

中国制造供应链重塑全球产业格局

华泰研究

2023 年 8 月 16 日 | 中国内地

专题研究

制造业打造更多“中国名片”，供应链优势有望重塑全球产业格局

中国改革开放以来，从全球制造业代工工厂经过几十年的发展，新能源汽车、家用电器、光伏产业等多个制造产业链形成了全球领先地位，其中，多家中国企业跃然成为全球龙头，不仅从技术研发、产品创新、销售规模多方面领先、多方位反哺海外市场，不断涌现出龙头公司跨境并购活动，进一步体现中国龙头公司在全球地位及影响力。从而将中国制造供应链逐级渗透到多个细分行业，提升中国制造供应链整体水平。回顾中国制造业变迁史，龙头企业在成功发掘新成长曲线后相对估值具备明显优势和提升空间。

家电：全球领先，优势外溢

中国家电产业链的规模化、成本、技术创新等是中国制造业的底色，且走在市场化的前沿，中国家电市场也逐渐转变为由中国品牌主导，且在不断的产业优化过程中，中国家电企业奋力拓展海外市场，不但以产品征服消费者，同时不断打造全球化品牌，率先成为中国制造的一张“名片”。在制造领域的转型发展中，家电企业也走在产业前列，伴随汽车电动化浪潮，家电第二增长曲线瞄准电动汽车零部件领域，已有大量企业深入到产业链中，我们认为随着产业的多元化，未来中国家电产业链有望惠及更多行业及消费人群。

家居&纺织：从商品出海到产能与资本出海，发挥产业优势

我国家居及纺织出海主要通过，商品、制造、资本三种方式渗透海外市场，家居龙头深度参与全球家居行业整合。现阶段，商品出口仍为主流，长期看伴随国内家居研发能力提升、供应链及制造优势夯实，制造出海与资本出海做大做强，头部家居出口企业值得关注。需求波动推动纺织供应链重构，我们认为纺织产业链成本构成的单一属性要求或减弱，而供应链的及时响应能力及供应链稳定程度要求或提升，因此我们看好中国纺织制造业在纺织中间品上继续扩大整体优势，而兼具品牌及产能企业稀缺。

汽车：综合实力强劲，开启技术换市场大航海时代

中国汽车已从市场换技术走向电动智能化领先全球，22 年新能源乘用车的全球份额约 65%。生产上中国车企核心三电技术已自主可控，本土供应链完整且性价比高；技术上自主品牌已实现技术平台出海，开启技术换市场新思路；价格上油电平价带动自主品牌开拓下沉市场、加强出海竞争力，我们看好自主品牌凭性价比优势加速出海，带动中国成汽车第一出口国。

光伏&动力电池：技术成本优势明显，全球竞争力领先

中国光伏占据全产业链各环节的优势地位，国内 2022 年各环节产量已占据全球 80% 以上份额。成本端，国内光伏产品成本控制力强，在价格方面具备强竞争力；技术端，国内厂商在 TOPCon、HJT 等多个赛道领先，领先玩家已大规模量产 TOPCon 电池，在光伏技术变革浪潮下走在全球前列。国内动力电池产业链早期主要依赖政策补贴发展，2018 年以来随着政策退坡以及产品竞争力提升，已转向内驱发展，在此过程中，以宁德时代为代表的国内企业逐渐占据全球领先地位。未来政策助力下，海外电动化有望加速，具备产品技术以及成本优势的国内龙头公司有望提升全球市场份额。

电子烟：全球电子烟市场广阔，制造环节竞争力领先

得益于消费者健康观念兴起和电子烟市场推广，电子烟渗透率提升。据艾媒预计，23 年全球电子烟零售规模有望达 867 亿美元。我国雾化电子烟产业链成熟，兼具规模、技术以及品牌优势。据《2022 年电子烟出口蓝皮书》，22 年我国电子烟出口规模达 1,867 亿元，58% 销往美国、24% 销往欧盟及英国。

风险提示：全球衰退风险；海外政策风险；品牌渗透和本土化不及预期。

家用电器 增持 (维持)

电力设备与新能源 增持 (维持)

研究员 林寰宇
SAC No. S0570518110001 linhuanyu@htsc.com
SFC No. BQO796 +(86) 755 8249 2388

研究员 申建国
SAC No. S0570522020002 shenjianguo@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

研究员 宋亭亭
SAC No. S0570522110001 songtingting021619@htsc.com
SFC No. BTK945 +(86) 10 6321 1166

研究员 王森泉
SAC No. S0570518120001 wangsenquan@htsc.com
SFC No. BPX070 +(86) 755 2398 7489

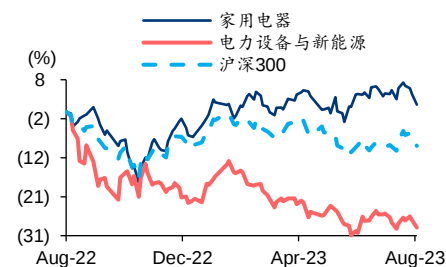
研究员 边文斌
SAC No. S0570518110004 bianwenjiniao@htsc.com
SFC No. BSJ399 +(86) 755 8277 6411

研究员 周敦伟
SAC No. S0570522120001 zhoudunwei@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

研究员 张诗宇
SAC No. S0570522080001 zhangshiyu@htsc.com
SFC No. BSF308 +(86) 755 2399 3346

联系人 刘思奇
SAC No. S0570121070181 liusiqi@htsc.com
SFC No. BSE590 +(86) 21 2897 2228

行业走势图



资料来源：华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
宁德时代	300750 CH	350.54	买入
隆基绿能	601012 CH	38.40	买入
TCL 中环	002129 CH	39.45	买入
晶澳科技	002459 CH	51.85	增持
美的集团	000333 CH	65.94	买入
格力电器	000651 CH	57.09	买入
德尔玛	301332 CH	15.96	增持
莱克电气	603355 CH	36.29	买入

资料来源：华泰研究预测

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

正文目录

中国制造业能力回顾，供应链优势反哺全球.....	4
传统优势制造业：产业链能力外溢，中长期重视海外品牌力建设.....	4
新兴优势制造业：后发制人，技术为本	4
估值.....	5
家电：中国制造业的底色.....	8
回顾中国家电龙头崛起之路：从技术引进到规模化制造，再到品牌定价权	9
(1) 外资品牌进入期，树立家电标杆	9
(2) 内资厂商代工及积累期，技术与管理的积累与超越	10
(3) 国家扶持成长期，龙头企业加速发展	11
(4) 市场化竞争阵痛期，龙头强势地位逐步确立	13
(5) 市场格局形成期，行业红利不断兑现	14
(6) 品牌价值体现期，海外发展提速	15
(一) 规模化反哺全球：全球对中国家电产业链依赖程度不断加深	16
产品端：家电供给继续集中	16
区域端：中国品牌已经入局东南亚主要国家，未来空间依然充足	17
品牌端：品牌红利，把握结构性机遇	19
(二) 成本管控构建竞争优势	20
全球家电龙头企业毛利率对比	20
把握全球产能转移的新机遇	21
(三) 技术沉淀，带动家电产业链优势输出全球	22
中国家电核心技术与供应链护城河有望巩固产业优势	22
中国家电能效技术不断积累，全球表现领先	24
(四) 产业链能力外溢，家电企业的第二曲线道路	26
汽车电动化浪潮下的家电拓展之路	27
新能源领域再拓展	27
家居：栉风沐雨三十载，中国家居迈向全球.....	28
市场概况：全球市场规模庞大，我国为重要家居生产及出口国	28
潜力剖析：制造为基、模式优化、产业升级，助力家居出海拓新机	30
制造为基：制造优势持续夯实，打好出海基础	30
模式优化：产品结构及商业模式有望迭代升级	31
产业升级：加快数字化转型，迎合绿色化大潮	31
出海实探：欲戴皇冠必承其重，龙头制造出海、资本出海先行	32
制造出海：成本与贸易摩擦驱动产能外迁，东南亚/墨西哥为热点	32
资本出海：海外并购趋理性，品牌整合添势能	34
以一线玩家为例，看家居企业出海并购之路	35
纺服：发挥新周期的供应链优势.....	37
全球纺服市场稳步增长，中国出口规模占比高.....	37

安踏体育 (2020 HK): 全球化纺服品牌发展的典范	39
申洲国际 (2313 HK): 全球领先的纵向一体化针织制造商	42
申洲产能优势领先同行, 面料具备差异化优势	43
新能源-动力电池: 产业链完善, 掌握全球定价权	46
发展历程: 电动化趋势推动下, 从“初露头角”到“出征全球”	46
阶段 1: 政策驱动, 依靠低价冲量	46
阶段 2: 胜者为王, 新能源车产业链国产化占比提升	46
阶段 3: 海外电动化提速, 中国动力电池厂有望掌握全球定价权	47
宁德时代: 具备技术研发与成本的双重竞争优势	48
新能源-光伏: 经“几起几落”, 从“三头在外”到“问鼎全球”	51
阶段 1: 从无到有, 国家计划推动示范先行	51
阶段 2: 抓住机遇, 乘产业与人力东风集体出海	51
阶段 3: 政策发力, 中国光伏度过至暗时刻	51
阶段 4: 破茧成蝶, 国内政策启动全面扶植, 国内光伏产业链竞争力逐渐形成	52
阶段 5: 优势形成, 国内光伏开始主导全球光伏产业链	53
阶段 6: 平价上网, 光伏成为双碳主力军	53
领先优势: 降本增效双擎驱动, 中国光伏多环节技术成本优势显著	53
市场: 内外需求驱动行业增速, 量价优势赢得市场份额	53
组件: 原材料成本优势为基石, 一体化产能持续降本	55
电池: TOPCon 技术全球领先, HJT&钙钛矿先行者	56
硅料&硅片: 国内厂商成本优势明显, 薄片化技术助力降本增效	56
汽车: 从汽车大国走向汽车强国之路	58
自主崛起之路: 从市场换技术到核心技术自主可控, 技术换市场即来临	58
跟随合资时代: 市场换技术, 大而不强	58
SUV 积累时代: 自主品牌初露头角, 奠定资本原始积累	59
新能源超车时代: 电动化智能化全面领先, 技术换市场大航海时代开启	61
透视原因: 核心技术自主可控, 中国汽车产业链地位跃迁	63
技术优势: 把控电动智能化车的核心技术, 全面引领全球	63
供应链优势: 强竞争优势叠加产业窗口期, 中国产业链迎来跃迁机遇	66
市场认知优势: 电动智能化汽车消费大势所趋, 自主品牌市场认知深刻	70
组织架构优势: 自主品牌船小好调头, 快速实现电动智能化转型	71
汽车出海: 量产铸就质变, 走向技术换市场的大航海时代	72
比亚迪: 发力新能源聚集东南亚市场, 集聚技术、成本、产品力三大优势	73
奇瑞汽车: 倚仗扎实性能和可靠性, 立足中东、南美、俄罗斯等市场快速发展	76
电子烟: 上游占据领先地位, 兼具规模、技术优势	79
全球电子烟市场空间广阔, 雾化电子烟规模占比高	79
制造环节由我国主导, 兼具规模优势与技术壁垒	80
风险提示	85

中国制造业能力回顾，供应链优势反哺全球

未来中国制造业机遇在全球，虽然面临更大挑战，但势在必行。一方面，全球市场有望促进中国制造业形成产业的对外布局，输出劳动密集型业务，另一方面，全球市场推动中国制造业继续产业升级、发力创新，并更加深入到利润更高的产业链上游，把控各个产业的核心零部件环节，在中国制造业的全球化进程中，不但中国消费者有望受益，同时中国带动的整体供应链帕累托优化还有望反哺全球。

我们认为传统行业中，建议关注家电、家居、纺服等行业，已在国内市场浮现优势公司，并有望在全球范围继续引领行业，继续在产品力、品牌力上提升；新兴行业中，建议关注新能源、汽车、电子烟等行业，中国技术已经领先，全球竞争力已较为突出，向海外扩张顺理成章。

传统优势制造业：产业链能力外溢，中长期重视海外品牌力建设

传统优势领域，我国市场已逐步成熟，制造业基础厚实，在过去几年，传统中国制造业领域不断为全球提供优质产品。全球化推动的产业升级及市场扩容是未来最大的赛道，我们看好中国传统制造业将内需市场、工程师红利、积累的沉淀的产业链及技术优势，转化为产业升级优势。

家电行业：我们认为目前是中国家电企业加大全球发展的契机，未来中国家电制造业不但在产品上，还有望在品牌上、产业链上加速海外发展。近年我国家电本土出口份额持续提升，我们认为这意味着中国企业的能力不仅仅限于成本优势，而是在于研发、供应链、制造的整体产业优势，C端业务上，随着中国家电制造业通过多年迭代与积累，产品可靠性并不输于海外对手，多元的出海方式与海外区域建厂也让让更多消费者能够触达中国家电品牌，弱化了渠道要求。B端业务上，家电企业正在通过产业能力外溢，拓展电器的深层次应用范围，未来不但是区域上的全球化，更是产业上的多维度发展。

家居行业：制造为基、模式优化、产业升级，助力家居出海拓新机。我国家居行业经过多年发展，目前已形成珠三角、长三角、环渤海、东北、中西部五大家居产业集群，产业集群内人才集中，劳动力资源丰富，制造业基础较好，形成一大批成品家居制造中心，且供应链健全完备，奠定长足发展基础。我们认为中国家居行业已经从低附加值产品向高附加值产品、自主品牌模式升级迭代，未来有望继续加速产业升级。以产能出海为先，海外并购为辅，提升品牌全球化竞争壁垒，长期更看好具备坚实的产品/渠道基础、资金实力雄厚、组织管理能力优秀的龙头企业把握海外并购良机。

纺服行业：发挥新周期的供应链优势。疫情期间的纺服供应链危机，更强化了纺服供应链重构。从供应链上看，我们认为产业链成本构成的单一属性要求或减弱，而供应链的及时响应能力及供应链稳定程度要求或提升，因此我们看好中国纺服制造业，在纺服中间品上继续扩大整体优势，份额或继续提升，而服装终端产品，或更注重产业链的全球本地化/就近化，而同时拥有优质产能及优质品牌的稀缺企业或值得更高溢价。

新兴优势制造业：后发制人，技术为本

新兴领域中国市场体量庞大，激烈的竞争及技术创新磨练出一众具备优势的新兴领域公司，他们拥有广阔的市场支撑、稳定的供应链和新时代领先的技术，可以提供高性价比的产品，已经逐步构筑全球竞争力。这些产业未来将不仅仅专注于中国市场，依托全球有望实现更高效的发展。

汽车行业：量变铸就质变，中国汽车产业链地位跃迁。自主品牌在燃油车时代即小步快跑、不断缩小与外资差距，从 SUV 红利到新能源车红利，中国汽车以量变铸就质变，全面赶超外资、引领全球汽车发展。我们认为我国汽车的全球产业地位跃迁的关键在于：(1)三电系统核心技术基本可控，技术+布局+产能引领全球；(2)本土供应链竞争优势强，卡位全球供给窗口期加速国产替代；(3)自主品牌对电动智能化消费趋势有强认知，快速反应市场需求塑造强品牌力；(4)自主品牌船小好调头，快速电动智能化转型抢夺市场先机。

新能源-动力电池行业：国内产业已形成了全球竞争力。龙头企业深入布局上游产业链与规模效应打造低成本优势。展望未来，最大的机遇在于全球各大车企纷纷推出电动化战略规划，国内电池企业有望出海分享红利，且中国有望掌握全球动力电池行业的定价权和产业主动权。

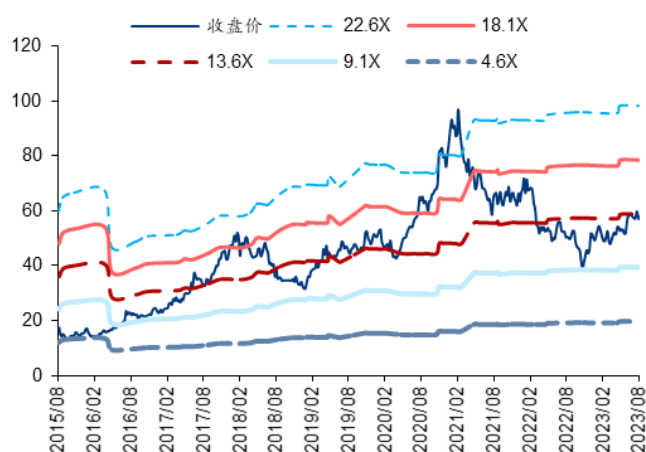
新能源-光伏行业：到“问鼎全球”。降本增效双擎驱动，中国光伏多环节技术成本优势显著。中国光伏占据全产业链各环节的优势地位，根据 CPIA 数据，国内 2022 年各环节产量已占据全球 80% 以上份额。成本端，国内光伏产品成本控制力强，在价格方面具备强竞争力；技术端，国内厂商在 TOPCon、HJT 等多个赛道领先，领先玩家已大规模量产 TOPCon 电池，在光伏技术变革浪潮下走在全球前列。

电子烟行业：全球电子烟市场广阔，我国在制造环节竞争力领先。得益于消费者健康观念的兴起和电子烟的市场推广，电子烟的渗透率日益提升。据艾媒咨询预计，2023 年全球电子烟零售规模有望达 867 亿美元。我国雾化电子烟产业链成熟，兼具规模优势、技术优势以及品牌优势。据《2022 年电子烟产业出口蓝皮书》，2022 年我国电子烟出口规模达 1,867 亿元，其中 58% 销往美国、24% 销往欧盟及英国。

估值

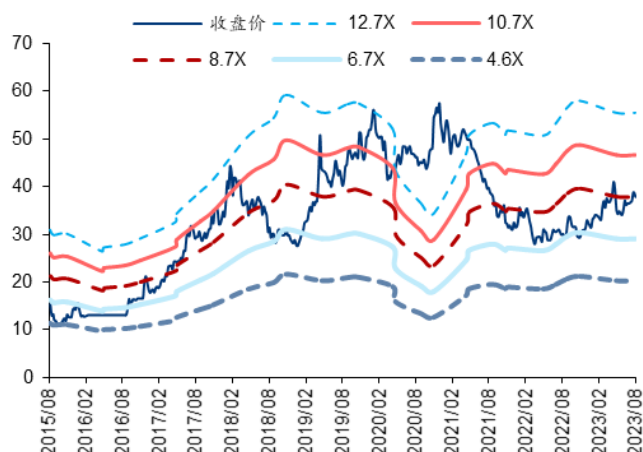
回顾中国制造业变迁史，龙头企业在成功发掘新成长曲线后估值明显抬升。中国制造业的供应链优势或能不断转化为长期的企业价值，优质中国企业的估值中枢或受益。

图表1：美的集团 PE band



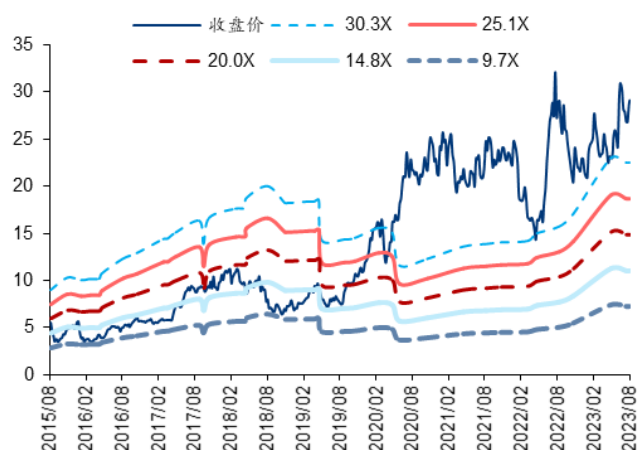
资料来源：、华泰研究

图表2：格力电器 PE band



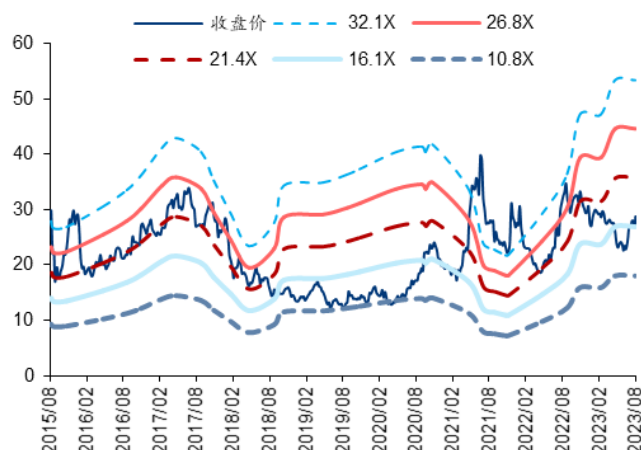
资料来源：、华泰研究

图表3：三花智控 PE band



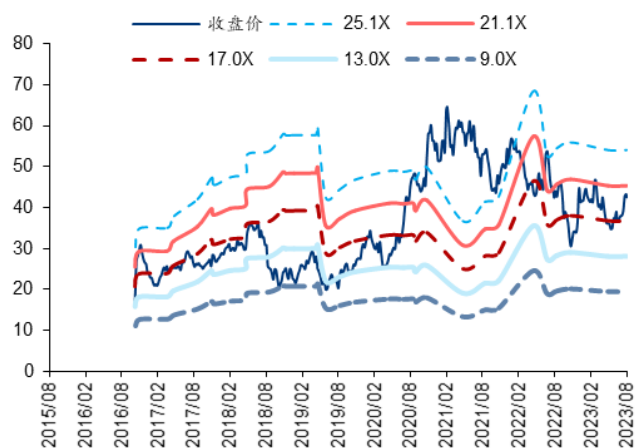
资料来源： 、华泰研究

图表4：莱克电气 PE band



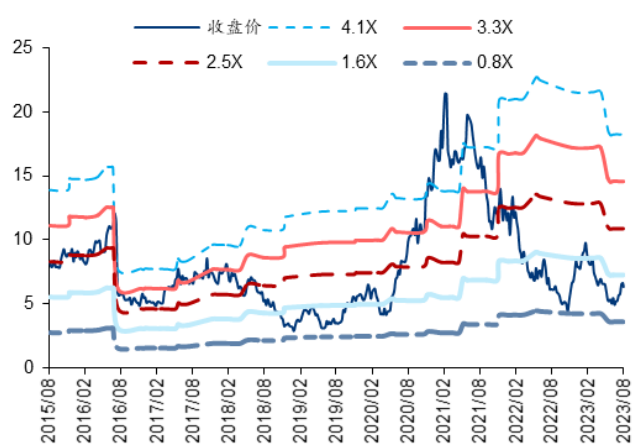
资料来源： 、华泰研究

图表5：顾家家居 PE band



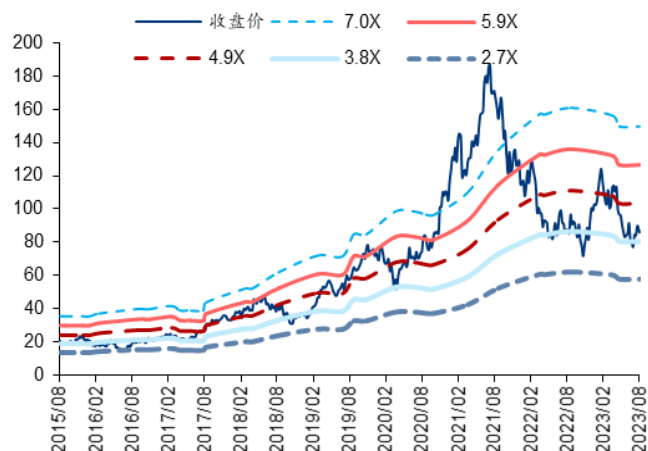
资料来源： 、华泰研究

图表6：敏华控股 PE band



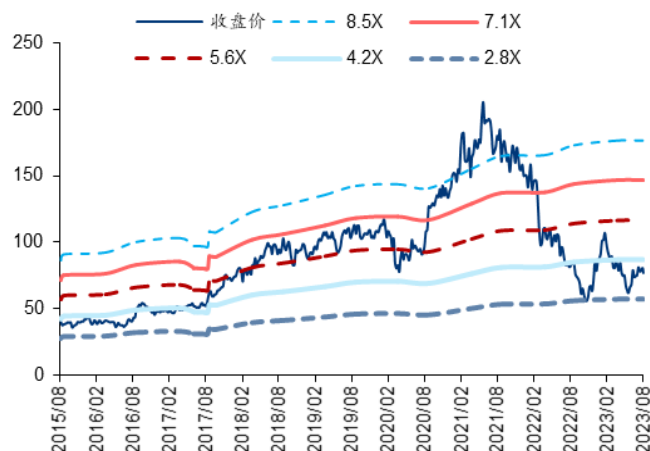
资料来源： 、华泰研究

图表7：安踏体育 PE band



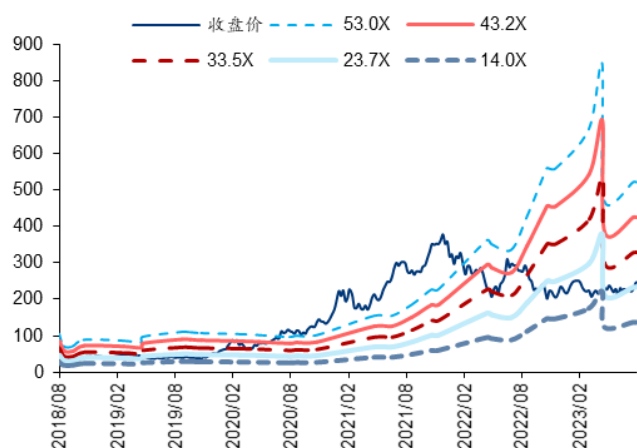
资料来源： 、华泰研究

图表8：申洲国际 PE band



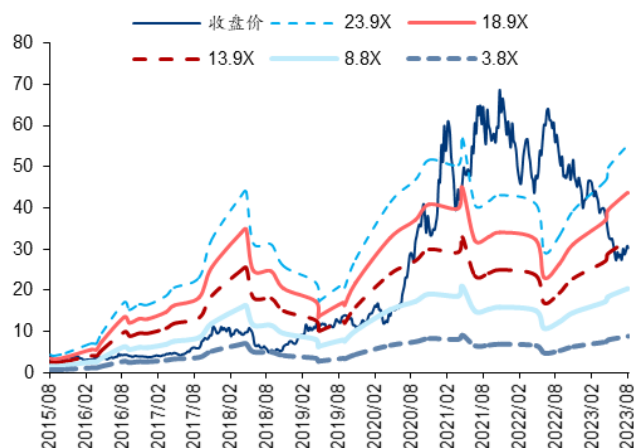
资料来源： 、华泰研究

图表9：宁德时代 PE band



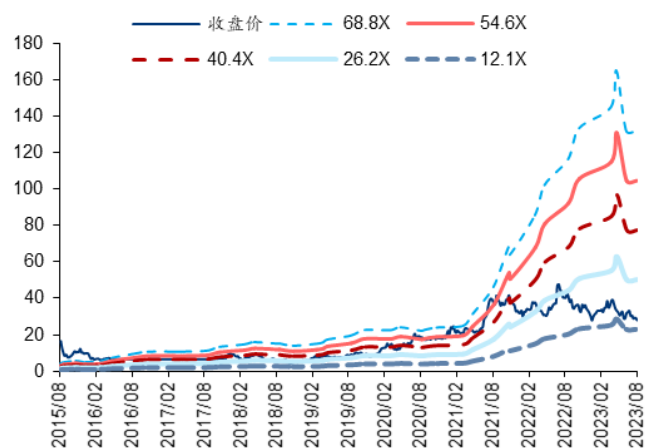
资料来源： 、华泰研究

图表10：隆基绿能 PE band



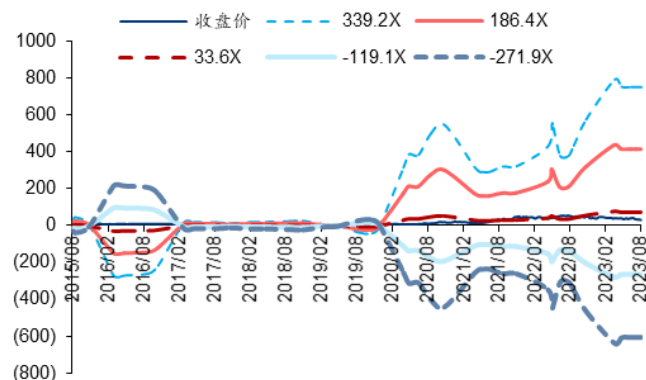
资料来源： 、华泰研究

图表11：TCL 中环 PE band



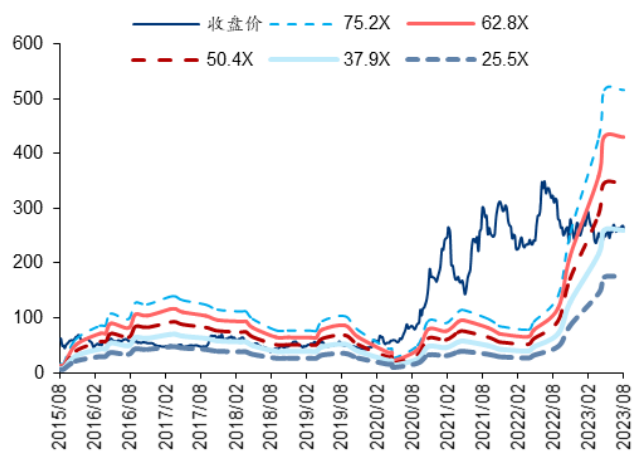
资料来源： 、华泰研究

图表12：晶澳科技 PE band



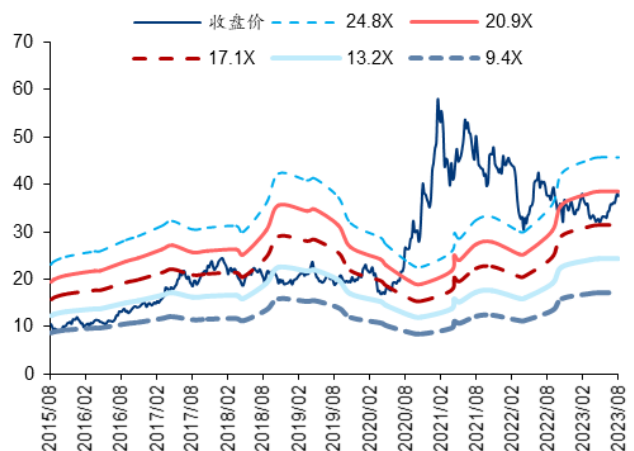
资料来源： 、华泰研究

图表13：比亚迪 PE band



资料来源： 、华泰研究

图表14：福耀玻璃 PE band



资料来源： 、华泰研究

家电：中国制造业的底色

中国家电产业链的规模化、成本优势、技术创新优势是中国制造业的底色。且家电制造业的“中国效应”已经以多种方式惠及全球，未来中国家电制造业也具备成为全球创新的推动力的潜力。作为人口最多的国家之一，中国家电业一直走在市场化的最前沿，在制造领域的转型发展也一直走在产业前列，以满足庞大且要求日益高的消费市场的需求。

伴随着中国 GDP 成为全球第二，中国家电市场也逐渐转变为由中国品牌主导，且在不断的产业专业过程中，中国家电企业奋力拓展海外市场，不但以产品征服消费者，同时不断打造全球化品牌，率先成为中国制造的一张“名片”，对于中国家电企业而言，未来不论是发达国家或是其他新兴市场国家，中国家电的高效制造、快速创新可以应用于世界各地，可能会继续强化中国企业的市场份额。

中国家电产品力全球领先，国内品牌主导全球最大的家电单体市场的情况下，未来品牌力有望进行海外输出，或能在更多的领域扩大市场优势。在成本优势逐步形成的过程中，产业链向中国的逐步转移，国内家电产业产品制造能力已经实现全球领先。对比海外复合型家电企业，已经从海外代工进入到全球化品牌发展阶段。国内家电保有量提升及更新量升级支持大家电行业内销量维持个位数的复合增长，海外发展中国家待释放的需求为外销发展提供成长空间，龙头内销份额难再有大幅提升但地位仍稳固，海外品牌输出或成为下一阶段家电龙头的主要成长领域。

图表15：重要全球家电龙头 2022 年收入利润及市值（单位：亿美元），海外龙头全球化收入占比高于国内龙头，且全球品牌影响力较强

	国际家电龙头	收入	净利润	市值	主要产品
005930 KS	韩国三星	2,396.7	434.0	3,055	全球化发展，消费类家电、移动通信、半导体、显示终端等综合类电子产品；其中，消费类家电占比为 20%左右，韩国以外市场收入占比 84%。
066570 KS	韩国 LG	661.9	9.5	126	消费类电子产品、移动通信、空冰洗等白电、汽车零部件等产品；其中，消费类家电占比收入占比为 31%左右，韩国以外收入占比 61%。
6752 T	日本松下	630.3	20.0	273	家电、AVC 网络、电话住宅设备及其、环境方案、汽车电子和机电系统等多元化产品；其中，家电相关产品占比为 38.6%左右，日本以外市场收入占比 61%。
6367 T	日本大金	299.5	19.4	513	主营空调及空调化工产品，日本以外市场占比 83%。
WHR N	美国惠而浦	197.2	-15.2	76	白电、厨电、小家电等，北美以外地区收入占比 41%。
PHIA AS	荷兰 Philips	190.0	-17.1	185	主营医疗保健、个护小家电和照明产品；其中，个护小家电相关收入占比为 20%左右，荷兰以外地区收入占比 97%。
ELUXA ST	瑞典伊莱克斯	129.0	-1.3	34	白电、厨电、热水器、小家电等，欧洲以外地区收入占比 66%。
SK PA	法国 SEB	74.7	3.0	56	专注小家电，拥有不粘锅、压力锅、电熨斗、电饭煲、吸尘器等产品，欧洲以外地区收入占比 59%。
中国家电龙头					
000333 CH	美的集团	494.1	42.4	543	白电、厨电、小家电等，海外收入占比 41%左右。
600690 CH	格力电器	349.8	21.1	281	空调产品、小家电等，海外收入占比 12%左右。
000651 CH	海尔智家	270.7	35.2	290	白电、厨电产品等，海外收入占比 52%左右。

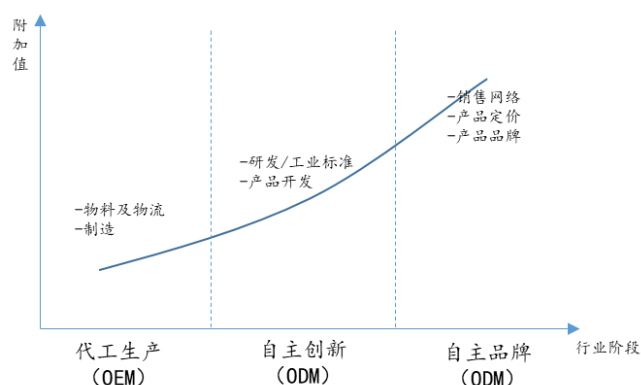
注：日本松下/日本大金使用的为 2022/4/1-2023/3/31 财务年度数据。市值为截止 2023/7/23 数据，海外公司收入及净利润均按照财年汇率折算

资料来源：公司年报、华泰研究

我们观察到，一方面，中国企业正在将产能向外溢出，提升海外本土化能力；另一方面，中国本土出口份额仍在提升，我们认为这意味着中国家电企业的能力不仅仅限于成本优势，而是在于研发、供应链、制造的整体优势，且通过海外区域建厂实现产业能力外溢，提升区域竞争力，未来有望重塑世界制造业格局，并向中国品牌海外发力演进。

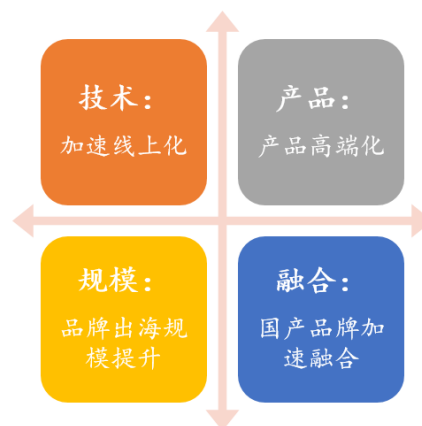
回顾历史，中国家电企业曾经受益于海外先行者的产能外溢，并在中国市场构建起本土优势。从上世纪 70 年代末开始，中国家电制造业不断引进海外技术，并在欧美、日韩已经有强大全球影响力的情况下，向内强化产品实力，向外构建本土化服务及渠道优势，不断取得中国消费者对于产品性价比、产品可靠性、品牌本身的认可，不断占据了中国市场家电消费者的品牌认知与渠道认知，而没有像东南亚国家一样，至今都没有相对竞争力较强的本土品牌。

图表16：国产品牌传统出海历程



资料来源：前瞻产业咨询、华泰研究

图表17：国产品牌出海趋势



资料来源：前瞻产业咨询、华泰研究

如今中国家电产业供应链稳定凸显，且家电制造业通过多年迭代与积累，产品可靠性并不输于海外对手，我们依然看好家电全球化的发展空间，发展中国家是品牌及制造能力出海的首选目的地，而海外发达国家本土渠道仍较难切入，但海外品牌商面临的宏观环境波动较大，未来可能存在更多的品牌并购机会，最终我们希望更多海外消费者能够使用上中国家电能力赋能后的优质产品，因此我们认为疫情后是中国家电企业海外大跨步发展的契机。

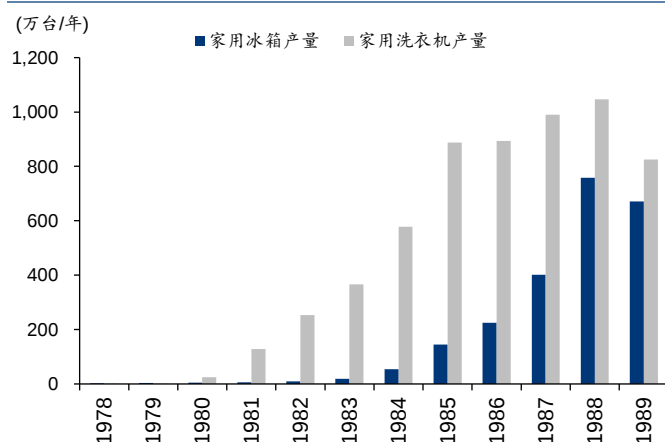
回顾中国家电龙头崛起之路：从技术引进到规模化制造，再到品牌定价权

（1）外资品牌进入期，树立家电标杆

1970年代末到1980年代末，国内家电企业率先进入冰箱、洗衣机行业，但制造能力落后仅具备简单家电产品制造能力，优质产品以海外直接进口为主。其中1976年，广州家电总厂试制全塑洗衣机产品、无锡洗衣机厂试制波轮式套桶洗衣机。1978年1月，国务院设立轻工业部并在组织机构设置上单独成立五金电器工业局，全面支持发展家用电器工业，重点的家电零部件与原材料进口，以及生产线的海外引进。

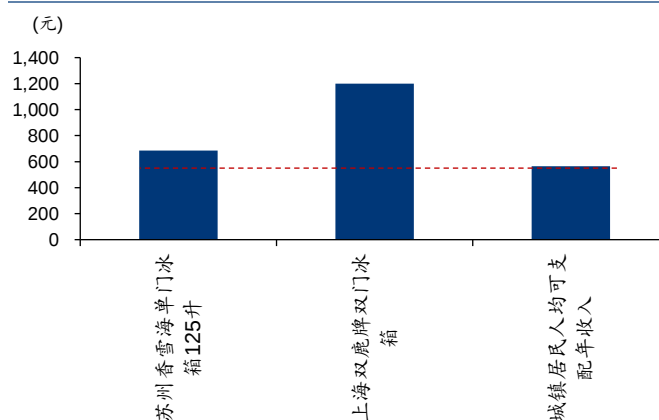
引入海外先进生产技术，建立成本优势，向自主生产与代工制造相结合转型。1983年起，中国开始引进冰箱压缩机的生产技术和设备。1984年，海尔引进日本三洋生产线，开始制造分体式空调。1985年济南洗衣机厂引入滚筒式洗衣机技术。1987年，小天鹅以411万美金从松下引进了全自动洗衣机生产技术。

图表18：冰洗产品产量在1980年代快速提升



资料来源：国家统计局、华泰研究

图表19：1984年，国产冰箱价格高昂



资料来源：中国轻工业出版社《建国60年民生往事》-2009、华泰研究

家电价格高，外资品牌产品树立标杆。根据国家统计局数据，1981 年我国城镇居民平均每百户拥有彩电、冰箱和洗衣机的数量分别仅为 0.6、0.2 和 6.3 台。虽然城市人均可支配收入从 1980 年的 405.0 元提升到 1989 年的 1180.2 元，但家电产品价格依然远超人均收入，其中 1980 年代苏州产的香雪海单门冰箱 125 升售价 685 元、上海产的双鹿牌双门冰箱 1200 元。而进口的日立、东芝等冰箱产品售价更超过 2000 元（甚至需要外汇券才能购买）。

（2）内资厂商代工及积累期，技术与管理的积累与超越

1990 年代-2006 年，家电产业整体开始呈现出供大于求，代工出口不但能够利用国内制造业的相对优势，同时还能出口创汇（国家统计局数据显示 1992 年，家电企业出口创汇达到 5.86 亿美元）。

1990 年代，很多国际著名的家电跨国公司将生产转移到中国，使得中国成为全球家电生产的“大车间”。从美国惠尔浦、开利、特灵，日本夏普、富士通、三洋、松下、日立、大金、三菱，欧洲西门子、伊莱克斯、飞利浦，韩国三星、LG，全球主要家电知名品牌都有在中国生产的产品，或通过中方合资生产，或由中国厂家贴牌生产。

家电行业中以国内空调行业为代表，在技术引进与技术创新同步推进的情况下，空调技术已经接近日本与美国的中端产品水平，同时国产化配套能力提升（国产压缩机、温控器、电机、电控板和遥控器等开始具备自产能力），产业链整体成本与产品质量具备明显优势。

图表20：截止 1995 年家用空调合资厂汇总

序号	合资厂名	中方	外方	计划年产量（万台）
1	合肥达西浦实业公司	合肥江淮空调器公司	美国飞歌公司	120
2	深圳惠而浦兰波有限公司	深圳兰波石化公司	美国惠而浦公司	100
3	上海夏普电器有限公司	上海电视机一厂	日本夏普公司	60
4	富士通将军（上海）空调公司	（独资）	日本富士通公司	60
5	天津 LG 电气有限公司	天津冰箱厂	韩国 LG 电子有限公司	60
6	沈阳华润空调器公司	沈阳空调器厂	日本三洋公司	50
7	广州松下·万宝空调器公司	广州万宝空调公司	日本松下电器公司	50
8	上海日立家用电器公司	上海家用空调器厂	日本日立公司	50
9	特灵-江南（太仓）空调公司	江苏太仓空调器厂	美国特灵公司	50
10	宁波飞达仕新乐有限公司	宁波新乐空调器厂	美国飞达仕公司	50
11	上海豪申开利空调公司	上海空调机厂	美国开利公司	50
12	上海大金协昌空调公司	上海协昌缝纫机厂	日本大金公司	30
13	上海三菱三菱空调公司	上海三菱空调器厂	日本三菱电机公司	50
14	广州三菱重工金羚空调器公司	广东江门金羚洗衣机厂	日本三菱重工公司	50
15	苏州三星电子有限公司	苏州香雪海公司	韩国三星公司	30

资料来源：《制冷技术》199802 期、华泰研究

图表21：空调进出口情况

年份	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
进口（万台）	2.3	1.3	3.5	2.4	11	3	10	12	25	25	20	32
出口（万台）	40	48	85	120	200	250	578	809	1651	2558	2609	2905

资料来源：国家统计局、产业在线、华泰研究

注重日本技术引进，吸收与创新成就空调领导者。1993 年，海尔率先从引入日本变频空调技术，同年与日本三菱重工合资成立中央空调生产基地（三菱重工持股 55%、海尔持股 45%）。通过吸收日本空调技术，海尔空调于 1998 年开始向欧洲市场输出变频空调技术。

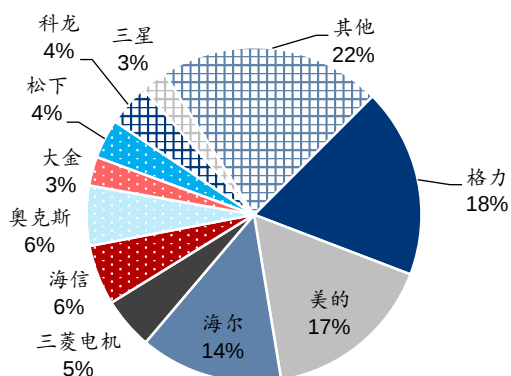
1993 年，美的开始与东芝开展空调技术合作，并引进交流变频技术。1996 年，美的与东芝再次合作，在空调压缩机技术上开始合作。1999 年，美的收购东芝万家乐（东芝持股 60%、万家乐持股 40%，1999 年 6 月，美的受让全部股权，全资控股后更名为美芝），开始具备空调核心零部件压缩机自产能力。同年，美的再次与东芝合作，引进中央空调与商业空调技术。

1994年，三花集团与日本不二工机、三菱商事、日本东方贸易三家日本企业合资成立三花股份，持股比例分别为37%、39%、15%、9%。在初期日方占股较多的情况下，引入日本管理及技术，提升主营业务（包括电子膨胀阀、电磁阀、球阀等产品）精益化生产能力和精细化管理能力，减小于国际领先厂商差距。

（3）国家扶持成长期，龙头企业加速发展

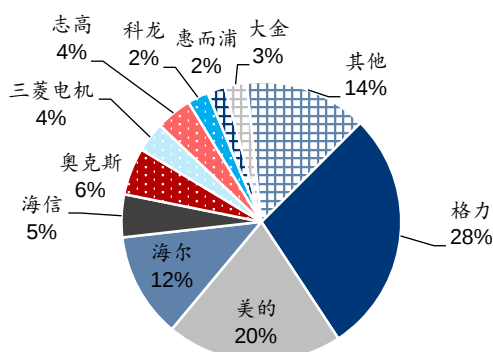
2007-2012年，国内各部门密集推出家电消费相关政策，并以中央财政资金补贴为主，有效促进国内家电品牌销售，龙头企业加速成长。空调行业中，国内龙头品牌持续受益，前三份额从2007年的49%提升至2012年的60%，海外品牌占比持续下滑，2012年零售量占比已经下滑至10%左右。回顾历史，我们再看目前时点，国家政策层面又一次提出刺激家电消费，本次以推动绿色、智能化家电产品消费为主，具备产品布局和技术研发能力的龙头企业有望首先受益。

图表22：2007年空调零售量占比



资料来源：中怡康时代、华泰研究

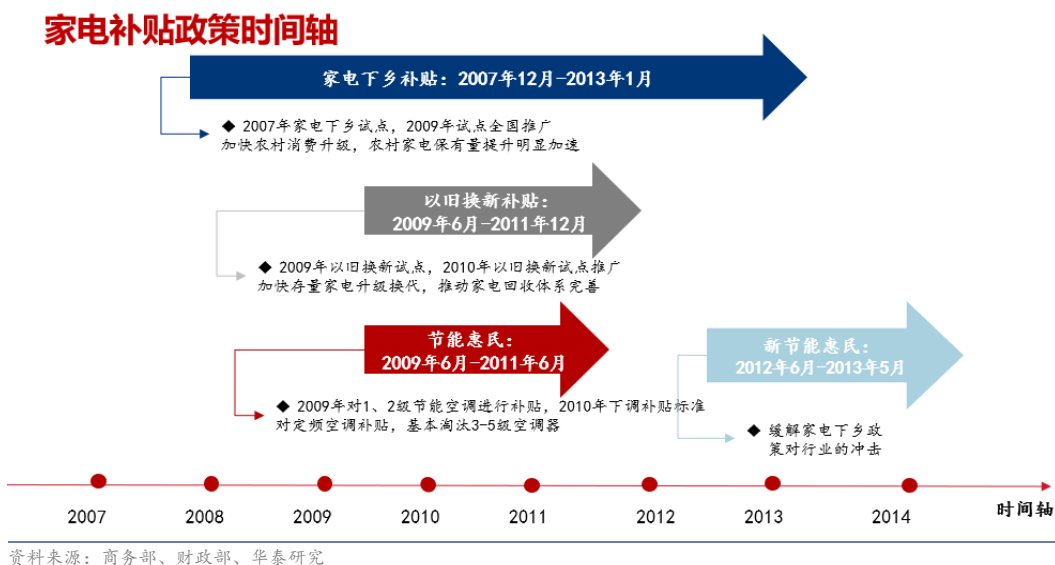
图表23：2012年空调零售量占比



资料来源：中怡康时代、华泰研究

期间家电补贴政策包括：家电下乡（2012年1月部分退出、2013年1月全部退出）、以旧换新（2011年12月退出）、第一期节能惠民（2011年6月退出）、第二期节能惠民（2013年5月退出）等。

图表24：历史家电补贴时间轴，集中于2009-2011年

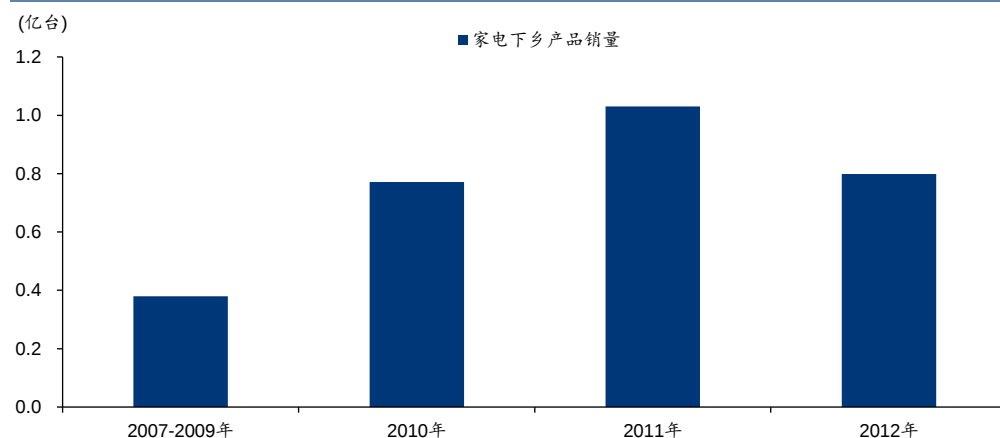


资料来源：商务部、财政部、华泰研究

2007.12-2013.1 “家电下乡”

“家电下乡”政策以 2007 年 12 月（在山东、河南、四川三省及青岛一市试点家电下乡）为开端，并于 2012 年 1 月在试点省市退出，2013 年 1 月各个省市均退出为止。补贴范围以农民为主，2010 年 1 月起国有农场、林场职工也纳入家电下乡政策实施范围。产品也从彩电、冰箱为主，逐步扩大到各个家电品类。

图表25：家电下乡期间各年度销售家电产品量



资料来源：商务部、华泰研究

2009.6-2011.12 “以旧换新”

上一轮家电以旧换新政策从 2009 年 6 月开始，首先在北京、天津等 7 省（直辖市）和福州市、长沙市开始试点。2010 年 6 月，政策实施范围扩大至 23 个省（自治区、直辖市）及新疆生产建设兵团。并于 2011 年 4 月，实施范围扩大至全国。

商务部流通发展司数据显示，2009-2011 年，中央财政累计向各地预拨家电以旧换新补贴资金约 300 亿元，家电以旧换新共回收五大类废家电 8379 万台，拆解处理 6621 万台，回收利用废家电中的钢铁、有色金属、塑料等资源约 97 万吨。

2009.6-2011.6 “高效节能空调推广”

高效节能空调推广分为两个阶段，包括：2009 年 6 月到 2010 年 5 月，补贴标准为 300-850 元区间；2010 年 6 月到 2011 年 6 月，补贴标准区间为 150-250 元区间。

节能补贴利好具备节能技术优势的龙头企业。根据发改委数据，其中 2009 年 6 月 1 日至 2010 年 5 月 31 日期间，22 家企业共推广高效节能空调 1956.2 万台，推广数量前 5 名的企业分别为：珠海格力 606.4 万台、广东美的 465.2 万台、广东志高 151.7 万台、青岛海尔（已更名海尔智家）147.1 万台、宁波奥克斯 118.0 万台。

2012.6-2013.5 “节能惠民”

从 2012 年 6 月起，中央财政对空调、平板电视、电冰箱、洗衣机、热水器五类高效节能家电进行为期一年的补贴推广。

财务部 2013 年 5 月 30 日报道显示，2012 年 6 月到 2013 年 5 月期间，中央财政拨付补贴资金 122 亿元，推广五类节能家电 6500 多万台，拉动消费需求超过 2500 亿元。

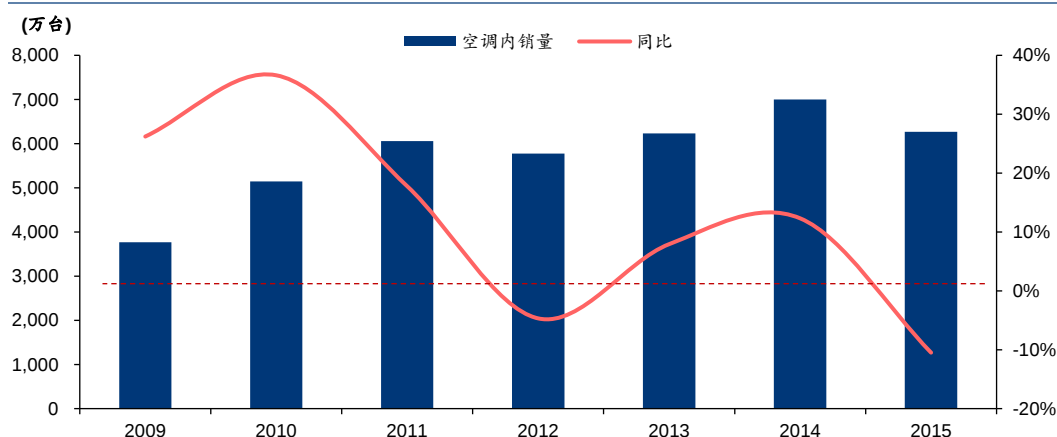
我们再看目前时点，2019 年随着国内对于家电消费的政策性支持正式推出，推动新型绿色、智能化家电产品更新消费，龙头企业有望首先受益。对家电产品更新消费的促进政策逐步落地，有利于稳定地产后周期影响下的家电需求。对于在高清智能彩电、高能效节能产品上有品牌溢价的龙头企业，我们认为影响更为偏正面（有望体现为产品更为质高价廉），同时看好三四线城市及广大农村市场需求释放。且家电产品正阶段性迎来“家电下乡”政策（2007-2012 年）推广产品的更新周期（10 年左右），在居民可支配收入持续稳健增长，且对品牌产品消费意愿提升的背景下，更有品牌影响力的企业或迎来份额提升。

（4）市场化竞争阵痛期，龙头强势地位逐步确立

2013-2015 年，家电行业面临多项挑战，家电刺激政策逐步退出叠加房地产调控施压，终端需求表现疲软，家电企业加大促销力度，份额出现明显波动。以空调市场为例，产业在线数据显示，2012-2015 年空调内销增速明显下滑，2012、2015 年甚至出现内销量下滑。需求减弱，促销力度加大，并在 2014、2015 年去库存阶段空调行业均价下行。龙头品牌格力、美的等凭借强大的品牌力保持终端份额仍稳中有升，中怡康数据显示，2012-2015 年，空调市场 CR6 份额提升 11.9pct（其中，格力提升 3.4pct，美的提升 8.7pct）。

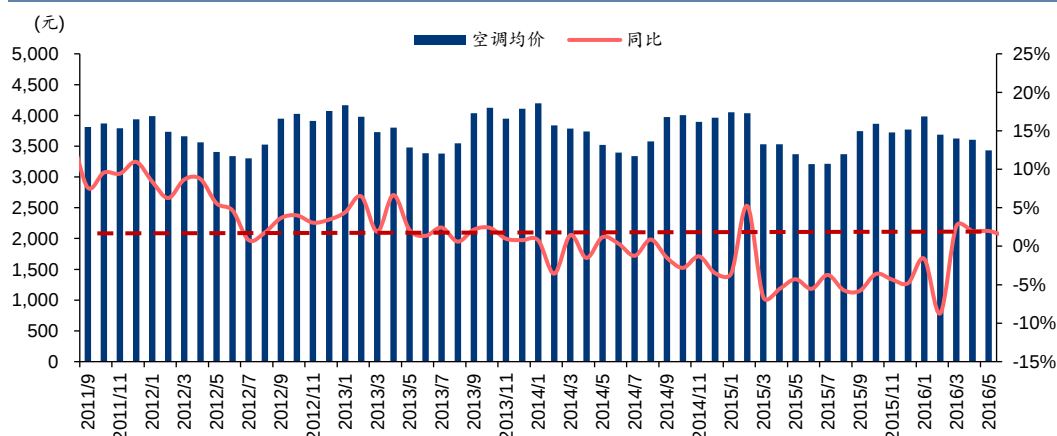
外部压力：一方面，家电补贴刺激政策从 2011 年底开始“以旧换新”、“节能补贴”逐步退出，2013 年 1 月“家电下乡”全面退出，集中补贴导致家电需求出现一定程度透支，需求出现不足。另一方面，房地产市场进入下行周期（地产限购），家电新增需求的拉动不足，同时夏季气温也出现低于平均的情况，直接影响旺季空调需求，空调库存在 2014 年底进入历史高位。

图表26：2012-2015 年空调内销增速明显下滑，2012、2015 年内销量甚至出现下滑



资料来源：产业在线、华泰研究

图表27：2012-2015 年空调均价增速逐步下滑，并在 2014、2015 年去库存阶段空调行业均价下行



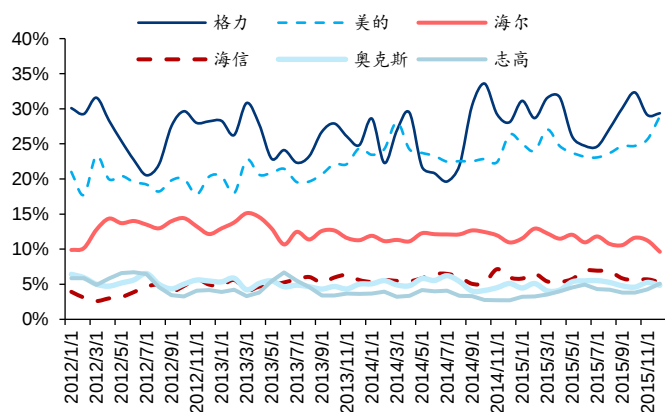
资料来源：中怡康时代、华泰研究

内部压力：

龙头企业存在规模化提升压力，内部出货压力有所提升。2012 年董明珠出任格力电器董事长，并提出 5 年再造格力计划，2012 年格力电器收入规模为 1001 亿元，分解来看每年收入增长目标为 200 亿元左右。

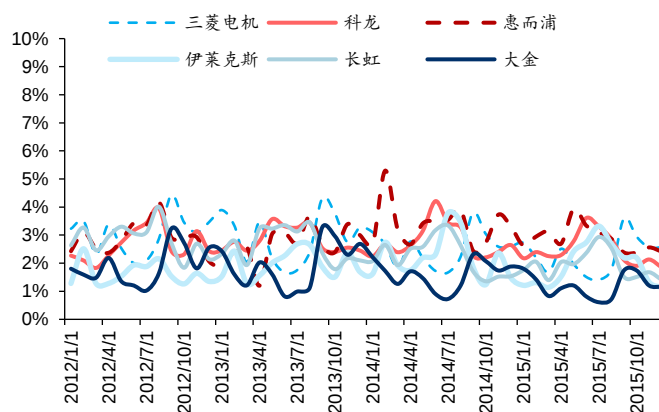
美的 2012 年经历集团组织架构改革，减少管理层级，提升组织效率，同时职业经理人上台，并在 2013 年集团整体上市。龙头企业对于收入、业绩的诉求加大，在行业需求偏弱的情况下，加大市场营销与竞争，提升市场份额。

图表28：2012-2015，空调零售量市场前 6 名份额提升 11.9pct



资料来源：中怡康时代、华泰研究

图表29：2012-2015，空调零售量市场 7 到 12 名份额下降 5.9pct

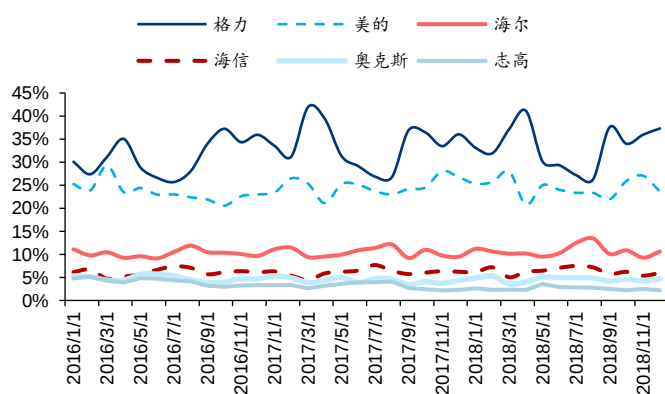


资料来源：中怡康时代、华泰研究

(5) 市场格局形成期，行业红利不断兑现

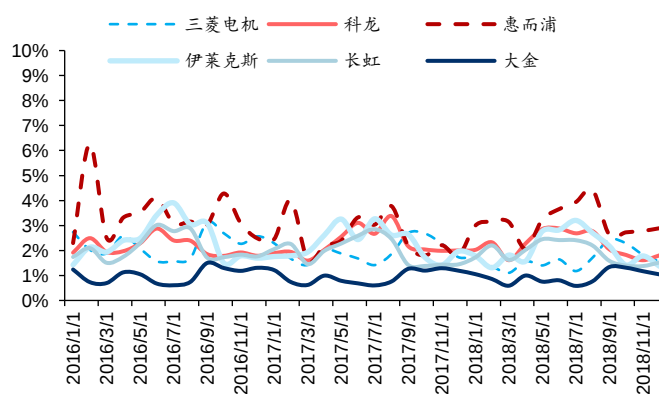
2016-2018 年，空调内销品牌格局已经形成，龙头企业拥有规模经济优势，且自有渠道可控性更强，提升产品盈利能力。虽然份额提升空间有限，但行业规模稳步提升足够支撑龙头发展，同时竞争格局稳定，龙头企业盈利能力实现全球领先。

图表30：2016-2018，空调零售量市场前 6 名份额提升 1.3pct



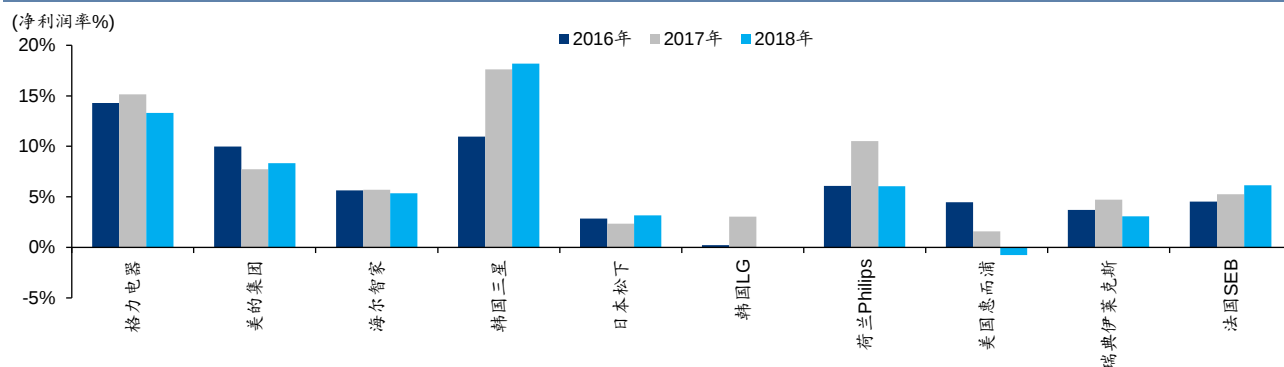
资料来源：中怡康时代、华泰研究

图表31：2016-2018，空调零售量市场 7 到 12 名份额下降 0.3pct



资料来源：中怡康时代、华泰研究

国内家电行业红利不断兑现，龙头盈利能力全球领先。对比全球范围内家电企业净利润水平，除韩国三星涉足上游高科技产业能实现较高水平外，国内家电龙头的优势更为明显。同时，行业赛道中，空调子行业盈利能力更强，拥有定价权企业能够更好的应对市场变化，在竞合博弈中优势更为明显。

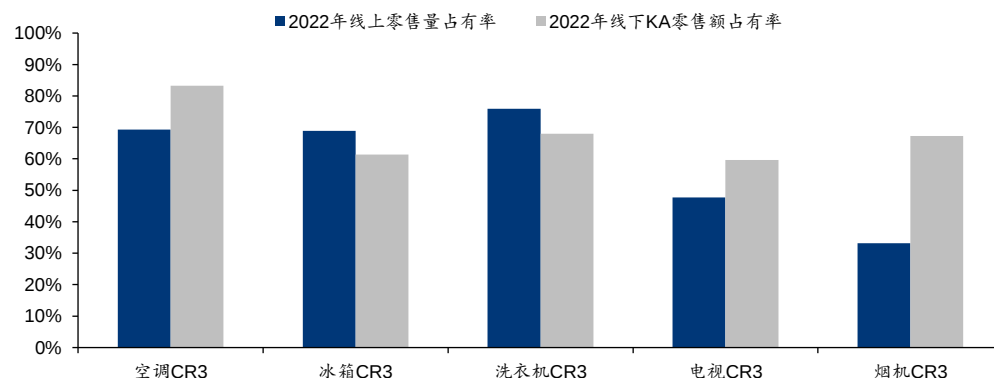
图表32：全球家电横向对比中，除韩国三星拥有较高净利润率水平外，其他均无法达到国内家电龙头水平


资料来源： 、华泰研究

(6) 品牌价值体现期，海外发展提速

2018-至今，国内家电龙头企业已具备产品、品牌实力，随着海外发展中国家需求释放，外销市场成长性仍高，行业海外发展有望提速。国内家电行业经历从海外进口、技术合作到中外合资、外资独资引进，再到海外品牌衰退、部分退出中国市场，中国品牌竞争力随着产能规模、技术进步与居民需求同步增长，其中，2019年海尔第一次入选 BrandZ 最具价值全球品牌 100 强，排名第 89 位，而到 2023 年海尔已经稳居 BrandZ 最具价值全球品牌 100 强，排名第 59 位。

国内市场部分家电领域已经形成了中国品牌占主导的稳态格局，奥维云网数据显示，2022 年空调、冰箱、洗衣机线上/线下 KA 零售额 CR3 均分别为 69.3%/83.2%、69.0%/61.4%、75.9%/68.0%，且除西门子在冰洗线下市场有一定市场号召力之外，前三都为中国品牌。

图表33：中国家电领域主要品类市场集中度高，中国品牌占比领先


资料来源：奥维云网、华泰研究

（一）规模化反哺全球：全球对中国家电产业链依赖程度不断加深

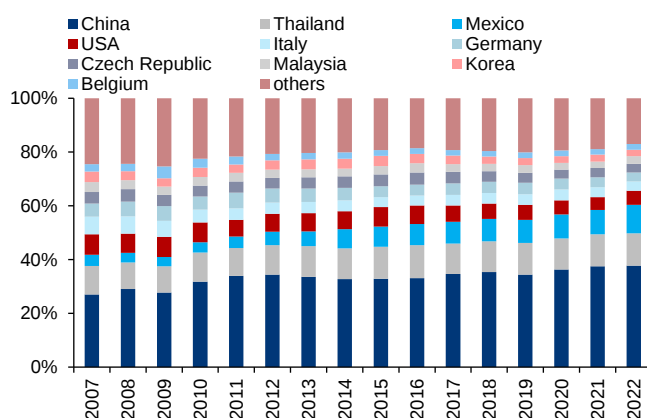
产品端：家电供给继续集中

海外订单加速向中国转移，中国优势家电企业继续强化全球出口优势格局。2015 年以来，由于制造业转移及中国企业的海外本土化运营，部分发展中国家出口份额有所提升（冰箱产品），但中国仍为全球最大的家电制造基地，且大家电出口份额全球领先，并在疫情期间，出口份额进一步强化，根据 ITC 数据，2022 年中国在空调、冰箱、洗衣机、电视全球出口金额份额分别达 36.2%、24.9%、32.2%、36.4%，均处于全球第一，分别较 2019 年提升 3.5pct、2.4pct、3.6pct、2.0pct。

国际金融危机对制造业产生直接冲击，重塑行业格局。国际性金融危机期间，全球经济的不景气导致消费者购买能力的下降，家电行业将出现供大于求的局面，并且由于信贷政策收缩，制造业普遍出现现金流困难问题，承受资金周转压力。最终落后产能被出清，一批实力不强的家电企业被淘汰，例如北美第二大家电零售企业环城百货在 08 年金融危机期间宣布破产。

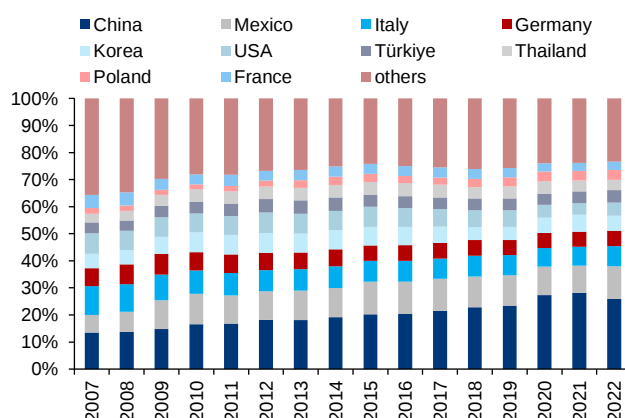
2007-2013 年期间，全球先后经历了国际金融危机、欧债危机，这一时间段正是中国家电企业出口份额快速提升时期。危机期间，欧美、日韩等国家及地区国内及海外需求均出现下滑，中小企业受到重创，部分家电企业因资金周转困难倒闭。中国虽然也面临着对外出口下降的压力，但政府推出家电下乡、地产拉动等政策，通过扩大内需以对抗外销需求衰退，家电企业通过全球产业均衡的方式得以生存发展，同时积极培育中东、非洲等新兴市场，在家电全球格局变化中开始抢占更多市场份额。因此，国际化金融危机导致了家电行业格局的重塑，为中国家电企业的国际化提供了发展机遇。

图表34：2007-2022 年全球空调出口金额份额



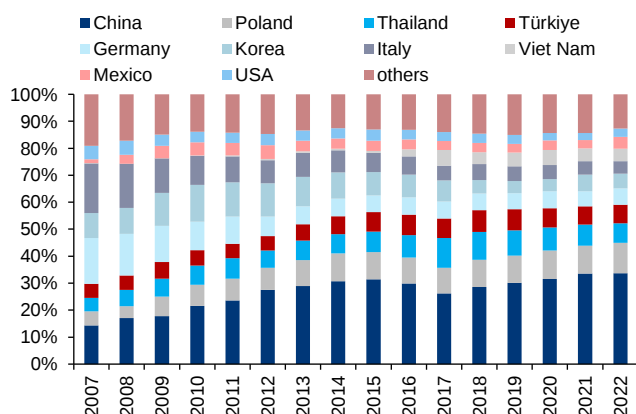
资料来源：ITC 数据、华泰研究

图表35：2007-2022 年全球冰箱出口金额份额



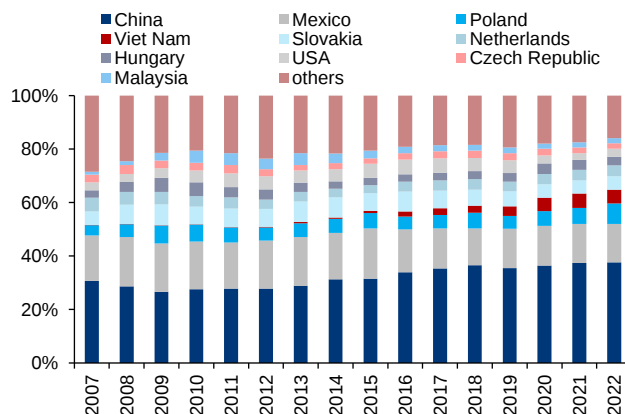
资料来源：ITC 数据、华泰研究

图表36：2007-2022 年全球洗衣机出口金额份额



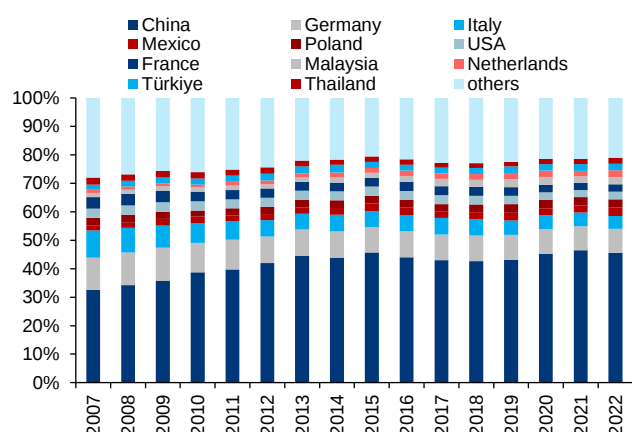
资料来源：ITC 数据、华泰研究

图表37：2007-2022 年全球电视出口金额份额



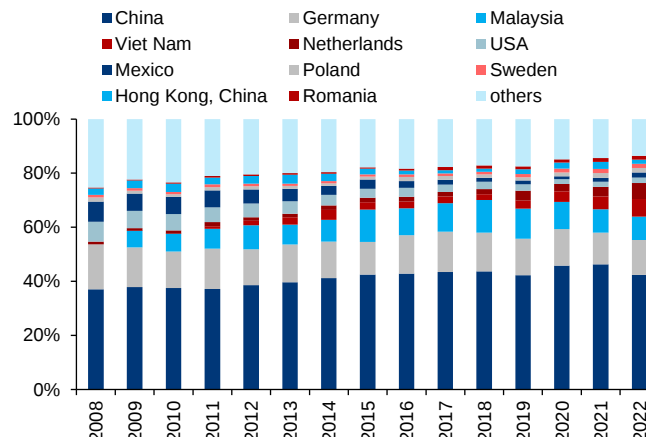
资料来源：ITC 数据、华泰研究

图表38：2007-2022 年全球电热小家电出口金额份额



资料来源：ITC 数据、华泰研究

图表39：2008-2022 年全球清洁电器出口金额份额

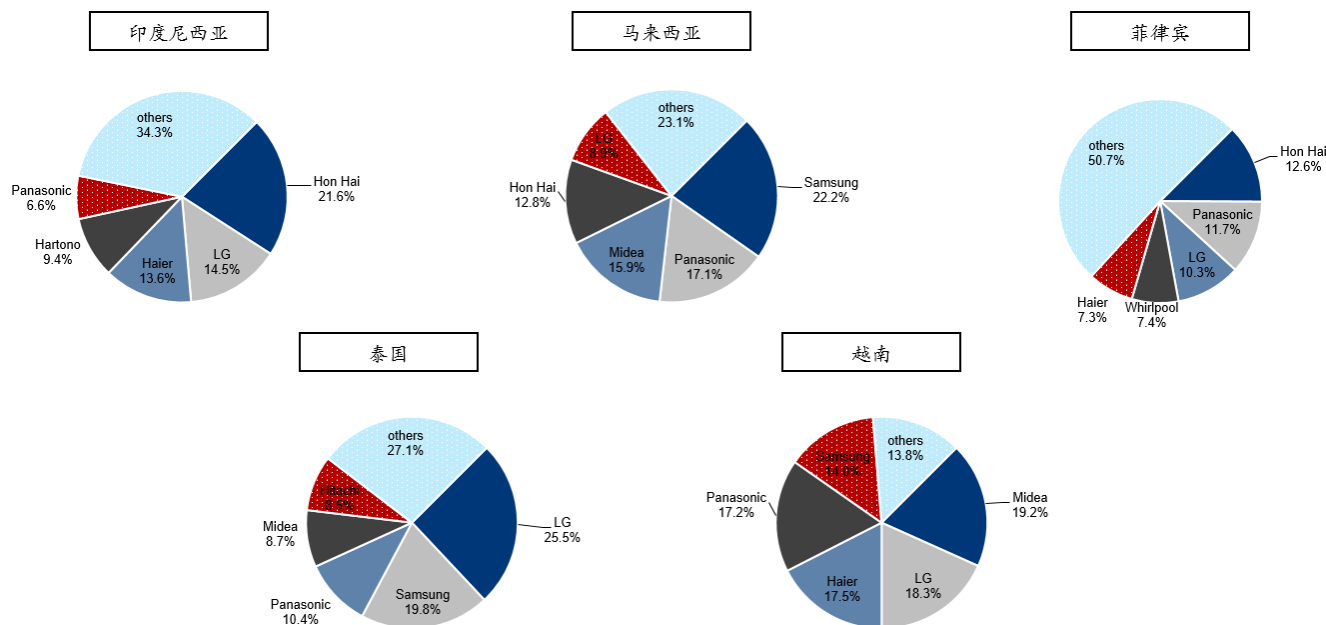


资料来源：ITC 数据、华泰研究

区域端：中国品牌已经入局东南亚主要国家，未来空间依然充足

洗衣机产品，东南亚地区日韩企业布局较早，传统优势明显，中国企业不断赶超卡位。在东南亚主要国家（印尼、马来西亚、菲律宾、泰国、越南）洗衣机市场，三星、LG、松下、鸿海（收购日系 sharp）份额较高，中国企业通过产能输出及海外并购不断提升份额，其中印尼洗衣机市场中，海尔零售量占比已经提升至 13.6%，排名第三，过去 5 年中，份额提升 1.6pct。美的通过收购东芝白电业务，在越南成为最主要的洗衣机市场参与者。

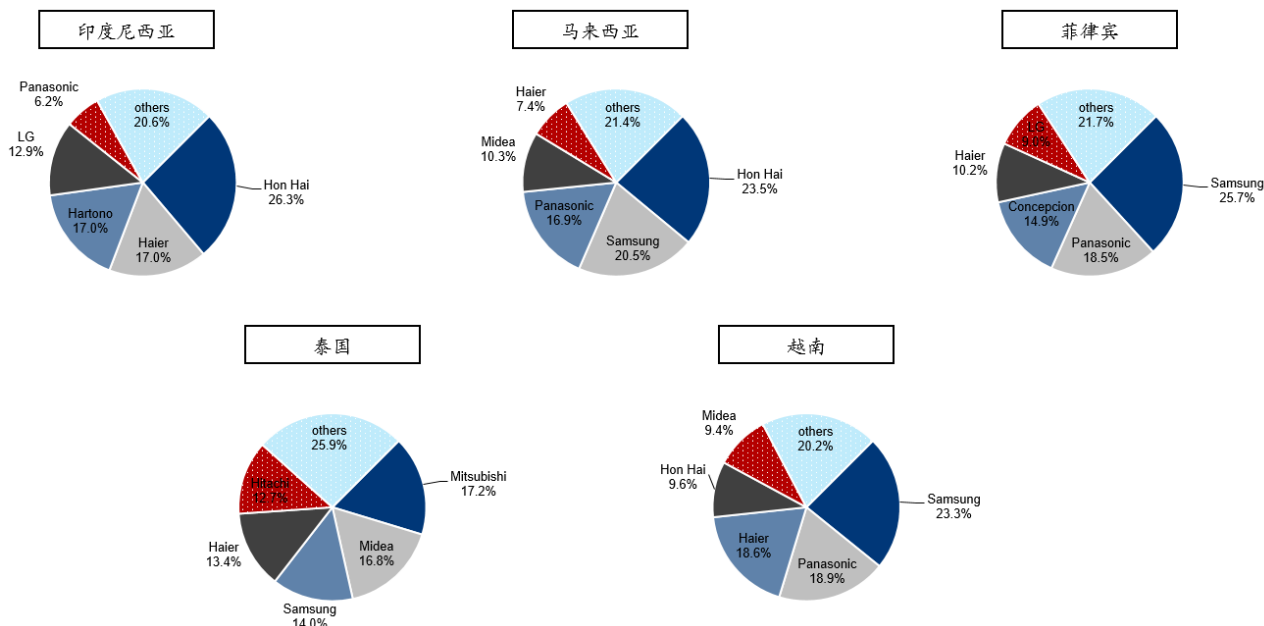
图表40：2021 年东南亚主要国家洗衣机企业份额（零售量占比）



资料来源：欧睿数据、华泰研究

东南亚地区冰箱格局与洗衣机类似，日韩企业布局早、仍有明显优势，中国企业海尔、美的进步较快。在东南亚主要国家冰箱市场上，鸿海（收购日系 sharp）、三星、松下、LG 份额较高。其中，海尔在东南亚 5 国中均已经成为市场前五。美的通过收购东芝白电业务，在泰国、马来、越南成为重要的冰箱市场参与者。

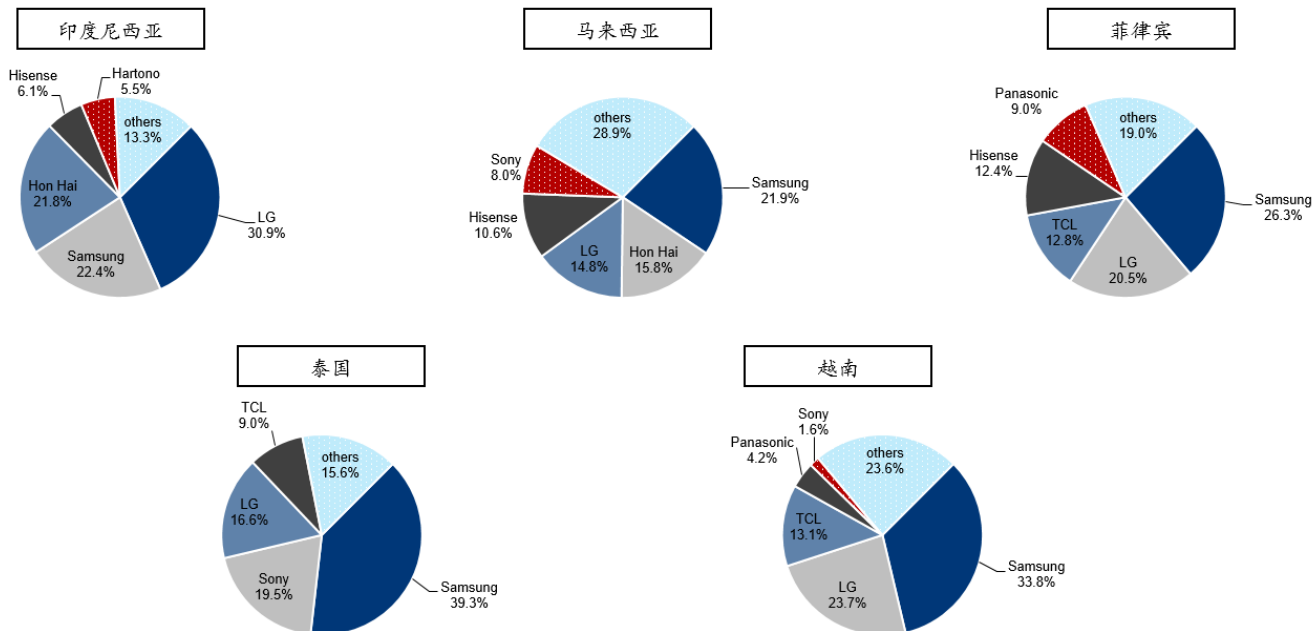
图表41：2021年东南亚主要国家冰箱企业份额（零售量占比）



资料来源：欧睿数据、华泰研究

东南亚地区韩系电视份额优势凸显，中国企业海信、TCL 引领变局。在东南亚主要国家电视市场上，三星、LG 份额较为领先，鸿海（收购日系 sharp）、松下、索尼在部分市场仍有较强竞争力。中国企业中，海信、TCL 有区域布局，海信通过收购东芝黑电业务在印尼、马来、菲律宾中成为市场前五，TCL 则在泰国、越南份额较高。

图表42：2021年东南亚主要国家电视企业份额（零售量占比）



资料来源：欧睿数据、华泰研究

品牌端：品牌红利，把握结构性机遇

品牌竞争从单一产业链维度，拓展到生态圈维度。品牌天然自带流量属性，且其代表着一种认知和一种圈层，意味着品牌协同能够降低曝光成本同时更为精准识别客户群体，同时品牌还能够内容、影响力及产品溢价等多方面赋能消费产品，提供更多附加价值。同价高质的品牌商品受到青睐，品牌内涵对于部分消费者而言，能够有效提升产品内在价值，这一趋势中，中国家电制造企业通过获得海外优质品牌授权，充分利用品牌在产品创新设计、拓展客群、提高营销效率、丰富产品内涵等方面的多重优势，快速在新消费市场获得消费者的认可度，在实践中被不断验证中国制造+优质品牌的成功路径。

新宝从初期代理摩飞品牌，到收购摩飞品牌，走出了海外品牌中国化的，并进行海外输出的成功路径。2017年，新宝获得了摩飞商标使用权，成为摩飞在中国的独家代理。摩飞是英国老牌小家电企业，产品定位中高端。摩飞于2013年进入中国市场，由于缺乏中国市场运营经验，销售表现平淡。2017年，新宝成为独家代理后，负责摩飞产品在中国市场的本土化设计制造及运营，在新宝的助力下，摩飞产品销售收入不断增长，根据公司年报，2021年收入约为16.6亿元（22年公司未披露摩飞品牌具体收入）。并于2023年新宝完成对摩飞公司持有的在中国境内及英国、爱尔兰、新西兰和澳大利亚的Morphy Richards（摩飞）商标和专利等资产的收购，新宝的经营模式也逐步转变为OEM/ODM出口+品牌运营多业态发展的模式，未来通过直接洞察、接触海外市场消费者的需求，参与海外市场具体运营，研发生产更多符合海外市场需求的产品，不断扩大海外市场销售规模。

德尔玛通过获得飞利浦商标使用权，有望分享品牌红利，释放产品内在的能量，促进产品销售、提升产品利润、促进匹配的传播、降低推广成本，提高消费者认知。2018年，德尔玛获得飞利浦净水器、饮水机、滤芯、热水器等品类的商标许可权，后续获授权的品类逐渐增加至坐便器、水龙头、淋浴器、电子干手器和毛巾器、便携按摩器。飞利浦品牌代理许可期限为20年。受益于品牌化线上推广及本土化产品研发设计，飞利浦品牌授权产品的营收从2019年的3.09亿元提升至2022年的16.18亿元，复合增速达到85.4%。且通过飞利浦体系与德尔玛体系的深度融合，公司实现了产业能力的跃迁，未来行业发展潜力再度提升。飞利浦具备全球化品牌属性，助力公司线下成长及海外扩张。一方面，飞利浦为全球最大的电子品牌之一，在海外享有较高的品牌知名度。飞利浦在便携按摩器类产品的商标授权涵盖大中华区、澳大利亚、新西兰、越南、印度尼西亚、新加坡、马来西亚等地区，在水健康类的授权范围也涵盖全球多地。凭借飞利浦的全球品牌优势，叠加自身积累的供应链优势，我们继续看好公司的产品快速打入不同国外市场，实现品牌出海。

图表43：新宝对摩飞国内产品进行了大量创新



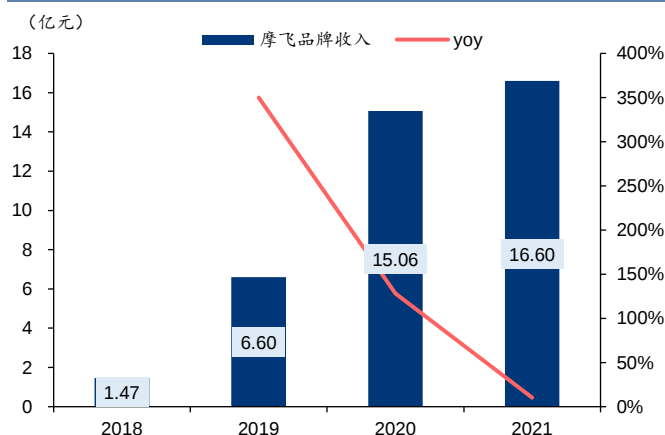
资料来源：摩飞官网、摩飞京东自营旗舰店、华泰研究

图表44：德尔玛获飞利浦授权后的典型产品



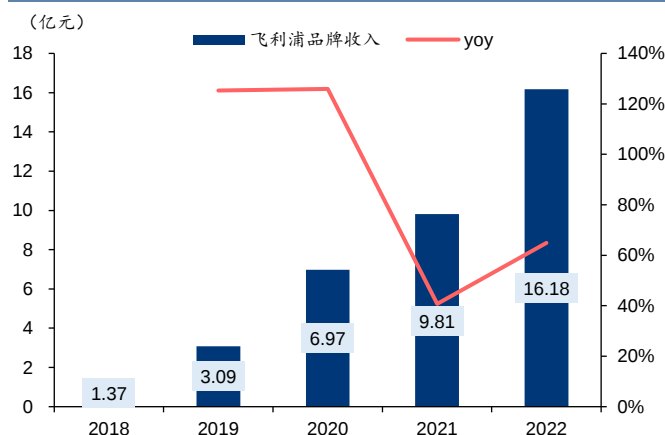
资料来源：德尔玛招股书、华泰研究

图表45：新宝旗下摩飞收入表现



资料来源：公司公告、华泰研究

图表46：德尔玛旗下飞利浦收入表现



资料来源：德尔玛招股书、华泰研究

（二）成本管控构建竞争优势

中国企业以成本优势打开全球市场，未来仍有望把握产能出海的机遇。中国家电制造业可以追溯到上世纪80年代，彼时处于起步阶段，技术水平薄弱，尚无能力与国外品牌竞争，海尔、海信、长虹、美的等家电企业在此阶段成立。90年代，随着市场日益开放，得益于廉价的劳动力和原材料供给，中国家电制造企业大多以代工模式为国外品牌生产产品，以成本优势打开市场，并通过持续的研发投入、产业链一体化，逐渐走出了数家世界级家电制造龙头，也成为国内市场化程度较高的行业之一。

基于成本及目标市场考量，家电企业随着全球产业转移浪潮，欧美、日韩企业不断将工厂、研发中心向发展中国家转移，瞄准庞大的消费市场及更有优势的人工成本，以及具备区位优势的地区。中国企业曾经构建起来的成本优势面临挑战，我们认为各家电产业仍有望利用中国产业链一体优势，并结合海外人力成本优势，以产能出海，以中国管理赋能海外产业，并强化海外本土组装能力，继续巩固中国家电制造产业成本优势。

全球家电龙头企业毛利率对比

中国企业成本管控能力突出，除在小家电领域，由于海外企业往往把控销售环节，并由中国等地企业提供代工，因此，毛利率有较大差异

图表47：家电行业各个领域中国龙头企业及海外企业毛利率对比

子行业	地区	代码	名称	2016FY	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY	2021FY	2022FY
白电	中国	600690 CH	海尔智家	31.0%	31.0%	29.0%	29.8%	29.7%	31.2%	31.3%
白电	美国	WHR US	Whirlpool	17.8%	16.9%	16.8%	17.3%	19.7%	20.1%	15.6%
白电	欧洲	ELUXA ST	Electrolux	20.9%	21.2%	17.3%	16.6%	19.2%	19.1%	13.1%
白电	土耳其	ARCLK TI	Arcelik	33.2%	31.2%	31.8%	32.0%	33.8%	30.0%	29.5%
白电	土耳其	VESBE TI	Vestel Beyaz	16.1%	12.8%	16.0%	12.7%	19.2%	15.9%	15.6%
厨卫	中国	002508 CH	老板电器	57.3%	53.7%	53.5%	54.3%	56.2%	52.4%	50.0%
厨卫	美国	AOS US	AOS smith	41.7%	41.1%	41.0%	39.9%	37.5%	36.8%	34.8%
厨卫	日本	5947 JP	林内公司	32.8%	32.8%	32.0%	32.7%	33.4%	33.0%	32.0%
综合	日本	5943 JT	能率	33.2%	32.4%	31.8%	30.9%	31.5%	32.1%	31.9%
暖通空调	中国	000651 CH	格力电器	32.7%	32.9%	30.2%	27.6%	26.1%	24.3%	26.0%
暖通空调	美国	CARR US	Carrier	-	29.1%	29.4%	29.1%	29.2%	29.2%	27.2%
暖通空调	美国	LII US	Lennox 雷诺士	29.6%	29.3%	28.6%	28.4%	28.6%	28.3%	27.2%
暖通空调	美国	JCI US	江森自控国际	28.0%	31.4%	32.7%	32.3%	33.2%	34.0%	33.5%
暖通空调	日本	6367 JT	DAIKIN	36.1%	35.0%	35.0%	33.8%	34.7%	32.9%	32.1%
暖通空调	日本	6755 JT	富士通将军	29.9%	28.6%	26.4%	27.3%	29.3%	25.3%	21.9%
暖通空调	日本	5946 JP	长府制作所	26.6%	25.2%	24.9%	25.5%	26.0%	24.8%	24.0%
小家电	中国	002959 CH	小熊电器	33.7%	33.1%	32.5%	34.3%	32.4%	32.8%	36.4%
小家电	中国	002032 CH	苏泊尔	30.5%	29.6%	30.9%	31.2%	26.4%	23.0%	25.8%
小家电	中国	300824 CH	北鼎股份	37.1%	40.7%	42.3%	46.8%	51.4%	49.5%	48.7%
小家电	美国	HELE US	Helen of Troy	41.2%	41.5%	41.0%	42.6%	43.9%	43.3%	43.3%

子行业	地区	代码	名称	2016FY	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY	2021FY	2022FY
小家电	美国	HBB US	Hamilton Beach	26.0%	26.2%	21.8%	21.0%	23.0%	20.7%	20.1%
小家电	美国	IRBT US	IROBOT	48.3%	49.0%	50.8%	44.8%	46.9%	35.2%	29.6%
小家电	欧洲	SK FP	Groupe SEB	39.6%	40.0%	39.5%	38.5%	38.3%	38.5%	37.9%
小家电	欧洲	DLG IM	De'longhi	49.1%	49.0%	47.7%	47.1%	49.2%	49.7%	47.3%
小家电	澳洲	BRG AU	Breville Group	32.9%	34.8%	35.7%	34.4%	34.4%	34.3%	34.8%
小家电	韩国	021240 KS	熊津豪威 coway	65.8%	68.3%	67.6%	66.5%	67.8%	65.2%	64.5%
小家电	韩国	192400 KS	福库控股 CUCKOO	37.3%	39.4%	40.3%	41.4%	43.0%	40.1%	36.6%
综合	中国	000333 CH	美的集团	27.3%	25.0%	27.5%	28.9%	25.1%	22.5%	24.2%
综合	日本	6752 JT	Panasonic	29.8%	29.8%	28.1%	28.4%	30.3%	28.4%	26.2%
综合	韩国	066570 KS	LG 电子	24.8%	23.9%	24.6%	24.6%	25.8%	25.3%	24.2%

注：日本企业财年以上年度 4/1 到下一年度 3/31 截止

资料来源： 、Bloomberg、华泰研究

把握全球产能转移的新机遇

如果回到十几年前，中国家电企业所扮演的角色仍是低投入的“制造工厂”，品牌均由欧美日韩企业把控，但在近 30 年的激荡征程中，中国家电企业已经取得了主动权，曾经的代工者如今成为新的产能输出者，且中国制造业智慧将有望重塑全球格局。

以海尔、美的、海信、TCL 等大家电企业为例，海外产能布局丰富，且海尔在全球拥有 30 个工业园、122 个制造中心，在不同的国家均采取三位一体（研发、生产和销售）方式本土化。

2018 年中美贸易摩擦引发的产能仍值得关注。一方面，全球家电企业向东南亚、东欧、墨西哥等地产业转移不容忽视，已经形成了部分具备国际竞争力的产业集群对手，以越南为例，越南制造的门槛比较低，目前阶段仍以代工为主，其产品短期不会构成太大威胁。但在这样的浪潮下我们更应该强化自身，打造更强的产业基础。另一方面，中国企业也在享受产业全球化带来的红利，发掘海外具备人力成本优势或区位优势的地带，深入布局获取更强的竞争优势。

在此背景下，我们认为家电产业全球化的长期趋势不会不变，供应体系追求更低成本和销售体系追求更大市场的趋势也不会变化，但海外重塑本国供应链的压力下，中国企业或加速构建海外本土化的制造及供应能力，依托中国在家电产业价值链（人才、专利、核心零部件、工业数字化等）上的优势，在家电价值链中构建更强的核心竞争力。

除此之外，海外本土化也需要家电企业更深度洞察海外商业环境、用户需求、品牌构建，并切实融入到海外本土文化中，中国企业在这些方面仍任重道远。

图表48： 家电产能转移不完全统计

	泰国	越南	马来西亚	墨西哥	波兰
白电	日系：东芝（空调）、大金（空调）、松下（空调、洗衣机和冰箱）、夏普、日立、三菱 欧系：伊莱克斯 韩系：三星（空调） 中国：美的（压缩机、空调）、海尔	中国：美的、海尔、格力 日系：大金、松下（空调、白电） 韩系：三星、LG	日系：松下 中国：美的、海尔	美系：GEA、惠而浦 欧系：伊莱克斯、博世 西门子 中国：海信（冰箱、空调）、海尔	中国：海尔（电冰箱等） 欧系：伊莱克斯（洗碗机）、博世西门子、惠而浦、Gorenje、candy 韩系：三星（冰箱、洗衣机）
黑电	日系：索尼、松下 韩系：三星、LG	韩系：三星 日系：夏普、索尼 中国：TCL、兆驰	韩系：三星	中国：海信、TCL 日系：夏普、索尼 韩系：三星、LG	中国：TCL、康佳
小家电		日系：松下 中国：苏泊尔、莱克	日系：松下 韩系：福库		

资料来源：各公司官网、新华网、华泰研究

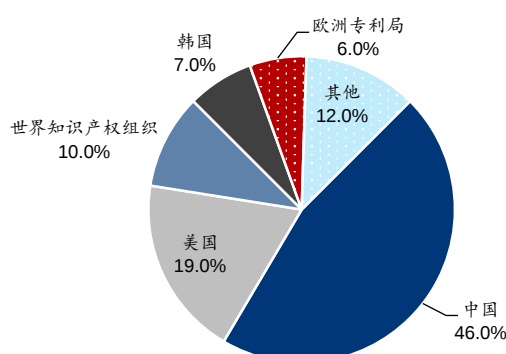
（三）技术沉淀，带动家电产业链优势输出全球

中国家电核心技术与供应链护城河有望巩固产业优势

对中国家电制造业而言，庞大的市场支撑家电企业构建起完整的产业链，同时在历史发展中，积累了充足的家电人才、大量的专利技术和不断优化的家电产业数字化能力。而我们仍看好中国家电企业不断强化核心竞争力，在新的全球化过程中，既可以充分利用好设立海外生产基地所带来的海外本土关税、区位、成本优势，也需要打造更强的技术壁垒，把握住家电价值链中的高利润部分。

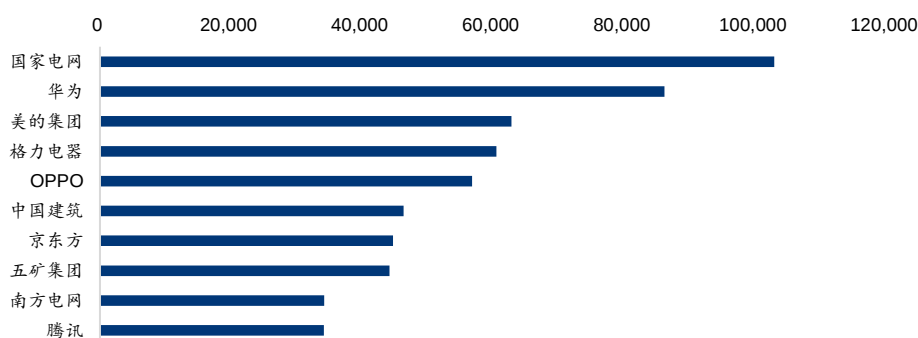
截止 2021 年底，全球智能家电第一大技术来源国为中国，中国智能家电专利申请量占全球智能家电专利总申请量的 46%，中国家电企业中美的、格力专利申请量居于中国企业前列。

图表49：截至 2021 年底，全球智能家电行业技术专利来源分布



资料来源：智慧芽、华泰研究

图表50：中国近五年专利申请总量企业 TOP10（2017-2021）



资料来源：智慧芽、华泰研究

以家电中重要的零部件压缩机为例，在用电设备整体节能化、绿色化、小型化等趋势下，压缩机的能效的提升能够大幅优化家电产品的能效，并减少居民部门的整体电力或能源消耗。中国家电零部件产业龙头不断推动产品创新和专利积累，积跬步以至千里，通过集约式发展，提升构筑于性能、品质及成本竞争力等基础之上的产品综合竞争力。

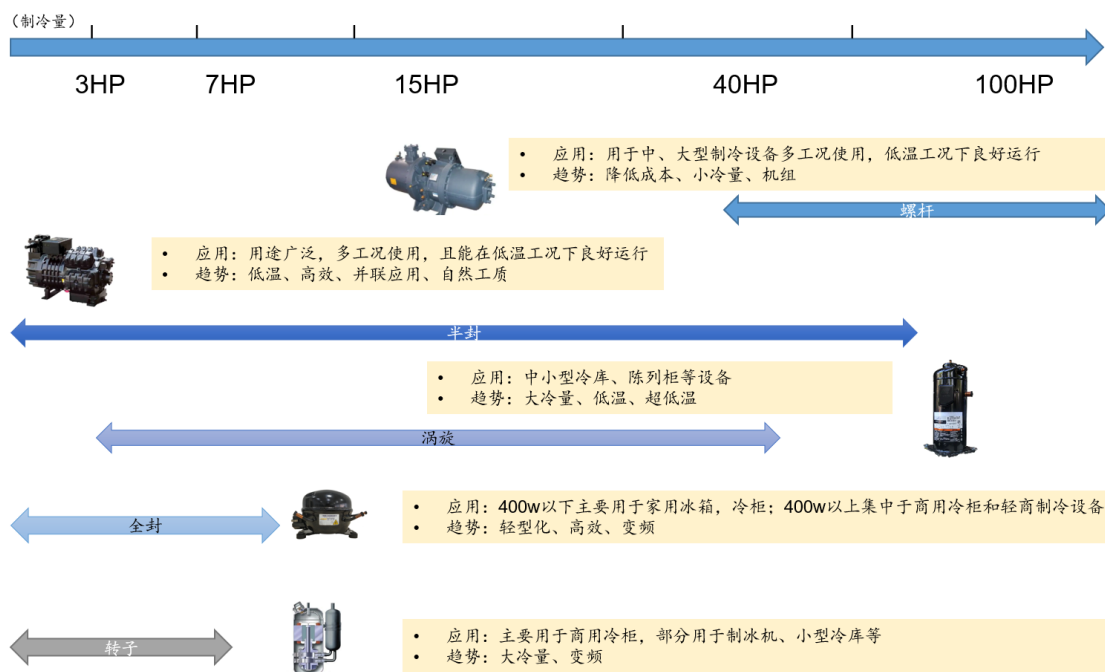
技术不断迭代，中国企业逐步全面覆盖各类家电压缩机品类。中国企业在压缩机产业成长过程中，逐步攻取了半封活塞式（一代）、转子式压缩机（二代）为主的压缩机产品全球份额领导者的市场地位，目前已经实现各个层次的制冷压缩机全覆盖，并已成为全球第二大涡旋压缩机消费市场，有望继续提升涡旋压缩机的全球占比，继续向产品附加值更高的领域提升份额。

图表51：制冷、空调压缩机分类

分类1	分类2	分类3	应用场景	使用投资成本	使用运营成本	生产门槛
容积型	往复式	半封活塞式	小型冷冻冷藏、家用空调、商用空调、热泵	低	高	较低
		全封活塞式	大型冷冻冷藏	中	高	较低
	回转式	转子式	家用空调、汽车空调、冷冻冷藏	低	低	中等
		涡旋式	冷冻冷藏、家用空调、汽车空调、商用空调、热泵	中	中	中等
		螺杆式	商用制冷、中大型中央空调、工业	高	低	困难
速度型	离心式		大型中央空调、工业	高	低	困难

资料来源：制冷网、华泰研究

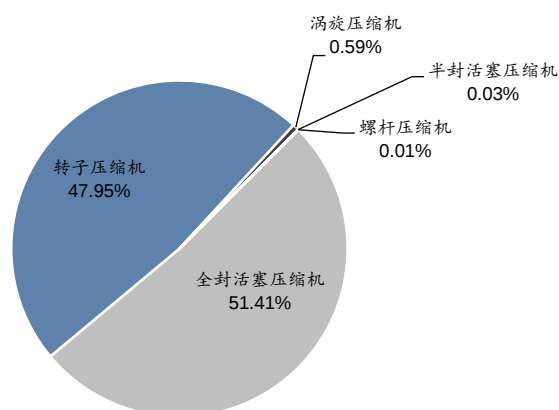
图表52：家电用压缩机冷量及应用场景分类



资料来源：产业在线、华泰研究

全球压缩机市场 2021 年明显复苏，从中国销售数据来看，销量占比最高的仍为全封活塞式及转子压缩机（两者主要应用于家用冰箱冷柜及家用空调等小冷量场景）。

图表53：2021 年中国各个类别制冷、空调压缩机销售量占比

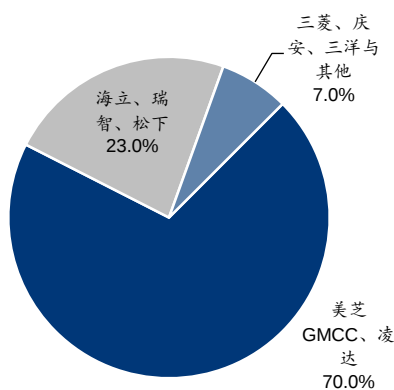


资料来源：产业在线、华泰研究

从各个压缩机品类格局来看，转子压缩机中国企业依托整机品牌的配套优势，实现了较高的市场份额；全封活塞压缩机中国企业也通过资本纽带及整机配套整合了行业资源，份额也较为集中，在技术层面上中外企业已经难分伯仲，但海外企业品牌仍具备一定优势；涡旋压缩机中国企业尚在逐步跟进，但行业领导品牌仍主要为美系、日系企业为主，海外集中度较高；半封活塞机中国企业已经强势切入，逐步与海外企业同台竞争；螺杆压缩机在大型商用及工业领域应用广泛，部分国内独立品牌也实现切入。

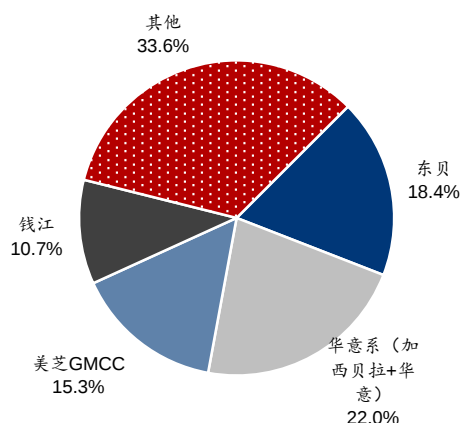
家电产业链一体化及家电产业大发展浪潮下，中国企业在冰箱用的全封活塞式压缩机、空调用转子压缩机均有规模较大的自主压缩机品牌，例如格力旗下珠海凌达属、美的旗下美芝 GMCC、海信旗下上海日立、长虹旗下的长虹华意等，以及配套家电企业成长起来的海立、东贝等。产业在线数据显示，美芝 GMCC、凌达家用空调压缩机销量在全球市场占比均处于领先地位。整体上各类产品上中外企业差异较大，中国压缩机企业产业布局以中小制冷量压缩机为主，海外企业在大冷量压缩机上仍有优势。中国转子、全封活塞压缩机（主要应用于空调、制冷家电产品）产业已经构建起全球竞争力，国内核心企业规模全球领先，产业龙头正在不断向产品附加值更高的领域拓展，提升规模及盈利，同时也在进入中国企业份额不高的领域，不断解决产业链卡脖子问题。

图表54：2020 年全球转子压缩机企业份额（销量占比）



资料来源：华经产业、华泰研究

图表55：2019 年全球转子压缩机企业份额（销量占比）



资料来源：华经产业、华泰研究

中国家电能效技术不断积累，全球表现领先

家电产品整体能耗规模较大，全球不断强化节能要求，更凸显家电节能降耗的重要性，中国家电具备能效技术优势，产业能力有望继续拓展全球增量。为推动绿色节能消费的潜力，1989 年中国开始制定并执行全面等家电能效标准，并要求家电产品粘贴能效标签，通过最低能效标准、自愿认可标签等方式推动了家电产品的能效升级与迭代，并淘汰效率最低的家电产品，不但为中国消费者带来的更大经济和环境效益，同时也让中国企业跻身国际家电能耗领先者之列。

从产品来看，我国空调产品无论在性能、安全、环保还是能效方面，均不输于国外同类产品，且国内企业产业链优势明显，在产品制造端较海外企业拥有成本优势，竞争力日益凸显。

以空调能效等级为例，最新实施的 2019 版标准于 2020 年开始实施，2019 标准在统一定频（2010）、变频（2013）评价标准的基础上，分别制定单冷产品及热泵产品不同的能效评定标准，标准要求接轨国际领先水平。

图表56：空调能效等级实施事件时间表，2019 年版本计划于 2020 年 7 月 1 日开始实施

颁布日期	实施日期	实施情况	编号	主要内容
1989/12/25	1989/12/25	作废	GB12021.3-1989	定频、能效限定值
2000/9/17	2001/4/1	作废	GB12021.3-2000	定频、能效限定值 EER
2004/8/23	2005/3/1	作废	GB12021.3-2004	定频、能效限定值（5 个等级）EER
2008/2/18	2008/9/1	作废	GB21455-2008	变频、能效限定值（5 个等级）SEER
2010/2/26	2010/6/1	作废	GB12021.3-2010	定频、能效限定值（3 个等级）EER
2013/6/9	2013/10/1	作废	GB21455-2013	变频、能效限定值（3 个等级）SEER+APF
2019/12/31	2020/7/1	正式实施	GB21455-2019	定频+变频、能效等级（5 个等级）SEER+APF

资料来源：中国国家标准化管理委员会、华泰研究

对比中国空调能效要求及海外市场能效要求，中国新 1 级能效产品已经高于发达国家欧盟、日本、韩国、美国等地域空调能效要求，大幅领先于发展中国家印度、泰国的空调能效要求，在全球范围内处于领先水平。

图表57：对比中国与海外空调能效水平要求

中国新能效要求	亚洲				欧洲	美洲	中东
	日本	韩国	印度	泰国	欧盟	美国	沙特
1 级能效（APF）	超过日本领跑者计划 APF 要求	超过 1 级能效要求	超过“5 星”能效要求	超过 NO.5 三星要求	制冷超过 A+++级要求 制热达到 A+++级要求	制冷超过能源之星要求 制热超过能源之星要求	达到 A 级能效
2 级能效（APF）	达到日本领跑者计划 APF 要求	达到 1 级能效要求	超过“5 星”能效要求	达到 NO.5 三星要求	制冷达到 A+++级要求 制热达到 A++级要求	制冷超过能源之星要求 制热超过能源之星要求	达到 B 级能效
3 级能效（APF）	/	/	超过“4 星”能效要求	超过 NO.5 一星要求	/	/	达到 D 级能效

资料来源：产业在线、中国国家标准化管理委员会、华泰研究

(四) 产业链能力外溢，家电企业的第二曲线道路

国内家电市场增长有所放缓，家电企业在全球化及多元化维度不断提高自身的增长潜力，其中品牌出海走的更早、更快，目前国内龙头企业通过区域差异化方式，以海尔、美的、海信、TCL 等为代表的家电企业已经在发达国际及发展中国家找到了适合自身的发展路径。除此之外，依托家电产业链能力，多元化拓展也就成了寻找家电主业以外的第二增长曲线的重要方向。我们认为未来中国家电产业链有望惠及更多的产业及消费人群。

2019 年后国内家电市场明显的增长放缓，更加剧了企业对于多元化拓展的诉求，相对来看同为用电领域的新能源领域成为了家用电器能够实现较快拓展的方向，叠加国内促进新能源发展的相关政策不断落地，带动行业快速发展，衍生出了新能源汽车汽零、光伏、储能等多元发展路径。在技术层面，家电企业在光伏、储能领域，并未有在汽车热管理等核心零部件方面类似的技术复用性，但是光伏、储能作为用电器件的上游领域，在渠道、使用场景上具备相似性，纵向拓展也就成为了家电企业重点探索方向。

图表 58：各家电公司在新能源领域的拓展情况

	公司	新能源相关业务	新能源相关收入（2022）	传统主营业务
新能源汽车热管理	三花智控	热力膨胀阀、储液器、电子膨胀阀、新能源车热管理集成组件、电子水泵等	汽零相关业务收入 75.14 亿元 占总收入的 35%	四通换向阀、电子膨胀阀、电磁阀、微通道换热器、Omega 泵等
	海立股份	新能源车用电动涡旋压缩机产品；2021 年 1 月并表海立马瑞利（汽车空调压缩机和汽车空调系统）	汽零相关业务收入 45.71 亿元 占总收入的 25.7%	空调压缩机
	海信家电	2021 年 7 月并表日本三电（汽车空调压缩机和汽车空调系统一级制造供应商）	汽零相关业务收入 90.55 亿元 占总收入的 12.2%	空调、冰洗
	盾安环境	电子膨胀阀，电磁阀，单向阀，电磁截止阀，热力膨胀阀及水泵，多通路水阀，以及商用车电池热管理机组等	汽零相关业务收入 2.0 亿元 占总收入的 2.0%	电子膨胀阀、四通阀、截止阀、电磁阀、小型压力容器、换热器、集成管路组件等
	长虹华意	新能源汽车空调压缩机	汽零相关业务收入 2.1 亿元 占总收入的 1.6%	冰箱压缩机
	东方电热	电动汽车用 PTC 电加热器、电动大巴用暖风机、集成控制水暖 PTC 电加热器等。新能源装备制造。	汽零相关业务收入 2.42 亿元 占总收入的 6.34%； 新能源装备制造收入 14.6 亿元 占总收入的 38.2%	空调用电加热器
	汉宇集团	电子水泵（用于新能源车热管理）、交/直流充电桩、微充系列（微充枪、智能插座、微充网 APP）	-	通用排水泵、专用排水泵、冷凝泵、洗涤循环泵等
新能源汽车其他零部件	莱克电气	汽车电机（暖风机和冷凝器电机）；汽车铝合金压铸件（收购上海帕捷）	-	环境清洁电器
	德昌股份	EPS（电子助力转向系统）电机	汽零相关业务收入 7420 万元 占总收入的 3.8%	ODM/OEM 吸尘器
	奇精机械	发动机零部件、变速箱零部件、工程机械零部件等	汽零相关业务收入 2.3 亿元 占总收入的 12.9%	洗衣机离合器、洗衣机零部件以及其他家电零部件
储能&光伏等	格力电器	2021 年收购银隆新能源，主营钛酸锂核心材料、电池及智能储能系统	-	空调
	美的集团	储能、主驱电机、EPS 电机、热管理（电动压缩机、电子水泵、电子油泵等）	主要控股合康新能源业务收入 2.82 亿元 占合康总收入的 19.8%	空调、消费电器
	德业股份	微型逆变器、组串式逆变器、储能逆变器等	逆变器收入 39.6 亿元 占总收入的 66.4%	热交换器产品（蒸发器、冷凝器）
	创维集团	户用光伏系统	新能源业务收入 119.34 亿元 占总收入的 22.6%	智能电视系统、酷开系统的互联网增值服务
	TCL 电子	光伏系统	新能源业务收入 3.28 亿元 占总收入的 0.5%	电视等
	星帅尔	光伏组件（子公司富乐新能源）、新能源汽车驱动电机、新能源汽车空调压缩机电机（子公司华锦电子、浙特电机）	光伏组件收入 11.2 亿元 占总收入的 57.5%	热保护器、起动机、密封接线柱

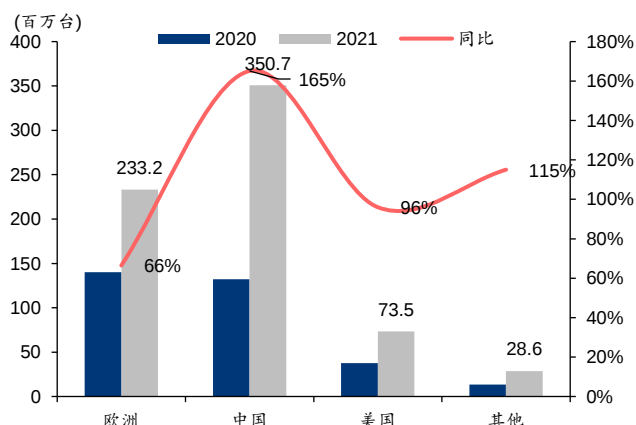
资料来源：各公司公告、华泰研究

汽车电动化浪潮下的家电拓展之路

新能源汽车为重点拓展领域。对比传统燃油车，新能源汽车没有发动机作为热能来源，对热管理要求更高，包括电池热管理、电机热管理等，其中所涉及到的电子膨胀阀、四通阀、PTC 等部件，与家用空调和家电加热器的架构和基本原理一致，新能源车空调和热泵空调系统也与家用空调高度类似，因此技术上的共通性吸引家电企业率先布局新能源汽车零部件。

新能源汽车对于热管理系统的要求更高，整体系统也更为复杂。其中，不同于传统汽车，新能源汽车“三电”系统电机、电池、汽车空调均涉及热管理，且由于整体设计与控制更为复杂，新能源热管理中电动压缩机单车价值约 1500 元，新能源热管理系统整体核心组件价值量约 6410 元（较传统汽车提升 187%），均明显高于传统汽车。

图表59：全球新能源汽车机遇期



资料来源：EV sales、中国汽车工业协会、华泰研究

图表60：2021年新能源车热管理整体价值量更高

传统汽车热管理核心组件	结算价格 (元)	新能源汽车热管理核心组件	结算价格 (元)
散热器	450	电池冷却器	600
蒸发器	180	蒸发器	720
冷凝器	100	冷凝器	200
油冷器	300	热泵系统	1500
水泵	100	电子系统	840
空调压缩机	500	电动压缩机	1500
中冷器	200	电子膨胀阀	500
其他	400	其他	550
合计	2230	合计	6410

资料来源：三花智控可转债募集说明书、华泰研究

车用热管理系统可细分为阀类、热交换器类、空调压缩机、泵类等多个子赛道，其中新能源汽车中，一方面受益于整体热管理系统单车价值量提升，另一方面，汽车空调压缩机在单车价值量占比中也有明显提升。同时中国新能源汽车是未来的新兴产业，未来中国新能源汽车巨头也有望带动汽配相关产品的规模大幅提升，国内配套企业也将明显收益。

新能源领域再拓展

光伏及储能业务也是目前许多家电企业转型的重要方向。随着《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》、《“十四五”现代能源体系规划》等一系列有利于光伏产业发展的政策发布，“碳达峰、碳中和”的目标得到进一步的明确。国家对清洁绿色能源的大力支持，光伏及储能产业作为家电用电的来源方向，成为了家电企业布局的重点方向。

2021年9月，国家能源局发布《整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点名单的通知》，共676个县（市、区）进入试点名单。分布式光伏整县建设项目为整个光伏产业带来大量需求，家电企业一方面存在制造力外溢，另一方面光伏组件销售又可复用家电渠道，供需两端均存在大量的布局机会。

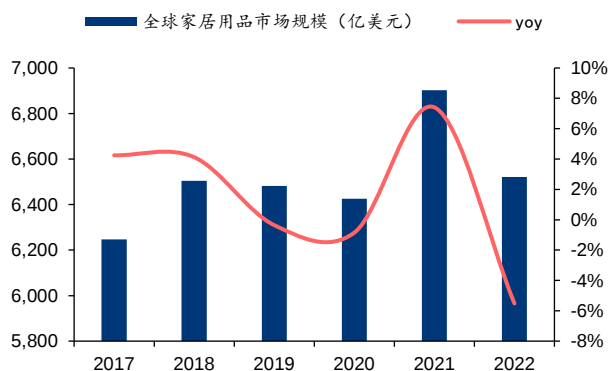
储能也有望从商业需求向居民需求拓展。2022年，国家层面以及地方政府密集出台了众多政策支持储能的发展。2022年3月，国家发改委、国家能源局正式印发《“十四五”新型储能发展实施方案》，从发展方向、支持措施等多方面提出了促进新型储能发展的具体意见。方案提出到2025年，新型储能由商业化初期步入规模化发展阶段，具备大规模商业化应用条件。国内已有近30个省份出台了“十四五”新型储能规划或新能源强制配储政策，配储比例普遍在10%-20%，配储时长1-4小时，将为新型储能的高装机增速“托底”。同时，国内峰谷价差拉大也有望带动国内户用储能需求；此外欧美储能以户用储能为主，能源价格的波动，驱动海外储能大幅增长。

家居：栉风沐雨三十载，中国家居迈向全球

市场概况：全球市场规模庞大，我国为重要家居生产及出口国

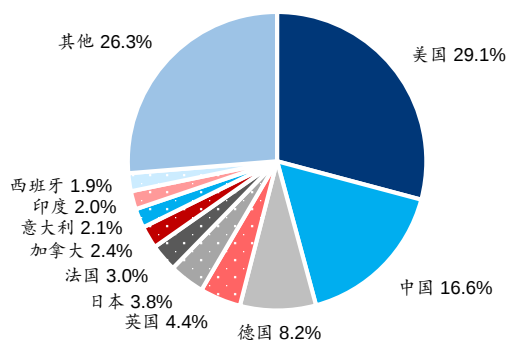
全球家居市场规模庞大，美国及中国为最大家居消费市场。家居消费是居民消费活动的重要一环，经过多年发展，行业整体迈入平稳发展阶段，据 Euromonitor 数据，2017-2022 年，全球家居用品市场规模从 6247.2 亿美元增长至 6521.4 亿美元，年化 CAGR 为 0.86%。分区域看，家居用品消费市场主要集中在美国、中国、日本、以及以德国为代表的欧洲国家，Euromonitor 数据显示，2022 年美国/中国家居用品市场规模分别为 1900.7/1085.8 亿美元，占比分别达到 29.1%/16.6%，分别位列第一、第二大家居消费国。

图表61：全球家居用品市场规模及增速（2017-2022）



资料来源：Euromonitor，华泰研究

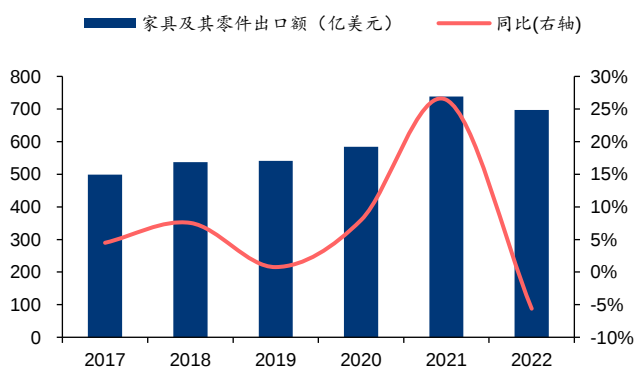
图表62：2022 年各国家居用品市场规模占比



资料来源：Euromonitor，华泰研究

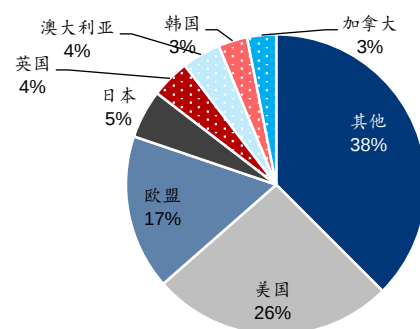
从供给端看，我国是全球领先的家居生产国，制造优势领先。我国现代家居业起源于上世纪 80-90 年代，伴随我国商品房兴起、居民住房条件改善，家居消费需求开始快速崛起；同时借改革开放春风，西方先进制造设备开始引入中国，我国家居制造业开始告别手工打造，进入机械化、规模化生产的工业之旅。时至今日，我国早已成为全球最大的家居生产国之一，供给端，据统计局数据，截至 2022 年底全国规模以上家具制造业企业达 7273 家，生产产品涵盖木制家具、竹藤家具、金属家具、塑料家具、玻璃家具、石材家具及混合材料家具，可覆盖办公/客厅/卧室/餐厅/厨卫/卫浴/户外等全消费场景，2022 年我国规模以上家具制造业企业实现营业收入 7624.1 亿元，实现出口交货值为 1586.1 亿元。

图表63：2017-2022 年我国家具及其零件出口规模



资料来源：，华泰研究

图表64：2022 年中国家具出口市场分区域



资料来源：海关总署，华泰研究

需求端看，我国亦是全球领先的家居消费国及出口国。我国家居需求主要分为内需和外需，根据规模以上家具制造业企业营业收入计算，2022 年家具出口交货值占到家具行业总营业收入的 20.8%。据海关总署数据，2022 年我国家具及其零件出口额同比下降 5.3%至 696.8 亿美元，23H1 出口额同比下降 10.0%至 313.8 亿美元，近年出口额有所缩量主要系：1）海外货币政策收紧下，家居等大宗消费需求阶段性承压；2）前期需求景气下渠道商集中下

单，渠道库存位于高位，下单节奏延缓。展望后续，一方面美国房地产行业释放回暖信号，有望支撑家居终端需求表现；另一方面海外渠道库存持续去化之下，下游客户进入补库阶段，有望带动我国家居出口需求回暖。

详细拆解家居外贸需求可知：1) 分区域看，美日欧等发达国家为我国家居重点出口对象，据中国海关总署披露，2022 年我国家居等产品对外出口的国家及地区前四位分别为美国、欧盟、日本、英国，合计占比超 50.0%，其中美国仍为我国家居出口最大贸易伙伴。**分品类看**，沙发、床垫等成品家居是我国家居出口核心品类，海关总署数据显示，2022 年沙发出口规模达 165.62 亿美元 (yoy-13.9%)，床垫出口规模达 104.29 亿美元 (yoy-6.0%)。头部家居企业中，2022 年顾家家居外销收入（主要为皮沙发和功能沙发，部分为床垫）达 70.34 亿元，占总收入的 39.1%；梦百合外销收入（以记忆棉床垫、电动床等为主）80.17 亿元，占总营收的 84.8%；恒林股份外销收入（以办公椅为主）为 65.15 亿元，占总收入的 76.1%。

图表65：国内主要家居企业出口现状

主要企业	2022 年营业总收入 (亿元)	外销收入 (亿元)	外销收入占比	主要外销区域	主营产品品类	简要介绍
顾家家居	180.10	70.34	39.1%	美洲、欧洲、亚非等	沙发；软床及床垫；配套产品；定制家具；红木家具；餐椅等	境外销售主要采取“ODM+经销+直营”的销售模式
敏华控股	214.97 亿港元	79.32 亿港元	36.9%	北美、欧洲、美国、加拿大等	沙发；床垫；板式家具；海绵；家具配件等	集团为亚洲装饰装修类上市企业市值最大的企业之一，总部位于香港，在美国、英国、中国大陆等全球核心经济区域和城市设有多家子公司、分公司及关联公司
匠心家居	14.63	14.47	98.9%	美国、加拿大、澳大利亚、法国、意大利、越南等	智能电动沙发（抬升椅、智能电动躺椅、组合沙发）；智能家具配件；智能电动床等	公司自 2002 年成立以来一直以外销为主，主要出口地区为美国，主要客户群体为国际知名家具企业
梦百合	80.17	67.95	84.8%	北美洲、欧洲、美国等	记忆绵床垫；沙发；卧室用品；电动床；记忆绵枕；餐椅等	公司主要为欧美等境外记忆绵家居品牌商、贸易商提供 ODM 产品，收入以外销为主
麒盛科技	26.63	24.00	90.1%	北美	智能电动床；民用户具-床垫；配件及其他等	公司主要通过美国子公司奥格莫森美国将产品销往北美市场，境外销售主要采取“床垫厂商合作+零售商合作+网络销售”的销售模式，目前与全球知名公司舒达席梦思 (SSB)、泰普尔丝涟 (TSI)、好市多 (COSTCO) 建立了长期稳定的合作关系
喜临门	78.39	11.38	14.5%	日本、澳大利亚等亚太地区国家	民用户具（床垫、软床及配套产品、沙发）；酒店家具；影视剧销售	国内市场是公司的主要销售市场，国外销售业务主要是对宜家、宜得利公司等客户的 OEM 业务，最终产品的销售区域主要集中在日本、澳大利亚等亚太地区国家
永艺股份	40.55	32.09	79.1%	北美、欧洲、亚洲等	办公椅；按摩椅椅身、沙发及休闲椅；功能座椅配件；其他（配件）等	公司办公椅以自营出口为主，以专业展会为主要营销平台，主要采取 ODM 和 OEM 的方式向北美、欧洲和亚洲等市场销售，主要客户为境外大型办公家具零售商、渠道商、制造商及系统集成商（如 Staples、Office Depot、OSP、IKEA、Metro、BURO、NITORI、ITOKI、Hanssem、HNI 等众多国际企业，以及按摩椅制造商大东傲胜）
恒林股份	65.15	49.57	76.1%	欧洲、亚洲、美洲、非洲、大洋洲	办公椅（皮椅、网椅、办公椅-其他）；沙发（电动功能沙发、手动功能沙发、非功能沙发、按摩功能沙发）；板式家具；按摩椅（智能办公驱动系统、沙发按摩椅、常规按摩椅、动感座椅）等	公司是国内领先的健康坐具开发商和目前国内最大的办公椅制造商及出口商之一，与全球知名企业 IKEA、NITORI、Office Depot、史泰博 Staples、Source ByNet、Home Retail、麦德龙 MGB 建立了长期稳定的合作关系
乐歌股份	32.08	29.19	91.0%	北美洲、欧洲、亚洲、大洋洲、非洲、南美洲、印度等	人体工学工作站、人体工学大屏支架等	境外发达国家人体工学家居产品市场应用更为成熟，因此公司产品主要销往境外市场。境外线下销售客户主要为长期合作的境外品牌商、大型连锁零售商、批发商，采用 ODM 销售为主

注：敏华控股收入单位为亿港元，其余为亿元人民币；

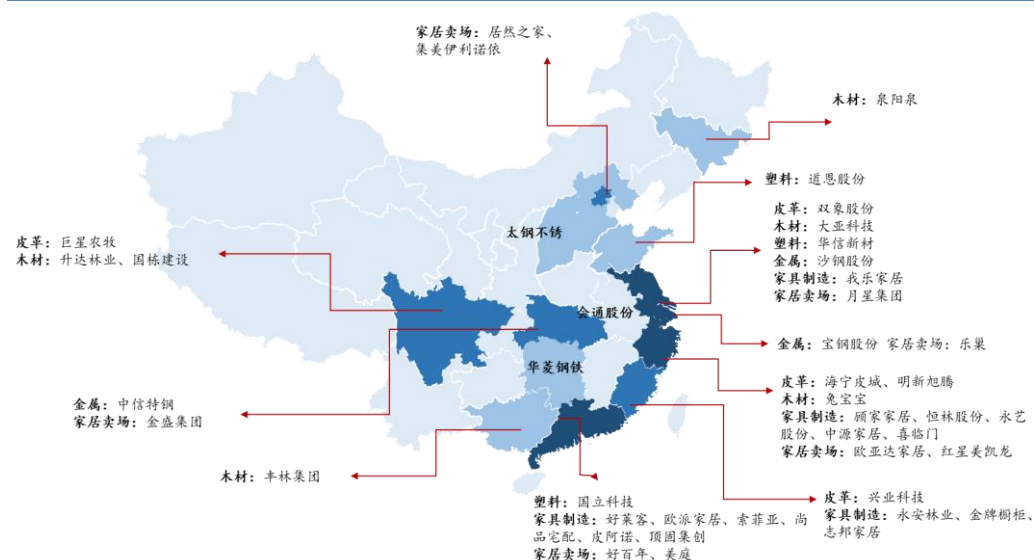
资料来源：各公司公告，华泰研究

潜力剖析：制造为基、模式优化、产业升级，助力家居出海拓新机

制造为基：制造优势持续夯实，打好出海基础

发挥产业集群优势，充分竞争又互有协同，做大制造优势。我国家具行业经过多年发展，目前已形成珠三角、长三角、环渤海、东北、中西部五大家具产业集群，产业集群内人才集中，劳动力资源丰富，制造业基础较好，形成一大批成品家具制造中心，例如杭州沙发、安吉办公椅、绍兴床垫、衢州木门、永康入户门等，产业集群内市场主体充分竞争又互有协同，共同做大市场，增强国内产品国际竞争力。

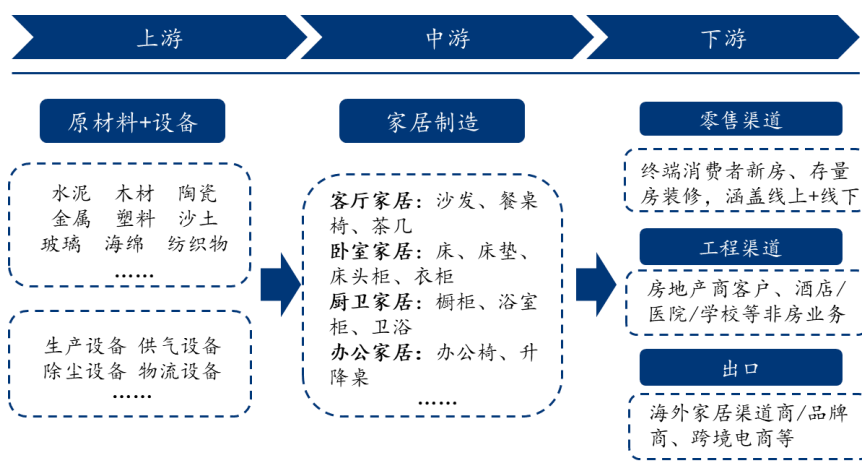
图表66：我国家居行业代表性企业分布图



资料来源：前瞻产业研究院、华泰研究

供应链健全完备，奠定长足发展基础。家具行业生产原材料品类较多，所需设备各有不同，供应链复杂度较高。原材料方面，主要包括木材、金属、塑料、玻璃、海绵、纺织物等；机器设备方面，主要包括生产设备、供气设备、除尘设备、物流设备、辅助设备等。我国供应链健全完备，在原料及设备领域基本能够实现自给自足（除个别高精度设备尚需进口），健全完备的供应链能力为家具产业的发展奠定长足基础。

图表67：家居产业链上下游分布情况



资料来源：华泰研究

模式优化：产品结构及商业模式有望迭代升级

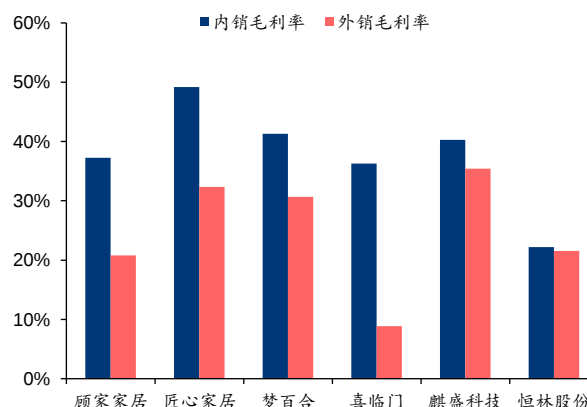
外贸商业模式转型，从低附加值产品向高附加值产品、自主品牌模式升级迭代。目前我国家居出口企业主要的商业模式为 OEM 和 ODM，在产业链中主要承担生产加工环节和少部分设计职能，仅赚取低廉的加工制造费用，利润率本身不厚。据各公司年报，2022 年顾家/匠心/梦百合/喜临门/麒盛/恒林内销毛利率分别为 37.3%/49.2%/41.3%/36.3%/40.3%/22.2%，外销毛利率分别为 20.8%/32.4%/30.7%/8.8%/35.4%/21.6%，易见外销毛利率明显低于内销毛利率。展望后续：1）一方面，通过借助跨境电商新风潮、收购海外家居零售品牌或渠道等方式，国内家居企业出海有望从传统代工模式向品牌输出进行转型；2）另一方面，产品结构有望升级，出口产品有望从同质化严重的低附加值产品向高附加值、高竞争壁垒的商品类目进行品类拓展，助推产业结构升级。

图表68：OEM、ODM、OBM 商业模式对比

模式	特点	毛利率
OEM	制造厂商没有自主品牌、渠道销售，而是接受品牌厂商的委托，依据品牌商提供的产品样式生产制造，并销售给品牌商。	低
ODM	制造商接受品牌厂商委托，按其技术要求承担部分设计任务，生产制造产品并销售给品牌商。	中等
OBM	制造商拥有自主品牌，自主设计、制造产品，拥有完整业务链。	高

资料来源：立鼎产业研究网，华泰研究

图表69：2022 年家居企业内/外销毛利率

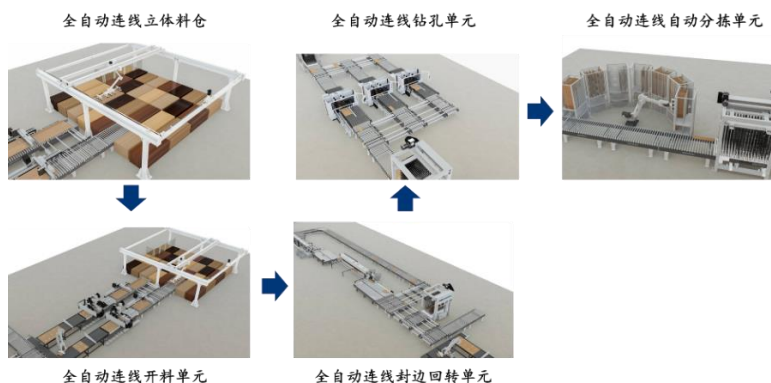


资料来源：公司公告，华泰研究

产业升级：加快数字化转型，迎合绿色化大潮

家居产业数字化升级，降本增效高质量发展。伴随工业互联网、AI+等技术发展与应用，传统家具产业迎来工业转型升级契机。2022 年工信部、住建部、商务部、市场监管总局四部门发布的《家居产业高质量发展行动方案》要求，围绕研发设计、计划调度、生产作业、仓储配送、质量管控、营销管理、供应链管理等重点环节，推进 5G、工业互联网、智能制造等技术在家具生产领域的深度应用，助力家具出口企业实现需求敏捷感知、敏捷供应、精益生产、精细管理，打造柔性供应链。当前，国内头部家具制造企业已陆续开展工业 4.0 探索，引入工业机器人、自动化产线等升级生产设备、优化生产流程。据各公司公告，欧派家居/索菲亚/志邦家居/金牌厨柜等国内头部定制企业、顾家家居/慕思股份等国内头部软体企业近两年均有智能工厂改造项目进行或规划中，已完工投产的工业 4.0 工厂在生产效率、质量控制、成本控制上表现优秀，明显领先于传统工厂，有效实现降本增效，增强产品国际竞争力。

图表70：定制家居智能工厂示意图



资料来源：星辉数控、华泰研究

迎合“双碳”绿色发展趋势，提升国际竞争力。家具产品作为居家生活的重要组成部分，消费者及品牌方对家具绿色化生产也将提出更高要求。近年来，宜家、家得宝、劳氏等海外家具客户纷纷提出节能减排目标，对供应链企业提出更为严格的低碳环保要求。因此，家具产业绿色化转型不仅仅是社会责任所在，更关乎企业自身在国际市场的竞争力，我国家具产业绿色低碳升级满足了国际市场海外家具品牌对绿色低碳产品的诉求和对企业ESG报告的标准，为国内家具企业开拓国际市场带来机遇。

图表71：宜家践行绿色低碳理念案例



资料来源：上海市外商投资协会、华泰研究

出海实探：欲戴皇冠必承其重，龙头制造出海、资本出海先行

我国家居出海主要通过三种形式展开：**1) 商品出海**，如前文所述，我国已成为全球领先的家居生产国及出口国，出口产品在外贸市场竞争力领先。**2) 制造出海**，成本与贸易摩擦驱动下，2018年以来家居出口企业加快产能出海步伐，首站选择东南亚，近年来墨西哥愈受青睐。**3) 资本出海**，家居龙头深度参与全球家居行业整合，并购海外大牌优势互补，为自身产品设计/供应链能力/渠道资源再添势能。现阶段，商品出口仍为家居出海的主流方式；长期看，伴随国内家居产业产品及技术研发能力提升、供应链及制造优势夯实，在保持商品出海优势的同时，制造出海与资本出海有望不断做大做强，在家居出海中扮演更为重要的角色，客户资源优质、制造布局领先、组织管理能力优秀的头部企业值得关注。

制造出海：成本与贸易摩擦驱动产能外迁，东南亚/墨西哥为热点

家居企业加快产能出海步伐，全球产能布局提升出口优势。以顾家家居、敏华控股、梦百合、匠心家居、麒盛科技、永艺股份、恒林股份、乐歌股份 8 家涉足出口的家居企业为代表进行产能梳理，据公司公告，截至 2022 年上述 8 家企业共计有约 19 个海外生产基地，分布于全球 9 个国家。其中，梦百合海外布局起步最早也最为完善，其于 2015 年起在塞尔维亚设立生产基地，至今已在塞尔维亚、西班牙、美国、泰国 4 个国家拥有 6 个生产基地。

从开工时间和区位选择看家居企业海外建厂两大特征：

1) 特征一：贸易摩擦驱动为主，2018 年起海外建厂显著提速。2018 年前，仅有乐歌股份于越南、梦百合于塞尔维亚、西班牙建有生产基地，2018 年起，美国共计对中国商品进行 4 轮关税加征，沙发、床垫、办公家具等家居类出口消费品亦被涉及，迫使企业将产能向海外转移，从而打破贸易摩擦、降低成本，不完全统计共有 17 个海外项目落地或处于筹建状态，各企业建厂节奏显著提速。

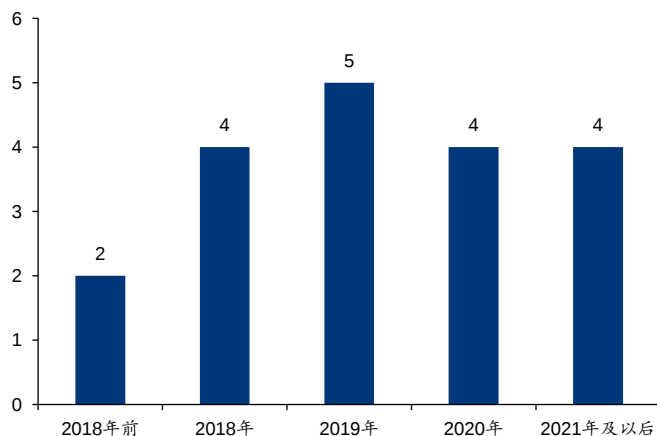
2) 特征二：成本与区位优势下首选东南亚，但近两年墨西哥愈受青睐。据公司公告，匠心家居、麒盛科技等 7 家家居企业均在越南建有工厂，顾家家居在马来西亚亦拥有工厂。一方面，越南作为人口密集的发展中国家，劳动力成本相对较低；另一方面，越南政府为吸引外资企业，推出增值税出口免抵退税、“两免四减半税收”等一系列税收优惠政策。然而，2020 年 3 月，美国将床垫反倾销范围由中国拓展至越南、塞尔维亚、泰国等七个国家，梦百合、顾家等在越南工厂受到波及，而墨西哥凭借区位优势以及“美墨加自由贸易协议”下的交易优势正成为我国家居企业海外建厂新热点地区。据公司公告，顾家家居、敏华控股两大头部软体企业均有墨西哥生产基地在建。

图表 72：主流家居出口企业海外建厂情况

公司	工厂所在地	海外项目/工厂	开工时间	投产时间	年产能
顾家家居	越南	越南生产基地	2020 年 3 月	2020 年 Q4 一期投产，2021 年底二期投产	45 万套
		越南生产基地扩建	2021 年 2 月	预计 2022 年 Q1 投产	50 万套
	马来西亚	马来西亚生产基地	马来西亚床垫工厂已经完善产业布局，反倾销后产能转移至墨西哥		
	墨西哥	墨西哥生产基地	2022 年上半年	预计 2023 年中	30.19 亿元
敏华控股	越南	越南生产基地	2018 年 6 月	2019 年 8 月	60 万套
	墨西哥	墨西哥生产基地	筹建中	-	36000-48000 柜
梦百合	塞尔维亚	塞尔维亚一期	-	2015 年 6 月	-
		塞尔维亚二期	-	2019 年 10 月	-
		塞尔维亚三期	-	2020 年 4 月	-
	西班牙	西班牙生产基地	-	2017 年末	-
	西班牙	西班牙生产基地	-	2020 年 Q3	-
	美国东部	美国东部生产基地	2018 年	2019 年 12 月投产，2020 年 4 月满产，目前正在扩建	-
	泰国	泰国生产基地	2019 年	2019 年投产，2020 年 4 月满产	-
	美国西部	美国西部生产基地	-	2021 年 2 月	-
		美国西部扩产项目	2021 年	-	-
匠心家居	越南	越南生产基地	2019 年	2019 年 Q4	-
麒盛科技	越南	越南生产基地	2019 年	2020 年	50 万张
	墨西哥	墨西哥生产基地	2020 年 2 月	2021 年 Q3	12 万张
永艺股份	越南	越南工厂一期	2018 年 Q4	2019 年 1 月	-
		越南工厂二期	2020 年 1 月	2020 年 Q4	-
	罗马尼亚	罗马尼亚工厂	2019 年	-	-
恒林股份	越南	越南生产基地	2018 年	-	-
	瑞士	瑞士生产基地	2019 年	-	-
乐歌股份	越南	越南生产基地	2015 年	2016 年底，目前正在扩产	1810 万元
	越南	福来思博智能家居（越南）项目	2020 年	-	-

资料来源：公司公告，华泰研究

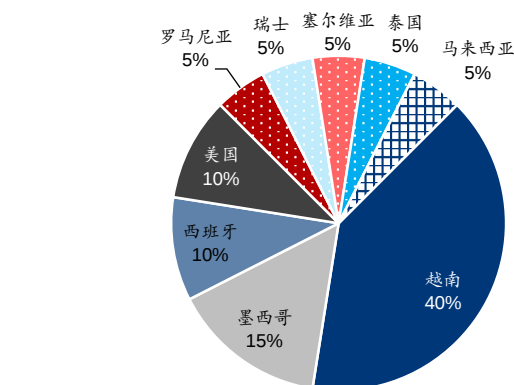
图表 73：家居企业海外生产项目开工时间分布



注：筹建中的海外项目计入“2021 年及以后”

资料来源：公司公告，华泰研究

图表 74：家居企业海外建厂区位分布



资料来源：公司公告，华泰研究

资本出海：海外并购趋理性，品牌整合添势能

头部家居企业积极扩大海外版图，外延并购高频落地。2017 年以来，以梦百合、顾家家居等为代表的国内一线家居企业纷纷踏上了出海并购的浪潮。从并购规模来看，交易金额由几千万到几十亿人民币不等，其中规模最大的交易为曲美家居收购挪威高端家居品牌 Ekornes AS，累计出资额超 40 亿人民币。从标的类型来看，被收购企业以国外高端家居品牌为主，如 Ekornes、Natuzzi、Rolf Benz 等，此外还有渠道资源丰富的西班牙思梦 (Matresses) 和知名家居零售商 MOR。

海外并购发挥协同优势，增厚品牌竞争壁垒。从并购后发挥的协同效应来看，主要包括：1) 扩充品牌矩阵，本土家居品牌主要定位各领域中高端市场，收购海外高端品牌有助于弥补公司品牌矩阵，顺应国内消费升级趋势定位高端或超高端家居需求，从而提升公司整体的品牌形象并拓宽内销市场空间。2) 共享设计资源，提升产品力，并购后本土品牌可借鉴海外品牌先进的设计理念与设计风格，引入相应设计资源赋能主品牌，从而提升自身产品在内贸市场的竞争力。3) 发挥供应链与生产端的协同，例如引入海外家居品牌工厂端自动化、柔性化的生产技术，共享生产经验，实现降本增效；借助海外家居品牌成熟的供应链布局，推动原材料采购的全球化，对木材、皮革等重要原材料进行全球化布局，并建立规模采购优势。4) 获取海外渠道资源，为自主品牌出海奠定基础。借助收购标的完善的渠道网络，有望为自有品牌海外布局打通销售路径，进军外销市场。

图表 75：2017 年以来家居企业海外并购案例

公司	标的及控股比例	时间	交易金额	标的概况	收购目的
梦百合	Matresses (70%)	2017.10	9325 万元	西班牙著名家居零售商，旗下拥有 MAXCOLCHON 和 COMOTEX 两个自有品牌	借助其在欧洲的销售渠道为公司打开自有品牌零售市场
	MOR (85%)	2020.02	4645.6 万美元(折合人民币约 3.29 亿元)	美国家居综合零售商，在美国拥有 38 家直营店	扩大自主品牌 MLILY 在美国零售渠道的影响力
喜临门	米兰映像 (51%)	2018.01	4470.87 万美元	意大利高端沙发品牌 M&D 及 Chateau d'Ax 的生产工厂，截至 2017 年底，在国内拥有 309 家门店	整合双方优势资源，发挥渠道协同效应，实现公司的整体战略规划布局，提升盈利能力和市场竞争力
顾家家居	Rolf Benz (99.92%) 以及 RB management (100%)	2018.05	4156.5 万欧元 (折合人民币约 3.2 亿元)	德国知名软体家居品牌、奢侈沙发第一品牌	进军欧洲高端沙发市场，丰富公司产品系列
	优先家居 (100%)	2018.06	2.01 亿	主营定制沙发家居，产品主要销往英国，定位中高端市场	增强生产协同效应，开拓英国市场
	纳图兹贸易 (51%)	2018.07	6500 万欧元 (折合人民币约 5.05 亿元)	意大利规模最大的家居上市公司 Natuzzi (纳图兹) 在中国设立的全资子公司	增加高端及中高端品牌系列，提升空间设计、产品研发与制造、终端零售管理等能力
	玺堡家居 (51%)	2018.11	4.24 亿元	国内床垫出口领军企业，主要市场为欧洲	增强公司床垫在欧洲市场出口竞争力，引入玺堡家居海绵及乳胶生产线
敏华控股	越南沙发企业 (100%)	2018.06	5.34 亿港元	主要从事沙发的生产和销售，并出口至海外市场；拥有约 13 万平方米的工厂以及约 30 万平方米的租赁土地	在中美贸易摩擦最极端的情形下保证外销业务供货
	高峰创建 (55%)	2021.11	2.09 亿港元	主要从事家居出口业务，集中于美国及澳大利亚。除美式沙发外，亦生产众多欧式高端沙发	形成业务协同，提升敏华在中高端家居市场的优势地位，扩大美国及澳大利亚等外销市场份额
曲美家居	Ekornes (90.5%)	2018.06	折合人民币约 36.77 亿元	挪威高端家居品牌商，主打产品为躺椅、沙发、办公椅等，定位高端	扩充中高端品牌，迎合国内消费升级趋势，借助 Ekornes 的渠道解决曲美家居出口问题，开拓海外市场
	Ekornes(剩余 9.5%)	2021.07	折合人民币约 5.48 亿元		
恒林股份	FFL Holding AG (100%)	2019.08	6388 万瑞士法郎 (折合人民币约 4.38 亿元)	瑞士领先的专业办公环境解决方案提供商及办公家具制造商，旗下拥有知名品牌“ListaOfficeLO”及“LO”	规避国际贸易摩擦，拓展欧洲市场，推动公司从单一的坐具制造商向办公环境解决方案提供商转型
欧派家居	Former (100%)	2022.05	460 万欧元	意大利顶级高端家居品牌，专注于生产卧室和客厅家居，擅长定制衣柜的设计打造	获得全新的家居风格、强大的设计能力以及意大利制造工艺，增强公司在高定市场的竞争力

资料来源：公司公告，华泰研究

出海并购的风险与机遇并存，整合期过后家居出海并购将更加理性。从并购后的经营表现来看，部分企业凭借强劲的资源整合能力拓宽业务版图，同时双方在产品端、制造端、渠道端实现有效协同，增厚公司竞争力；但也有部分并购项目阶段性受制于种种因素，整合效果并不佳。复盘近年家居行业并购案例，可以发现，在经历了 17-18 年的高频并购潮后，家居企业大多暂缓海外扩张步伐，出海并购更趋于理性。我们认为，家居企业的外延并购首要关注点应为并购标的是否能与公司主业产生协同，长期更看好具备坚实的产品/渠道基础、资金实力雄厚、组织管理能力优秀的龙头企业把握海外并购良机。

以一线玩家为例，看家居企业出海并购之路

在近年来家居行业的多起并购交易中，顾家家居、梦百合表现较为活跃。作为专业能力卓越的头部玩家，上述企业在从标的选取到并购后整合的过程中都以业务协同、优势互补为核心导向，从而兼顾内部优化与外部扩张，更高效地推进全球化进程。

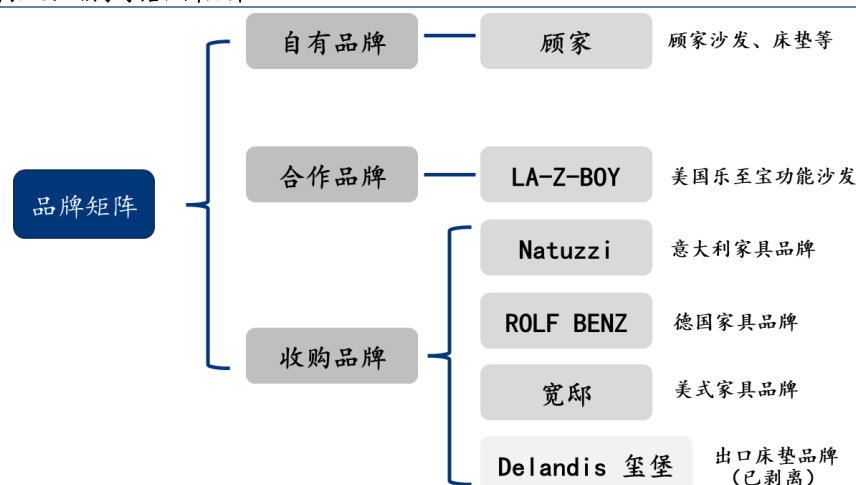
➤ 顾家家居：聚焦高端品牌，提升综合实力

为完善国际化布局，顾家集团在 2018 年陆续收购了意大利规模最大的家居上市公司 Natuzzi、德国奢侈沙发第一品牌 Rolf Benz 等高端品牌，与公司原有的中高端和性价比内销品牌形成互补，此外公司还通过收购国内主营出口业务的优先家居、玺堡家居（已剥离），形成客户及渠道资源互补。公司通过外延并购实现产品多元化以及品牌形象高端化，同时吸收海外品牌的设计理念与管理经验，提升自身实力。

1) 收购 RB，进军欧洲高端沙发市场。据公司公告，2018 年 5 月顾家全资子公司顾家投资管理公司以 4156.5 万欧元(3.2 亿元)取得 Rolf Benz AG & Co.KG 99.92% 的股权及其普通合伙人 RB Management AG 100% 的股权。Rolf Benz 是德国知名软体家居品牌，旗下拥有“Rolf Benz”、“hülsta Sofa”和“Freistil”三大子品牌，覆盖不同消费能力和风格的消费者。通过本次收购，顾家不仅丰富了品牌、产品序列，同时增强研发、设计等内在实力。

2) 收购纳图兹贸易，扩充高端及中高端品牌体系。据公司公告，2018 年 7 月，顾家家居以 6500 万欧元（5.05 亿元）取得纳图兹贸易 51% 的股权，剩余 49% 的股权由交易对方 Natuzzi（意大利规模最大的家居上市公司）保留。Natuzzi 向合资公司授予 Natuzzi Italia 和 Natuzzi Editions 商标的永久和独家经销许可，并继续侧重于产品开发、营销和媒体策划等方面，顾家家居则侧重于渠道开拓和业务发展。此次并购有利于顾家家居向高端品牌延伸，同时可通过与 Natuzzi 的合作提升自身的产品设计研发、终端零售管理等能力。

图表 76：顾家家居品牌矩阵



资料来源：公司官网，华泰研究

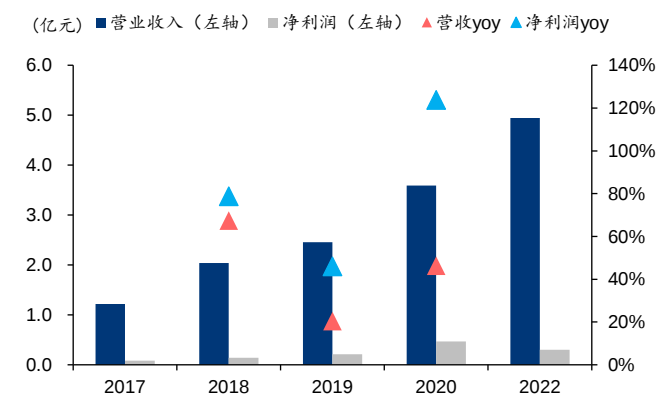
➤ 梦百合：收购境外渠道，赋能自主品牌

公司传统海外业务以 ODM 为主，为欧美等境外记忆绵家居品牌商、贸易商提供代工服务。2011 年公司开始在海外推广自有品牌，早期采用经销商模式，之后通过收购的美国 MOR、

西班牙思梦（MATRESSES）的境外销售渠道提升自主品牌营销网络的覆盖面积和物流分拨能力，进而提高公司自主品牌的市场份额。

1) 收购西班牙思梦拓展 OBM 市场，协同效应显著。据公司公告，2017 年 10 月，公司以 9325 万元收购了西班牙著名家居零售商思梦 70% 的股权，主要目的在于借助其在欧洲的销售渠道为自有品牌 MLILY 打开当地零售市场。此外，收购完成后梦百合将为思梦旗下的两个自有品牌 MAXCOLCHON 和 COMOTEX 生产记忆绵产品，进一步发挥业务协同性。

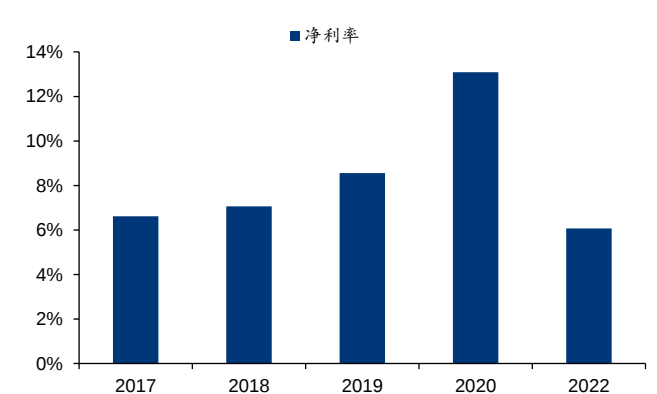
图表77：2018-2022 年思梦营收/净利润快速增长



注：2021 年西班牙思梦营收/净利润未披露

资料来源：公司公告，华泰研究

图表78：2017-2022 年思梦净利率

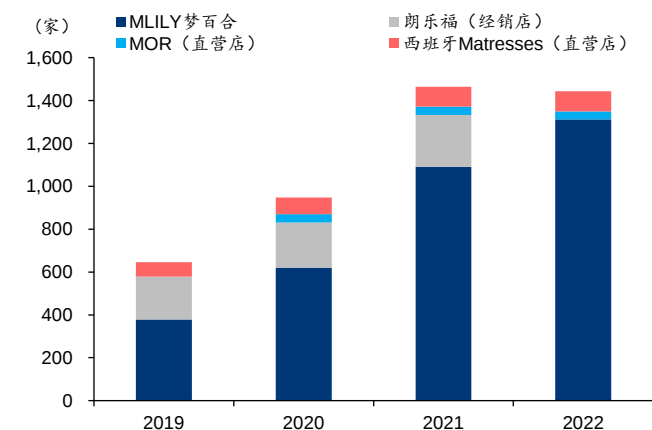


资料来源：公司公告，华泰研究

2) 收购美国西海岸最大家居零售商 MOR Furniture For Less，复制思梦模式进一步拓展渠道。据公司公告，2020 年 2 月，梦百合以 4645.6 万美元（折合人民币约 3.3 亿元）的价格收购 MOR 85% 的股权。此次收购之前，梦百合在西海岸尚无自有销售终端，而 MOR 是美国具有较高区域知名度及行业影响力的家居连锁零售商，在品牌运营和市场管理方面经验丰富。据公司年报，截至 2022 年底，MOR 在美国拥有 38 家门店，梦百合借助其平台加快自有品牌 MLILY 推广速度，同时吸收 MOR 在品牌运营、市场推广及销售渠道建设等方面的管理经验，增强渠道协同效应。

海外渠道顺利拓展，境外直营店收入占比提升。西班牙思梦和 MOR 的渠道资源填补了梦百合在欧美市场直营门店布局的空白，并且在收购完成后门店数量实现了进一步增长，据公司公告，2019-2022 年，公司在境外市场直营门店数量（MOR+西班牙 Matresses）分别为 68/117/131/132 家，实现销售收入分别为 1.73/16.55/23.15/24.37 亿元，占公司总营收的比例由 4.51% 提升 26.79pct 至 31.30%，带动了公司整体业绩提升。

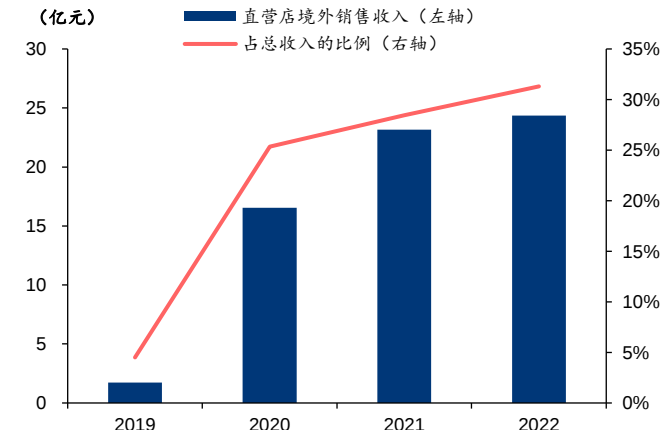
图表79：梦百合门店数量



注：2022 年 6 月底起朗乐福不再纳入合并范围

资料来源：公司公告，华泰研究

图表80：梦百合境外直营门店收入



资料来源：公司公告，华泰研究

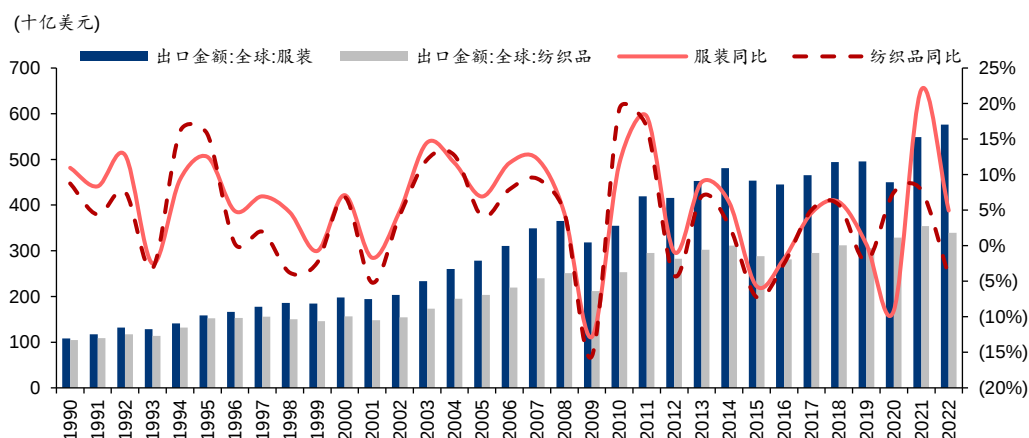
纺织：发挥新周期的供应链优势

全球纺织市场稳步增长，中国出口规模占比高

疫情期间的纺织供应链危机，更强化了纺织供应链重构。从供应链上看，我们认为产业链成本构成的单一属性要求或减弱，而供应链的及时响应能力及供应链稳定程度要求或提升，因此我们看好中国纺织制造业，在纺织中间品上继续扩大整体优势，份额或持续提升，而服装终端产品，或更注重产业链的全球本地化/就近化，而同时拥有优质产能及优质品牌的稀缺企业或值得更高溢价。

根据 WTO 数据，2022 年全球服装、纺织品出口贸易规模分别为 5760、3394 亿美元。在 1989 年全球服装、纺织品出口贸易规模分别为 975、960 亿美元。1989-2022 年之间 CAGR 分别为+5.5%、+3.9%。得益于全球服装、纺织品产业链的持续转移，亚洲为全球最主要的纺织产品出口来源，而中国仍是全球最大的纺织产品出口国。

图表81：全球服装、纺织品出口贸易规模

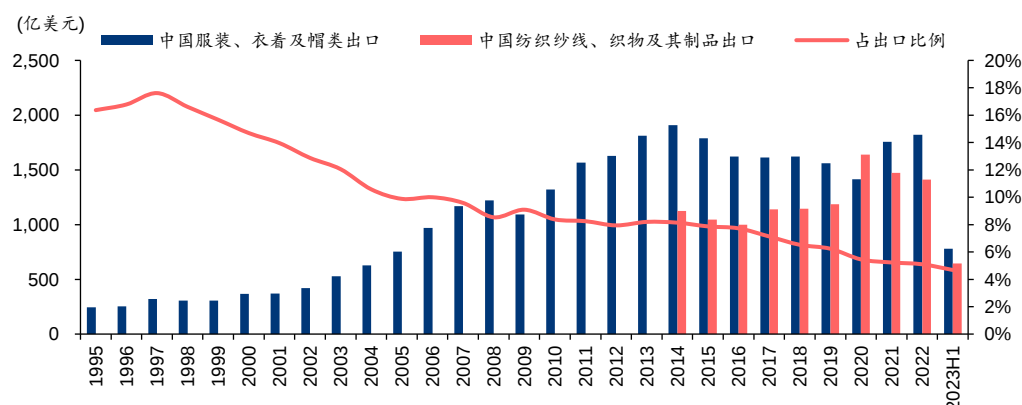


资料来源：WTO、华泰研究

纺织制造业曾是中国出口行业的重要组成部分，在 20 世纪 90 年代初，中国服装、衣着及帽类出口贡献了中国整体出口的接近 20%。2015 年之后中国服装出口虽随着服装加工供应链向海外转移而有所下滑，但整体供应链的能力依然扎实，尤其在疫情期间，海外服装加工供应链体系弱化，中国服装出口规模又实现了快速提升。

而纺织中间品（纺织纱线、织物及其制品）的出口规模相对稳定，虽然海关总署数据仅从 2014 年之后开始披露，但整体规模中枢稳步提升。纺织中间品加工中，人力成本占比相对较小，受到人力成本提升的影响更小。

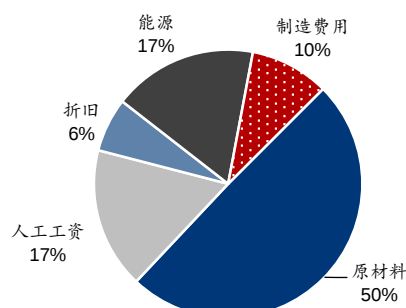
图表82：中国服装、衣着及帽类和中国纺织纱线、织物及其制品出口，及占中国出口贸易占比



资料来源：海关总署、华泰研究

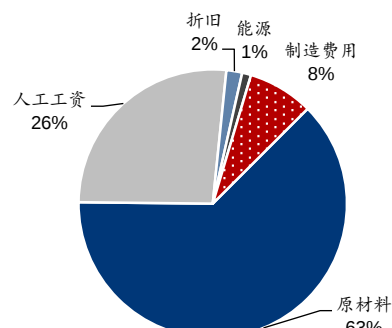
纺织制造行业中，纺织中间品成本构成中，原材料及能源占比较高，而成衣等服装最终产品原材料及人工成本占比较高，因此在国内人力成本相对优势减弱的情况下，人力成本占比较高的服装最终产品制造转移较快。

图表83：2022年鲁泰A（000726 CH）面料（中间品）成本构成



资料来源：公司公告、华泰研究

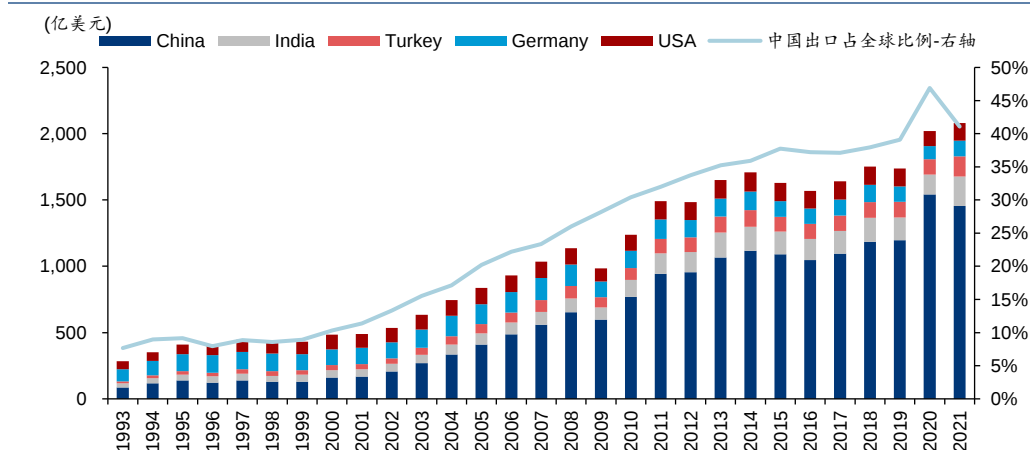
图表84：2022年鲁泰A（000726 CH）衬衣（最终产品）成本构成



资料来源：公司公告、华泰研究

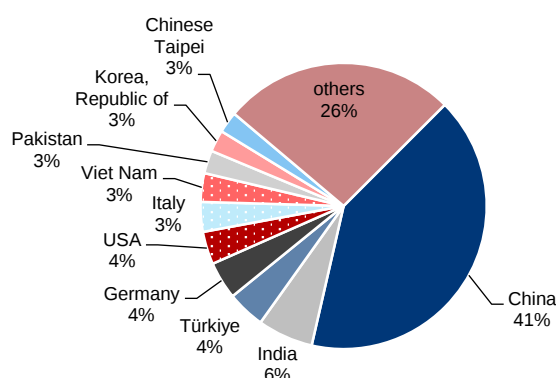
全球出口数据也一定程度反映出中国纺服制造业供应链的能力变化。纺织品等中间品中国出口的全球占比中枢持续提升。根据WTO数据，2021年中国纺织品出口金额占全球纺织品出口的比例为41.1%，而1993年占比为7.7%。

图表85：全球纺织品出口贸易前五大国家及地区出口规模及中国占比



资料来源：WTO、华泰研究

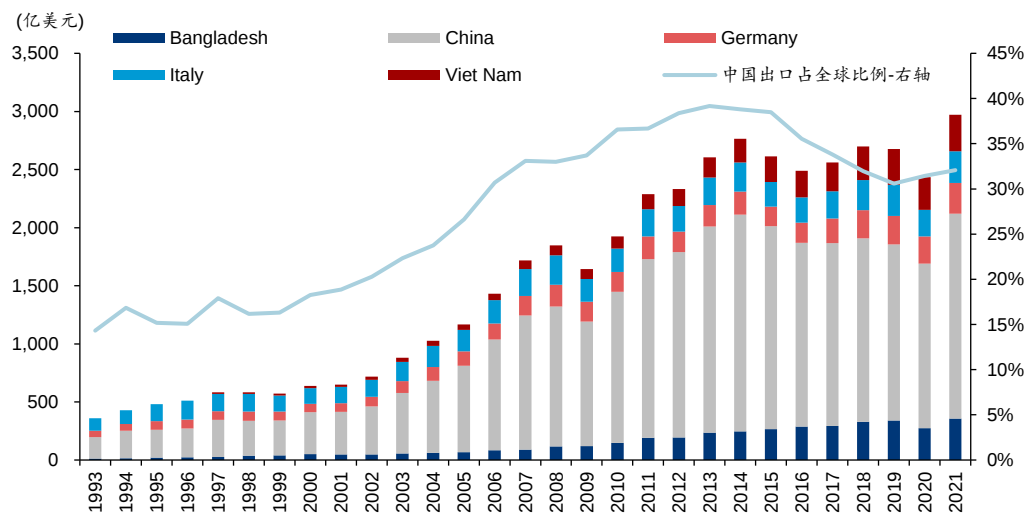
图表86：2021年全球纺织品出口贸易前十大国家及地区规模占比



资料来源：WTO、华泰研究

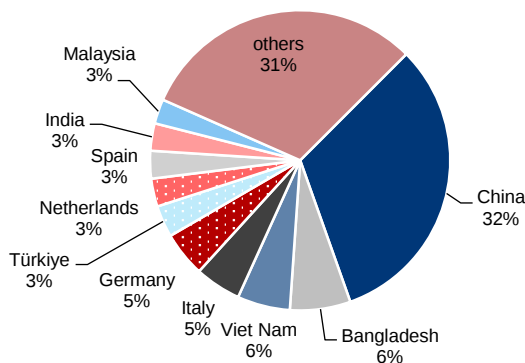
服装等最终产品中国出口的全球占比在 2015 年之后有所下滑。根据 WTO 数据，2021 年中国服装出口金额占全球服装出口的比例为 32%，2014 年占比最高为 39.2%。

图表87：全球服装出口贸易前五大国家及地区出口规模及中国占比



资料来源：WTO、华泰研究

图表88：2021 年全球服装出口贸易前十大国家及地区规模占比



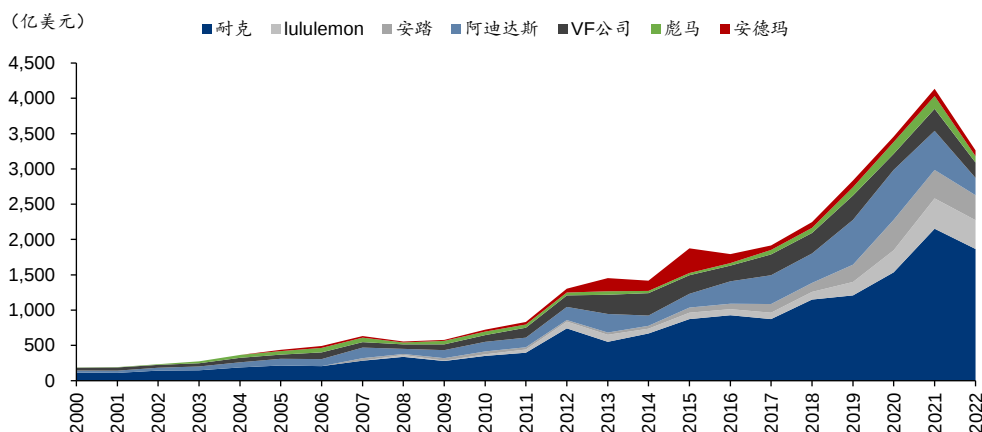
资料来源：WTO、华泰研究

安踏体育（2020 HK）：全球化纺服品牌发展的典范

运动服饰产业链利润丰厚，且产品具备专业化特点，消费者价格弹性较低，全球份额集中度高，赛道天花板较高。2000 年以来，耐克（NIKE US）市值持续为全球第一，而国内龙头不断强化品牌矩阵打造，不但国内市场仍有替代空间，且品牌全球布局，海外市场成长空间动力十足。

安踏体育公司于 1991 年成立，并于 1994 年创立安踏品牌，2007&08 年在上市及奥运会契机下，公司在品牌营销&渠道扩张上全面发力，快速成长为全国性品牌。2011 年行业性危机下，公司率先推动零售转型&供应链数字化变革，成功度过危机。2022 年底，公司市值约为 356 亿美元，在全球服装公司中，排名前三，仅落后于耐克及 Lululemon (LULU US)。

图表89：全球主要服装公司市值变化（亿美元）

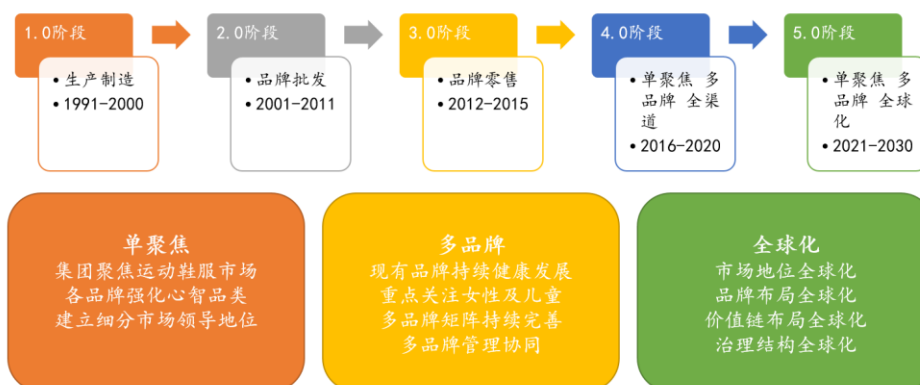


资料来源：Bloomberg、华泰研究

随着安踏公司新十年战略推出，公司继续强化运动服装领域实力，在全球化市场中继续呈现出较强的竞争力：

- 1)单聚焦：聚焦运动鞋服行业和消费者价值。
- 2)多品牌：形成专业运动、时尚运动、户外运动三条增长曲线。
- 3)全球化：实现市场地位、品牌布局、价值链布局 and 治理结构的全球化。

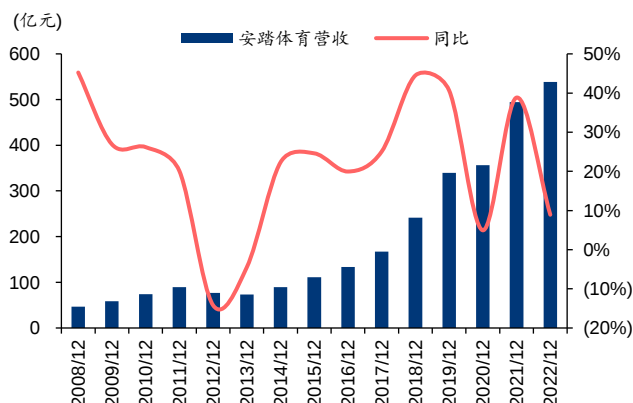
图表90：安踏集团发展战略变化



资料来源：公司公告、华泰研究

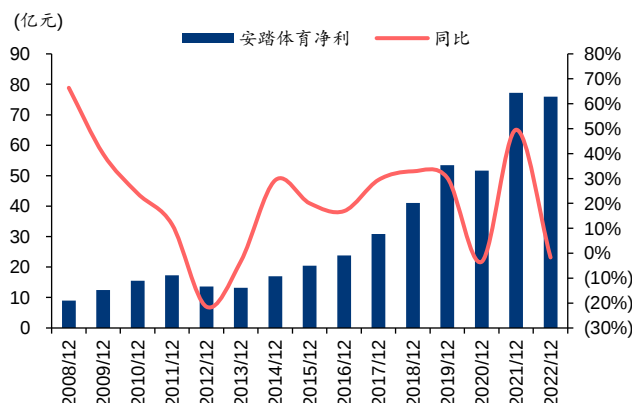
2022 年公司实现营收 538.5 亿元，净利 75.9 亿元。

图表91：2022 年安踏体育营收表现



资料来源：公司公告、华泰研究

图表92：2022 年安踏体育净利表现



资料来源：公司公告、华泰研究

安踏品牌矩阵打造领先，并以差异化策略完善品牌矩阵。以专业化品牌为基石，以时尚品牌拉动高质量增长，以未来户外运动品牌发力差异化品牌。公司 2009 年开启多品牌战略，并于同年收购 FILA 品牌，精准卡位运动时尚赛道，于 2014 年扭亏，2015 年后开启快速增长。并逐步收购 Descente、Kolon Sport 等品牌，2019 年以财团收购 Amer Sports，进一步推动全球化布局，构建了专业运动、时尚运动、户外运动三大运动族群。

图表 93：安踏体育旗下品牌矩阵



资料来源：公司公告、华泰研究

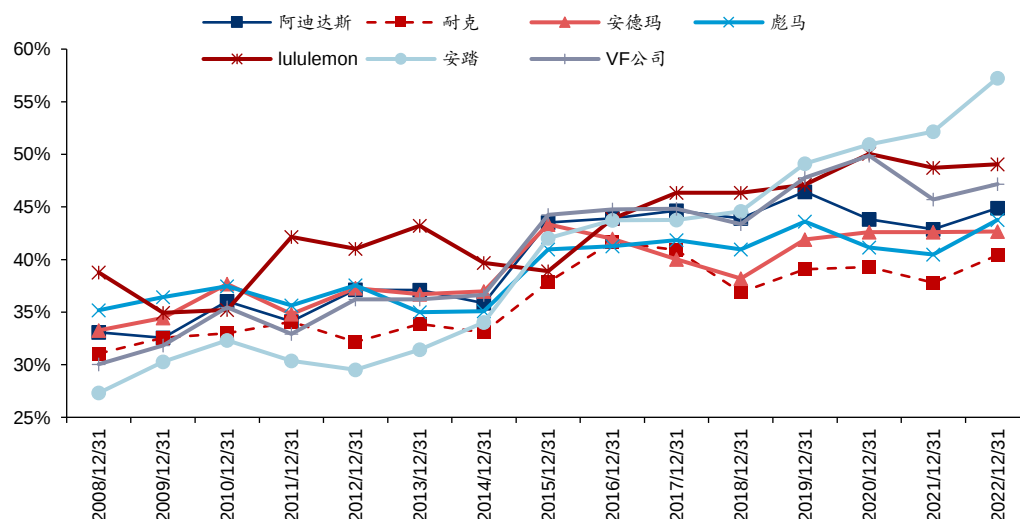
图表 94：李宁旗下品牌矩阵



资料来源：公司公告、华泰研究

受益于安踏旗下高毛利率 FILA 品牌营收贡献提升，以及经营模式代理转直营，公司毛利率持续抬升。

图表 95：全球服装上市公司毛利率对比

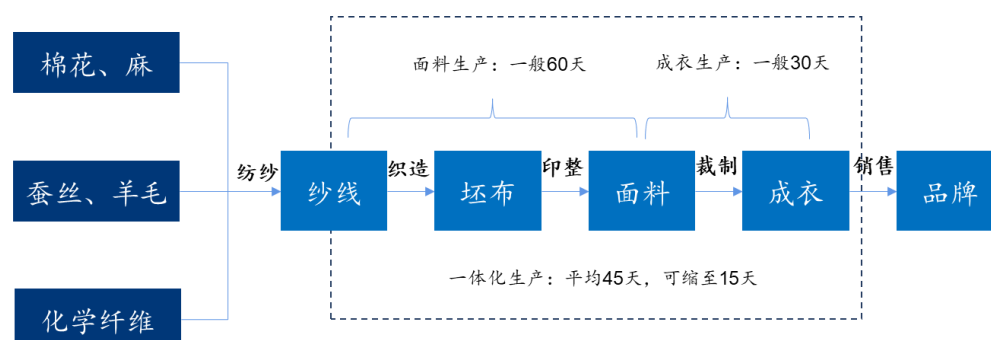


资料来源：Bloomberg、华泰研究

申洲国际 (2313 HK): 全球领先的纵向一体化针织制造商

申洲国际布局覆盖纺织产业链上下游，实现面料与成衣一体化制造生产。从产业链看，下游的品牌客户通常提前 1-3 个月向中游制造商（申洲国际）下单，申洲国际进行原材料的采购，并开始面料与成衣的生产。得益于面料和成衣环节的高效衔接，申洲国际能将传统的 3 个月工期缩短至 45 天，部分加急订单可缩短至 15 天。

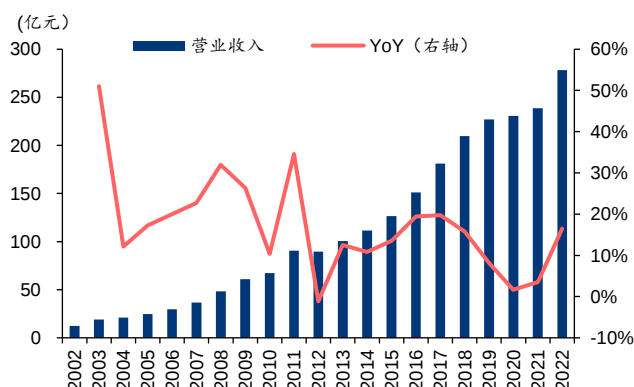
图表96：申洲国际业务模式



资料来源：公司公告、公司官网，华泰研究

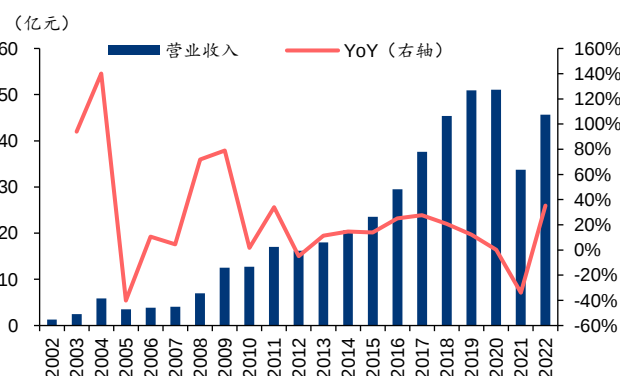
公司过去 20 年营收、净利持续增长，得益于世界知名的运动、休闲鞋服品牌的合作。2002-2022 年，公司营收、归母净利 CAGR 分别高达 16.8%、19.7%。公司主要合作的客户均为世界知名品牌，运动巨头包括 Nike、Adidas 等，休闲服巨头包括优衣库等。公司的前四大客户分别为 Nike、优衣库、Adidas 与 Puma，合计贡献的收入由 2011 年的 65% 提升至 2022 年的 82%。

图表97：申洲国际营业收入



资料来源：公司公告，华泰研究

图表98：申洲国际归母净利



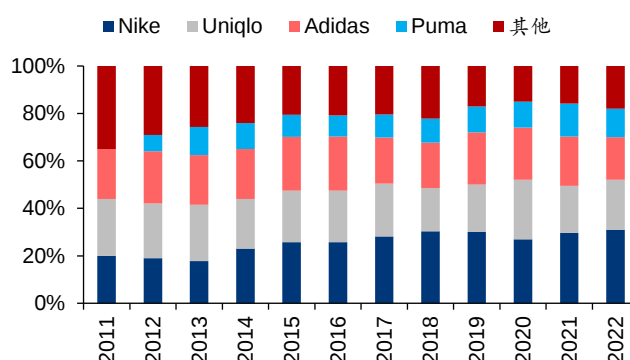
资料来源：公司公告，华泰研究

图表99：申洲国际主要客户



资料来源：公司官网，华泰研究

图表100：申洲国际主要客户销售占比



资料来源：公司公告，华泰研究

申洲产能优势领先同行，面料具备差异化优势

申洲国际国内外的产能布局完善。2006 年，申洲国际切入运动服装市场，陆续为 Nike 与 Adidas 建立专设工厂；2009 年，申洲国际位于浙江衢州、安徽安庆的成衣生产基地陆续投产；2013 年开始全球产能扩张，柬埔寨成衣产能扩张，同期，也开始布局云南面料工厂；2015 年启动了云南新的面料工厂及成衣工厂。目前，申洲国际在国内、海外均分别实现了“面料+成衣”制造的纵向一体化。

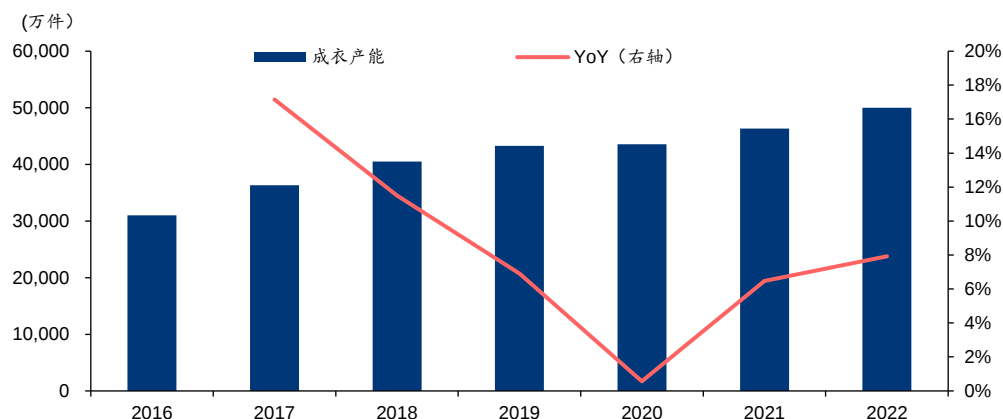
图表101：申洲国际产能分布（绿色、蓝色为生产基地）



资料来源：公司公告，华泰研究

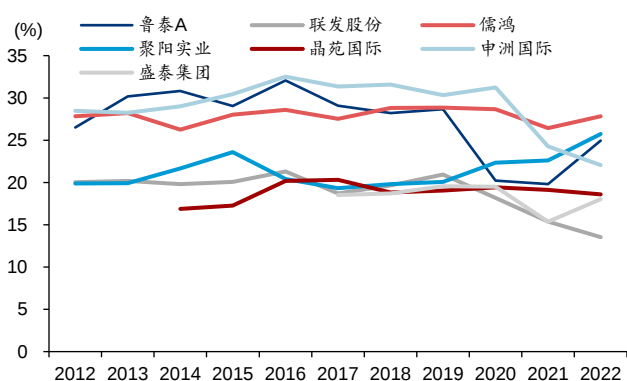
申洲国际产能领先同业，规模优势使得申洲国际盈利能力领先。截至 2022 年，申洲国际共有全球员工 9.4 万人，年产面料超 20 万吨、成衣约 5 亿件。面料与成衣产能均超过同业可比公司。得益于规模优势，申洲国际的盈利能力位列行业前列。

图表102: 申洲国际成衣产能



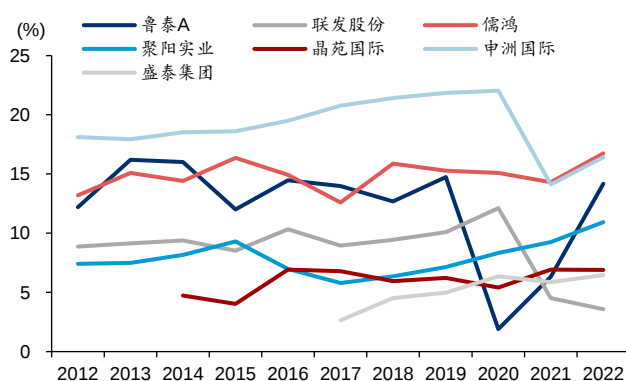
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表103: 申洲国际与竞争对手毛利率情况



资料来源: , 华泰研究

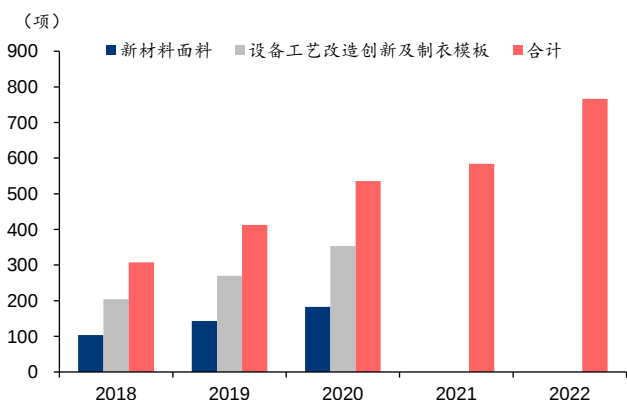
图表104: 申洲国际与竞争对手净利率情况



资料来源: , 华泰研究

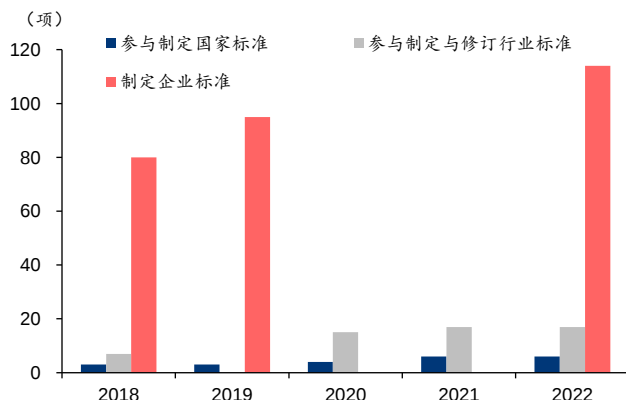
申洲国际也通过持续的研发创新打造自身护城河，并与合作客户共同开发面料。申洲国际每年约投入 3-5 亿元进行研发，2022 年累计申请专利达 767 项，申请制定国家、行业、企业标准分别 6、17、114 项。2022 年申洲国际开发新产品种类达 1250 个，其中 800 个产品为与合作客户开放。通过与合作客户推出多款创新面料，形成下游品牌的深度绑定，如与优衣库合作的 AIRism 系列产品以及与 Nike 合作的 FlyFlyknit 材料。

图表105: 申洲国际累计申请专利数量



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表106: 申洲国际参与设计标准情况



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表107：申洲国际与 Nike 合作研发的 Flyknit 材料



弹性Flyknit材料

弹性Flyknit为双足提供舒适包裹，
同时加宽中底强化支撑系统，
每一次迈步都能顺畅推进。

资料来源：Nike 官网，华泰研究

图表108：申洲国际与优衣库合作研发的功能性面料 Airism

优衣库凉感衣 穿上瞬间自然凉
「凉感柔滑·吸汗透气」



365天 24小时 全天候舒适

柔滑触感 减轻肌肤摩擦不适

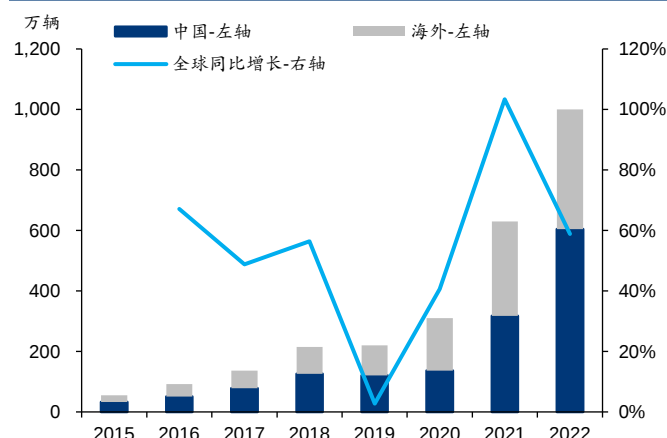
资料来源：，华泰研究

新能源-动力电池：产业链完善，掌握全球定价权

发展历程：电动化趋势推动下，从“初露头角”到“出征全球”

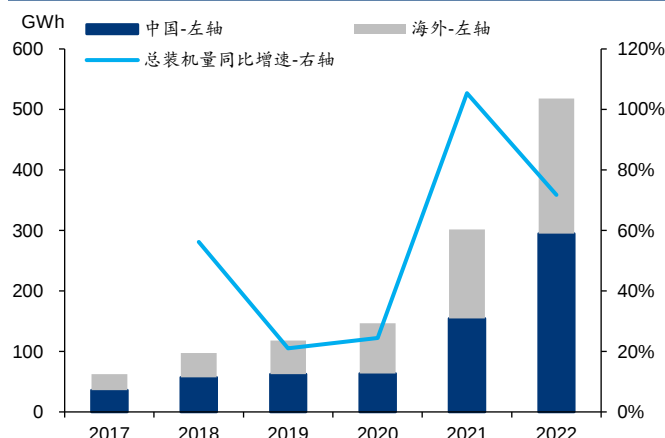
经过 20 余年发展，中国动力电池产业在全球已形成较强竞争力。复盘我国动力电池企业发展历程，可以划分三个重要的阶段，从 2018 年之前以政策驱动为导向，依靠低价冲量；到 2018-2021 年之间，国内电池和材料企业逐渐融入全球产业链，企业之间的差距开始拉大，集中度进一步提升；2021 年之后，行业进入快速成长期，海外电动化开始加速，国内产业形成了全球竞争力。展望未来，中国有望掌握全球动力电池行业的定价权和产业主动权。

图表109：全球新能源汽车销量情况



资料来源：汽车工业协会，乘联会，Marklines，华泰研究

图表110：全球动力电池装机量情况



资料来源：SNE Research，华泰研究

阶段 1：政策驱动，依靠低价冲量

在 2018 年之前，中国的新能源车与动力电池市场处于高速扩张期，行业发展由补贴政策驱动。2010 年，新能源汽车被国务院确定为七大战略性新兴产业之一，主要发展方向确定为插电式混合动力和纯电动汽车。2013 年，消费者购车补贴政策正式启动，超额补贴下新能源汽车的定价接近传统燃油车，新能源车产量开始翻倍。到 2015 年，经过前两年的增长积淀，新能源汽车的接受度不断提高。据中国汽车工业协会统计，2015 年中国新能源汽车产量达到 34.05 万辆，同比增长 3.3 倍；销售量 33.11 万辆，同比增 3.4 倍，成为了全球最大的新能源汽车产销市场。2015-2017 年，通过补贴带动的购置经济性，叠加牌照限制及购置税减免政策后，中国新能源市场进一步扩张。2016 和 2017 年销量分别达到 50.7 万辆和 77.7 万辆，连续三年位列全球市场第一，增速均超过了 50%。虽然这一阶段增速较快，但主要依赖政府补贴，下游车型主要以 A00 级等性价比车型为主，产品竞争力相对较弱。

阶段 2：胜者为王，新能源车产业链国产化占比提升

2018-2021 年补助退坡+竞争加剧，电池升级。2019-2020 年，四部委多次发布《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，其中 2019 年补贴标准在 2018 年基础上平均退坡 50%，原则上 2020-2022 年补贴标准分别在上一年基础上退坡 10%、20%、30%，并提高新能源汽车动力电池系统能量密度门槛要求。伴随着相关部门对新能源车“骗补”行为重拳出击和对制度的不断完善，之前依赖国家补贴政策带来的低价优势得以高速增长产业链开始经历大洗牌。同时，以特斯拉为代表的外资车企也对国内车企造成了压力。国内车企开始从低端向升级，提升产品力以获得消费者青睐，随老款新能源车逐渐退出市场，新推出的车型电池性能普遍有所增强，尤其重视对于能量密度提升。

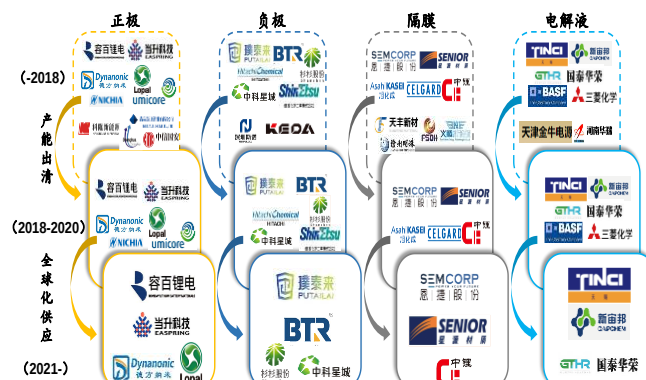
动力电池产业链环节逐渐国产化。全球动力电池行业以中、日、韩企业三分天下，相对于日韩，国内的强劲下游需求是中国电池厂的发展基础和优势。受益于前期的补贴和相关政策支持，中国新能源汽车快速成长为全球第一市场的同时也带动了电池需求高速增长，从需求端不断刺激国内动力电池产业链的发展，加速行业成熟。由当升科技、璞泰来、星源材质、新宙邦进入 LG 化学电池业务供应链开始，凭借前期扎实的技术和产能积累，国内上游材料供应商逐渐开始进入日韩电池厂的供应链。2018 年开始产业链国产化率快速提高，各环节头部企业的全球市占率优势凸显。

图 111：电动车产业链



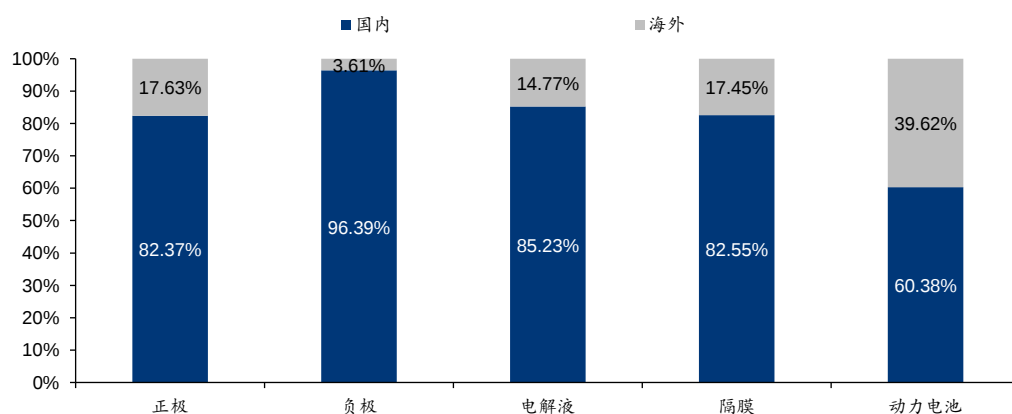
资料来源：华泰研究

图 112：电池产业各环节国产化进程



资料来源：公司官网，华泰研究

图 113：2022 年电池产业链各环节中国产量占比



资料来源：鑫锂锂电，GGII，华泰研究

阶段 3：海外电动化提速，中国动力电池厂有望掌握全球定价权

海外政策加码，加速市场电动化。继 2020 年欧洲加码电动车补贴措施后，2022 年 2 月，欧盟 27 国环境部长一致通过了《2035 年欧洲新售燃油轿车和轻型商用车零排放协议》，该协议规定到 2035 年，欧盟范围禁止再销售新的汽油和柴油驱动汽车、轻型商用车、HEV 混合动力车以及插电式混合动力汽车(PHEV)；在排放目标上，到 2030 年欧盟范围内销售的燃油轿车需实现较 21 年下降 55%的减排目标，小货车则需实现 50%的减排目标。2022 年美国通过《通胀削减法案》(即 IRA 法案)，明确电动车税收抵免补贴政策。

图表114：美国《减少通胀法案》电动车的税收抵免政策

	减少通胀法案
抵免上限	7,500 美元
抵免金额	1、关键金属原材料的开采加工回收 (+\$3750) 1.1、2025 年，若电池中的关键矿物是由“受关注国家”开采、加工或回收的，不可获得抵免【被禁止的国家包括中国、俄罗斯】 1.2、不涉及禁止国家的情况下，一定比例的金属原材料需从与美国有自由贸易协定的国家开采或加工，或一定比例需要在北美回收（24 年以前为 40%，而后每年+10%至 27 年的 80%） 2、电池组件制造和组装 (+\$3750) 2.1、2024 年起，若其电池所包含的任何组件是由“受关注国家”制造或装配的，不可获得抵免 2.2、不涉及禁止国家的电池，以价值衡量，电池需要有一定比例在北美生产或组装（24 年以前为 50%，24-25 年 60%，而后每年+10%直至 29 年的 100%） 两大要求均满足，则上限为\$7500，满足其中一项则补贴上限为\$3750。
消费者收入限制	适用总收入低于 15 万美元的个人，低于 30 万美元的联合申报者
价格限制	适用低于 80,000 美元的零排放货车、SUV 和卡车；低于 55,000 美元的电动轿车
二手电动汽车	4,000 美元
对车企的销量限制	取消现行法案中对车企的 20 万辆车上限要求

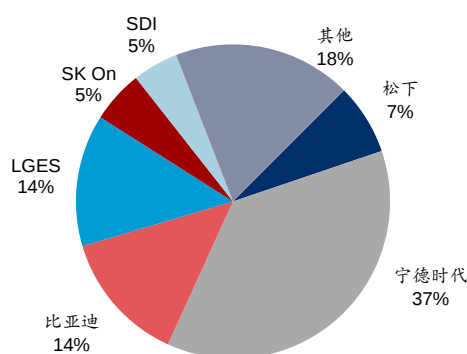
资料来源：白宫官网、华泰研究

各大车企纷纷推出电动化战略规划，国内电池企业有望出海分享红利。近年特斯拉不断推出 Model S/X、Model 3/Y、Cybertruck 以及 Semi Light 与 Semi Heavy 重卡等新款车型，目前还有紧凑型电动汽车等计划在研，2023 年发布的“宏图计划”第三篇章显示远期目标年销量为 8900 万辆。大众集团近年连续推出奥迪 e-tron GT、Q4 e-tron、Q5 e-tron 和大众品牌首款纯电动 ID.7 等全新车型。随着电动化进程大大加快，我们预计新能源车全球销量 2023-2025 年 CAGR 有望达 30%，叠加单车带电量提升，动力电池装机量 2023-2025 年 CAGR 有望达 40%。目前，中国电池企业已具备技术与成本优势，未来有望提升全球份额，掌握全球定价权。

宁德时代：具备技术研发与成本的双重竞争优势

宁德时代跻身全球动力电池龙头，技术研发与成本优势突出。宁德时代脱胎于 ATL，与海外动力电池巨头一样，在消费电池领域的技术和生产经验助力公司快速成长。同时，公司搭乘国内新能源车发展的快班车，目前是全球市占率第一的电池企业。公司持续加大对研发的投入，布局纵向一体化产业链以控制成本，并通过产能快速扩张、与车企成立合资公司提前锁定未来需求以巩固龙头地位。

图表115：2022 年全球电池企业市占率



资料来源：SNE Research，华泰研究

动力电池的基础研发和项目研发缺一不可。基础研发指从材料到电芯到系统的基础性研究，体现公司对于材料的电化学体系理解；项目研发指针对客户具体项目，将电化学体系理解落实至匹配开发中。**动力电池生产属于高端精密制造行业，工艺中的 know-how 积累是做好产品的核心。**锂电池的生产程序分为极片制作、电池组装、后处理（注液、预充、化成、老化）等三大步骤，这三大步骤又可分为至少 15 个工序。由于涉及工序较多，每个工序的精度控制和各工序的协调难度高，生产批次的稳定性和产品一致性对产品品质至关重要。除了通过提升设备自动化程度提升产品品质之外，工艺中的 know-how 积累是核心，而 know-how 积累需要长期试错以及与客户深度配合。

宁德时代高强度研发投入，保障技术持续领先。历史上看，宁德时代的研发费用稳居行业前列，在关键技术上不断创新引领行业发展。结构创新方面，宁德时代动力电池高效成组 CTP 技术突破电池包结构刚度和可靠性平衡瓶颈，零部件数量减少 40%，电池包能量密度提升 10%-15%。在材料创新方面，公司广泛布局钠离子电池、复合集流体、磷酸锰铁锂等前沿电池材料，持续提升电池性能以及降低成本。公司最新的麒麟电池，系统能量密度达到 255Wh/kg，体积利用率达到 72%，可实现 1000 公里续航。

图表116：2017-2022 年电池企业研发费用

单位：亿元	2022	2021	2020	2019	2018	2017
宁德时代	155.1	76.91	35.69	29.92	19.91	16.32
亿纬锂能	21.53	13.1	6.84	4.59	3.15	1.8
国轩高科	17.93	6.44	4.99	4.37	3.47	3.34
欣旺达	27.42	23.27	18.06	15.23	10.6	6.47
孚能科技	5.98	5.42	3.72	2.71	1.13	0.47

资料来源：，华泰研究

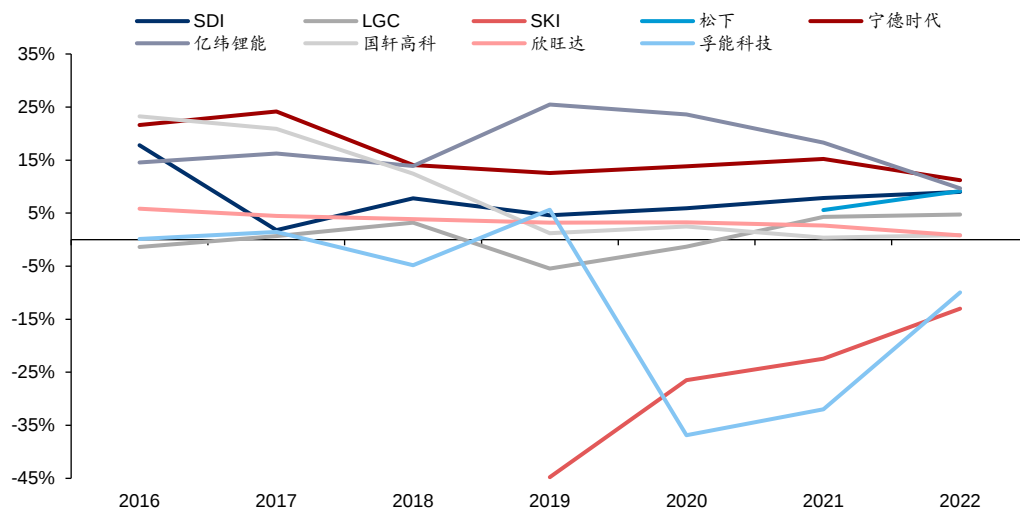
宁德时代通过深入布局上游产业链与规模效应打造低成本优势。公司主要通过投资参股、锁定长单、合资共建等多种方式布局上游锂资源以及电池材料企业，不仅保障了上游原材料的供应，而且增强对上游的议价能力，从而降低原材料成本。其次公司出货规模及未来扩建产能速度均处于行业领先地位，能够充分利用规模效应摊薄制造成本，助力公司获得超越同业的利润水平。

图表117：宁德时代在上游供应链的布局

涉及环节	参股公司
锂资源	天宜锂业 加拿大 Neo Lithium 北美锂业 Pilbara Minerals
钴资源	KFM 控股 腾远钴业
镍资源	青美邦
正极、前驱体	广东邦普 宁波邦普 曲靖麟铁 湖南裕能 江西升华
负极	尚太科技 宁德康本 无锡东恒
隔膜	厚生新能源
电解液	研一新材料
导电膜	深圳金美
有机氟	思康化学

资料来源：天眼查，公司公告，华泰研究

图表118: 电池企业历史营业利润率比较



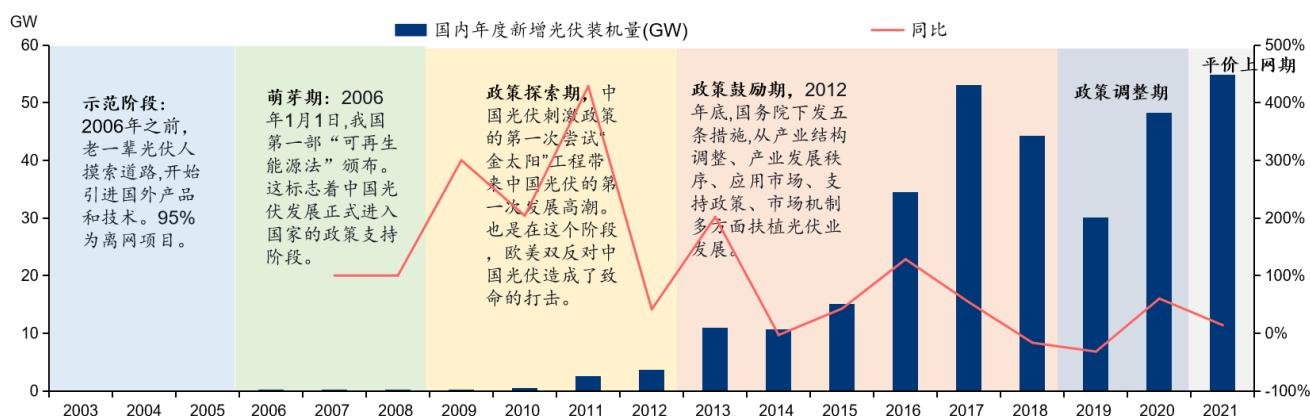
注: 亿纬锂能由于消费电池占比较高, 营业利润率较高

资料来源: , 华泰研究

新能源-光伏：经“几起几落”，从“三头在外”到“问鼎全球”

经过过去 20 余年发展，中国光伏产业在全球已形成较强竞争力。复盘我国光伏企业发展历程，凭借持续的技术升级与成本优势，我国光伏产业最初从“三头在外”的世界工厂，逐渐转变为具有国际竞争力的上中下游完整的太阳能产业链，其发展历程大致可分为六个阶段。

图表119：国内光伏企业发展复盘



资料来源：CPIA，华泰研究

阶段 1：从无到有，国家计划推动示范先行

20 世纪 90 年代-2005 年为示范阶段：为解决我国西部地区用电问题，光伏行业从无到有、应运而生。当时中国西北、西藏等基础设施欠完善地区由于用电人口小而分散，集中供电成本高，存在近 7656 万无电人口。此时正逢世界的光伏元年，光伏发电便走进了中国的视线。国家先后推出“中国光明工程”、“西藏阿里光电计划”、“送电到乡”，通过太阳能、风能等发电方式建立起上千套独立发电系统，解决了我国西部地区以及乡村的用电问题，这一时期的光伏需求创造了无锡尚德、江西塞维、天合光能等中国第一代光伏企业。

阶段 2：抓住机遇，乘产业与人力东风集体出海

2006-2008 年为萌芽期：欧美国家光伏政策频频出台，全球光伏市场需求出现了大规模增长，中国企业利用国外的市场、先进技术设备，叠加国内的人力成本优势迅速形成规模制造，迎来中国光伏的第一次出海。2005 年起，无锡尚德、天合光能、江西塞维、河北英利先后赴美上市，不断刷新中国新能源 IPO 的记录，短短两年时间，中国光伏企业已接近千家，占据世界光伏产业的半壁江山，中国成为全球最大的光伏制造国，2007 年产量达到 1088MW。

这个时期我国企业多集中在壁垒较低的产业链中游，盈利模式以进口多晶硅原材料、生产加工太阳能电池与组件、销售到海外市场为主。随着需求扩大，我国的产能也在迅速扩张，但这背后却隐含着原材料、需求市场以及核心技术“三头在外”的尴尬局面，我国企业的上下游议价能力被压缩，由此陷入高收低卖的困境。

阶段 3：政策发力，中国光伏度过至暗时刻

2009-2012 年为政策探索期：金融危机后光伏行业初陷困境，国内开始尝试各种政策为光伏保驾护航。金融危机的让全球产业陷入停滞，光伏需求急剧萎缩，造成国内光伏产业产能过剩，一度陷入萧条，2009 年内有超过 300 家企业倒闭。为帮助行业度过难关，国家将新能源产业纳入七大战略性新兴产业，实施了诸如核准制光伏项目、核准电价、“金太阳示范工程”等产业政策与补贴激励政策，其中金太阳示范工程通过特许权招标竞价的方式，投入 100 亿人民币帮助光伏产业并网，开启了国内光伏装机市场，降低了行业对海外市场的依赖。在政策支持下，装机容量每年以 100% 以上的速度增长，2009 年起的短短三年内，中国光伏装机量达到 3423.2MW；2012 年光伏产业国内外需求比达到 4:6，同时也掌握了晶硅电池的关键技术，单晶硅、多晶硅电池转化效率达到 18% 和 17%，部分先进企业突破

19%，位于世界第一梯队，业内逐渐形成了完整的产业链，部分强势链条甚至达到了国际先进水平。根据 CIPA 数据，在政策刺激下国内出现一番投资热潮，2011 年中国光伏仅组件产量就高达 24.3GW，占全球总产量 66%，欧洲 51%、美国 86% 的光伏组件都源自中国。

图表120： 我国光伏部分财政补贴政策

项目	金太阳和光电建筑一体化	可再生能源发展基金	标杆电价	光伏扶贫
时期	2009-2012 年 5 期	2012-2019 年	2013-2021 年	2015-2019 年
目的	了解光伏行业成本、确定光伏补贴	规范管理光伏补贴资金	推动我国光伏装机规模、推动光伏制造端成本下降	2020 年前帮扶 200 万户贫困户
方式	特许权招标竞价	标杆电价、光伏扶贫	集中式区分 3 类资源来设置标杆电价、分布式区分工商/户用来设置度电补贴，持续 10-20 年	户用光伏发电扶贫、村级光伏电站扶贫、光伏大棚扶贫、光伏地面电站扶贫
资金来源	-	国家财政公共预算安排的专项资金、依法向电力用户征收的可再生能源电价附加收入	可再生能源发展基金	可再生能源发展基金
直接对象	运营商	运营商	运营商	运营商（农村）
补贴环节	初装补贴	上网补贴	上网补贴	上网补贴
补贴力度	按总投资的 50%-70% 给予补助、定额补贴 9-5.5 元/瓦，4 期共计 6.333GW	7 批可再生能源电价附加补助目录覆盖 54.8GW 光伏项目	2016 年起逐年下调，集中式、工商业 21 年停止补贴，户用 22 年停止补贴。补贴范围为此期间备案并完成并网的所有装机规模	全额上网执行 0.65-0.85 元/kWh 的电价，自发自用执行 0.42 元/kWh 的度电补贴。相比于普通光伏项目补贴力度更强、优先发放，总规模达 19.1GW
意义	开启了中国光伏装机市场	为我国光伏产业提供财政补贴	推动我国自 13 年起位列全球光伏装机第一名，我国自 2020 年进入光伏平价时代	通过农村光伏装机，精准扶贫

资料来源：国家能源局，国家发改委，北极星太阳能光伏网，索比光伏，华泰研究

阶段 4：破茧成蝶，国内政策启动全面扶植，国内光伏产业链竞争力逐渐形成

2013-2018 年为政策鼓励期，2018 年因“531”政策，国内装机回落：欧洲、美国先后对中国发起反倾销和反补贴调查，对我国光伏企业征收高额的反倾销税及反补贴税，关税高达 249%。失去了成本优势，我国快速增长的产能遭到积压，行业面临大规模亏损和倒闭。

为应对欧美双反，国家进一步提供政策支持。政策支持涉及产业结构、发展秩序、应用市场、支持政策、市场机制等全方面。2013 年 8 月，国家发布《关于发挥价格杠杆作用促进光伏产业健康发展的通知》，对三类资源区光伏上网电价及分布式光伏度电实施补贴，光伏产业逐渐回暖，2013-2017 年硅片、电池片、组件产量持续增加，平均年增长率近 50%；技术上也实现了较大突破，2015 年隆基突破单晶硅切割技术，大大降低了单晶硅切片的成本；阳光电源全线逆变器效率突破 99%，光伏系统的发电量得以进一步提升。18 年“531 新政”通过淘汰落后产能，将装机需求从政策驱动转型为市场驱动，产业进入高质量发展阶段。随着欧美终止、退出对中国的双反措施，中国企业重新回到欧美市场，市场份额进一步提高，随着国内光伏产业链逐渐摆脱欧美双反影响，国内装机开始出现增长。此阶段，我国光伏产业从“三头在外”的世界工厂转变为具有国际竞争力的上中下游完整的太阳能产业链。但由于此时光伏仍依赖补贴，国内新能源补贴亏空迅速扩大，2018 年国务院出台“531”新政，国内需光伏产品价格跳水，新增光伏装机需求亦被明显抑制。

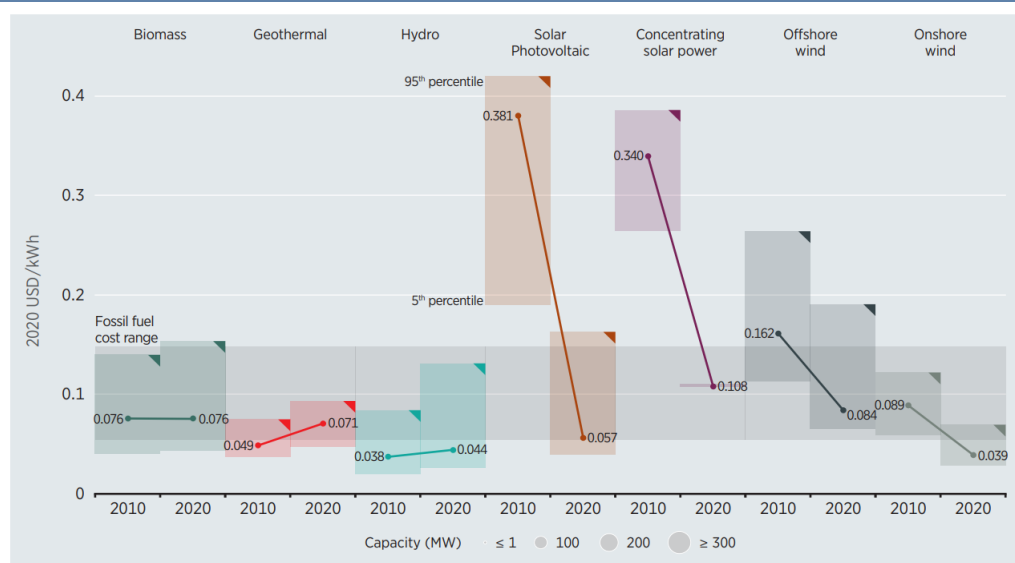
阶段 5：优势形成，国内光伏开始主导全球光伏产业链

2019-2020 年为政策调整期：在政策和技术的支持下，规模化、集聚化效益叠加成本下降，光伏产业市场稳步增长，产业创新活力被空前激发。“531”新政后，国家先后出台竞价、平价等政策调整，这些激励政策一方面为国内光伏需求回暖注入动能，另一方面也为全面平价做好充分的准备，国内装机需求逐步复苏，2020 年新增装机已基本回复至 2018 年水平。这期间我国各环节产能在全球均为首位。据 CPIA 统计，2021 年中国多晶硅产量 45.3 万吨，约占全球总量的 70.6%；硅片产量占据全球的 98.1%，连续 11 年产量位居全球首位；组件产能占据全球总量的 70%，行业四大环节的产值突破 7500 亿元；2019-2021 年中国光伏装机新增逐年提高，2021 年装机规模达到 306GW，超过欧盟和美国的总和。技术上，光伏硅片大尺寸化已成趋势，PERC、TOPCon、异质结等电池转换效率不断刷新，半片、双面双玻、MBB、叠瓦等组件技术百花齐放，技术迭代正驶向快车道。

阶段 6：平价上网，光伏成为双碳主力军

2021 年至今为平价上网期：与其他能源相比，光伏是十年内度电成本下降最快的，据国际能源署统计，2010-2020 年全球光伏发电加权平均 LCOE 从 0.381\$/kWh 迅速下滑至 0.057\$/kWh，降幅高达 85%。当前双碳、绿色可持续发展已成为全世界的广泛共识，光伏拥有可再生、清洁、低碳、经济性等显著优势，在迈入平价时代后，未来成长空间更加广阔。据 CPIA 统计，2022 年全球新增光伏装机达到创纪录的 230GW，同比增长 35.3%。其中，中国光伏新增装机 87.41GW，稳居世界第一。叠加业内分布式光伏、TOPCon 电池、光储一体化等方兴未艾的产业趋势，中国光伏会在保持全球领先的道路上越走越远。

图表 121：全球可再生能源中光伏加权 LCOE 降幅最快



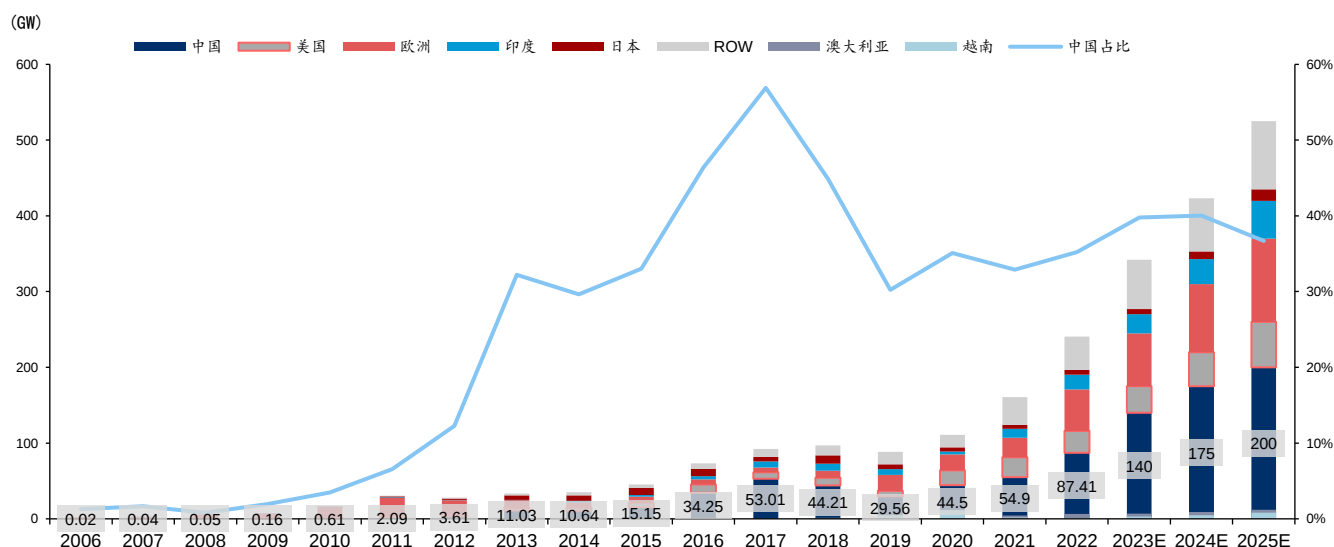
资料来源：IRENA，华泰研究

领先优势：降本增效双擎驱动，中国光伏多环节技术成本优势显著

市场：内外需求驱动行业增速，量价优势赢得市场份额

量：从中国全球化向全球本土化转变。根据国家能源局发布的 2022 年统计数据，我国去年新增光伏装机 87.41GW，同比增长 60.3%，考虑到其中 12 月抢装 21.7GW，我们看好 23 年继续保持强劲的增长动能。根据 CPIA 的数据，2022 年全球光伏新增 230GW，同比增长 35.3%，中国新增装机容量已经连续 10 年位居全球首位，累积装机容量连续 8 年位居全球首位。背靠广阔的中国光伏市场，国内光伏行业产业规模世界领先，中国光伏组件/多晶硅产量连续 16/12 年位居全球首位，形成规模优势。

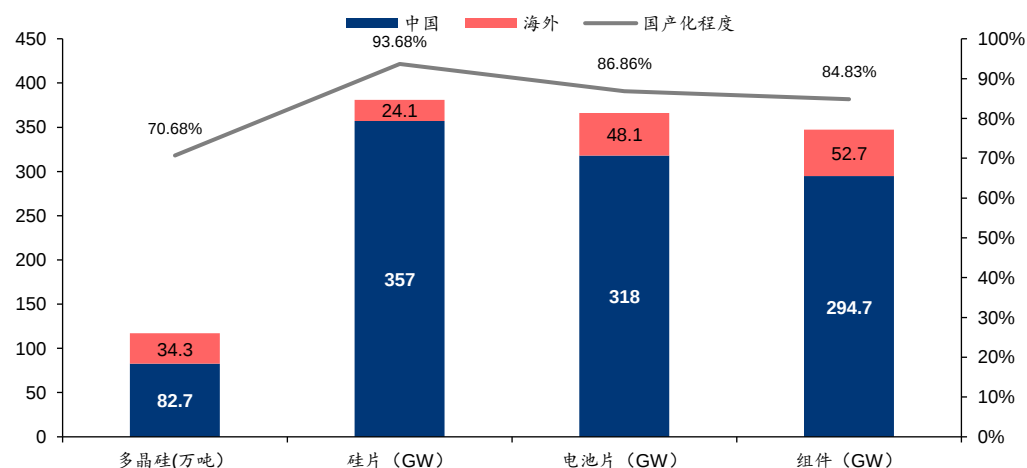
图表122：全球光伏新增装机容量（GW）



资料来源：国家能源局，BloombergNEF，华泰研究

在高光伏内需的驱动下，国内光伏产业积极出货，在满足国内需求的同时占领国外市场，在全球市场中保持高份额。根据 CPIA 的数据，2022 年中国光伏组件出口约 153.6GW，同比增长 55.8%，出口额与出口量均创历史新高。中国光伏产业链从硅料、硅棒、硅片到电池、组件，乃至设备、辅材等产业化完善度高，部分龙头企业构建一体化垂直产能，相较海外企业有明显量价优势。考虑到国内外光伏装机需求进一步提升，中国光伏企业有望保持全球产业链生产制造重心，光伏产业链国产化程度持续提升。

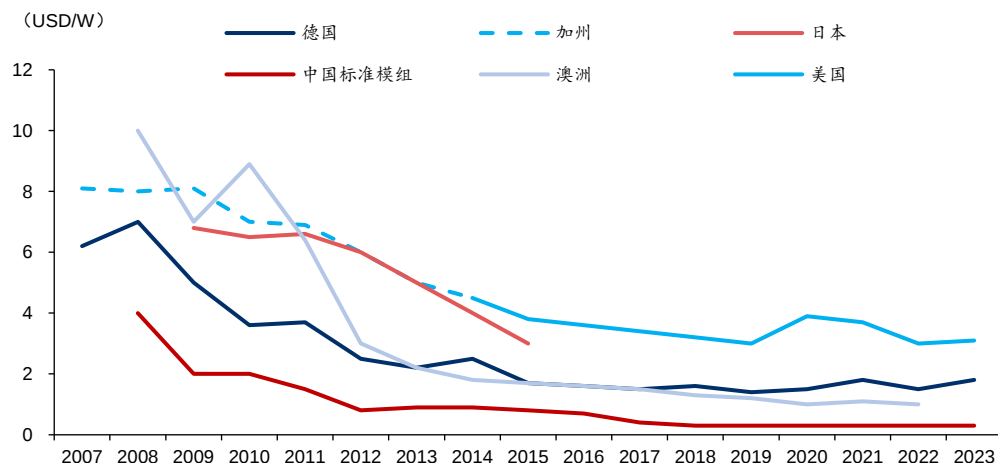
图表123：2022 年光伏行业主产业链国产化程度



资料来源：中国工信部，CPIA，华泰研究

价：成本优势拉升盈利空间，经济性带来强国际竞争力。中国光伏行业具备完备制造业基础，叠加大规模市场需求带来的规模生产经济性，在生产成本方面具备强全球竞争力。根据 CPIA 和赛迪能源的数据，2022 年我国地面光伏系统/分布式光伏系统的初始全投资成本为 4.13/3.74 元/W 左右，而根据 NERL 的数据，2022 年 Q1 美国户用屋顶/分布式光伏系统的初始全投资成本为 20/13.3 元/W 左右，相比国内溢价 13/9.6 元/W 左右。可见，国内光伏产品出口溢价空间大，在价格方面具备强竞争力。

图表124：各国光伏系统造价

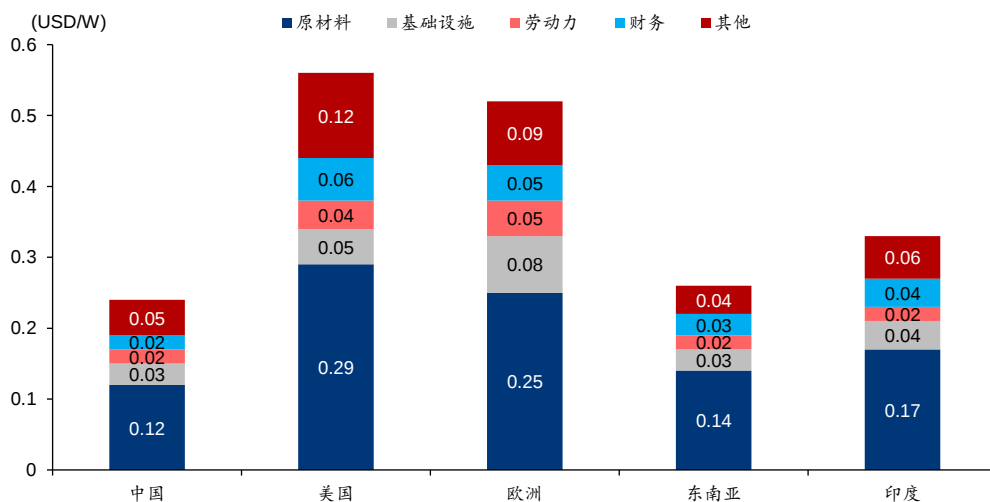


资料来源：BSW-Solar，欧盟统计局，政策数据库，Solarchoice.au，Energysage，公司披露，BloombergNEF，华泰研究

组件：原材料成本优势为基石，一体化产能持续降本

原材料成本：组件生产最大成本差异在于原材料，约占整体成本一半。根据 WoodMac 的数据，2022 年中国/美国/欧洲/东南亚/印度的组件制造成本分别为 0.24/0.56/0.52/0.26/0.33 美元/W，其中原材料成本占比约为 50%，分别为 0.12/0.29/0.25/0.14/0.17 美元/W，其中中国和东南亚生产成本和原材料成本最低，仅为欧洲、美国地区的 50% 左右。中国在光伏玻璃、封装胶膜等高运输成本和高生产耗能的原材料方面有制造和产地优势，我国光伏玻璃和光伏胶膜在全球市场的占有率稳定在 90% 以上，是全球最大生产国和出口国，欧洲和美国则需要从中国和东南亚地区进口，叠加高运输成本造成原材料价格偏高。

图表125：2022 年组件本地制造成本差异



资料来源：Wood Mac，华泰研究

一体化产能：组件龙头向上一体化加强成本把控。2022 年后，国内光伏垂直一体化现象加剧。晶澳、天合、晶科等国内组件龙头纷纷向上扩产至电池、硅片、硅料等上游环节，控制原材料等投入成本、质量及供应可靠性；相对应地，上游硅料、硅片企业也纷纷向下扩产至电池、组件生产，隆基、通威等则是典型代表。根据 PV-Tech 发布的《2022 全球 Top10 光伏组件供应商排名》，中国企业占据八席，多家是具备一体化产能的行业龙头，并且全部将有垂直一体化产能的扩建规划。一体化进程赋予国内组件厂商控制资源减少成本的能力，并加大组件产品的生产控制能力与核心差异性，卡位优势进一步凸显。

电池：TOPCon 技术全球领先，HJT&钙钛矿先行者

N 型接棒 P 型技术迭代周期，国际技术竞争日益加剧。美国、欧洲、日本等国家在着力布局碲化镉光伏材料、HJT 电池等新兴技术，意图完成新技术弯道超车。正确的技术路线是光伏制造领域不可或缺的元素，我国光伏企业积极布局多种新兴技术，并在 TOPCon、HJT 和钙钛矿等多个赛道上已经取得优势。看好在技术路线得到验证后国内厂商保持先发优势，取得国际技术竞争的胜利。

TOPCon: 目前，我国光伏行业在 N 型成熟技术路径 TOPCon 有明显领先优势，在量产端，领先企业电池转换效率达到 25.3%；在实验室端，中国厂商不断刷新世界榜单，目前中来股份以 26.70% 占据榜首。

图表126：TOPCon 实验室效率

研发机构	转换效率	电池面积cm ²	时间	类型	技术路线
中来股份	26.70%	-	2023-04-10	M10 尺寸 N 型	J-TOPCon3.0 POAID
晶科能源	26.40%	331.24	2022-12-08	182N 型	LPCVD
晶科能源	26.10%	331.24	2022-10-14	182N 型	LPCVD
天合光能	25.50%	441	2022	210N 型	PECVD
晶科能源	25.41%	235.79	2021	182N 型	LPCVD
中来股份	25.40%	330.15	2021	G12 大尺寸 N 型	J-TOPCon2.0 POAID
隆基绿能	25.21%	242.97	2021	P 型	LPCVD
晶科能源	24.90%	235.8	2021	182N 型	LPCVD
晶科能源	24.40%	267.5	2020	182N 型	LPCVD
阿特斯	23.81%	246.44	2020	182N 型	-
天合光能	24.58%	244.31	2020	210N 型	PECVD
中来股份	23.19%	246.21	2019	-	-
Fraunhofer ISE	25.80%	4	2017	-	-
Fraunhofer ISE	24.50%	100	2017	-	-
Fraunhofer ISE	23.40%	200	2018	-	--

资料来源：CPIA，各公司公告，华泰研究

钙钛矿电池：对于下一代技术钙钛矿电池，国内已有多家厂商积极布局，其中领先玩家大面积组件效率已实现 16% 以上。在设备端，国产厂商陆续完成出货交付，设备国产化提高，为电池厂商缓解产线成本压力，且核心涂膜设备全球市占率领先；电池端，兆瓦级中试线频繁落地，国内行业领先者开始百兆瓦中试线建设，达成钙钛矿组件全球首发、全球最大中试线、组件效率世界纪录等成就。看好国内厂商在新技术形成先发优势，继续保持光伏国际技术竞争领先。

图表127：钙钛矿电池主要厂商梳理

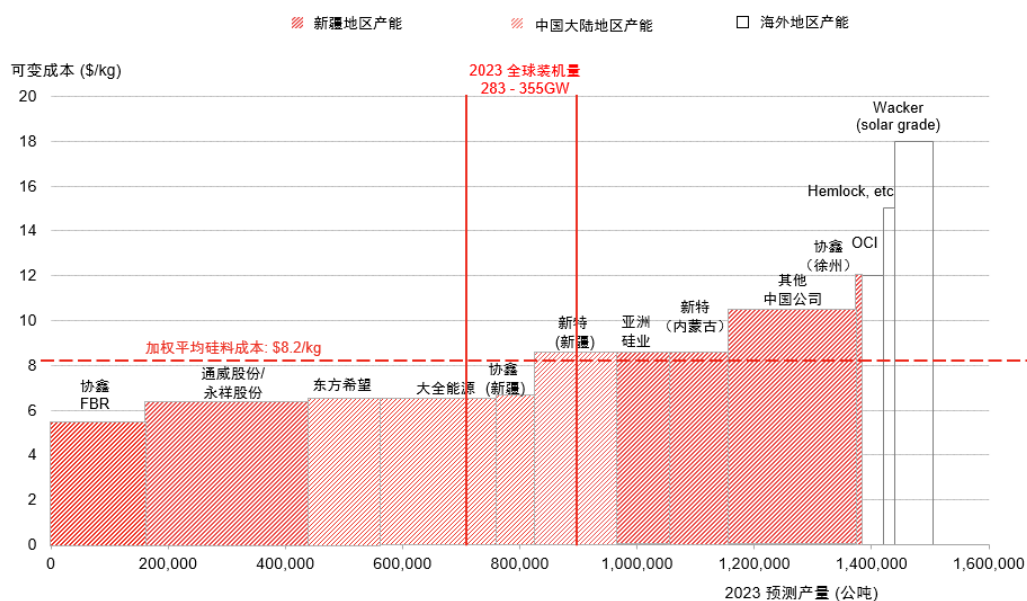


资料来源：公司公告，华泰研究

硅料&硅片：国内厂商成本优势明显，薄片化技术助力降本增效

硅料：国际多晶硅竞争激化，国产硅料价格优势有望胜出。根据 BloombergNEF 的预测，2023 年全球多晶硅产量为 150 万吨，同比增长 61%。根据对 2023 全球装机量的乐观估计水平 355GW，多晶硅产能仍供大于求，陷入产能过剩的境地。在供过于求的形势下，中国多晶硅企业成本优势明显，具备强订单获取优势，相较海外硅料产能具备明显优势。

图表128：2023 年光伏级多晶硅供应曲线



资料来源：公司公告，公司年报，华泰研究

硅片：硅片薄片化技术持续降本。硅片是连接多晶硅料和电池的重要环节，其厚度直接影响下游电池和组件的发展，有利于降低硅成本，关系到电池片的自动化率、良率、转换效率等。2022 年单晶硅片平均厚度降低至 155 μm ，降低多晶硅料成本。目前，我国硅片厂商薄片化技术领先，TCL 中环已经推出 110 μm 厚度的 N 型硅片，报价低于同尺寸的 P 型硅片。2022 年，我国硅片出口量约 36.3GW，同比增长 60.8%，叠加我国硅片厂商薄片化技术的进一步提升，看好国内硅片产量及出口量维持快速增长态势。同时，在硅片端实现 NP 同价也有利于我国 N 型渗透率持续提升，整体光伏产业竞争力增强向下游传导。

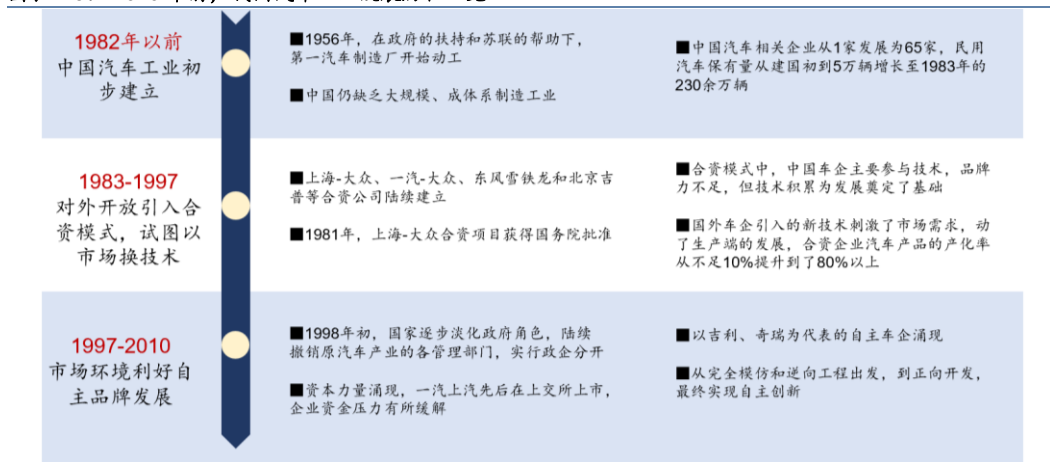
汽车：从汽车大国走向汽车强国之路

自主崛起之路：从市场换技术到核心技术自主可控，技术换市场即来临

跟随合资时代：市场换技术，大而不强

1949 年到 2010 年我国汽车产业经历了从无到有，市场呈现对合资品牌有较高依赖、自主品牌开始涌现的特征。(1) 1994 年国务院颁布了《汽车工业产业政策》，提出引入外资发展汽车工业，政策指导下我国车企开始引入合资模式，旨在通过市场换技术的方式获得汽车生产的核心技术能力，期间，北汽、上汽、一汽、长安等大型国有汽车集团与外资建立了上汽大众、一汽大众、一汽丰田、东风日产、长安福特等合资公司，合资模式助力我国汽车工业实现了从无到有，配套零部件产业链也逐步完善。(2) 1998 年改革开放后，国家逐步淡化政府角色，实行政企分开，给予自主品牌良好的发展环境，吉利、奇瑞等自主车企涌现，2000 年到 2010 年随着居民收入增长、国家在政策面上重视汽车消费，自主品牌享受到第一波发展红利，同时由于合资品牌在该时期的产品矩阵和技术较先进，刺激了大量市场需求，带动了零部件国产化率的提升，我国汽车产业集群逐步完善。

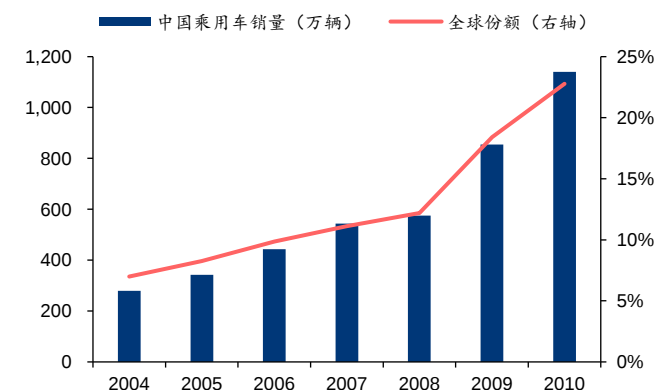
图表129：2010 年前，我国汽车工业发展历程一览



资料来源：中国汽车工业年鉴、华泰研究整理

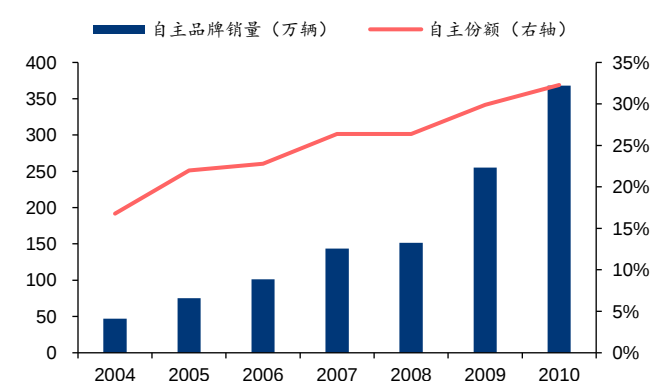
市场换技术成效不高，核心技术内化受阻。该阶段我国汽车工业供给端主要以引入外资技术为主，我们认为技术导入和国产化程度整体成效有限，主要系：(1) 外资车企并未实质性地转移核心技术，(2) 合资模式中的中方车企自身技术薄弱，难以实现技术吸收再创新，且多参与技术含量低的装配环节，缺乏核心技术可控。虽然该时期我国汽车销量有快速增长，2004 年到 2010 年乘用车销量从不足 300 万辆增长到超过 1100 万辆，但我国汽车市场实则为大而不强，中高端市场由合资车企把握，自主品牌少小薄弱、核心技术和规模长期落后于外资，仅占据了中低端市场，2010 年市占率约为 32%。

图表130：2004 年到 2010 年中国乘用车销量以及全球份额情况



注：乘用车销量口径为 A-F 级别车、A-E 级别 SUV 车、MPV
资料来源：Marklines、华泰研究

图表131：2004 年到 2010 年中国乘用车市场格局变化情况

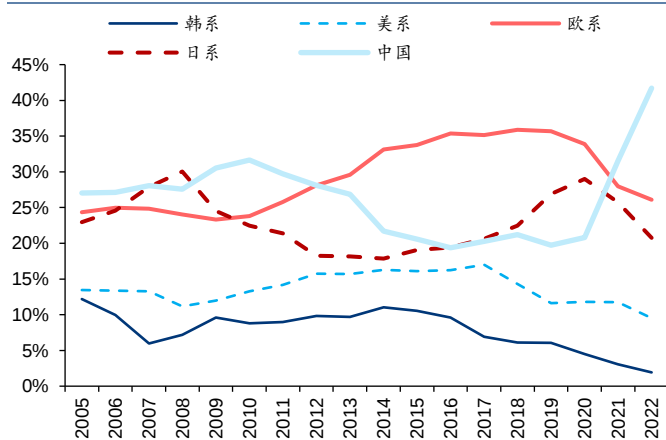


注：乘用车销量口径为 A-F 级别车、A-E 级别 SUV 车、MPV
资料来源：Marklines、华泰研究

自主品牌吸收外资经验，逐步把握国内市场供给空白。2000 年到 2010 年自主品牌发展较波折，凭借着打入低端市场和快速推出新车型的策略，获得第一桶金，市占率快速提升，期间涌现了年销量破 25 万辆的爆款车型，如比亚迪 F3，但 2010 年往后，国内消费者消费升级下更偏向品牌良好的合资品牌，开发能力和品牌沉淀相对不足的自主品牌在轿车市场的份额快速下降。表现上看合资品牌对自主品牌的冲击较大，且市场换技术并未使得中国车企获得核心汽车生产技术，但我们认为合资模式为自主品牌的后续崛起提供了一定条件：

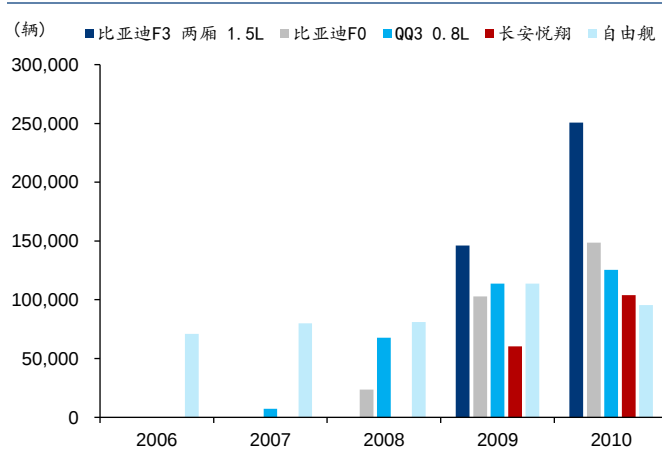
- (1) 合资模式的组织管理经验为自主品牌提供了样板，
- (2) 合资车企通过引入新技术和新车型刺激了国内汽车消费需求，但外资导入国内的车型多为基于其全球型平台的产品规划，针对中国市场的本土化改进不足，留有市场供给空白（如畅销全球的大众高尔夫为五座两厢小汽车，实际不符合国人偏好大空间的车型审美），
- (3) 合资加快了配套零部件供应链的国产化，为后续自主品牌崛起提供供应链条件。

图表132：2005 年到 2022 年中国轿车市场格局情况



资料来源：中国汽车工业信息网、华泰研究

图表133：2006 年到 2010 年自主品牌主流轿车车型销量情况



资料来源：中国汽车工业信息网、华泰研究

本土汽零企业承接海外汽车制造转移加快本土化，开启低端产品海外输出。合资时代部分细分赛道的优质国产汽零厂商承接全球汽车产业转移，享受先进外资技术的引进红利，从 20 世纪 80 年代到 20 世纪末，合资品牌零部件本土化率从不足 10% 快速提升到 80% 以上。中国汽车在合资品牌的发展带动下，逐步形成庞大且完善、低成本且高效率的产业集群，同时汽车玻璃、轮胎、车轮等劳动力和资源密集型、低附加值高能耗的产品开始出口，主要面向美、日、韩、德等发达国家。

SUV 积累时代：自主品牌初露头角，奠定资本原始积累

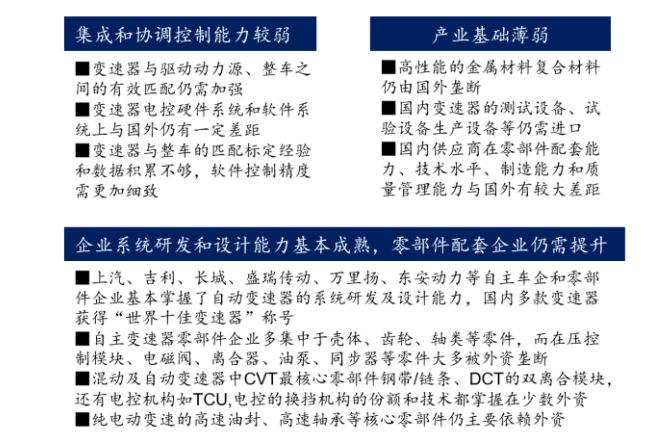
从逆向开发走向正向开发，发动机变速箱核心技术逐步成熟。虽然 2010 年后以吉利和奇瑞为代表的自主品牌在轿车市场受到了合资的较大挤压，但自主在轿车上逐步积累起技术能力，从逆向开发走向正向开发，逐步实现发动机和变速器的核心技术自主可控。该阶段自主品牌发动机迈向自主开发阶段，部分新技术能与外资看齐，但核心零部件技术仍较薄弱（如电动喷油系统和 EGR 废气循环系统），而自主品牌的变速器研发设计能力基本成熟，短板在于液压控制模块、离合器、电磁阀等核心零部件配套能力和变速器的集成协调能力。

图表134：国内发动机产业发展梳理



资料来源：盖世汽车、华泰研究

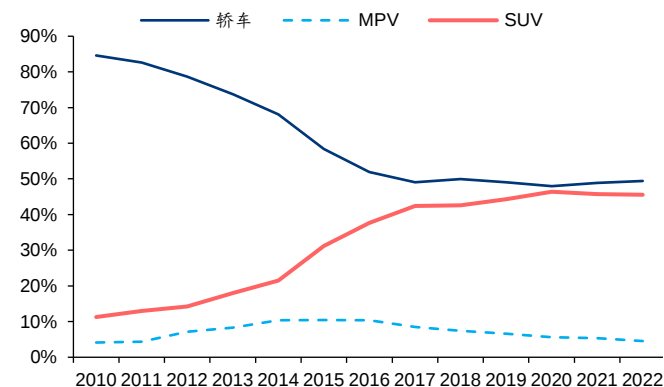
图表135：国内变速器产业发展梳理



资料来源：盖世汽车、华泰研究整理

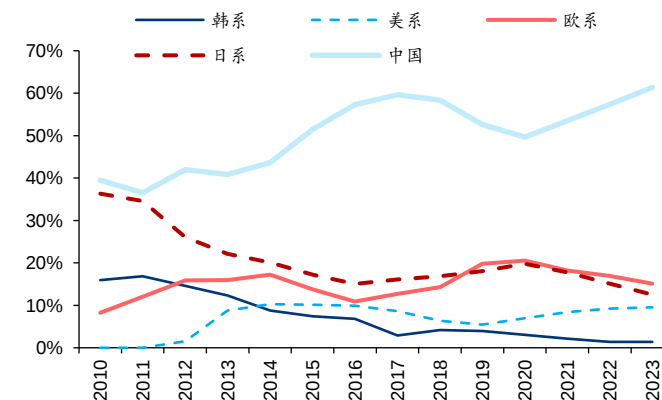
抓住 SUV 消费红利获资本原始积累，技术能力和品牌认知逐步确立。2010 年起自主品牌抓住了消费升级背景下的 SUV 发展热潮机会，2010-2018 年 SUV 的国内乘用车渗透率从不足 10% 爬升到 40% 以上，自主品牌在 SUV 的份额从近 40% 提升到 60% 左右，2019-2020 年份额被合资有所蚕食，但幅度远小于轿车竞争时代的份额缩水。同时该阶段中自主品牌在乘用车大盘的份额中枢逐步提高，也跑出年销量近 60 万辆的爆款车型，如长城哈弗 H6，这反映自主虽距离合资仍有一定距离，但技术能力和品牌认知度较轿车时代已有了较大提高，此外该阶段自主品牌的利润率持续走高，我们认为 SUV 为自主品牌获得的“第一桶金”，为后续自主品牌的新能源车突破提供了技术、运营、资本的基础。

图表136：2010 年以来国内乘用车市场的 SUV 渗透率



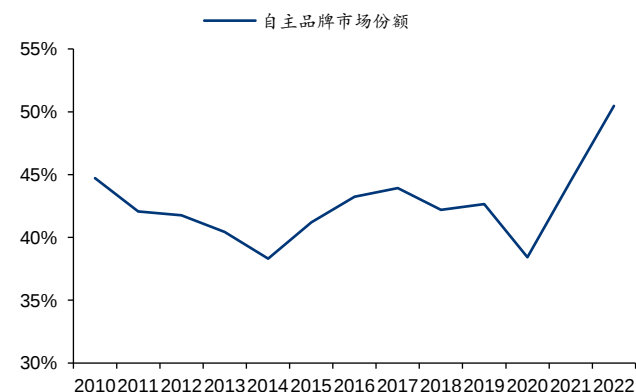
资料来源：乘联会、华泰研究

图表137：2010 年到 2020 年中国 SUV 市场各派系市占率情况



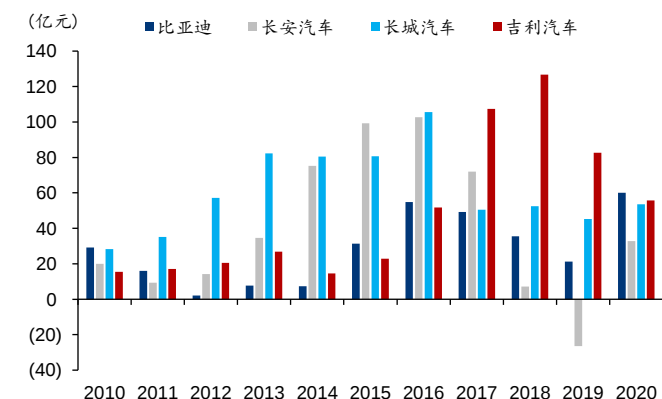
资料来源：中国汽车工业信息网、华泰研究

图表138：2010 年以来自主品牌的乘用车市场份额情况



资料来源：乘联会、华泰研究

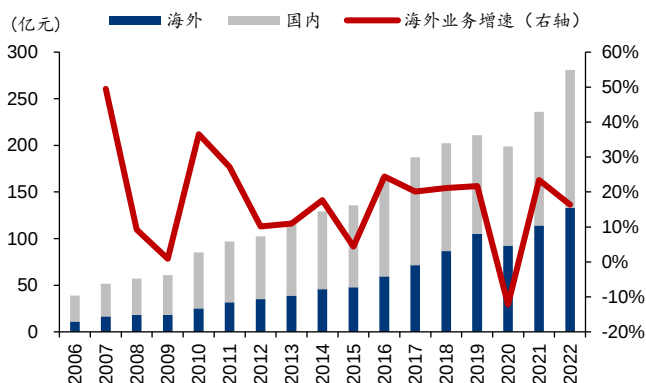
图表139：2010-2020 年自主品牌车企归母净利润情况



资料来源：华泰研究

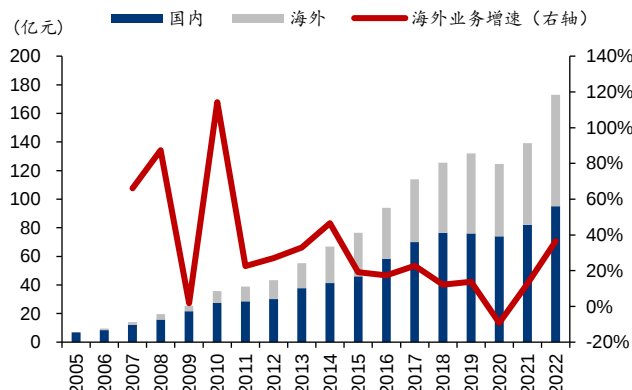
劳动和资源密集型的国产汽车零部件开启出海，探索海外市场发展机会。2009 年时中国已成为全球最大的汽车市场，体量大且发展快的下游市场反向促进了国产汽车供应链的快速完善，部分劳动密集型和资源密集型的国产汽车零部件厂商开始逐步通过海外并购建厂，挖掘海外市场机会，如主营汽车玻璃的福耀玻璃和主营汽车饰件的敏实集团等，福耀玻璃 1991 年首次实现供应链出境，2014 年左右打入美国市场，过去二十余年里海外收入增长超 10 倍；敏实集团 2007 年起在海外建厂，海外收入从 2 亿元增长到目前的近 80 亿元。

图表140：2010-2020 年福耀玻璃海外收入增长情况以及收入占比情况



资料来源：、华泰研究

图表141：2010-2020 年敏实集团海外收入增长情况以及收入占比情况

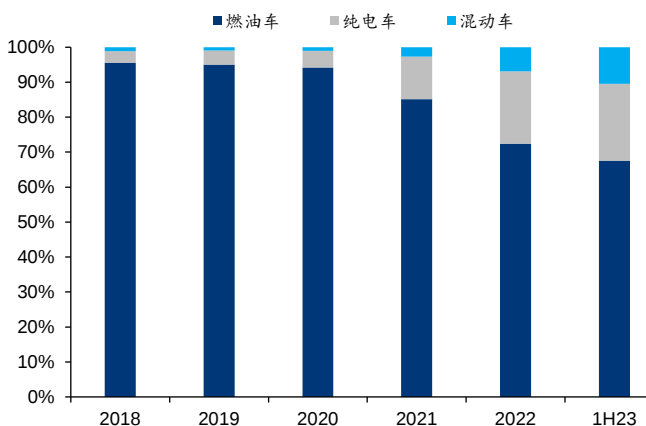


资料来源：、华泰研究

新能源超车时代：电动化智能化全面领先，技术换市场大航海时代开启

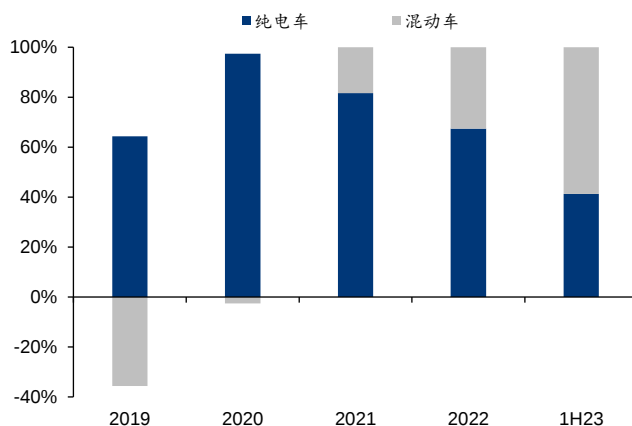
插混助力自主品牌二次腾飞，新能源时代实现弯道超车。2020 年到 2022 年混动成为乘用车市场的主线，贡献重要新能源车增量，加快燃油替代进程：2020 年混动车型渗透率近 2.5%，2021 年快速爬坡至 7%，2023 年至今，混动车为新能源替代燃油车的主要动力。23 年 1-7 月国内新能源车终端销量同比+36%至 567 万辆，新能源渗透率进一步从 22 年的 28%攀升到 31%，其中，纯电车贡献了 41%的增量，渗透率达 21%，而混动车贡献了 59%的增量，渗透率由 22 年的 7%提升至 10%。从技术路线来看，2019-2020 年市场以日系车为代表的油电混为主，而 PHEV 的渗透率在早期落后于 HEV，后以比亚迪为首的自主品牌凭借插混技术实现了赶超，2021 年 PHEV 渗透率已达 17.2%，自主品牌在混动车和新能源车的份额分别从 2020 年的 74.5%提升到 2022 年的 81.7%，而日系车聚焦在 HEV 市场且失去了 PHEV 发展先机，2020-2022 年在新能源车的份额仅为 3.5%/1.2%/0.9%。

图表142：2018 年至今我国乘用车动力结构



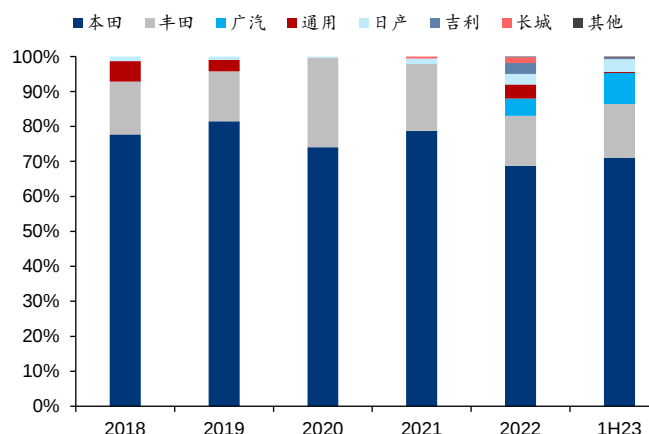
资料来源：乘联会、华泰研究

图表143：我国新能源车销量增量的来源



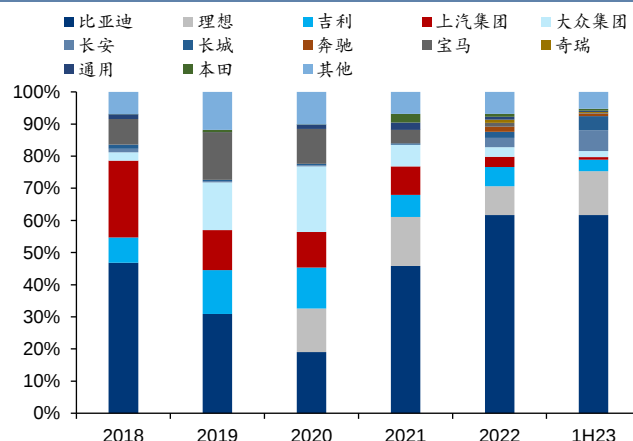
资料来源：乘联会、华泰研究

图表144：2018年至今我国油混市场格局



资料来源：Marklines、华泰研究

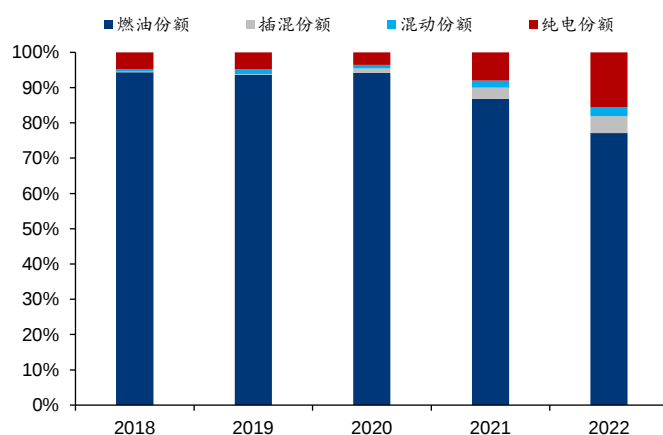
图表145：2018年至今我国插混市场格局



资料来源：Marklines、华泰研究

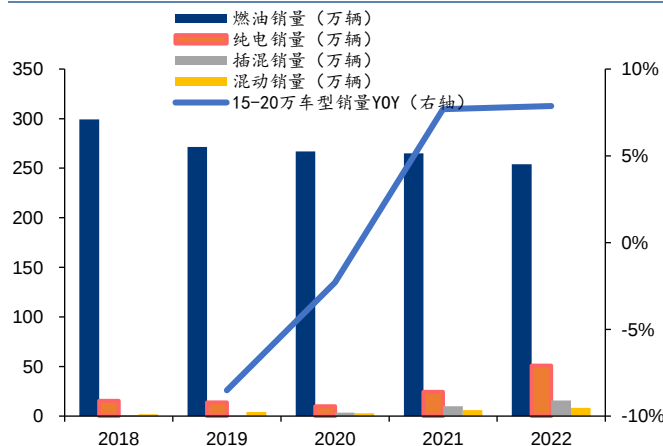
从中端价格带切入混动市场，复制 SUV 性价比再复辉煌。自主品牌的 PHEV 发展路径与 SUV 有较高相似性，均是早期从中低端市场开始切入，后切入中端价格带，凭借高性价比快速吞食市场份额。中端价格带原为燃油车和合资车系的重要市场，自主品牌不断通过优化混动技术提高油耗水平、利用规模效应降本实现在价格带上不断下探，快速以 PHEV 产品抢占了中端市场。我们以比亚迪秦 DMi 的 A 级车与卡罗拉和雷凌混动做对比，比亚迪更具有续航优势，但油电差价仅 2 万元，考虑购置税后的差价仅有 6000 元，而后的差价在 1.6-1.8 万元，同时比亚迪较后者也有 2-3 万元的优惠。

图表146：10-20 万元乘用车细分车型竞争格局

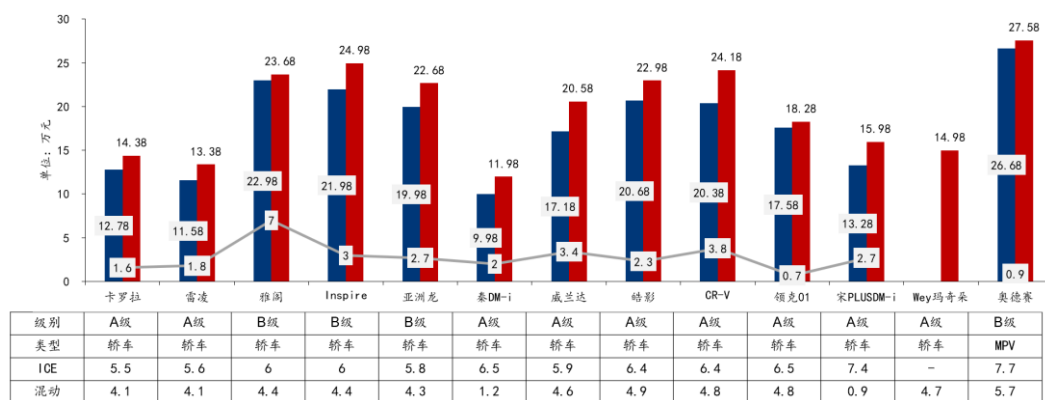


资料来源：乘联会、华泰研究

图表147：10-20 万元乘用车细分车型的销量情况



资料来源：乘联会、华泰研究

图表148：油电差价缩小提升了自主品牌在中端市场的竞争力


注：图中为混动与ICE在相同配置下的厂商指导价，红字代表混动价格，蓝色代表ICE价格；秦DM-i、宋PLUSDM-i为PHEV，其余为HEV；表格内为车型油耗，单位：L/100km

资料来源：汽车之家、盖世汽车、华泰研究

我们认为电车时代自主品牌能够实现二次飞跃、弯道超车的关键在于 **SUV 时代的技术积累和市场运营经验、选择以插混路线打入中端消费市场**：（1）SUV 时代，自主品牌通过前期资本积累，逐步成立了全面的技术研发中心，产品质量上已与国际知名名牌看齐（如每百万车故障问题数的分差已经从百分以上缩小到了十几分），同时凭借高研发效率得以快速迭代新车型，自主品牌在车型换代周期上已超越合资品牌 2 年左右；（2）以比亚迪 DMi 为代表的插混技术在油耗水平和动力性能的核心用户体验上，实现了趋近并反超合资品牌，且价格带在不断下探，进一步强化高性价比产品的核心竞争力；（3）供应链整合+长期自研动力系统和控制系统核心技术，支撑自主品牌的价格带不断下沉且保持超越合资的高产品力。

透视原因：核心技术自主可控，中国汽车产业链地位跃迁

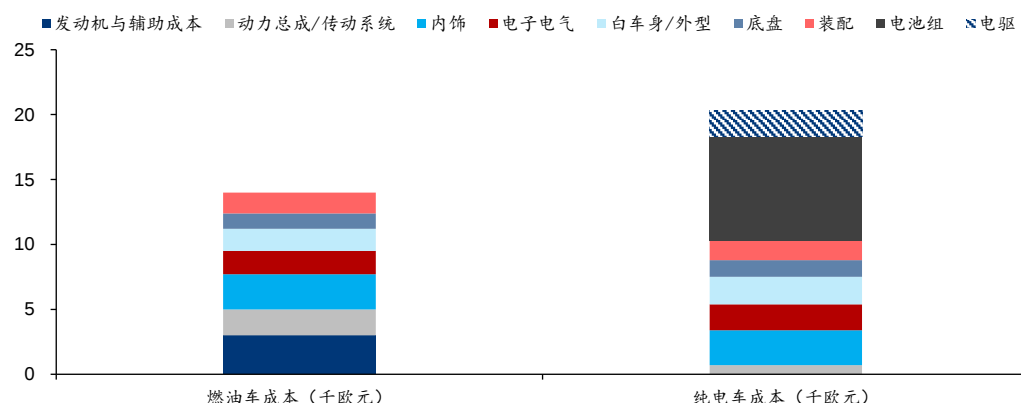
技术优势：把控电动智能化车的核心技术，全面引领全球

电动车革新了燃油车时代的游戏规则，核心竞争壁垒转移至三电能力。燃油车时代，发动机和传动系统构成 15% 的汽车硬件成本，是整车厂竞争的核心，而新能源车时代，三电系统构成近 50% 的硬件成本，基本颠覆了燃油车的游戏规则和供应体系。具体而言：

（1）传统燃油车核心技术在于发动机、底盘、变速箱三大核心动力传动零部件，供应链体系相对封闭，集中于整车厂内部及少数 Tier1，同时燃油车的技术路径在多年发展下已趋于稳定，产品提升通常基于已有技术的改进和优化，少数具备先发优势的厂商得以构筑动力传统系统的核心技术壁垒，其优秀产品的生命周期也因此较长。此外，传统燃油车结构复杂，零部件众多，数量达 3 万件左右，汽车制造对集成整合、生产生产工艺均提出较高要求，从而生产管理与质控能力对于整车厂尤为重要，故障发生率低、产品品控稳定的整车厂更具竞争优势。

（2）电动化时代以电池、电机、电控为代表的三电系统取代了传统动力系统，并决定了续航里程、动力传动等新能源车的核心性能。电动化大大削弱了传统整车厂的核心优势，并推动动力系统核心技术由整车厂向上游三电系统产业链转移，而国内三电系统配套厂商实力强于传统整车厂，技术更为成熟，目前电机及动力电池装车量排名中，前十名的企业中，中国品牌均在六家以上。自主品牌扎实的产业链基础使其可以直接向上游采购三电系统，而无需像燃油车时代自研发动机及变速箱，实现对海外传统主机厂的“弯道超车”。同时，电动化大幅简化汽车核心零部件，而数字化产线的普及也大幅提升了整车生产自动化程度，两者共同降低了整车厂的品控难度。自主品牌在产线改造、生产工艺、质量管理方面持续优化，市场竞争力及产品品控将得到有力提升。

图表149：燃油与纯电紧凑型乘用车的成本构成差异（2020年）



资料来源：新出行、华泰研究

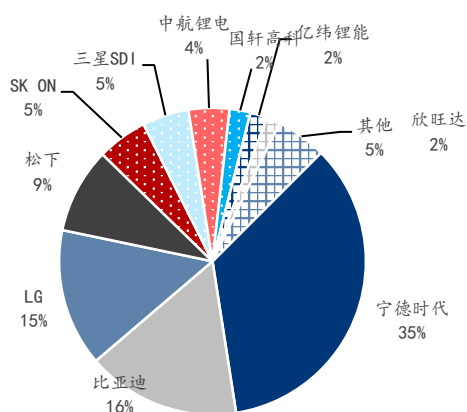
三电系统为新能源汽车的核心，我国厂商在核心技术已自主可控，并在技术、产业布局及产能上领先全球，连续多年在全球装机占比 50%+。基于电动化技术的深厚积累，我国新能源车质量和品牌力有显著提升，蔚来、比亚迪、理想等品牌质量可靠性名列前茅。

(1) 技术：我国厂商在新能源车上基本实现了核心技术的自主可控，发明专利领先世界，如比亚迪刀片电池对电池模组与电池仓结构实现创新，相比传统磷酸铁锂电池，续航里程和使用寿命更长，热稳定性及安全性能也有大幅提升；同时厂商的技术持续取得突破，推动电池成本大幅下降，带动新能源车价格带下探、扩大更大市场空间，2012 年到 2021 年动力电池单体能量密度提升了 2 倍，而电池包平均价格降低了 82%；

(2) 布局：国内电池厂商通过签订长期合作协议、收购及设立合资公司等方式快速完善产业链布局，如宁德时代 21 年完成对加拿大锂业公司 Millennial 的竞购，并实现对宝马、大众、戴姆勒、沃尔沃及博世等多家海外巨头供货，而比亚迪也在下游利用自身技术优势加速出海，实现对特斯拉、丰田等海外整车厂的供应；

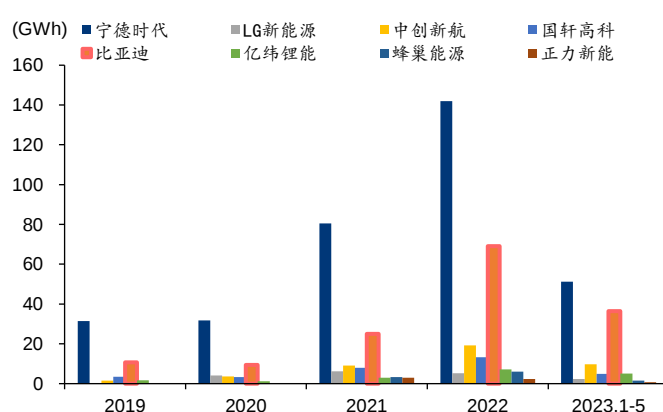
(3) 产能：国内厂商产能投放加速，海外产能也已有布局，当前宁德已在德国图林根设立电池生产基地，预计将形成 14GWh 产能。我们认为自主品牌目前已获得核心三电系统供应链支持，为超越合资品牌打下基础。

图表150：2023Q1 全球动力电池装机量市场份额



资料来源：NE 时代、华泰研究

图表151：主要动力电池企业装机量



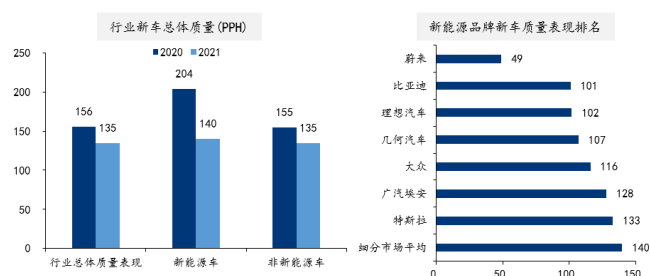
资料来源：NE 时代、华泰研究

图表152：我国电动化技术不断取得突破

	2012	2021	变化
动力电池单体能量密度	85 Wh/kg	270 Wh/kg	+2倍
电机功率密度	2.9 kW/kg	4.5 kW/kg	+55%
控制器功率密度	6.5 kW/L	20.0 kW/L	+2倍
电池包平均价格	721 美元/kWh	132 美元/kWh	-82%

资料来源：汽车之家、华泰研究

图表153：我国新能源车质量和品牌力提升显著

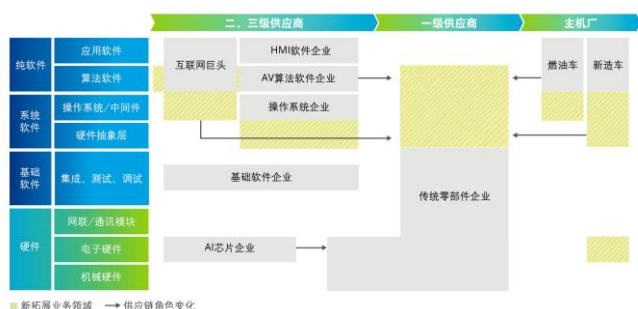


资料来源：汽车之家、华泰研究

在电动化智能化浪潮下，计算平台和电子电气架构为代表的科技硬件逐步成为标准化固定配置，构成新的汽车产品力基础，而以智能驾驶、智能座舱为代表的软件生态正在形成品牌差异化的核心壁垒。传统燃油车技术进步缓慢，主要以动力系统及硬件配置升级为主，而新能源车的硬件预设和软件 OTA 升级加速了产品在智能驾驶与智能座舱等领域的迭代升级。我们认为电动智能化浪潮下，汽车产业的供应链和价值链中心向软件能力倾斜，为自主品牌下一阶段腾飞提供机遇。传统汽车供应链是以整车为顶点的金字塔型，核心是发动机等硬件，Tier 3 及 Tier 2 供应商很难越级向主机厂提供零部件及车机系统。而智能汽车以智能座舱、智能驾驶及智能网联为核心，对于软件端及域控制器的需求上升，供应商的地位趋于平行，越来越多的软件及算法侧企业直接与主机厂合作，共同拓展智能业务。同时在价值链上，在汽车核心差异化要素转移至软件端的背景下，智能化将汽车转化为全生命周期产品，价值链重心向软件能力迁移。

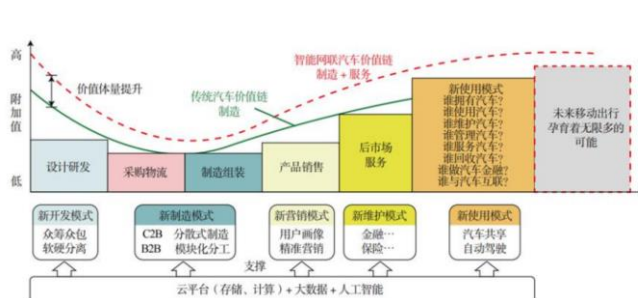
我们认为国内有较强的智能化发展基础，自主品牌成为智能化发展浪潮的先锋。国内的互联网产业发展成熟，算法开发升级的效率较高，在软件层面较国外传统整车厂有显著优势，同时国内部分自主品牌目前已实现智能驾驶算法的全栈自研，可以实现高频率更新。如 2021 年后德赛西威、毫末智行、小马智行等相继与主机厂合作推出城市 NOA 智驾解决方案，22 年和 23H2 全国分别新增 10/11 套主流方案。同时智能驾驶中收集到的大量数据能持续为车企赋能，我们看好自主品牌在智能汽车的先发优势构筑相当的护城河，引领全球汽车工业。

图表154：智能时代汽车供应链的变化



资料来源：《软件定义汽车》德勤,2020、华泰研究

图表155：智能汽车价值体量变化



资料来源：《汽车产业变革的特征、趋势与机遇》汽车安全与节能学报,2018、华泰研究

供应链优势：强竞争优势叠加产业窗口期，中国产业链迎来跃迁机遇

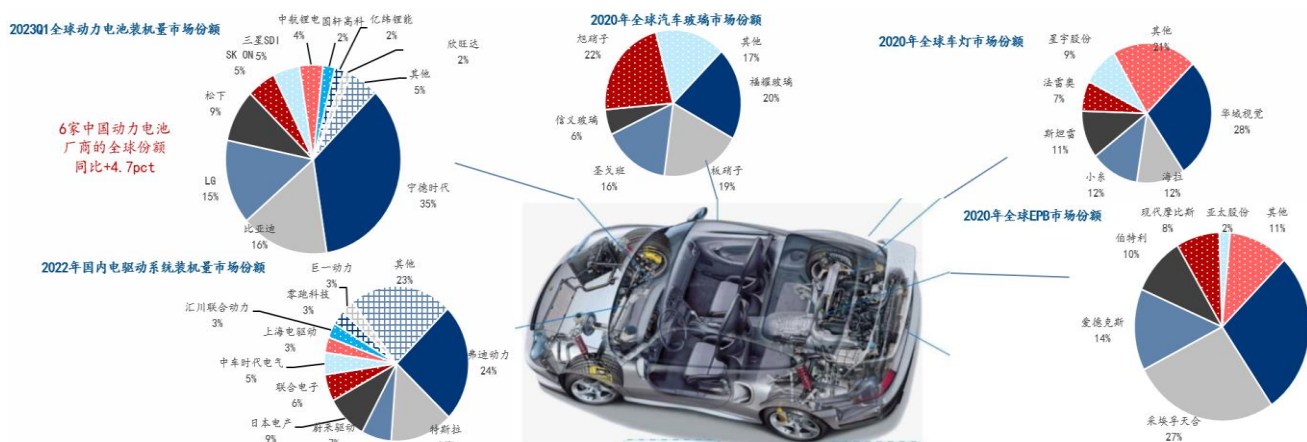
我们认为，中国汽零本土企业自身有强竞争优势，在新能源车发展红利+疫情出清海外汽零厂商下，本土汽零迎来产业地位跃迁的窗口期：

竞争优势 1：传统制造链条较完善，电动智能产业链核心环节自主可控

(1) 厚积薄发，传统供应链上我国已形成低成本、高效率、集群效应强、技术人才充足的竞争能力。燃油车早期时代，我国汽车核心部件主要依靠进口和外资，国产汽零厂商主要提供轮胎、玻璃、轮毂、座椅、转向节等低价值量和低技术含量产品，产品结构不完整，技术创新能力缺失，后企业通过合作、收购实现技术突破，逐步过渡到自主创新阶段。如奇瑞早期通过引入发动机技术咨询合作，完成技术积累，后来推出纯自主的鲲鹏发动机，成就核心竞争优势；吉利通过收购沃尔沃，获得原始核心技术积累；长安蓝鲸发动机通过自主研发、逐年积累，达到了国际领先水平。同时也有部分卓越汽零企业抓住自身优势和全球化机遇，通过合作、收购、自主研发、海外投资等方式进入全球零部件市场核心。以汽车玻璃为例，福耀玻璃基于本土的先发垄断优势，抓准美国市场空缺，利用强大制造能力占据市场，从而最终实现全球崛起。

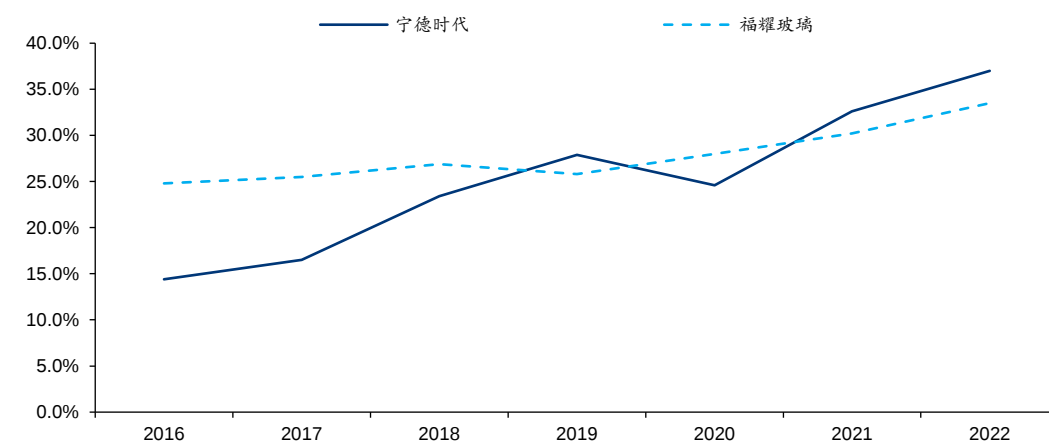
(2) 市场核心要素已由燃油车时代的发动机、变速器、底盘三大件转变为新能源时代的三电系统，我国已实现三电系统核心技术的自主可控、全面领先。电动智能技术变革催生新部件增量需求，上下游出现空白地带，部分本土汽零企业积极把握市场机遇，成为全球领先汽零供应商。如宁德时代借助新能源汽车机遇和国家战略支持，在十年间成长为全球核心动力电池供应商，目前国内市占率约 50%、全球市占率约 35%，是电动时代本土汽车供应链崛起的典型代表。

图表156：我国新能源产业链体系完善，三电系统的核心部件基本自主可控



资料来源：NE 时代、SNE Research、华经产业研究院、华泰研究

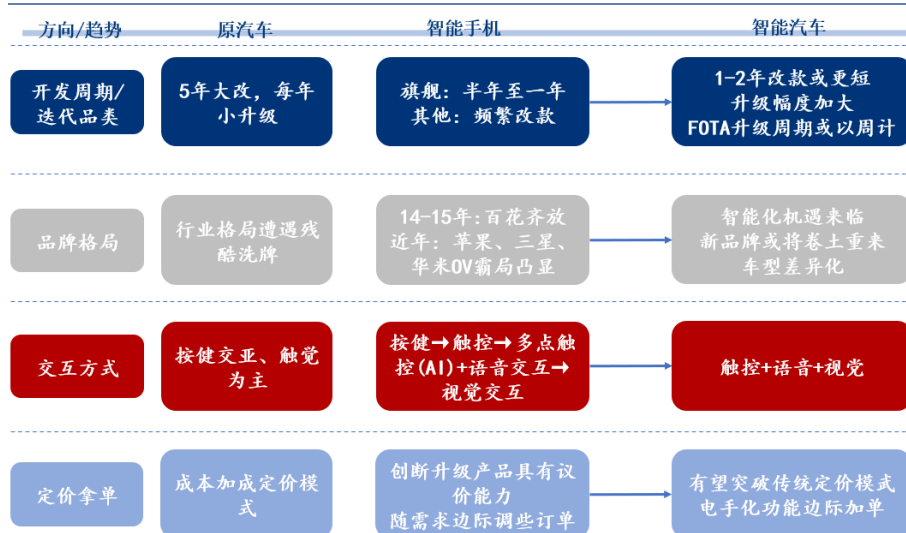
图表157：福耀玻璃、宁德时代全球市场份额快速上升



资料来源：SNE Research、各公司公告、华泰研究

(3) 智能化形成差异化竞争要素，互联网硬科技公司入局赋能自主品牌。我们认为智能化汽车有望再次重塑汽车供应链和价值链，互联网巨头入局汽车有望赋能自主品牌实现二次腾飞：一方面，智能手机与智能汽车在交互变革、架构变革及生态演化方面有高度相似性，具有一定借鉴意义，参考智能手机路径，我们预计智能汽车的开发周期将缩短至 1-2 年内，FOTA 升级周期或以周计；短期内智能汽车将呈现百花齐放的格局，新品牌或将卷土重来；交互模式由触控交互，转变为“触控+语音+视觉”多模式交互；定价方面智能汽车有望打破传统定价模式，目前特斯拉、蔚来等已相继开启自动驾驶订阅付费模式，预计将有更多车企在软件订阅付费等方面寻求新的突破，加速推进智能终端及软件变现，实现科技赋能。另一方面，中国市场在全球互联网浪潮下已培育出华为、BAT 等一批具有全球核心竞争力的软硬件实力兼具的科技企业，其深厚的技术积累及产业经验有望为汽车智能化浪潮充分赋能，助力自主品牌在全球汽车智能化领域竞争中取得领先地位。

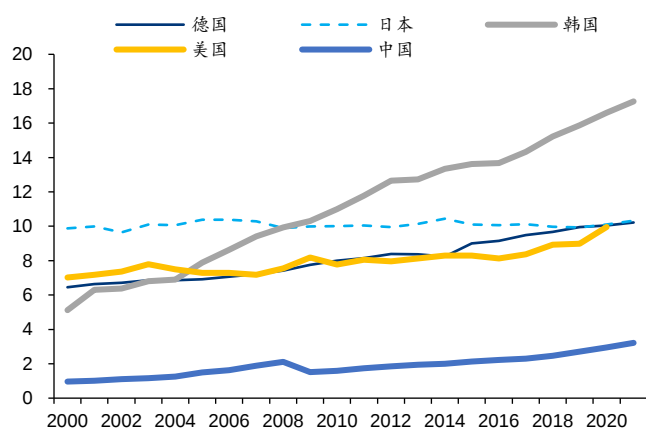
图表158：智能手机与智能汽车发展路径具有趋同性



资料来源：盖世汽车、华泰研究整理

竞争优势 2：工程师红利。人才储备对于汽车行业发展至关重要，而汽车零部件专业化水平随汽车电动化、智能化不断加深，对于专业人才需求将持续扩大。受益于高等教育的普及，工程师红利有望带来技术与成本优势。2000 至 2021 年，中国高校持续输出高质量人才，我国研发人员总量由 92.9 万人年快速提升至 572 万人年，红利期远未结束。我国 2020 年每千人中研发人员人数达 6.97 人，较德国、韩国、日本的 16.25/19.38/13.04 人仍有较大提升空间，工程师红利延续有望为汽车零部件行业发展提供充足人才资源，技术水平和用人成本将得到提升和优化。

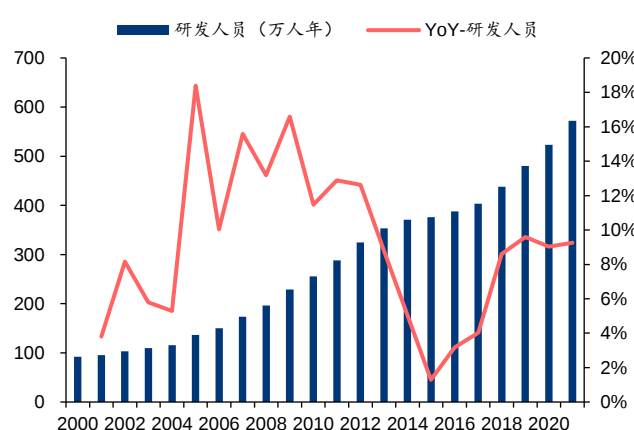
图表159：我国每千人研发人员仍有提升空间



资料来源：OECD、科技部、华泰研究

注：美国数据仅到 2020 年；18 年后中国数据通过估算得出

图表160：我国研发人员全时总量快速攀升



资料来源：科技部、华泰研究

竞争优势 3：本地化优势。本土优势打造快速响应能力，精益管理提供管理支持。国产零部件企业的总部、研发中心、厂房均集中于本土。伴随汽车产品升级迭代加速，整车厂订单的产品设计开发、产线布置将得到本土零部件供应商快速的有效响应。高效同步开发有望大幅提升两者的协同能力。与此相比，外资品牌总部位于海外，远离中国区分部，通常采用总部决策+全球生产模式，决策路径长，对市场反应较为缓慢，整体决策成本高于自主品牌。此外，国产零部件厂商积极吸取日系等头部企业管理经验，以准时制和自动化为支柱，以改善作业为基础，采用精益管理进一步优化产线，缩短开发周期，提升生产效率，为快速响应进一步提供管理支持。

图161: 外资主要零部件企业总部、生产基地及研发中心分布

公司	总部	中国总部	中国生产基地	研发中心
博世	德国	上海	上海、烟台、南京、苏州等 38 个	上海、苏州、无锡、重庆、长沙共 5 个
大陆	德国	上海	上海、常州、沈阳、天津等 27 个	沈阳、天津、芜湖、合肥、常熟等 17 个
采埃孚	德国	上海	上海、北京、天津、重庆等近 40 个	上海安亭、上海松江、广州花都共 3 个
法雷奥	法国	上海	上海、南京、沈阳、天津等 30 余个	上海、南京、广州等 10 余个
弗吉亚	法国	上海	上海、天津、沈阳、长春、柳州等 70 余个	上海、重庆、武汉、柳州共 4 个
安波福	爱尔兰	上海	上海、苏州、北京、烟台共 4 个	上海安亭、上海浦东、苏州共 3 个
麦格纳	加拿大	上海	上海、镇江、江西、天津等 50 余个	上海、天津、重庆等 14 个
李尔	美国	上海	上海、重庆、江西、南京等 20 余个	上海
安道拓	美国	上海	上海、沈阳、武汉、柳州等 30 余个	上海
电装	日本	上海	天津、常州、广州、大连、烟台、合肥、无锡	上海
住友电工	日本	上海	上海、长春、天津、重庆、苏州等近 10 个	无锡
马瑞利	日本	上海	上海、长春、芜湖、佛山、孝感等 10 个	上海
松下汽车	日本	大连	大连、无锡、天津(在建)	无
捷太格特	日本	上海	大连、无锡、佛山、长春等 10 余个	无锡、大连
爱信	日本	天津	上海、天津、浙江、广州等 30 余个	南通
矢崎	日本	上海	上海、烟台、佛山、孝感等 36 个	无
现代摩比斯	韩国	上海	上海、北京、天津、重庆、无锡等 10 余个	上海、深圳、烟台共 3 个

资料来源: 汽车之家、各公司官网、华泰研究

竞争优势 4: 民企业管理效率高。我国本土汽零企业多以民企为主, 大股东多为实控人, 公司股权结构较为稳定, 管理效率高, 同时民企实控人多为技术和市场出身, 在合资配套的关系突破中积累大量经验, 实现了 0 到 1、1 到 N 的突破。

疫情打开全球汽零供给空白, 国产替代加速迎来宝贵窗口期。短期看, 一方面疫情冲击全球汽零供给持续性+汽车缺芯使得主机厂放开更多二供三供机会, 给予了国产供应商验证自我能力的窗口期, 一方面全球疫情影响了海外零部件厂商的持续盈利能力, 尤其是 2020 年, 我们发现车灯、内外饰、汽玻行业中国内供应商的盈利能力显著更强, 往后看, 随着全球传统零部件供给退出, 全球传统汽车零部件订单有望进一步向中国转移。

图162: 国产传统零部件厂商盈利能力领先

车灯					
公司名称	国家	2022 年收入 (亿元)	2022 年净利润 (亿元)	毛利率	净利率
星宇股份	中国	82.15	9.65	22.6%	11.7%
小糸	日本	395.31	19.92	12.6%	5.0%
海拉 (弗吉亚)	德国 (法国)	453.88	13.00	23.1%	2.9%
斯坦雷	日本	198.80	11.14	18.5%	5.6%
内饰					
公司名称	国家	2022 年收入 (亿元)	2022 年净利润 (亿元)	毛利率	净利率
新泉股份	中国	60.70	3.78	19.7%	6.2%
一汽富维	中国	209.51	8.60	9.6%	4.1%
麦格纳	加拿大	2,635.40	41.23	12.3%	1.6%
弗吉亚	法国	1,889.72	9.72	12.7%	0.5%
玻璃					
公司名称	国家	2022 年收入 (亿元)	2022 年净利润 (亿元)	毛利率	净利率
福耀玻璃	中国	268.90	44.49	34.0%	16.5%
板硝子	日本	312.09	2.15	22.6%	0.7%
旭硝子	日本	1,065.94	-1.65	26.0%	-0.2%
圣戈班	法国	3,800.30	222.91	25.8%	5.9%

资料来源: 、弗吉亚官网、华泰研究

图表163：2020年受疫情影响破产部分海外零部件厂商

类别	日期	公司名称	国家	主要产品	配套客户
车身附件	2020/04	万松	日本	车用塑料产品	日本车企
	2020/05	Techniplas	美国	塑料部件	美国以及全球车企
	2021/06	光隆	日本	车用橡胶制品	丰田
	2020/07	BBS	德国	轮毂	宝马、奥迪、保时捷、大众、奔驰等
	2020/09	Shiloh	美国	生产减轻重量和噪音的材料与部件	巴伐利亚、戴姆勒、福特、通用等
压铸件	2020/05	Finoba	德国	铝镁合金轻质车用压铸件	宝马、大众等德国车企
	2020/05	伸和工业	日本	离合器、阀门零件、空调与发电机零件等	日本车企
热管理系统	2020/07	三电	日本	汽车空调部件和压缩机	通用、福特、本田等
动力系统	2020/09	Garrett	瑞士	涡轮增压器	福特等全球主要车企

资料来源：各公司官网、华泰研究

市场认知优势：电动智能化汽车消费大势所趋，自主品牌市场认知深刻

个性化消费盛行，汽车消费高性价比是新趋势。作家三浦展在《第四消费时代》中，以30年为限将1912-2034年日本的消费社会平均划分为四个时代。其中1975-2004为第三消费时代。2022年，我国人均生产总值（GDP）达85698元，合1.27万美元；1985年，日本人均GDP为1.16万美元。人均GDP接近，我国当前与日本第三消费时代具有相似性，且有步入第四消费时代迹象。一方面，95后人群成为消费主力，出行、娱乐端的消费上升，以国潮文化为代表的个性化、品牌化、多元化的消费在我国盛行；另一方面，受新冠疫情影响，高性价比、高实用性的商品成为新热潮，受到95后人群的高度追捧，消费整体“返璞归真”。在消费大环境改变下，各车企也积极推出选车个性化方案，以满足市场需求。

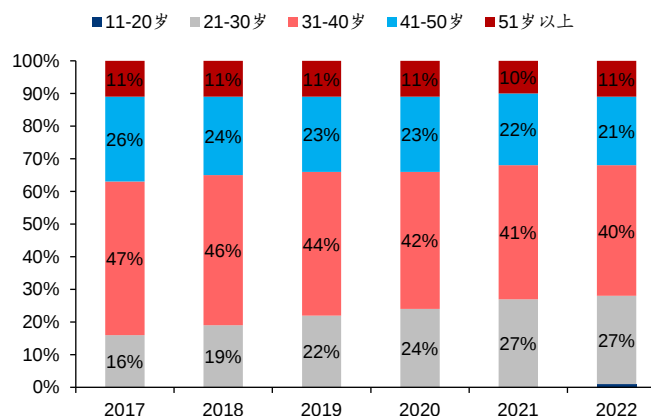
图表164：蔚来ES7个性化选车配置一览



资料来源：公司官网、华泰研究

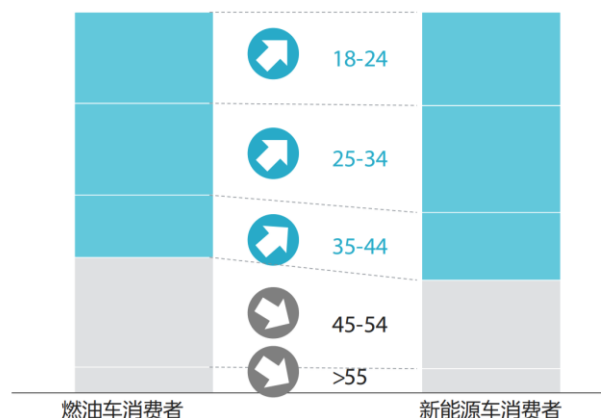
购车用户年轻多元化，对传统燃油车执念较低。2017-2022年间，30岁以下年轻购车者份额迅速增长，其中21-30岁占比由16%增长到27%，95后人群正逐渐成为汽车消费主力。在第三消费时代背景下，年轻用户对于汽车改造，外观配置等个性化属性较为重视。悦己、差异、定制、个性化成为消费趋势，购车策略人群也朝多元化发展。从最初的代步属性人群，到现在发展为8大人群，有探索科技领先的“先锋玩家”，亦有喜欢自驾出行的“户外达人”。车型选择上，中国消费者更喜欢中大型SUV的驾控体验及家庭使用优势。燃料类型方面，由于中国汽车行业起步较晚，相较于国外，对传统燃油车购车执念较低，并且对于新能源汽车尤其是国产新能源汽车的接受度高。根据罗兰贝格2022年的《新能源汽车消费者洞察报告》统计，新能源车消费者中18-44岁的购车者约占70%，相较于燃油车高约6pct。新一代购车主力较少接受传统燃油车品牌教育，没有固有品牌偏好，利好中国本土新能源车企。

图表165： 2017-2022 年购车人群年龄结构



资料来源：罗兰贝格、华泰研究

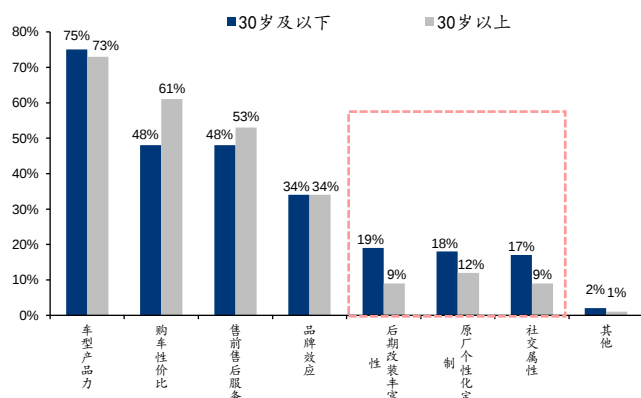
图表166： 燃油车和新能源车消费者年龄分布（截止到 2022 年 9 月）



资料来源：天猫、《新能源汽车消费者洞察报告》罗兰贝格,2022、华泰研究

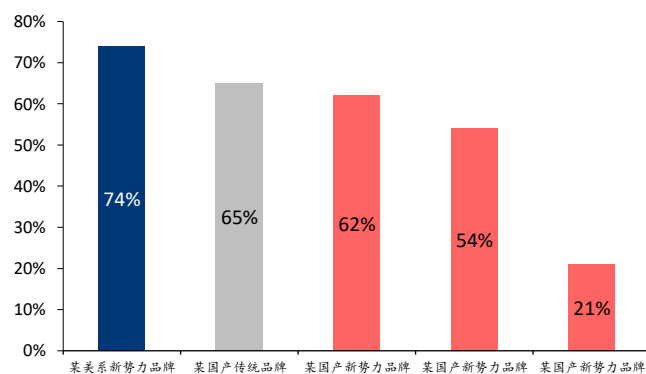
自主新能源车企紧跟汽车消费变化趋势，品牌认知持续增强。在新能源汽车潜在消费者购车考虑因素中，相较于 30 岁以上的购买者，30 岁及以下购车者在后期改装丰富性、个性化定制、社交属性三个属性上领先 10/6/8pct。针对这三个差异性因素，新能源车企快速相应市场需求，积极开展相关布局。例如小鹏将小鹏用户称为“小鹏友”，借此构建个性化社交圈，拉近车企与用户间关系；蔚来、理想通过打造专属 APP，一方面提升用户认知，方便用户教育，协助增强终端销售水平；另一方面也搭建了独特车友圈，方便用户间进行个性化定制、后期改造等探讨。通过在互联网及渠道端的知识普及，自主新能源车企品牌认知持续增强。根据麦肯锡中国 2023 年的调研数据统计，在电动汽车领域，有 4 家中国车企名列品牌认知榜前 5。

图表167： 新能源汽车潜在消费者购车考虑因素



资料来源：汽车之家研究院、华泰研究

图表168： 2023 年知名度最高的 5 大电动汽车品牌（受访者占比）



资料来源：麦肯锡中国、华泰研究

组织架构优势：自主品牌船小好调头，快速实现电动智能化转型

中国车企组织架构扁平化，智能化协调转型迅速。以丰田、大众、通用为代表的全球知名车企分别建立于 1937/1937/1908 年，已在燃油车领域深耕数十载，组织架构复杂庞大，新车及改款周期较长，战略执行不彻底且对燃油车有独特情怀，不便于进行电动化改革。而电动智能化时代要求主机厂以更低的成本更快地迭代产品，本质是生产效率的提升，如大众的模块化生产方式下，车型换代周期是 3-4 年，而特斯拉生产方式将周期缩短为 1-2 年。自主品牌创立时间短，组织架构更加扁平化且发展改革包袱小，转型速度更快，在电动智能化时代具有先发优势。

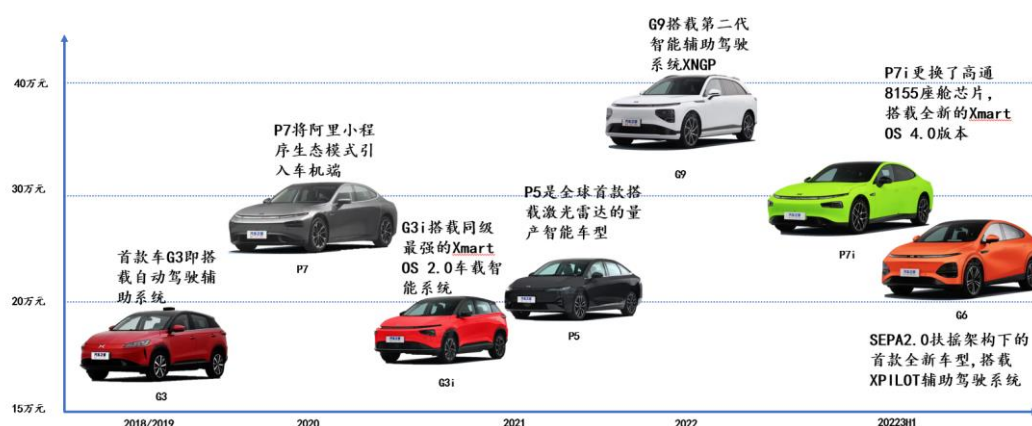
图表169：特斯拉汽车生产方式下，车型换代周期缩小为 1-2 年

生产方式	代表车企	车型换代周期
大批量生产方式	福特	7-9年
精益化生产方式	丰田	5-6年
模块化生产方式	大众	3-4年
未来生产方式	特斯拉	1-2年

资料来源：盖世汽车、华泰研究

新能源车企业发展路线明确，贯彻保障智能化发展。智能化发展的核心不是硬件设施，而是稳定的核心团队和发展路线。以智能驾驶为例，目前算力已不是发展瓶颈，英伟达 OrinX 芯片的 254TOPS 算力已满足当前 L2 级别自动驾驶算力需求，存在极大算力冗余。自动驾驶落地量产的瓶颈在于算法层等，需要公司的长期投入和数据积累。以小鹏为代表的新能源车企业架构简单，在建立初期就定下明确智能化发展路线，从 15 年第一部小鹏 G3 到 23 年新上市的小鹏 G6，公司已累计多年的智能汽车制造经验和路上数据，助力智能化发展。

图表170：小鹏产品历程

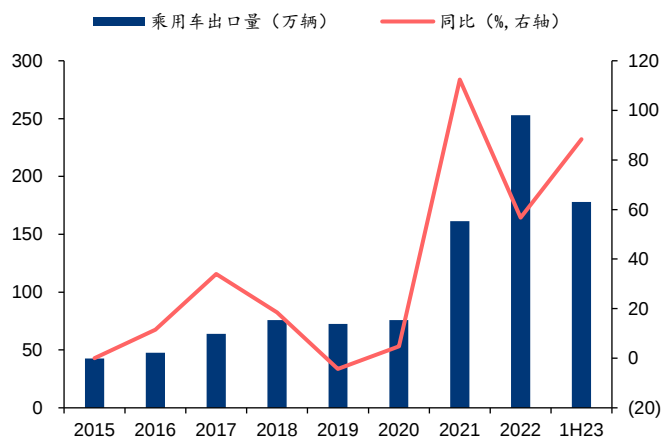


资料来源：公司官网、华泰研究

汽车出海：量产铸就质变，走向技术换市场的大航海时代

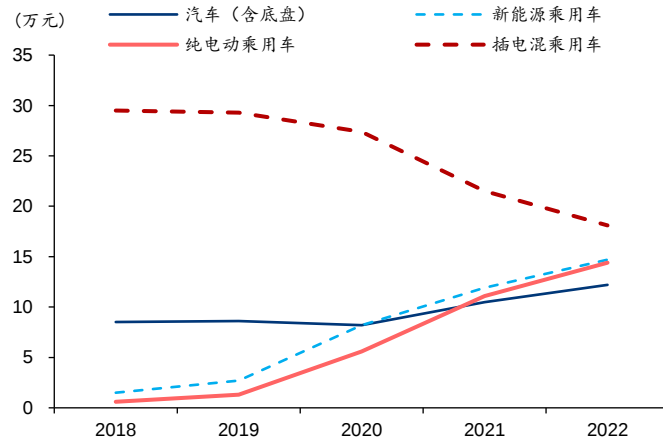
小步快跑到全面赶超，从引进来到走出去。我们认为自主品牌在电车时代的全面超越是燃油车时代起不断积累、小步快跑铸就的质变。纵观我国汽车的发展历程，自主品牌的崛起实则从燃油车的 SUV 时代开始显现，如发动机迭代速度上，自主品牌已快于头部的合资品牌，长城汽车的发动机换代时间为 3 年，而大众为 6-7 年，自主品牌在不断缩小与合资和外资品牌的技术差距，同时燃油车时代中涌现的高性价比高反应速度国产供应商、燃油整车厂培养的大量汽车产业人才等均为自主品牌的电车崛起打下牢固基础。当前我国汽车已从引进来加快走向走出去，汽车出口数量迅猛增长，且出口均价不断抬升。2022 年我国乘用车出口量超 250 万辆，为 2015 年的近 5 倍，价格上，2018 年我国汽车出口均价为 8.5 万元，2022 年已增至 12.2 万元，同时随着自主品牌在高端电车的发力，纯电车出口高端化趋势明显，带动新能源车出口均价不断走高。

图表171: 2015-1H23 我国乘用车出口销量



资料来源: 华泰研究

图表172: 2018-2022 年我国汽车出口均价情况



资料来源: 艾瑞咨询、华泰研究

小鹏与大众合作落地, 看好技术输出大航海时代开启。横向复盘全球汽车工业发展史, 1900 年至今汽车产业先后出现了美国、德国、日本等汽车强国, 我国汽车产业从早期市场换技术的合资时代, 进入全面引领全球的电车时代, 目前加快推进新能源整车出海步伐, 如蔚来、小鹏、比亚迪等自主品牌已在欧洲市场取得较大突破。而 2023 年 7 月大众投资 7 亿美元收购小鹏 4.99% 股份, 小鹏提供 G9 平台技术+ADAS 软件+网联化 OTA, 采用收软件服务费的盈利形式, 提供了汽车出海新思路, 我们认为本次合作反映了中国整车以及零部件平台从国产替代走向技术输出, 汽车出海或进入技术换市场的大航海时代, 我们看好本土品牌获得更高出口天花板+更大利润空间, 中国汽车迎估值体系重构。

图表173: 全球汽车工业发展脉络复盘及发展推演

	1900-1930	1930-1960	1960-1980	1980-2010	2010至今
环境	美国、欧洲等经济复苏，汽车、电力等工业崛起	1935年起，汽车、飞机等因时代因素发展迅猛 1936日本出台《汽车制造业法案》	排气污染及交通事故问题凸显，各国出台相应法规 石油危机使得小型车市场得到发展	90年代国际汽车产业面临产能过剩问题 各国开启在多维度的激烈竞争 中国加入WTO	全球CO2排放升高 世界汽车工业走向成熟，电传动化、智能化成为主要趋势 中国刺激汽车消费人民生活水平提高
技术	1908-1925年，美国诞生福特、通用和克莱斯勒三大汽车制造商	汽车动力性能实现突破，并向豪华与高性能发展 流水线型车身、制动转向等技术逐渐成熟	1969年美国车企在计划和管理方面92%采用电子计算机、自动化、电子化程度显著提高	出现了零部件厂和整车厂联合设计开发的研究模式 产业分工逐渐明朗	组合机床、自动生产线、柔性加工线、机器人等先进设备逐步推广
全球化	1910年美国汽车产量占世界汽车总产量的74.6%，1920年上升到93.5%； 到1929年美国在欧洲建有30个整车组装厂和13个零部件；1930年末在国内外五大洲已建有整车组装66个	美国在二战期间确立工业强国地位 1960年德国汽车产量达200万量，成为欧洲最大的汽车生产和出口国 日本汽车业开始发展制造厂在长春动工1953年中国第一汽车	1966年，日本汽车产量超越德国，位居世界第二；1979年日本在美国销售超240万1966年中国开始兴建二汽 70年代初期德国大众甲壳虫风靡全球	本田、日产、三菱等相继在美国建厂 中国开始合资建厂引进国外技术 竞争推动日、欧车企到美国建厂，海外扩张和兼并重组等战略改变了强国向弱国扩张的全球格局	欧洲生产的汽车占据全球多数份额 丰田销量霸榜全球 中国主机厂日积月累，逐渐走入国门，寻找下一个结构性增量

窗口期	1910-1930	1960-1980	1990-2010	2018-2030
主导国	美国	日本	德国	中国
关键因素	流水线生产	自动化、小型化	模块化、平台化	新能源、智能化

资料来源: 艾瑞咨询、盖世汽车、华泰研究

比亚迪: 发力新能源聚集东南亚市场, 集聚技术、成本、产品力三大优势

比亚迪在 2022 年 7-10 月间, 先后进军泰国、日本、印度等亚洲国家, 11 月进而在包括德国、法国、西班牙、意大利等在内的欧洲国家推出了 Atto 3、唐 EV、汉 EV 等车型。从战略上看, 比亚迪率先选择将东南亚作为出海的重心——23 年 3 月, 比亚迪泰国工厂正式奠基, 预计将于 2024 年投产, 对应约 15 万辆产能, 将为泰国和周边东盟国家进行生产。同时比亚迪正在菲律宾、印尼、越南等地考察选址, 计划建设一家电动车组装工厂。根据中国证券网 2023 年 1 月 12 日报道, 比亚迪希望到 2030 年占领印度电动汽车市场 40% 份额。

我们认为比亚迪以东南亚作为突破口，是综合自身技术优势和目标市场现状作出的考量：

1) 东南亚市场将进入新能源车从 0-20% 的高速渗透阶段

根据日本经济产业省在 2020 年提出的规划，到 2030 年国内新车销售目标中，“下一代自动车”的占比将达到 50% 至 70%，其中将以混合动力、纯电动和插电式混合动力为主。同样地，泰国政府也计划到 2030 年将该国电动汽车产量提升至汽车总产量的 30%，是东南亚地区中推行电动汽车最积极的国家，而 2022 年泰国的新能源渗透率仅为 2.5%。泰国也为此推出了激励措施，22 年 2 月，泰国将进口电动汽车消费税税率从 8% 下调至 2%，24 年后改为当地生产的电动车享受税收优惠和补贴。印度也计划在 30 年将电动汽车市占率提升至 30%。由此我们认为，东南亚的新能源市场存在广阔的成长空间和增长动力，为比亚迪在出海进程上复制其国内市场的成功提供了场景。

2) 东南亚新能源车市场竞争不充分，比亚迪产品领先优势显著

当前东南亚市场 80% 以上的份额由日系车占据，但日系品牌坚持优势油混路线，在电动化变革中已落得下风。以丰田为例，其 22 年纯电车型的累计销量仅有 2.44 万辆。与此同时，日系品牌因入局电动车较晚，正在选择“押宝”氢能源，丰田社长宣布将大力扩大氢基础设施和氢燃料使用的行业，本田也同样发布了氢能源事业战略，开发全新燃料电池。

而比亚迪在 2003 年进入汽车领域开始，就成立了电动汽车部分，经过 20 年的积淀，在新能源车产业链上的纵向深度布局，从上游原材料到中游零部件到下游整车，已经形成了完整的技术能力和显著的产业链协同效应。另一方面，比亚迪如今在国内月销近 20 万辆的量级，也赋予了它难以比拟的规模效益。

a. 车辆智能配置领先

我们以率先布局出海的比亚迪车型为例，对比海豚、元 PLUS 和日产聆风发现，比亚迪在电池领域的优势突出，10 万级的海豚续航里程就达到 405km，超越了 20 万级的日产聆风。从性能上，价格更低的元 PLUS 也在功率、扭矩、最大时速等各方面表现上更胜一筹。相较聆风和荣放而言，比亚迪在智能化领域的配置同样丰富。利用更低的价格给用户带来大幅升级的智能体验，我们认为自主品牌车型在海外，尤其是东南亚市场无疑会是具备较强竞争力的选择。

图表174： 比亚迪出海车型与日系热销车型配置对比

		丰田 荣放 RAV4 双擎 E+	比亚迪 元 PLUS (ATTO3)	日产 LEAF e+ (聆风)	比亚迪 海豚 (DOLPHIN)	比亚迪 海豹 (SEAL)
车辆级别		紧凑型 SUV	紧凑型 SUV	小型车	小型车	中型车
能源类型		插电混	纯电动	纯电动	纯电动	纯电动
价格范围 (人民币 万元)		27.9+	13.78-16.58	19.7-23.2	10.28-13.08	20.98-26.68
续航里程 (km)		(纯电续航 90)	430/510	385	405	550/700
长宽高 (mm)		4600*1855*1685	4455*1875*1615	4480*1790*1540	4150*1770*1570	4800*1875*1460
电驱	最大功率(kw)	194	150	80	70	150/230
	最大扭矩 (N·m)	224	310	254	180	310/360
	最大时速 (km/h)	180	160	145	150	180
	百公里耗电量 (kWh/100km)	-	12.2/12.5	16.1	11	12.6/13
智能驾驶级别		L2	L2	L2	L2	L2
毫米波雷达		1	3	1	无	3
超声波传感器		8	12	12	3	6
辅助驾驶功能		自动驻车、上坡辅助、车道保持	遥控泊车、自动驻车、上坡辅助、车道保持、陡坡缓降；	自动启停、车道保持	自动驻车、上坡辅助	遥控泊车、自动驻车、上坡辅助、车道保持
中控屏		10.1 英寸液晶显示屏	12.8 英寸触控液晶屏	9 英寸液晶显示屏	12.8 英寸触控液晶屏	15.6 英寸触控液晶屏
声学配置		6 扬声器	6-8 扬声器	4 扬声器	6 扬声器	12 扬声器
HUD 抬头数字显示		×	×	×	×	√
OTA 升级		×	√	×	√	√
全系透明影像系统		×	√	×	×	√
自适应旋转悬浮 PAD		×	√	×	√	√
VTOL 移动电站		×	√	×	√	√
遥控驾驶		-	√	×	√	√
氛围灯		×	√	×	×	√

资料来源：公司官网、汽车之家、华泰研究

b. 车辆使用成本更低，具备经济性优势

我们以电价较高的日本地区为例，对同为中型车的比亚迪海豹和丰田凯美瑞的实际使用成本进行测算，发现尽管日本电价较高，且凯美瑞油混有着出色的燃油经济性，但与纯电动车型对比来看，一年内补能成本差异仍有 2000 元以上。同时若电池使用寿命延长，保值率提升至 40% 左右，国产纯电车型的使用成本就将显著低于油混车。

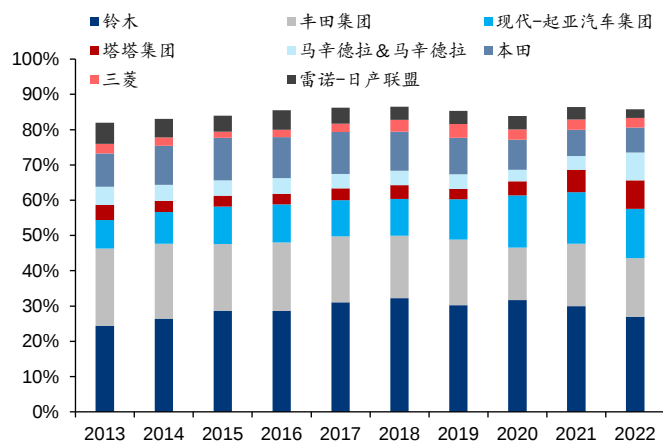
图表175： 比亚迪海豹与丰田凯美瑞的使用成本对比

(单位：人民币万元)	比亚迪海豹	丰田凯美瑞
动力类型	纯电	油电混
厂商指导价	21.28	20.03
补贴	-3.86	0.00
购置税	0.00	1.00
主要购车成本	17.92	21.03
平均能耗	0.126	0.041
能源成本	1.74 元/kWh	8.5 元/L
里程成本 (元/公里)	0.22	0.35
保值率 (5 年)	40%	55%
TOC 实际使用成本 (5 年)	11	13

资料来源：汽车之家、丰田官网、华泰研究测算

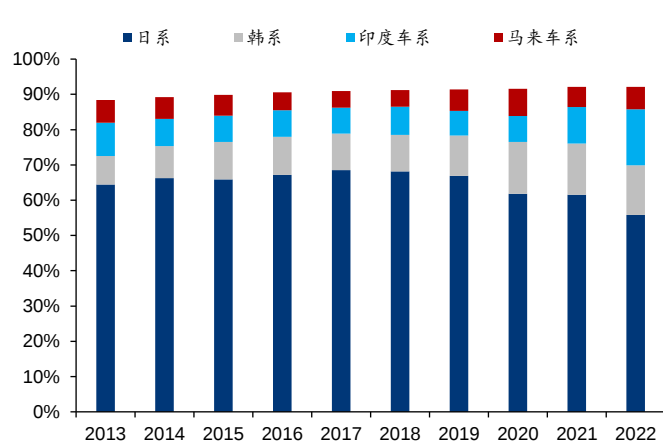
3) 以日、韩系车市场为核心竞品，比亚迪等自主品牌在东南亚的潜在市场份额超过 50%。在东南亚及南亚地区，从 13-22 年销量分布可以看到，外来品牌的市占率到了 90% 以上。比亚迪出海车型中海豚在泰国的起售价约 16 万人民币，因此我们认为当前对应的竞品市场车型主要以丰田、本田以及现代、起亚等为主，目标销量市场占比 50% 左右。综合前文对比亚迪较日系竞品存在的配置和成本优势分析，比亚迪等自主品牌在东南亚和南亚地区，按 22 年 659 万辆的销量为基础，对应空间为 300 万辆以上。

图表176：亚洲地区（除中日韩）品牌销量占比



注：范围为 Marklines 具备统计数据的国家
 资料来源：Marklines、华泰研究

图表177：亚洲地区（除中日韩）车系销量占比



注：范围为 Marklines 具备统计数据的国家
 资料来源：Marklines、华泰研究

奇瑞汽车：倚仗扎实性能和可靠性，立足中东、南美、俄罗斯等市场快速发展

奇瑞近年来的出海策略则是专注在燃油车领域发力，重点突破中东、南美等地区，以及“一带一路”沿线国家——2014 年就在巴西投建了首个涵盖冲压、焊装、涂装和总装四大工艺设计的海外整车工厂，截至 22 年年末，奇瑞在全球共建立超过 1500 个销售商或服务网点。根据 Marklines 统计，奇瑞出口销量最高的地区分别为俄罗斯、巴西、智利、埃及以及南非地区。

奇瑞选择面向中东、南美、俄罗斯等市场的核心原因在于，当地缺少自身汽车产业，高度依赖进口车，消费者的需求较为简单，相对欧美等发达地区和老牌汽车强国，产品的突破壁垒更低。奇瑞通过将发动机的自研实力导入了当地市场，并在中高端车型中取得初步胜利。

图表178：奇瑞瑞虎 8 Pro



资料来源：奇瑞官网、华泰研究

图表179：大众途观 L



资料来源：大众官网、华泰研究

1) 在南非市场，瑞虎 8 PRO 入门款的定价为 496,900 南非兰特，对应人民币约 18.64 万元。如果选择动力表现相近的途观 L 330TSI 版本，则售价需 794,800 南非兰特，对应约 29.8 万元人民币，增加了后视镜加热、座椅腰部支撑、侧气囊、头部气帘、全车车窗一键升降等配置。但根据当地购车者反馈，瑞虎 8 PRO 拥有出色的传动系统、动力输出和乘坐体验，而竞品途观 L 的附加配置并非必要——“这一差价足以用于新购一辆 POLO”。

奇瑞正凭借着更强的动力输出、车身大小、驾驶体验，以及足够的可靠性，在目标市场取得优势。

图表180：奇瑞瑞虎 8 Pro 和大众途观 L 在南非市场的对比

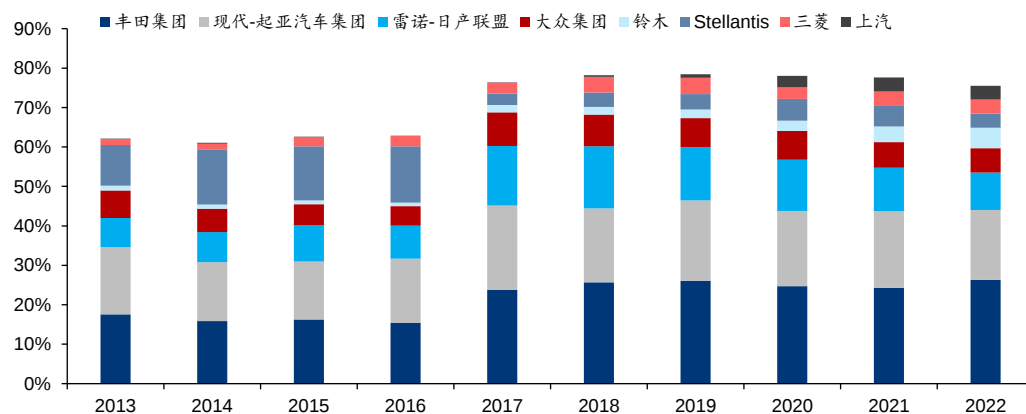
	瑞虎 8 PRO	途观 L R-line
海外售价（南非兰特）	496,900	794800
对应人民币（人民币 万元）	18.5	29.6
发动机	1.6T	2.0T
最大功率（kW）	145	137
长宽高（mm）	4745*1860*1745	4733*1839*1673
侧气囊	无	有
换挡	电子挡把	机械挡把
座椅腰部支撑	无	有
后视镜加热	无	有
卫星导航	有	无
OTA 升级	有	无
车窗一键升降	全车	驾驶位

注：使用 2023.5.9 汇率

资料来源：汽车之家、Cars.co.za、华泰研究

2) 非洲及中东地区 17 年-22 年间的乘用车销量在 150-170 万辆左右，其中日系品牌的市场份额同样较高，约占 40-45%。具体看，丰田市占率逐年提高，22 年占 26.3%，日产近五年呈份额下降趋势；韩系的现代、起亚市场份额约在 20%左右；大众集团占比自 17 年以来持续小幅降低，22 年份额约 6.2%。奇瑞等自主品牌有能力凭借产品的优异性能，在这一出海重点区域，率先对大众竞品形成替代。

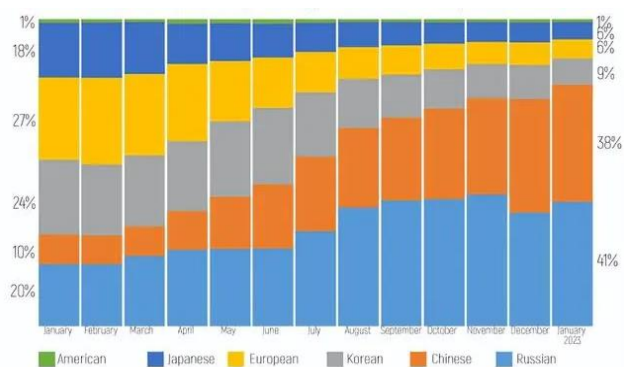
图表181：2013-2022 年非洲及中东地区销量结构



资料来源：Marklines、华泰研究

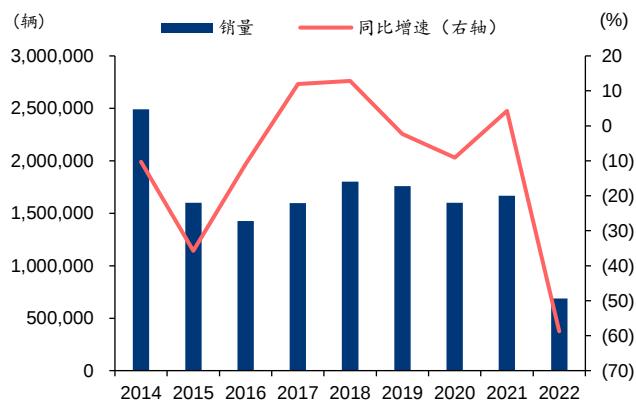
3) 俄罗斯汽车市场存在机遇。俄罗斯汽车产业进口依赖度始终较高，根据 Autostat 统计，2022 年 1 月，日系、韩系、以及欧洲品牌在俄罗斯的新车销量分别占比 18%/24%/27%，俄罗斯本土汽车商份额约 20%。但在地缘冲突的影响下，包括丰田、日产、现代等车企因供应链受阻，选择停产或出售子公司，逐步撤出俄罗斯市场——2023 年 1 月，日系、韩系、以及欧洲品牌的份额大幅缩减至 6%/9%/6%。这为中国车企向俄罗斯的出口业务提供了契机，23 年 1 月，中国品牌乘用车在俄市场份额同比提高 28pct 至 38%。22 年受地缘不利因素影响，俄罗斯的新车销量同比下滑超 50%至 68.7 万辆，按 40%的份额计算，自主品牌对俄出口的空间约 27 万辆。若俄罗斯车市未来恢复至 2015-2021 年间，160-180 万的乘用车销量规模，则对应的出口销量规模可达 60 万辆以上。

图表182： 2022 年 1 月-2023 年 1 月俄罗斯新车销售结构



资料来源：Autostat、华泰研究

图表183： 2014-2022 年俄罗斯乘用车销量



资料来源：Marklines、华泰研究

电子烟：上游占据领先地位，兼具规模、技术优势

全球电子烟市场空间广阔，雾化电子烟规模占比高

2021 年全球电子烟零售规模达 569 亿美元。据艾媒咨询，全球电子烟市场规模持续保持增长，由 2018 年的 268 亿美元增长至 2021 年的 569 亿美元，CAGR 达 28.8%。得益于消费者健康观念的兴起和电子烟的市场推广，电子烟的渗透率日益提升。据艾媒咨询预计，2023 年全球电子烟零售规模有望达 867 亿美元。

电子烟主要包括两类，**雾化电子烟和 HNB**。雾化电子烟通过锂电池产生电流使发热丝和雾化芯加热空气，并蒸发电子烟液来产生蒸汽，模拟吸烟时的烟雾。其构造分为开放式与封闭式，封闭式电子烟又分为一次性电子烟与换弹式电子烟。HNB 电子烟则以低温加热代替燃烧释放烟弹（含烟草）中的尼古丁，目前我国禁止销售，仅中烟系可生产。

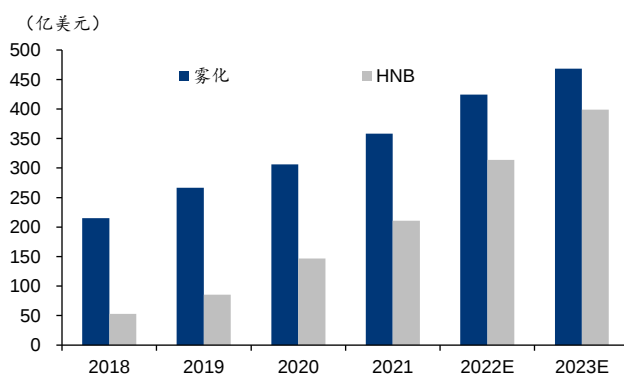
雾化电子烟市场份额高，HNB 发展快。据艾媒咨询，2021 年全球雾化/HNB 电子烟零售规模分别为 358.5/210.5 亿美元，并预计 2023 年分别增长至 468.2/398.8 亿美元。

图表184： 2018-2023E 全球电子烟零售规模



资料来源：艾媒咨询，华泰研究

图表185： 2018-2023E 全球电子烟零售规模（分品类）



资料来源：艾媒咨询，华泰研究

图表186： 电子烟分类



资料来源：头豹研究院，华泰研究

雾化电子烟与 HNB 电子烟差异较大。雾化电子烟通过雾化器加热烟油释放尼古丁，成本不含烟草，口感普遍偏甜、深厚年轻消费者喜爱；HNB 则与传统烟草的吸食方式相似，通过吸入固态的干烟颗粒实现了较高的真烟口感还原度。

图表187：雾化电子烟和 HNB 对比

	雾化电子烟	HNB
工作原理	将含尼古丁的烟油加热雾化	将烟草薄片高温加热，产生气溶胶
成分	烟油（尼古丁、甘油、丙三醇、香料等）	再造烟叶
温度	200 摄氏度	280-350 摄氏度
细胞毒性	低	低
致癌物质	低	低
口感	口味多，几乎无真烟感	口味接近真烟
尼古丁	0-5%	0.35mg

资料来源：艾媒咨询，华泰研究

制造环节由我国主导，兼具规模优势与技术壁垒

监管体系逐步完善，呈现“内紧外松”。2021 年起，我国电子烟政策出台明显加速，2022 年 3 月，《电子烟管理办法》发布，明显强化了国内电子烟经营持续性监管，主要内容包括：1) 产品禁止烟草味的其他风味；2) 生产、批发、零售环节实现许可证制度，且通过国家控制牌照发放总量；3) 搭建电子交易平台对电子烟进行全流程监管。弱化了出口环节的监管力度，仅规定“专供出口的电子烟产品包装应当符合国务院草卖行政主管部门规定的要求。”

图表188：我国电子烟主要政策梳理

时间	名称	主要内容
2018 年 8 月	《关于禁止向未成年人出售电子烟的通告》	明确要求各市场主体、电商平台，不得向未成年人出售电子烟产品。
2019 年 11 月	《关于进一步保护未成年人免受电子烟侵害的通告》	明确要求不得向未成年人销售电子烟，不得通过互联网销售电子烟，不得通过互联网发布电子烟广告。
2021 年 6 月	《保护未成年人免受烟侵害「守护成长」专项行动方案的通知》	从严监管电子烟经营行为、加强对电子烟的互联网渠道管控、引导电子烟实体店合法规范经营。
2021 年 11 月	国家标准计划《电子烟》征求意见稿	明确电子烟产品的定义、标准、技术等。
2021 年 12 月	《电子烟管理办法（征求意见稿）》	明确电子烟的产品定义、质量标准和生产、销售全流程管理的监管框架。
2022 年 3 月	《电子烟》国家标准（二次征求意见稿）	新增口味限制，细化各项标准。
2022 年 3 月	《电子烟管理办法》发布	强化国内电子烟经营持续性监管，弱化出口电子烟的监管力度。
2022 年 4 月	《电子烟强制性国家标准》发布	禁止烟草味外的其他风味；雾化物应使用烟草提取的烟碱；电子烟烟具和烟弹应具有封闭结构，防止人为填充
2022 年 10 月	国家税务总局《关于电子烟消费税征收管理有关事项的公告》	规定电子烟工业的消费税率为 36%，商业批发消费税率为 11%，以盒为计量单位。同时规定电子烟全国平均成本利润率暂定为 10%。2022 年 11 月 1 日起实施。
2023 年 3 月	国家烟草专卖局办公室《关于开展规范电子烟市场秩序专项检查的通知》	明确规定从 3 月 6 日至 4 月 25 日对电子烟市场进行全面检查、清理整治，处打击非法制售电子烟行为。

资料来源：国家烟草专卖局、IMPAQ 英帕检测，华泰研究

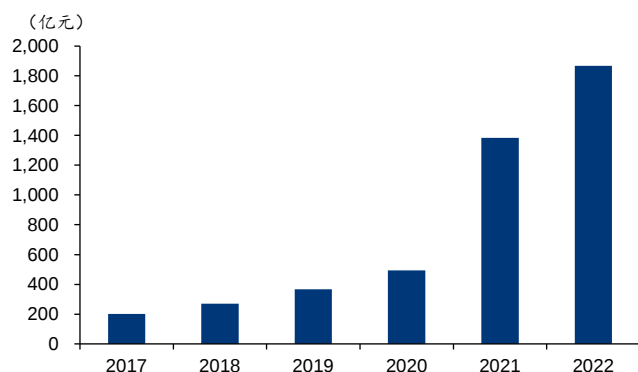
图表189：2022 年各品牌获得的许可证以及年生产规模配额

企业简称	许可证类型	品牌	年生产规模		
			烟弹（万颗）	烟杆（万根）	一次性（万只）
雾芯科技	自有品牌、内销、出口	RELX	32870	1505	610
雪雾科技	自有品牌、内销	雪加	7730	725	100
雷炎科技	自有品牌、内销、出口	魔笛	3300		
铂德科技	自有品牌、内销、出口	铂德	1600		
小野科技	自有品牌、内销、出口	小野	1200		
徕米雾电	自有品牌、内销、出口	徕米	350	25	50
本雾科技	自有品牌、内销、出口	本雾	210	15	15
亿光年科技	自有品牌、出口	VCAN	5	5	195
德塔泰克	自有品牌、内销、出口	暮色	200		

资料来源：蓝洞新消费，华泰研究

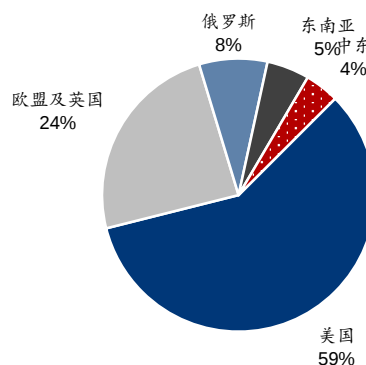
我国在电子烟制造环节占据显著领先优势，2022 年外销出口预计 1,867 亿元。据前瞻产业研究院，2019 年全球电子烟 95% 由中国制造。据《2022 年电子烟产业出口蓝皮书》，2022 年我国电子烟出口规模达 1,867 亿元，其中 58% 销往美国、24% 销往欧盟及英国。

图表190：我国电子烟出口规模



资料来源：中国电子烟商会电子烟专业委员会《2022年电子烟产业出口蓝皮书》，华泰研究

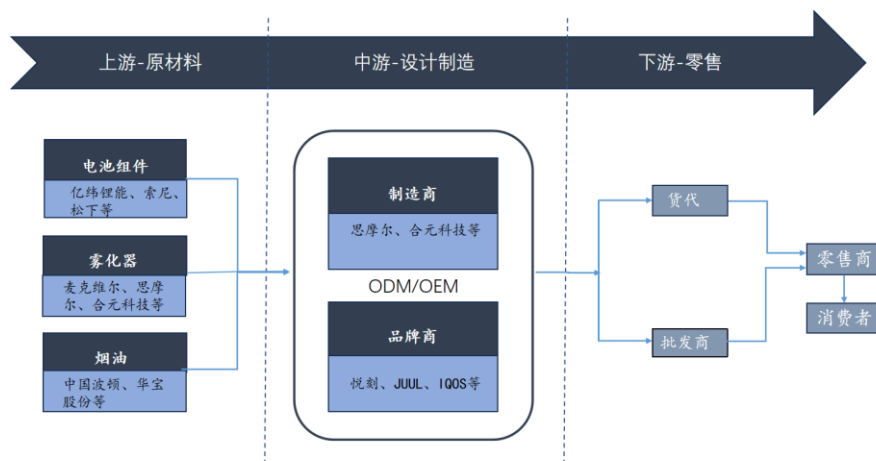
图表191：我国电子烟出口至不同区域比例



资料来源：中国电子烟商会电子烟专业委员会《2022年电子烟产业出口蓝皮书》，华泰研究

我国雾化电子烟产业链成熟，兼具规模优势、技术优势以及品牌优势。雾化电子烟上游为原材料供应商、中游为设备制造商与品牌商、下游为批发零售商。雾化电子烟产业链上游为原材料供应商，其中雾化器、芯片、烟油为核心材料，锂电池、PCB等为辅助材料。我国烟油企业以 ODM/OEM 为主，集中度较低、议价能力较弱，用于电子烟的芯片技术壁垒较低，因此核心环节在于雾化器。中游设备制造环节则由具备研发优势的 ODM 厂商掌握主导权，品牌商环节通过下游经销商网络或者直营门店对接终端消费者，需要与 ODM/OEM 厂商合作不断研发和迭代产品，因此议价能力较高。品牌商包括海外品牌商莫菲国际的 IQOS、帝国烟草的 Blu 等，国内品牌商包括悦刻、魔笛等。

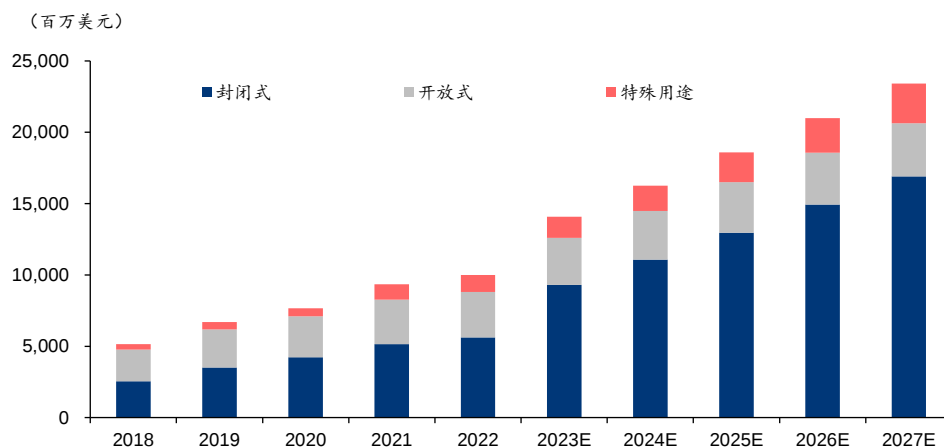
图表192：我国雾化电子烟产业链



资料来源：头豹研究院，华泰研究

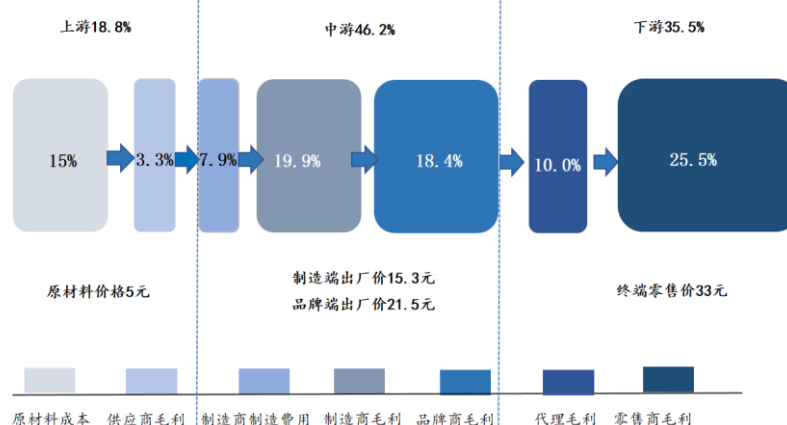
全球雾化电子烟市场规模高速增长，思摩尔是生产环节第一龙头，竞争壁垒稳固。据沙利文，按出厂价计，2018-2022 年，全球雾化电子烟市场规模复合增速达 18.1%，其中开放式电子烟增长更为迅速，复合增速达 21.9%，封闭式电子烟复合增速相对低、仅为 9.3%，但全球市场仍以封闭式为主。从产业附加值看，中游制造与品牌商附加值最高，思摩尔则为生产制造环节龙头，据沙利文，2021/2022 年分别以 22/8%/18.1% 市场份额位列行业第一。

图表193：全球雾化烟市场规模（按出厂价计）



资料来源：思摩尔 2022 年报，华泰研究

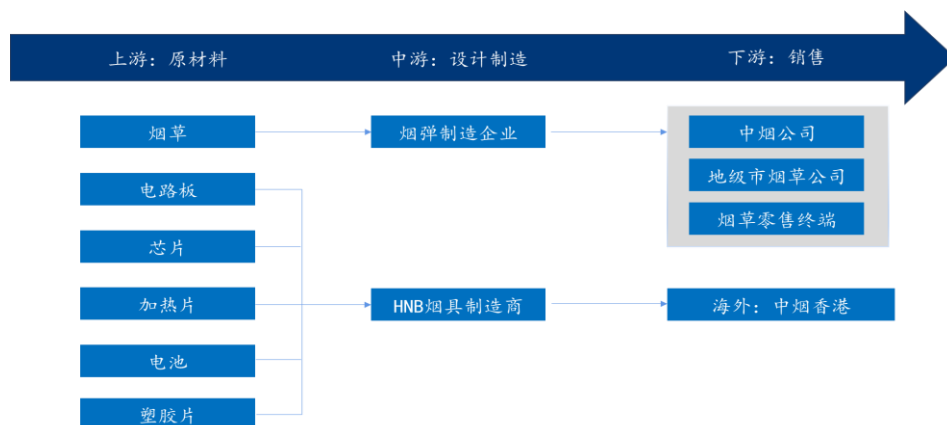
图表194：2022 年雾化电子烟价值分布



资料来源：思摩尔国际、亿纬锂能、纳思达、盈趣科技、雾芯科技 2022 年年报，华泰研究

相较雾化电子烟，HNB 核心技术主要在于烟具加热方式及烟弹生产上。上游烟草需获得中烟许可获取烟草原材料，目前国内薄片生产公司多为中烟旗下子公司。烟具制造环节主要技术为加热技术，不同的加热技术对烟草烘焙产生的烟雾效果不同，消费者则可获得差异化的口感体验。HNB 烟弹的设计与生产通常由品牌商负责，烟具则通过品牌商与 ODM/OEM 厂商进行共同合作，例如目前四川中烟、黄鹤楼则是与思摩尔进行合作生产，Venture 这是莫非国际的一级供应商。

图表195: HNB 产业链



资料来源: ittbank, 华泰研究

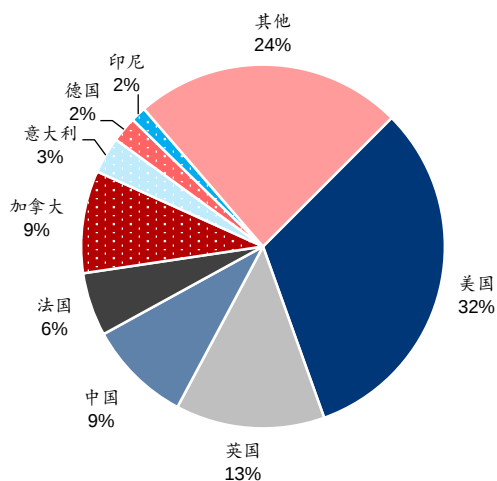
各国差异化的监管政策形成了不同的电子烟市场格局。各国相继出台法律, 加强对电子烟的监管。整体看, 日韩对雾化电子烟监管相对严格、但对 HNB 的监管相对宽松, 欧盟整体对电子烟呈开放态度。这造成了不同品类的电子烟销售分布差异, 据欧睿国际, 2022 年按销量计, 雾化电子烟销量前三的国家分别为美国、英国、中国; HNB 电子烟销量前三的国家分别为日本、意大利、俄罗斯。

图表196: 各国电子烟监管政策差异

美国	日本	韩国	欧盟
烟草产品制造商需向FDA申请: 禁止向低于21岁的未成年人销售电子烟;对电子烟的销售、广告、促销、分销、制造、进口、包装和标签进行监管。电子烟口味被限制为烟草味和薄荷味。	非尼古丁电子烟目前没有受到管制, 含有尼古丁的电子香烟产品被分类为药品。受日本药事法管制, 分类为药品的电子烟的销售、广告、制造、进口、分销均需依法获得市场许可证。	禁止向低于19岁的未成年人销售。电子烟的包装及广告应包括健康警告, 表明其含有有害物质, 含尼古丁的电子香烟广告每年最多只能在杂志上刊登10次。	含尼古丁电子烟需遵从欧盟TPD相关要求。电子烟产品在进入市场前, 需向有关机构进行申报, 获取许可。禁止向未成年人销售电子烟产品。电子烟烟油中尼古丁含量不得超过20mg/ml。
HNB 相关政策 美国 FDA 批准菲莫国际HNB产品 IQOS 在美国市场销售, 认为 IQOS 加热不燃烧产品释放的有害化学物质较传统卷烟相比少, 但其仍然具有潜在危害性及成瘾性。	HNB 相关政策 全球最大的HNB 产品销售市场。2018年, 日本政府决定在2018、2020和2021年向每只香烟增加香烟税, 另外, 从2018年到2022年分五个阶段对HNB 制品征税。	HNB 相关政策 对HNB 产品持开放态度, 承认HNB 产品与传统卷烟相比的减害属性, 但对HNB 产品的监管尚无明确政策。	HNB 相关政策 对HNB产品持开放态度, 承认HNB产品与传统卷烟相比的减害属性, 考虑将HNB 纳入监管范围, 但对于HNB 产品的监管尚无明确政策。

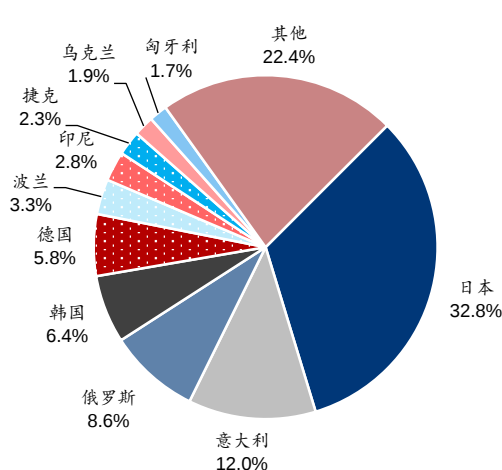
资料来源: 艾媒咨询, 华泰研究

图表197: 2022 年全球雾化电子烟销量分布



资料来源: 欧睿国际, 华泰研究

图表198: 2022 年全球 HNB 电子烟销量分布



资料来源: 欧睿国际, 华泰研究

图表199：重点公司推荐一览表

股票名称	股票代码	投资评级 (当地币种)	收盘价	目标价	市值 (百万)	EPS (元)				PE (倍)			
			(当地币种)	(当地币种)	(当地币种)	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
宁德时代	300750 CH	买入	231.30	350.54	1,016,863	6.99	10.31	13.89	18.39	33.09	22.43	16.65	12.58
隆基绿能	601012 CH	买入	28.39	38.40	215,236	1.95	2.56	3.26	3.39	14.56	11.09	8.71	8.37
TCL 中环	002129 CH	买入	26.62	39.45	107,610	1.69	2.63	3.12	3.66	15.75	10.12	8.53	7.27
晶澳科技	002459 CH	增持	28.74	51.85	95,139	1.68	3.05	3.85	4.43	17.11	9.42	7.46	6.49
美的集团	000333 CH	买入	55.16	65.94	387,427	4.21	4.71	5.18	5.70	13.10	11.71	10.65	9.68
格力电器	000651 CH	买入	35.74	57.09	201,266	4.35	5.19	5.90	6.40	8.22	6.89	6.06	5.58
德尔玛	301332 CH	增持	14.79	15.96	6,827	0.41	0.57	0.68	0.83	36.07	25.95	21.75	17.82
莱克电气	603355 CH	买入	26.89	36.29	15,432	1.71	1.91	2.23	2.54	15.73	14.08	12.06	10.59

注：数据截至 2023 年 08 月 15 日

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表200：重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
宁德时代 (300750 CH)	H1 净利同比高升，Q2 环比稳增 公司 23 H1 实现营收 1892.46 亿元，同比+67.52%；实现归母净利润 207.17 亿元，同比+153.64%。公司 23Q2 实现营收 1002.08 亿元，同/环增 55.86%/12.54%；实现归母净利润 108.95 亿元，同/环增 63.22%/10.9%。我们维持公司 23-25 年归母净利润为 453/611/808 亿元的预测，参考可比公司 23 年一致预期下平均 PE 25 倍，考虑公司动力电池及储能业务先发优势明显，龙头地位稳固，给予公司 23 年目标 PE 34 倍，目标价 350.54 元（考虑股本变动后前值对应 340.23 元），维持“买入”评级。 风险提示：全球新能源车销量不及预期，客户开拓不及预期；行业竞争加剧。 报告发布日期：2023 年 07 月 26 日 点击下载全文：宁德时代(300750 CH,买入)：车储龙头业绩高增，新技术密集落地
隆基绿能 (601012 CH)	23Q2 业绩稳步上升，维持“买入”评级 根据公司 23 年上半年业绩快报，公司 23H1 归母净利润 91.79 亿元，同增 41.63%，扣非净利润 90.60 亿元，同增 41.46%；23Q2 归母净利润 55.42 亿元，同增 45.19%，环增 52.38%；扣非净利润 54.69 亿元，同增 45.53%，环增 52.30%。考虑到公司成本优势明显，盈利能力维持高水平，我们维持公司 23/24/25 年 EPS 2.56/3.26/3.39 元，参考一致预期，可比公司 23 年 12.98 倍 PE，考虑到公司是一体化组件龙头，在 N 型电池技术和成本上具备双重优势，看好公司具备盈利弹性，给予公司 23 年 15 倍 PE，对应目标价 38.40 元（前值：48.64 元），维持“买入”评级。 风险提示：硅料价格波动超预期；下游需求不及预期等。 报告发布日期：2023 年 08 月 03 日 点击下载全文：隆基绿能(601012 CH,买入)：光伏龙头业绩稳步上升
TCL 中环 (002129 CH)	23Q2 净利环比稳步上升，维持“买入”评级 根据公司 23 年半年度业绩预告，公司 23H1 归母净利润 44.8 亿-46.8 亿元，同增 53.57%-60.42%，扣非净利润 37.5 亿-39.5 亿，同增 29.27%-36.16%；23Q2 归母净利润 22.27 亿-24.27 亿元，同增 38.67%-51.12%，环增 1.15%-7.72%。考虑到公司硅片成本优势明显，盈利能力维持高水平，我们维持公司 23/24/25 年归母净利润分别为 106.4 亿/126.2 亿/147.9 亿元，参考一致预期，可比公司 23 年 11.64 倍 PE，考虑到公司建立起产业链一体化优势，叠加先进产能持续投放，看好公司具备盈利弹性，给予公司 23 年 15 倍 PE，对应目标价 39.45 元（前值：59.22 元），维持“买入”评级。 风险提示：硅料价格波动超预期；下游需求不及预期等。 报告发布日期：2023 年 07 月 16 日 点击下载全文：TCL 中环(002129 CH,买入)：硅片龙头 Q2 盈利环比稳中有升
晶澳科技 (002459 CH)	一体化布局持续推进 23 年 6 月 5 日，公司发布公告称拟投资建设鄂尔多斯高新区年产 30GW 拉晶、10G 硅片、10GW 组件项目，投资额共 60.2 亿元。公司垂直一体化产业布局持续推进，通过产能扩建和产业链扩展加强供应能力，组件龙头位置有望进一步巩固与提升。考虑到光伏行业景气度持续超预期，叠加公司产能稳步释放带来的业绩弹性，我们上调公司组件的出货与毛利率，预计公司 23-25 年 EPS 分别为 3.05/3.85/4.43 元（前值：2.59/3.84/4.42 元），可比公司 23 年一致预期均值为 12.92xPE，考虑到公司一体化组件环节的龙头地位，给予公司 23 年 17xPE，目标价 51.85 元（前值 51.80 元），维持“增持”评级。 风险提示：光伏新增装机不及预期，光伏产业链竞争加剧风险，汇率波动风险等。 报告发布日期：2023 年 06 月 06 日 点击下载全文：晶澳科技(002459 CH,增持)：积极推进一体化布局
美的集团 (000333 CH)	2022 年收入/归母净利润分别同比+0.68%/+3.43%，维持买入 公司披露 2022 年报，公司实现营收 34.57 亿元，同比+0.68%，归母净利 2.96 亿元，同比+3.43%，净利符合我们此前预期，其中，4Q2022 营收/归母净利分别同比-8.06%/-0.68%，1Q2023 营收/归母净利分别同比+6.27%/+12.04%，公司计划每股分红 2.5 元（分红率 58.2%）。考虑到海外需求的波动及成本变化，我们调整了收入、毛利率、费用率等预测，并引入 25 年预测，预计 2023-2025 年预测 EPS 为 4.71、5.18、5.70 元（23-24 前值 4.63、5.08 元），截至 2023/4/28，可比行业 23 年平均 PE 为 14x，公司面临的需求环境正在逐步改善，同时家电产业能力外溢也有望受益于多个增量业务的发展，我们看好公司全年的经营逐步优化，给予公司 2023 年 14xPE 估值，对应目标价为 65.94 元（前值 54.99 元），维持“买入”评级。 风险提示：宏观经济下行；地产周期超预期下行；渠道改革推进迟缓。 报告发布日期：2023 年 04 月 29 日 点击下载全文：美的集团(000333 CH,买入)：迎来新周期，以盈利巩固成长

股票名称	最新观点
格力电器 (000651 CH)	2022 年收入/归母净利润分别同比+0.26%/+6.26%，维持买入 公司披露 2022 年报，公司实现营收 1901.51 亿元，同比+0.26%，归母净利 245.07 亿元，同比+6.26%，归母净利基本符合我们此前预期，其中，4Q2022 营收/归母净利润分别同比-16.56%/-16.4%，1Q2023 营收/归母净利润分别同比+0.44%/+2.65%，公司拟每股分红 1 元。空调行业景气回升，公司内销提速，虽海外需求的波动仍对收入有所扰动，但考虑到后续基数较低，我们引入 25 年预测，调整 23-25 年预测 EPS 为 5.19、5.90、6.40 元（23-24 前值 4.88、5.56 元），截至 2023/4/28，可比公司 2023 年平均 PE 为 15x，市场仍重点关注公司渠道改革进展及盈利优化情况，渠道库存降至低位，但公司规模增长仍受渠道提货进度及出口需求的影响，给予公司 2023 年 11xPE 估值，调整目标价为 57.09 元（前值 44.3），维持“买入”评级。 风险提示：宏观经济下行；地产周期超预期下行；渠道改革推进迟缓。 报告发布日期：2023 年 04 月 29 日 点击下载全文：格力电器(000651 CH,买入): Q1 盈利缓释，空调展望仍积极
德尔玛 (301332 CH)	新兴小电黑马，多品牌、多品类闯出空间，首次覆盖给予“增持”评级 中国小家电产业集群效应显著，德尔玛以差异化的品牌矩阵覆盖多品类小家电产品，旗下品牌包括自有品牌“德尔玛”等及授权品牌“飞利浦”等，短期来看，公司受益于线上多元渠道增长以及全球化品牌输出，以及自身创新性的产品设计、高效的供应链能力，持续收获品牌红利。长期来看，公司核心优势在于成熟的品牌矩阵以及上市后在产能制造、技术创新、数字化流程上的不断强化，有望延长在新兴小家电品类上的成长周期，收获更高成长。我们预计公司 2023-25 年 EPS 为 0.57、0.68、0.83 元，截止 2023/7/10，行业可比公司 2023 年一致预期 PE 为 23.4x，考虑到公司拥有全球知名品牌矩阵，未来渠道拓展预期较强，给予公司 2023 年 PE 28x，对应目标价 15.96 元，首次覆盖给予“增持”评级。 风险提示：传统电商波动及需求下滑；新兴渠道开拓受阻；行业竞争加剧。 报告发布日期：2023 年 07 月 11 日 点击下载全文：德尔玛(301332 CH,增持): 小家电新势力，优质品牌闯红海
莱克电气 (603355 CH)	2023H1 业绩稳步增长，聚焦优势产品，维持“买入” 7 月 3 日晚间公司发布 2023 年半年度业绩预告，2023H1 预计实现归母净利润 4.95 亿元到 6.05 亿元，同比增长 2.69%到 25.51%；预计实现扣非归母净利润 4.80 亿元到 5.87 亿元，同比增长 0.68%到 23.13%。公司加快布局新能源汽车业务，紧抓市场机遇，聚焦优势产品，高附加值业务占比有望持续提升，我们调整盈利预测，公司 2023-2025 年归母净利润分别为 10.96、12.79 和 14.58 亿元（前值：10.78、12.58 和 14.35 亿元）。根据一致预期，截至 2023/7/3，可比公司 2023 年平均 PE 为 19x。我们看好公司 ToB 新能源汽车等核心零部件订单的长期稳定释放，给予公司 2023 年 19xPE，给予目标价 36.29 元（前值：37.6 元），维持“买入”。 风险提示：海外需求下滑；多元业务表现乏力；人民币升值。 报告发布日期：2023 年 07 月 04 日 点击下载全文：莱克电气(603355 CH,买入): 业绩稳步增长，聚焦优势产品

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

风险提示

- （1）全球衰退风险：**全球若进入下行周期，海外需求下滑，我国企业海外业务或无法形成预期规模。
- （2）海外政策风险：**出海面临地缘政治和贸易保护主义风险，出海过程中需面对不同国家的不同政策法规，同时或将面临反倾销等政策，给我国企业出海带来负面影响。
- （3）品牌渗透和本土化不及预期：**品牌的意义逐渐被重视，本土化同样有助于产品渗透，若品牌渗透和本土化效果不佳，或将影响中长期产品市场份额。

图表201： 报告涉及公司

公司名称	公司代码	公司名称	公司代码	公司名称	公司代码	公司名称	公司代码
当升科技	300073 CH	广汽丰田	未上市	格力电器	000651 CH	博世西门子	未上市
新宙邦	300037 CH	顾家家居	603816 CH	海尔智家	600690 CH/6690 HK	Gorenje	未上市
大众汽车	VOW GR	敏华控股	1999 HK	三花智控	002050 CH	国家电网	未上市
亿纬锂能	300014 CH	梦百合	603313 CH	莱克电气	603355 CH	华为	未上市
孚能科技	688567 CH	匠心家居	301061 CH	韩国三星	005930 KS	OPPO	未上市
北美锂电	未上市	麒盛科技	603610 CH	韩国 LG	066570 KS	中国建筑	601668 CH
腾远钴业	301219 CH	永艺股份	603600 CH	日本松下	6752 T	京东方	000725 CH
宁波邦普	未上市	恒林股份	603661 CH	日本大金	6367 T	五矿集团	未上市
江西升华	未上市	乐歌股份	300729 CH	美国惠而浦	WHR N	南方电网	未上市
无锡东恒	未上市	喜临门	603008 CH	荷兰 Philips	PHIA AS	腾讯	0700 HK
深圳金美	未上市	曲美家居	603818 CH	瑞典伊莱克斯	ELUXA ST	美芝压缩机	美的子公司
璞泰来	603659 CH	欧派家居	603833 CH	法国 SEB	SK PA	长虹华意	000404 CH



公司名称	公司代码	公司名称	公司代码	公司名称	公司代码	公司名称	公司代码
LGES	373220 KS	博世	未上市	特灵	TT N	东贝集团	601956 CH
宁德时代	300750 CH	大陆集团	CON GR	日本夏普	6753 T	钱江制冷	未上市
国轩高科	002074 CH	福耀玻璃	600660 CH	富士通	6702 T	海立股份	600619 CH
天宜锂业	未上市	德赛西威	2920 CH	三洋	未上市	瑞智精密	4532 TW
Pilbara Minerals	PLS AU	毫末智行	未上市	西门子	SIE DF	凌达压缩机	格力子公司
青美邦	未上市	小马智行	未上市	三菱电机	6503 T	盾安环境	002011 CH
曲靖麟铁	未上市	敏实集团	0425 HK	三菱重工	7011 T	东方电热	300217 CH
尚太科技	001301 CH	大众汽车	VOW GR	志高	未上市	汉字集团	300403 CH
厚生新能源	未上市	长安汽车	000625 CH	海信家电	000921 CH/0921 HK	德昌股份	605555 CH
思康化学	未上市	广汽埃安	未上市	奥克斯	未上市	奇精机械	603677 CH
星源材质	300568 CH	长城汽车	601633 CH	TCL 电子	1070 HK	德业股份	605117 CH
特斯拉	TLSA US	本田汽车	7267 JP	索尼	SONY N	TCL 电子	1070 HK
ATL	未上市	上汽集团	600104 CH	鸿海	2317 TW	星帅尔	002860 CH
欣旺达	300207 CH	丰田汽车	7203 JP	Carrier	CARR US	安特体育	2020 HK
Neo Lithium	NLC CN	奇瑞汽车	未上市	Lennox 雷诺士	LII US	申洲国际	2313 HK
KFM 控股	KFM AU	吉利汽车	0175 HK	江森自控国际	JCI US	耐克	NKE US
广东邦普	未上市	蔚来汽车	NIO US/9866 HK	DAIKIN	6367 JT	LULULEMEN	LULU US
湖南裕能	301358 CH	小鹏汽车	XPEV US/9868 HK	富士通将军	6755 JT	阿迪达斯	ADS DF
宁德康本	未上市	上汽通用五菱	未上市	长府制作所	5946 JP	VF 公司	VFC N
研一新材料	未上市	通用汽车	GM US	小熊电器	002959 CH	彪马	PUM DF
大陆集团	CON GR	理想汽车	LI US/2015 HK	苏泊尔	002032 CH	安德玛	UAA N
福耀玻璃	600660 CH	广汽丰田	未上市	北鼎股份	300824 CH	李宁	2331 HK
德赛西威	2920 CH	顾家家居	603816 CH	Helen of Troy	HELE US	无锡尚德	未上市
毫末智行	未上市	敏华控股	1999 HK	Arcelik	ARCLK TI	江西塞维	未上市
小马智行	未上市	梦百合	603313 CH	Vestel Beyaz	VESBE TI	天合光能	688599 CH
敏实集团	0425 HK	匠心家居	301061 CH	老板电器	002508 CH	河北英利	未上市
大众汽车	VOW GR	麒盛科技	603610 CH	AOS smith	AOS US	晶科能源	688223 CH
长安汽车	000625 CH	永艺股份	603600 CH	林内公司	5947 JP	通威股份	600438 CH
广汽埃安	未上市	恒林股份	603661 CH	能率	5943 JT	思摩尔国际	6969 HK
长城汽车	601633 CH	乐歌股份	300729 CH	Hamilton Beach	HBB US	亿纬锂能	300014 CH
本田汽车	7267 JP	喜临门	603008 CH	IROBOT	IRBT US	纳思达	002180 CH
上汽集团	600104 CH	曲美家居	603818 CH	Groupe SEB	SK FP	盈趣科技	002925 CH
丰田汽车	7203 JP	欧派家居	603833 CH	De'longhi	DLG IM	雾芯科技	RLX.US
奇瑞汽车	未上市	美的集团	000333 CH	Breville Group	BRG AU	雪雾科技	未上市
吉利汽车	0175 HK	字节跳动	未上市	熊津豪威 coway	021240 KS	雷炎科技	未上市
蔚来汽车	NIO US/9866 HK	Kilimall	未上市	福库控股 CUCKOO	192400 KS	铂德科技	未上市
小鹏汽车	XPEV US/9868 HK	未来机器人	未上市	深康佳 A	000016 CH	小野科技	未上市
上汽通用五菱	未上市	Syrius 炬星	未上市	传音控股	688036 CH	徕米雾电	未上市
通用汽车	GM US	帕拓逊	未上市	PayPal	PYPL US	本雾科技	未上市
理想汽车	LI US/2015 HK	斯达领科	未上市	Shopify	SHOP US	亿光年科技	未上市
优衣库 (迅销)	06288 HK	帝国烟草	IMB.L	莫菲国际	PM.US	德塔泰克	未上市
Jumia	JMIA US	优衣库(fast retailing)	9983 T				

资料来源: Bloomberg、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，林震宇、申建国、宋亭亭、王森泉、边文姣、周敦伟、张诗宇，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者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。

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。华泰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。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- TCL 中环（002129 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师林震宇、申建国、宋亭亭、王森泉、边文姣、周敦伟、张诗宇本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 莱克电气（603355 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 美的集团（000333 CH）、格力电器（000651 CH）、莱克电气（603355 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- TCL 中环（002129 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司