在亮度、体积、智能化、性价比等方面均优于海外竞品，已在多个市场成为热销产品。我们认为，公司新团队逐步度过磨合期，海外渠道与产品均有明显改善，26 年美加墨世界杯有望拉动市场需求，外销有望加速增长。

图表 31：海外入门级&中高端投影仪参数对比

	品牌	型号	黑五售价(美元)	显示技术	光源	亮度(ISO)	分辨率	对比度	有无智能系统	是否内置奈飞	产品图
入门级	极米 XGIMI	Vibe One	199	LCD	LED	250流明	1080P (1920*1080)	1500:1	有 (Google TV系统)	是	
	安克 NEBULA	Capsule 3	339	DLP	LED	200流明	1080P (1920*1080)	400:1	有 (Google TV系统)	是	
	白牌产品 (CLOK OWE)	HY300	50	LCD	LED	100流明	720P (1280*720)	/	有 (老版Android系统)	否	
	品牌	型号	黑五售价(美元)	显示技术	光源	亮度(ISO)	分辨率	对比度	有无智能系统	是否内置奈飞	产品图
中高端	极米 XGIMI	Horizon 20 Pro	1749	DLP	三色激光+LED	4100流明	4K (3840*2160)	动态 100万:1	有 (Google TV系统)	有	
		Horizon 20	1189	DLP	三色激光+LED	3200流明	4K (3840*2160)	动态 100万:1	有 (Google TV系统)	有	
	爱普生 EPSON	Home Cinema 4010	2389	3LCD	UHE Lamp	2400流明	4K (4096*2160)	动态 20万:1	无	否	
		Home Cinema 3800	1499	3LCD	UHE Lamp	3000流明	4K (4096*2160)	动态 10万:1	无	否	

资料来源：美国亚马逊，华源证券研究所

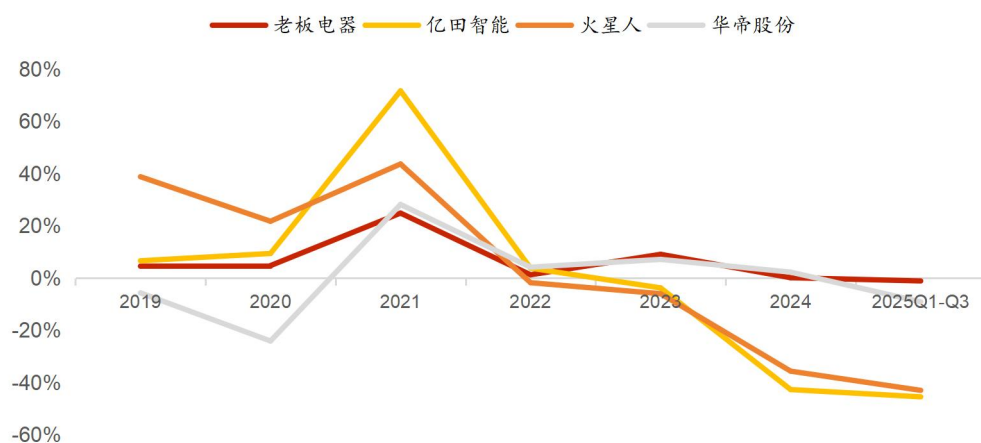
2.2. 厨电：地产企稳及格局优化，厨电龙头估值已至历史低位

2.2.1. 弱需求下格局优化，龙头公司估值已至历史低位

短期复盘：厨电龙头市场份额整体呈现上升趋势，业绩保持韧性，估值处于历史低位。

需求偏弱及国补退坡下，厨电龙头凸显业绩韧性。据 Wind，老板电器 25Q1-3 营收/归母净利润同比分别-1.1%/-3.7%，虽业绩增速放缓但仍大幅领先同业，且 25H1 核心品类吸油烟机/燃气灶线下市占率分别为 31.2%/31.4%，自 2020 年来整体呈增长趋势，系在行业需求偏弱及国补退坡下，缺乏资源的小厂商加速出清，市场份额向龙头转移。

图表 32：重点厨电上市公司历史业绩对比（收入增速）



资料来源：Wind，华源证券研究所

龙头公司估值回落，估值已至历史低位水平。据 Wind，2025 年 11 月 21 日老板电器 PE 为 12.28X，估值处于 2020 年以来低位（15%分位点）。我们认为，现有估值已充分反映地产下滑带来的影响，且弱需求环境下，龙头企业正在通过份额提升、降本增效来对冲行业总体

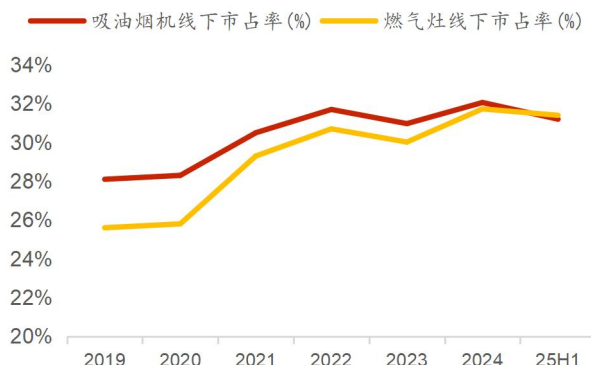
下滑。一旦行业需求企稳，面对出清后的竞争格局与更高的运营效率，厨电龙头企业利润弹性有望释放。

图表 33：老板电器估值位于历史低位



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 34：老板电器核心产品线市占率呈现上升趋势



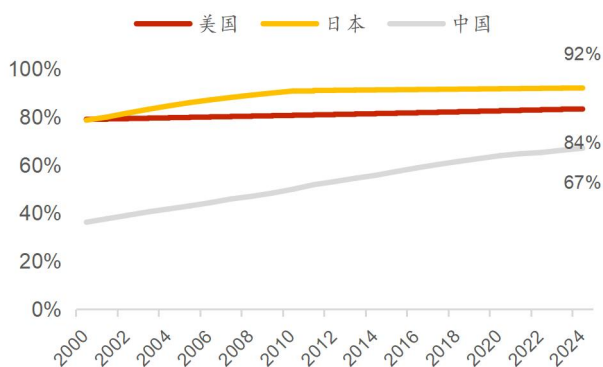
资料来源：老板电器公告，华源证券研究所

2.2.2. 长期来看，厨电行业仍有增长空间

长期展望：行业渗透率及公司市占率双升有望驱动厨电龙头估值修复。

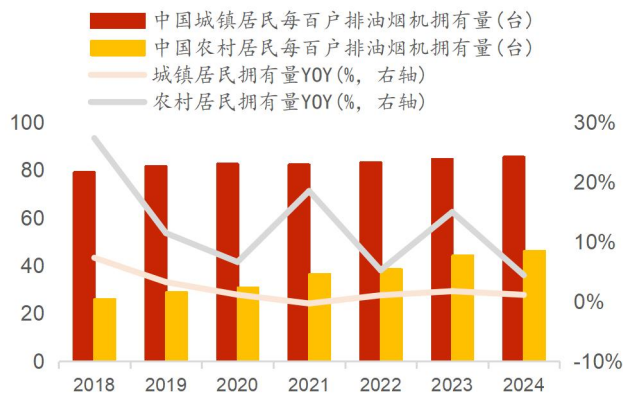
行业端：厨电行业渗透率增长或来自城镇化率及农村家电保有量提升。1) 城镇化率，据 Wind，2024 年中国/美国/日本城镇化率分别为 67%/84%/92%，我国城镇化率较发达国家仍有提升空间，新城镇人口置业有望驱动厨电需求增长；2) 农村保有量：据 Wind，2018–2024 年城市/农村居民油烟机保有量 CAGR 分别为 1.3%/10.1%，农村地区增速显著高于城镇，因厨电在我国农村的需求较冰、洗等品类刚性偏弱，保有量仍较低且提升空间较大。

图表 35：中国人口城镇化率仍有提升空间



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 36：中国农村居民油烟机拥有量快速增长

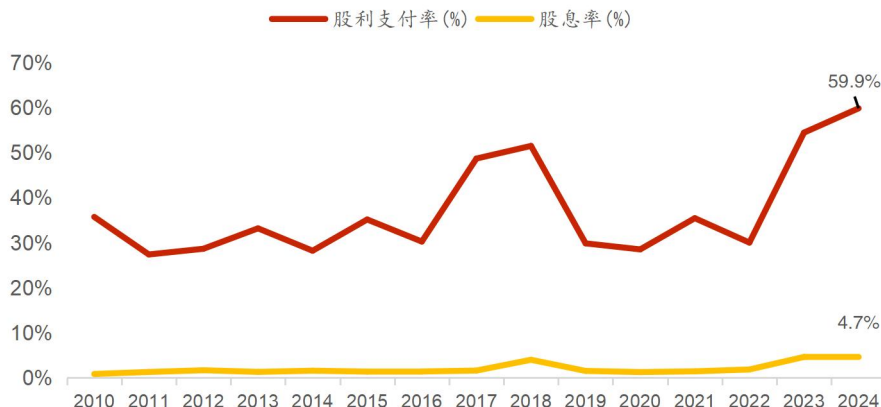


资料来源：Wind，华源证券研究所

公司端：格局优化及股息率提升，建议关注。1) 市场份额提升，需求下降及“国补”退坡加速出清缺乏资源的小品牌，且厨电行业集中度低于成熟的家电品类，因此，厨电龙头市场份额仍有提升空间，以老板电器为例，25H1 核心品类线下市占率均达 31%左右，自 2019 年来

整体呈现上升趋势；2）2023-2024 年分红比例提升，据 Wind，2024 年老板电器股利支付率达 59.9%，较 2010 年同增 24.2pct，派息比例持续提升，叠加格局改善带来利润提升预期，长期建议关注。

图表 37：2023-2024 年老板电器分红比例提升



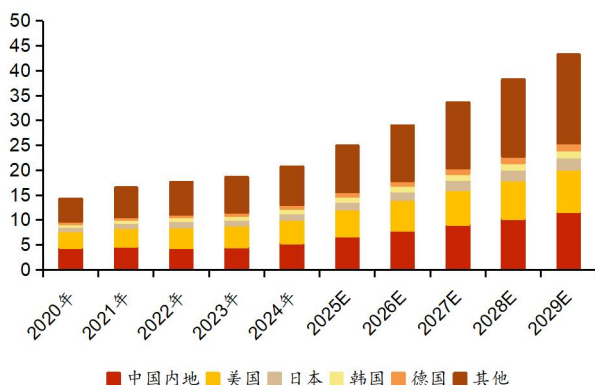
资料来源：Wind，老板电器公告，华源证券研究所

3. 主线二：出海重新定义产品，掌握新品类定价权

3.1. 扫地机：产品迭代驱动行业增长，等待新一轮产品周期

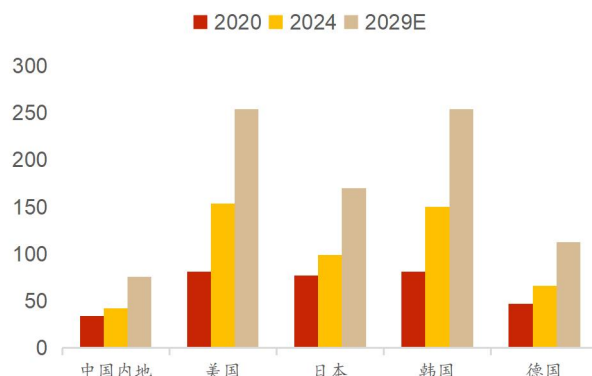
全球扫地机渗透率仍然较低，长期成长空间广阔。参考灼识咨询数据，扫地机器人全球市场空间广阔，产品已从“能用”进入“好用”阶段，且在海外渗透率仍然较低，2024-2029 年海外市场规模有望保持双位数增长。其中，目前欧亚市场为国产品牌的优势市场，市占率均超 60%；而北美市场受制于本土品牌和渠道壁垒，国产品牌市占率仍有较大提升空间。

图表 38：全球智能扫地机市场有望保持快速成长（按销量，百万台）



资料来源：灼识咨询，石头科技招股书，华源证券研究所

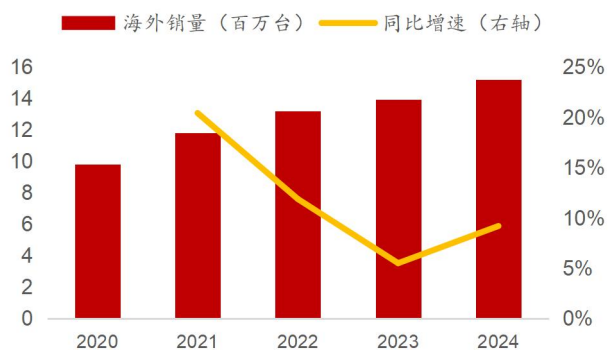
图表 39：代表性国家的扫地机渗透率仍有较大提升空间（台/千户）



资料来源：灼识咨询，石头科技招股书，华源证券研究所

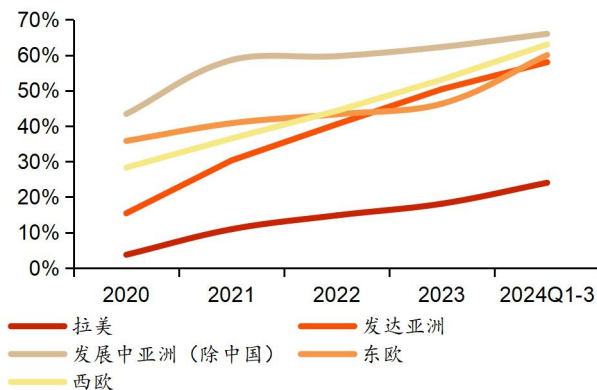
扫地机市场增速跟随产品创新周期波动，全基站产品带动 23-24 年行业量价齐升，中国品牌重新定义产品因此份额提升。全能基站较传统单机或单集尘形态产品，升级为全流程自动化清洁系统，以“自动集尘+洗拖一体+基站自清洁”重构用户体验。国产品牌自 23 年开始在海外发力全基站产品，快速抢占海外特别是中高端市场份额，驱动海外扫地机行业 23-24 年实现量价齐升。但与国内相比，海外市场 2024 年 1-9 月全能基站占扫地机品类销售额比重仅为 37.8%，仍有较大增长空间。

图表 40：海外扫地机市场销量及增速



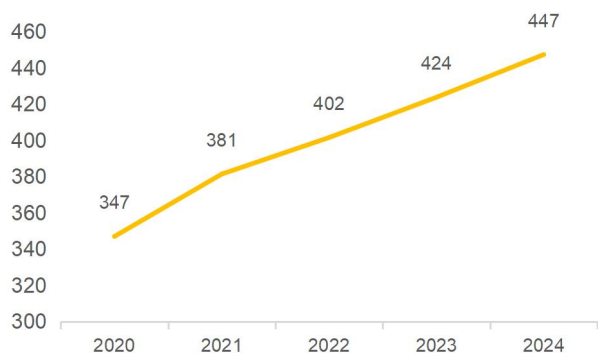
资料来源：IDC，华源证券研究所

图表 41：国品牌在海外智能扫地机市场市占率



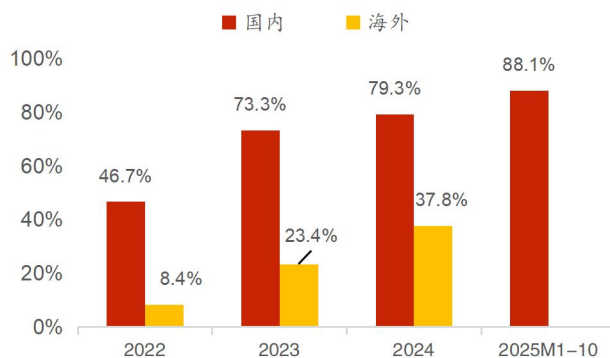
资料来源：GFK，华源证券研究所

图表 42：海外扫地机整体均价稳步提升 (美元)



资料来源：IDC，华源证券研究所

图表 43：全能基站产品在海外份额不断提升，且有较大增长空间 (销售额份额)



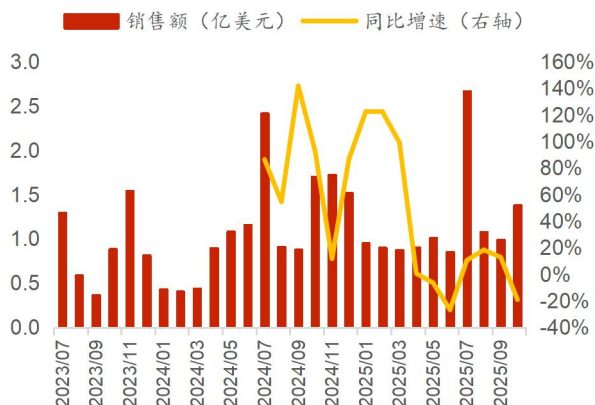
资料来源：GFK，奥维云网，华源证券研究所（2024 年全能基站海外市场份额为 24Q1-3 数据）
备注：海外不含北美、俄罗斯

25 年开始海外扫地机行业规模增速有所放缓，竞争加剧导致均价下行。以美国亚马逊扫地机品类为例，25 年以来增速不断放缓，10 月份降幅明显。行业增速放缓叠加竞争加剧，海外扫地机均价不断下探，25 年 10 月德国亚马逊扫地机国产龙头均价约为 24 年 10 月的 6-7 折。

国产品牌不断革新扫地机品类，期待新一轮产品迭代，有望带动行业规模增速回升。25 年石头科技、科沃斯、追觅等中国品牌持续突破创新仿生机械臂、全嵌式设计、自清洁系统等关键技术领域，有望推动扫地机器人从“清洁工具”向“家庭服务机器人”转型，期待新一轮重大技术及产品迭代，带动行业增速回升。中长期来看，扫地机器人亦通过与安防、物联网、

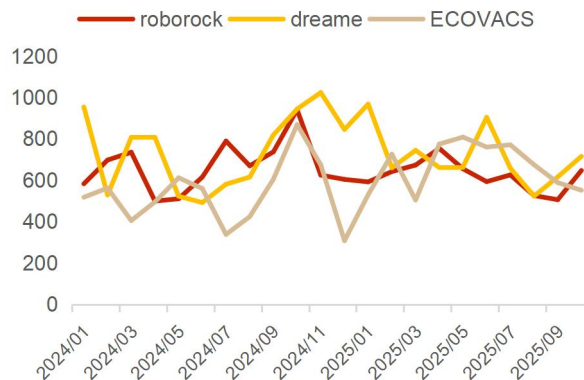
AI 大模型等技术的融合，实现从单一清洁功能向全屋智能服务的延伸，有望成为智能家居生态的重要入口，渗透率有望持续提升。

图表 44：25 年以来美国亚马逊扫地机品类规模增速放缓



资料来源：卖家精灵，华源证券研究所

图表 45：25 年以来德国亚马逊扫地机国产龙头均价整体下行（美元）



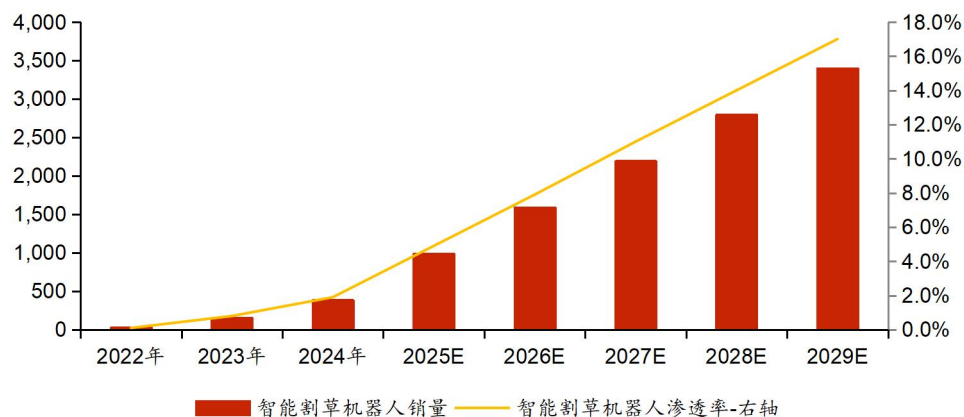
资料来源：卖家精灵，华源证券研究所

3.2. 割草机器人：市场空间广阔，欧盟反倾销调查长期或利好国产头部企业

割草机器人行业渗透率有望快速提升，主要市场集中于欧洲，北美开发潜力大。相较于传统割草机，割草机器人具备经济、环保、自动化等优点。根据灼识咨询，2024 年全球智能割草机器人销量达 38.35 万台，渗透率有望快速提升，预计 2024–2029 年行业销量 CAGR 达 54.7%。由于欧洲花园庭院面积小、草坪相对易修剪、割草机教育期限长等因素，欧洲市场割草机器人的市场规模及渗透率远高于北美。

新技术方案应用有望显著提升产品性价比及用户体验，拉动市场持续高增长。一方面，激光雷达能显著改善割草机器人的环境建图、路径规划以及避障能力。随着激光雷达成本不断下探，激光雷达+视觉或激光雷达+视觉+RTK 方案有望加速迭代，新技术方案的应用有望使得割草机器人兼具质价比及性价比。另一方面，割草机器人不断延伸使用场景，如草叶粉碎还田、草坪灌溉施药等功能，有望切割其他 OPE 品类市场份额。

图表 46：全球割草机器人市场规模及渗透率

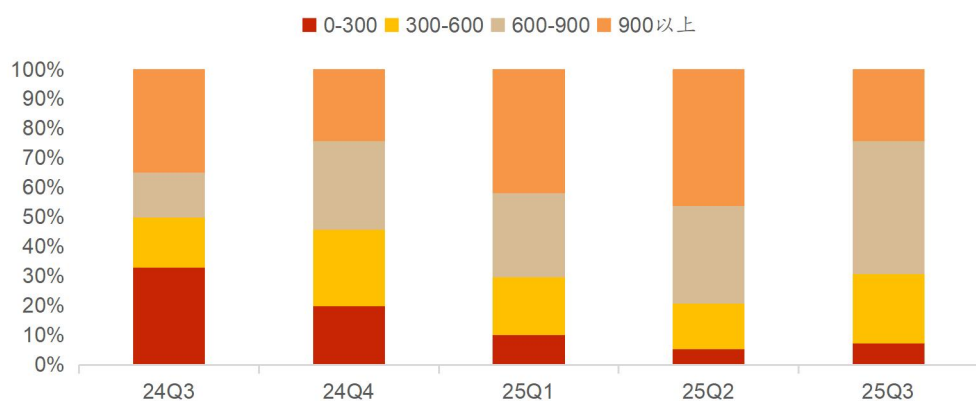


资料来源：灼识咨询，乐动机器人招股书，华源证券研究所

中国厂商快速迭代高性价比割草机产品，部分参与者通过低价策略快速提升市场份额，以致引来反倾销扰动。相较于海外龙头，国产品牌无边界割草机器人迭代速度、智能化、性价比水平保持领先，而海外割草机龙头富世华仅于 25 年才推出无边界割草机产品，晚于国产品牌。根据德国亚马逊，2025 年 8 月销售额 Top10 割草机器人中，国产品牌占据 8 席。此外，部分国产品牌参与者通过低价策略快速获取市场份额，由此引来反倾销扰动，25 年 11 月欧盟正式发布针对国产品牌割草机器人的反倾销调查公告。

欧盟反倾销调查长期或利好国产头部企业。短期来看，由于目前各公司割草机器人收入占比相对偏低，对公司整体业绩影响有限。中长期来看，反倾销调查或将加速洗牌割草机出海行业，推动中小厂商退出，缓解行业日趋激烈的竞争格局，九号等品牌定位中高端且有东南亚产能布局的龙头公司有望受益。

图表 47：德国亚马逊割草机器人分价格带销量占比（单位：美元）



资料来源：卖家精灵，华源证券研究所

3.3. 智能影像设备：AI+全景技术有望重新定义产品形态

3.3.1. 全景相机：AI 驱动易用性显著提升，行业有望迎来加速渗透期

行业趋势：AI 降低使用门槛，品类破圈加速。全景相机仍处于早期渗透阶段，据沙利文，2023 年全球出货量约 196 万台，2017–2023 年复合增速达 14.2%。我们认为，行业供给侧最大变化在于 AI 技术带来产品易用性明显提升，尤其是多模态大模型与生成式 AI 在影像端加速落地，有望解决“后期剪辑复杂”的核心痛点，大幅降低创作门槛。叠加社交平台的 Vlog 与沉浸式内容的观看需求持续增长，有望驱动行业进入加速渗透阶段。

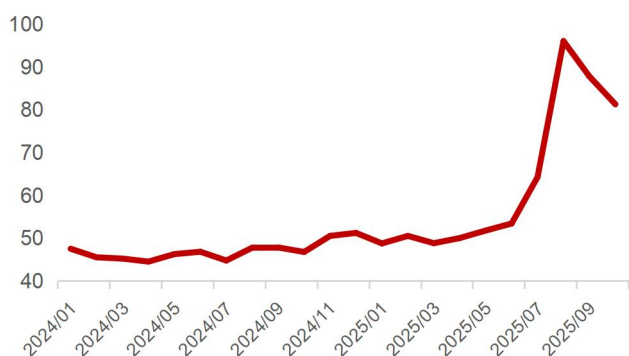
图表 48：AI 剪辑能力提升或成全景相机大众化的关键拐点



资料来源：Insta360APP，华源证券研究所

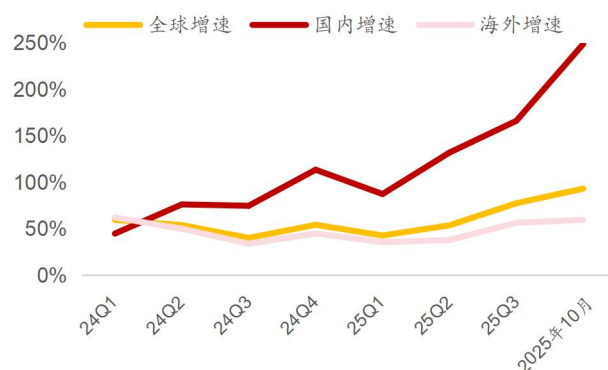
行业格局：大疆入局推动品类破圈，影石凭借软件算法优势巩固领先地位。大疆 25 年入局显著提升行业关注度，Google Trends 关于“360 camera”词条的搜索热度自 8 月以来明显抬升，大疆与影石通过产品迭代优化和社媒营销实现行业加速破圈。从影石 insta360APP 下载量看，25Q3 及 10 月下载量保持高增，尤其国内市场逐月提速，反映其软件算法能力与品牌力优势稳固，主业收入有望延续高增长态势。同时，影石在 AI 剪辑领域布局领先，于 24 年率先推出“一键成片”等功能，未来有望依托算法优势与全景素材积累形成良性循环，在 AI 剪辑应用端巩固先发优势。

图表 49：全球全景相机 Google Trends 关于“360 camera”词条的搜索指数



资料来源：Google Trends，华源证券研究所

图表 50：影石 Insta360 APP 下载量增速

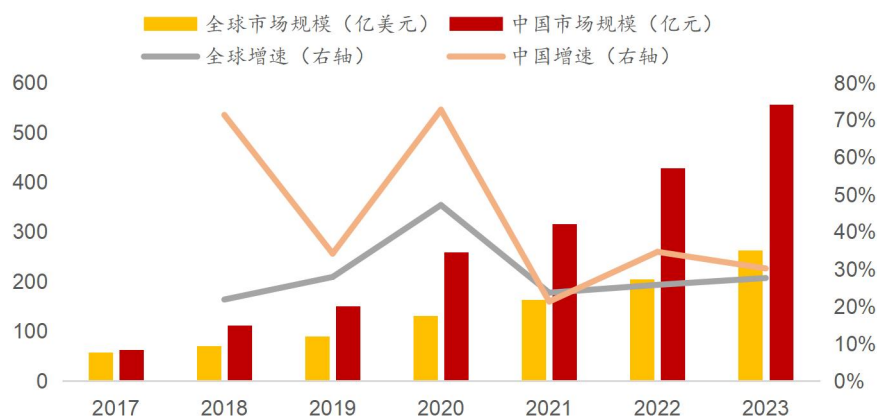


资料来源：Sensor Tower，华源证券研究所

3.3.2. 无人机：全景技术重构飞行体验，影石有望率先受益

全景无人机：以沉浸式体验与低门槛重构飞行方式，有望贡献显著新增量。据 Valuates Report，全球航拍无人机市场规模预计将由 2023 年的 71 亿美元增长至 2030 年的 122 亿美元，复合增速约为 8%。传统航拍机在构图操作、学习成本与便携性方面仍存在门槛，限制大众用户渗透。而全景无人机可通过“全景实时视角+飞行眼镜”降低操控难度，用户可先专注飞行、后选择画面，并提供更沉浸的飞行体验，有望吸引大量新增用户，作出对行业的增量贡献。

图表 51：2017-2023 年全球/中国民用无人机市场规模及增速



资料来源：华经产业研究院，华源证券研究所

影石全景无人机：凭借算法强、低门槛、轻量化等优势，有望从 0 到 1 快速放量。影石的产品竞争力来自全景拼接等影像算法能力的深厚积累，以及多年在飞控与避障系统上的提前投入，产品并非“无人机+全景相机”的简单叠加，而是基于对全景价值的深度理解打造差异化方案。其优势包括：1) 航拍机结构，配合遥感手柄，显著降低操纵门槛。2) 重量仅 249g，在主要市场无需考证即可飞行。3) 双前向摄像头实现水平避障并兼顾成本效率。依托公司在全景领域的技术壁垒与品牌势能，全景无人机有望成为公司第二增长曲线。

图表 52：影翎首创具有全方位视角的独特飞行体验



资料来源：Bilibili（影视飓风），华源证券研究所

图表 53：影翎 A1 产品卖点

核心卖点	说明
8K/30FPS全景360度拍摄	复用全景相机的全景拼接和自拍杆隐形算法，解决传统航拍机需兼顾飞行控制与拍摄构图的痛点，并自动实现多角度记录与运镜效果，大幅降低创作门槛。
搭配VISION飞行眼镜	第一视角沉浸式飞行，实时查看全方位视角，Micro OLED屏幕解析力强，同时机身自动保持稳飞状态。开创性增加副屏设计，可与旁人共享眼镜内画面。
GRIP体感遥控器	采用最符合直觉的体感手柄即可控制起落和方向，一键实现花式动作，较传统遥控器式飞行更直接和易上手，实现人机合一。
轻便与创新机身设计	仅重249g，主要市场无需考证即可飞行。可折叠机身，收纳后仅手掌大小。创新性结构设计：无云台但有防抖结构、自动起落架防止镜头磕碰、双前向摄像头即可实现360度水平避障和自动返航。
续航	目前版本可支持半小时续航，并配有含三块电池的充电管家，超过市面主流FPV的十几分钟续航。

资料来源：影翎官网，华源证券研究所

4. 主线三：低估值、高分红的质量红利

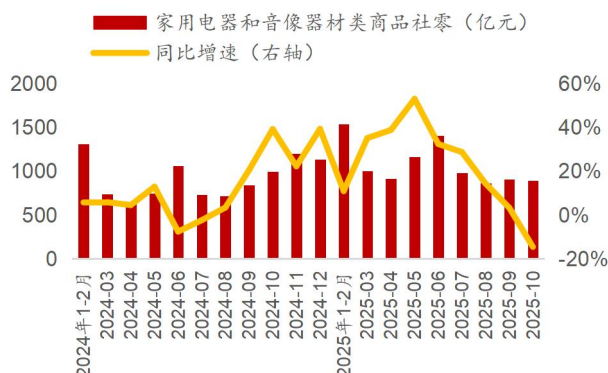
4.1. 白电：国内保持韧性，海外仍有成长空间

内销：国补退坡阶段需求承压，关注格局优化带来的龙头利润弹性。

25年内销复盘：需求前高后低，国补退坡影响逐步体现。25年内销主要受以旧换新拉动，但9月起国补退坡叠加高基数，终端销售承压。格局方面，过去几年行业整体需求旺盛以及国补的拉动，中小厂商份额有所提升。25Q3国补退坡后，行业需求逐步趋弱，但龙头优势反而更加突出，通过产品结构优化、渠道效率提升等方式，营收继续保持稳健增长。

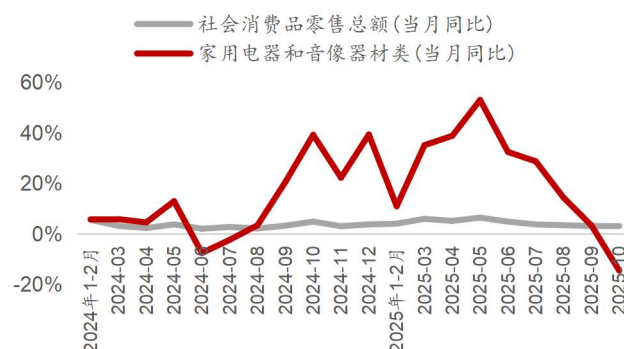
26年内销展望：预计总体需求承压，行业有望迎来新一轮集中度提升。行业总体需求预计将受到国补退坡与需求透支的影响，但弱需求环境下，行业格局有望加速优化。长尾企业面临的压力或将更大，而龙头企业前期降本增效的成果，或将转化为成本等方面的优势，有望重新开启新一轮份额提升。

图表 54：家电社零增速自 25Q3 明显回落



资料来源：iFinD，华源证券研究所

图表 55：全国社零总额表现 vs. 家电零售表现



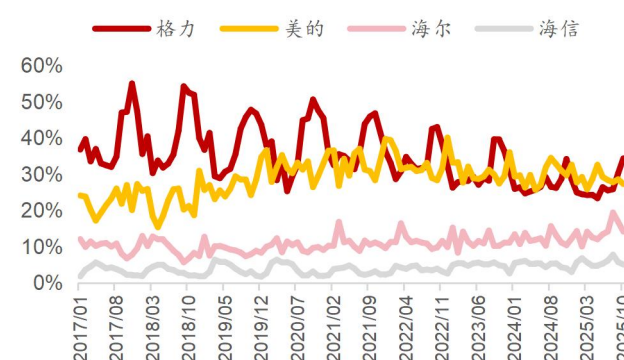
资料来源：iFinD，华源证券研究所

图表 56：家用空调内销量及同比增速



资料来源：产业在线，华源证券研究所

图表 57：家用空调内销分品牌市占率



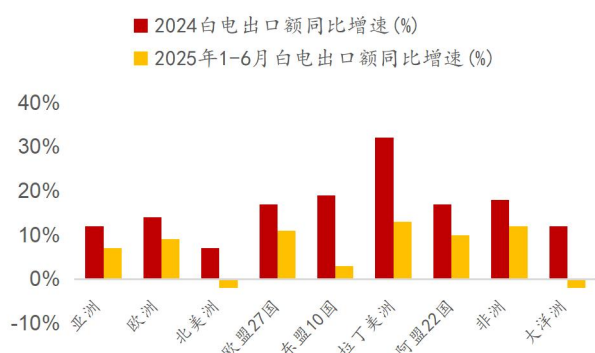
资料来源：产业在线，华源证券研究所

外销：成熟市场结构升级，新兴市场渗透率提升，白电出海仍有韧性。

25 年外销复盘：欧洲市场呈结构性升级趋势，对智能化、节能化的高端产品需求增加；北美市场受关税政策等因素影响，增速由正转负，但部分企业通过墨西哥工厂或与本地企业合作的方式对冲关税的影响。拉美、东南亚、中东非等新兴市场渗透率快速提升，贡献主要增长动能。

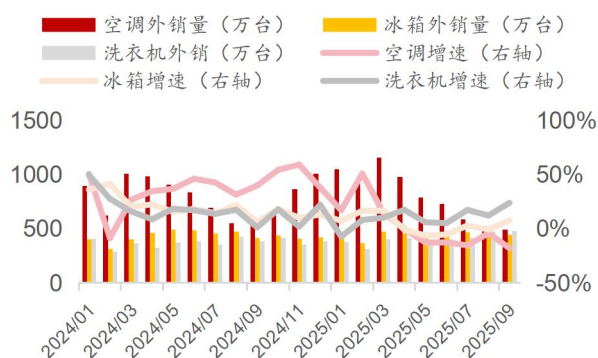
26 年外销展望：短期关税与基数对外销增速仍有扰动；中长期看品牌出海与份额提升是外销持续增长的驱动力。分市场看，我们预计美国关税影响减退&降息将带来需求拐点，欧洲有望开启补库周期，新兴市场需求有望延续高增。

图表 58：分地区白电出口额增速



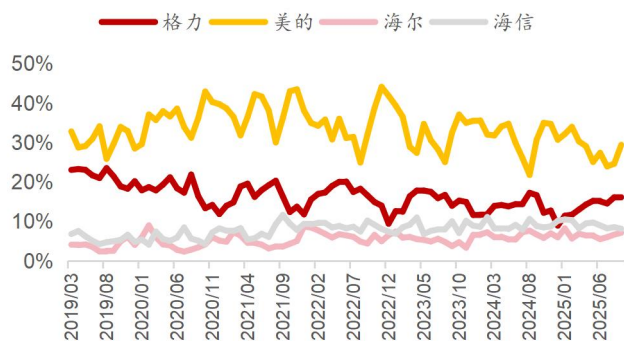
资料来源：中国机电产品进出口商会，华源证券研究所

图表 59：白电各品类出口量及增速



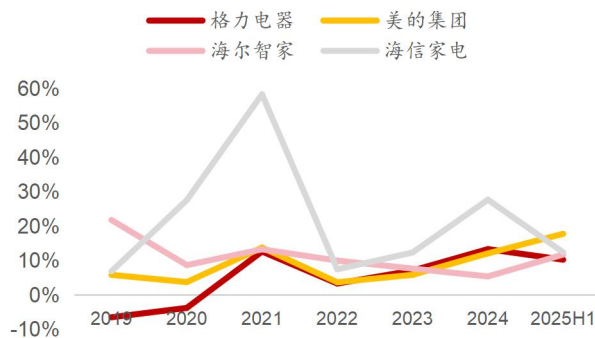
资料来源：产业在线，华源证券研究所

图表 60：家用空调外销分品牌市占率



资料来源：产业在线，华源证券研究所

图表 61：白电公司海外收入增速

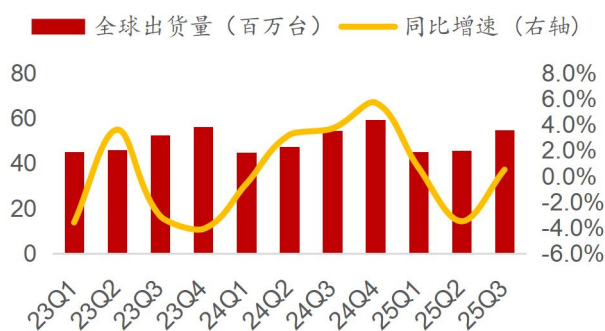


资料来源：iFind，华源证券研究所

4.2. 黑电：国货继续抢占份额，产品结构升级驱动利润率改善

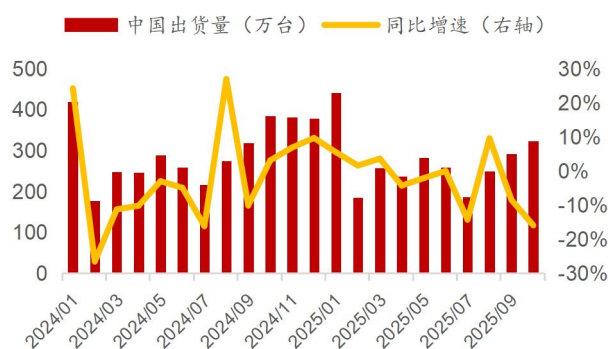
25 年复盘：需求平稳略降，Mini LED 和大尺寸趋势延续。去年国补实施以来带动 24Q4-25Q1 连续三个季度高增，但自 25Q3 国补退坡叠加高基数，中国彩电市场量额明显下滑。外销则受欧美去库存和整体消费环境偏弱影响，前三季度全球整体彩电出货量平稳略降。产品升级带来结构性增长：大尺寸趋势延续（原因是大尺寸面板降价+需求侧更注重沉浸体验），同时 Mini LED 在快速降本后渗透率迅速提升，成为结构性增长点。

图表 62：全球电视出货量及增速



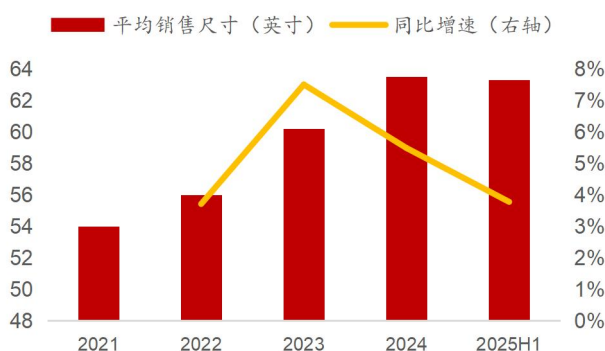
资料来源：奥维睿沃，华源证券研究所

图表 63：中国品牌电视出货量及增速



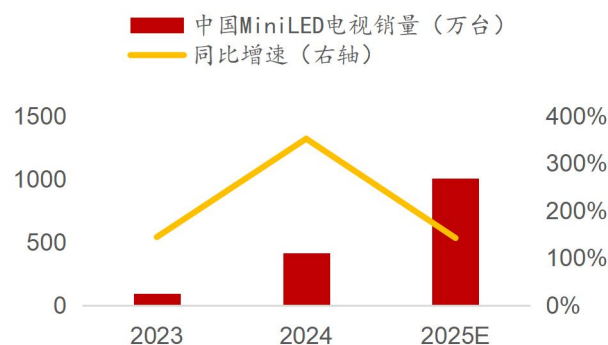
资料来源：产业在线，华源证券研究所

图表 64：中国市场电视平均销售尺寸



资料来源：洛图科技，华源证券研究所

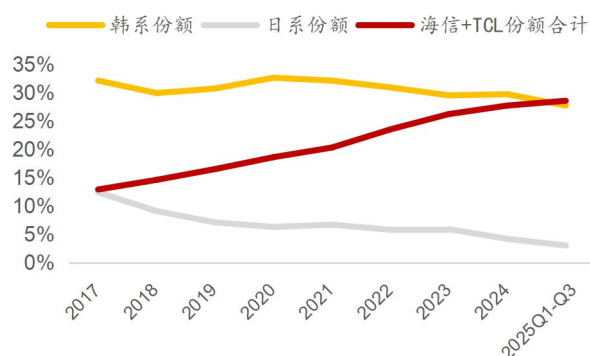
图表 65：中国 Mini LED 电视销量



资料来源：洛图科技，华源证券研究所

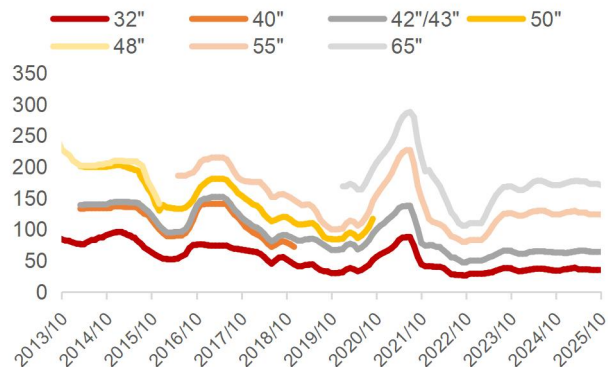
26 年展望：全球格局从“日韩主导”向“中国双龙头”加速演进，TCL、海信盈利中枢有望稳步上移。行业在需求偏弱背景下加速份额重构，韩系收缩中低端产能，国产龙头凭借面板协同、本地化产能、渠道下沉与体育营销稳步提升全球份额。面板价格维持历史相对低位，为整机盈利提供成本托底；随着大尺寸与 Mini LED 渗透提升，产品结构继续向中高端集中，龙头 ASP 与毛利率中枢有望上移，盈利弹性有望优于行业。

图表 66：全球电视品牌出货量份额



资料来源：奥维睿沃，华源证券研究所

图表 67：面板价格维持低位有望支撑利润率下限（美元/片）



资料来源：Wind，华源证券研究所

5. 风险提示

宏观经济波动风险：全球及主要消费市场的经济恢复节奏若不及预期，可能对家电终端需求和出口订单形成阶段性压力。

海外贸易政策及关税变化风险：中美及其他地区的关税调整、贸易限制或监管要求变化，可能影响出口成本及跨境业务推进节奏。

原材料价格上涨风险：铜、铝、不锈钢等大宗原材料价格若出现持续上行，将推升生产成本，压缩企业盈利空间。

市场竞争加剧风险：国内外品牌若持续加强在主要品类的价格竞争与渠道投入，可能带来市场份额与盈利能力的阶段性波动。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。