

家用电器

投资建议： 强于大市（维持）
上次建议： 强于大市

家电以旧换新政策或将轮回

相对大盘走势



► “以旧换新”政策预期强化

2月下旬，中央财经委会议推动消费品以旧换新；3月1日，国常会便通过《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》。2013年后历轮政策周期来看，本轮能级或更高且资金预期更强：1) 十九大以来，中央财经委会议多以科创、生态等宏观议题为主，明确指向“消费品”且落地至“以旧换新”尚属首次；2) 本轮提出“市场为主、政府引导，中央财政和地方政府联动”，资金支持预期有强化，上一次中央财政参与已是家电下乡时期。

► 更新大周期，刺激有弹性

2008-2012年“家电下乡”组合刺激政策期间，空冰洗内销出货量分别同比+90%、+138%及+70%，冰箱2011年内销出货量近6000万台，当前仅约高点70%，目前“家电下乡”产品进入集中更新阶段，此刻刺激弹性可观。2021年欧美财政补贴时，美国和西欧家电零售量分别为+6.7%及+5.4%，一般微正，同时结合日本消费税及我国2019年空调价格战的影响来看，我们认为理论上合适刺激可将需求增速由小个位数（LSD）提升至大个位数（HSD）。

► 龙头产品结构更受益，二线初期股价弹性大

近期，发改委等部门联合发布了《重点用能产品设备能效先进水平、节能水平和准入水平（2024年版）》，或可作为“以旧换新”配套政策去理解，能效以及此前提及的绿色智能或是换新升级的关键方向。从经营层面看，龙头公司的产品结构跟“以旧换新”的匹配度会更高，若后续政策落地，经营受益会更明显。从股价反馈来看，家电下乡阶段及2019年那一轮均呈现出二线初期弹性更大的特点，有额外增量逻辑的公司上涨会更加明显。

► 对本轮政策可适当乐观

对于本轮政策刺激可适当乐观，理由是：1) 本轮大规模设备更新和以旧换新政策能级更高，中央财经委参与，针对性更强；2) 明确提到“……消费品以旧换新，要坚持中央财政和地方政府联动……”，这跟以往有显著不同，资金来源是市场最关注的点；3) 本轮市场环境好于2022年7月，或不弱于2019年初，地产在边际改善，外资在持续回流，估值仍明显低于2019年4月中旬，幅度在20%-40%之间，且上一轮还有实打实的贸易摩擦事件拖累。

► 维持行业“强于大市”评级

2024年家电内销迎来更新大周期，政策正不断强化这一逻辑；同时，外销升级出海正在持续提速；近期空调排产及终端表现均好于预期，外资呈回流态势。板块分红优势突出，估值仍处于过去十年偏低位水平，经营确定性较高。白电重点推荐美的集团、海尔智家、海信家电，关注格力电器；黑电推荐海信视像；扫地机推荐石头科技，关注科沃斯；后周期推荐传统厨电龙头老板电器，关注公牛集团、华帝股份；可选小家电关注小熊电器等。

风险提示： 外资大幅波动，原材料成本上涨，家用空调库存大幅积累，政策兑现不及预期风险。

作者

分析师：管泉森
执业证书编号：S0590523100007
邮箱：guanqs@glsc.com.cn
分析师：孙珊
执业证书编号：S0590523110003
邮箱：sunshan@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《家用电器：2024年3月消费金股推荐》2024.03.03
- 2、《家用电器：攻守之间，踏步向前》2024.02.25

正文目录

1. “以旧换新”政策有望再推出	4
1.1 本轮政策能级或更强	4
1.2 屡次提及，期待落地	4
2. 更新大周期，刺激有弹性	6
2.1 目前“家电下乡”产品正处于集中更新阶段	6
2.2 理论上刺激可将需求增速从 LSD 提至 HSD	8
3. 龙头产品结构更受益，二线初期股价弹性大	10
3.1 龙头公司产品结构更适配	10
3.2 二线标的初期弹性往更大	12
4. 维持行业“强于大市”评级	15
4.1 政策适当乐观，市场环境向好	15
4.2 更新迎大周期，出海有新机遇	16
5. 风险提示	16

图表目录

图表 1:	2022 年以来中央层面家电消费相关政策梳理	4
图表 2:	2018-2019 年的政策周期中实际落地补贴资金较少	5
图表 3:	2009-2013 年以家电下乡为代表的政策周期内补贴政策细则	6
图表 4:	“家电下乡”时期是我国白电内销量扩张最快的阶段	7
图表 5:	“家电下乡”时期是我国白电农村保有量提升最快的阶段	7
图表 6:	“家电下乡”期间政策销售情况	7
图表 7:	日本大家电平均使用年限不超过 14 年	8
图表 8:	美国大家电消费中替换的比例超过 60%	8
图表 9:	大家电更新占比测算	8
图表 10:	08-23 年, 美国大家电出货及零售最快增速分别为 11.0% 及 6.7%	9
图表 11:	08-23 年, 西欧大家电出货及零售最快增速分别为 7.0% 及 5.4%	9
图表 12:	日本近两次消费税提升生效前, 家电消费都有季度级脉冲	10
图表 13:	2019 年我国家用空调推总零售量及均价分别同比+10.7% 及 -7.7%	10
图表 14:	新版重点用能产品能效文件几乎将全部家电产品纳入	10
图表 15:	新版重点用能产品能效文件调高了部分中央空调“先进水平”标准	11
图表 16:	2023 年空调线上零售量份额来看, 白电龙头产品结构更好	11
图表 17:	2023 年美的系线上新一级能效空调份额达到 37.3%	11
图表 18:	2023 年空调线下零售量份额来看, 白电龙头产品结构更好	12
图表 19:	2023 年美的系线下新一级能效空调份额超过 35%	12
图表 20:	2023 年我国中央空调内销 1263 亿元, 同比+9.8%	12
图表 21:	中央空调企业份额及主要应用下游	12
图表 22:	家电下乡阶段及 2019 年, 家电指数超额收益明显	13
图表 23:	家电下乡全面实施阶段, 主要上市公司股价累计涨跌幅走势	13
图表 24:	2019 年初到 4 月中旬家电指数累计上涨 57%	14
图表 25:	2019 年初到 4 月中旬主要家电公司股价表现	14
图表 26:	2022 年政策预期强化阶段, 家电指数没有显著超额	15
图表 27:	2023 年 12 月份以来陆股通持有家电市值比例呈总体提升趋势	15
图表 28:	白电相对估值仍处在近 10 年较低位置, 也明显低于 2019 年 4 月	16

1. “以旧换新”政策有望再推出

1.1 本轮政策能级或更强

3月1日，国常会审议通过《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，距离2023年12月中央经济工作会议首提“推动大规模设备更新和消费品以旧换新”仅3个月，一周前的中央财经委员会第四次会议也将本轮以旧换新政策战略高度提升至党中央经济工作重心。对比2013年后政策真空期至今的历轮政策周期，本轮能级更高且资金预期更强：1) 十九大以来，中央财经委员会会议内容多是涉及科创、生态、产业的宏观议题，明确指向“消费品”且落地至“以旧换新”的尚属首次；2) 2022年以来中央家电消费政策多以国务院、商务部为主导，多为“鼓励有能力地方”财政出资，而《行动方案》提出“市场为主、政府引导，中央财政和地方政府联动”，中央财政资金支持预期强化，而上一次中央财政参与已是十多年前的家电下乡。

图表1：2022年以来中央层面家电消费相关政策梳理

时间	主体	文件/会议	内容
2022/3/5	国务院	2022年政府工作报告	鼓励地方开展绿色智能家电下乡和以旧换新
2022/4/25	国务院	关于进一步释放消费潜力 促进消费持续恢复的意见	鼓励有条件的地区对绿色智能家电、绿色建材、节能产品等消费予以适当补贴或贷款贴息，开展新能源汽车和绿色智能家电下乡；鼓励消费者更换或新购绿色节能家电，加强家电回收利用
2022/5/31	国务院	扎实稳住经济一揽子政策措施	稳定增加汽车、家电等大宗消费，鼓励家电生产企业开展回收目标责任制行动
2022/7/13	国务院	国常会	1) 全国开展家电以旧换新和家电下乡，鼓励有条件地方予以资金政策支持；2) 完善绿色智能家电标准，推进安装、维修等全链条服务标准化；3) 支持发展废旧家电回收利用
2022/7/28	商务部等	促进绿色智能家电消费若干措施	1) 开展家电“以旧换新”活动，全面促进智能冰箱洗衣机空调、超高清电视等绿色智能家电消费，鼓励有条件的地方通过现有资金渠道给予政策支持；2) 推进绿色智能家电下乡；3) 优化绿色智能家电供给；4) 加强售后及维修
2023/5/22	商务部等	关于做好2023年促进绿色智能家电消费工作的通知	1) 统筹组织绿色智能家电消费促进活动；2) 开展家电以旧换新，鼓励有条件的地方组织提升废旧家电交售和补贴领取便利性，促进绿色智能家电升级换新消费，积极推进绿色家电、智能家电认证，推进绿色智能家电下乡；3) 加强售后及维修
2023/12/12	中共中央政治局	中央经济工作会议	提振新能源汽车、电子产品等大宗消费，以提高技术、能耗、排放等标准为牵引，推动大规模设备更新和消费品以旧换新
2024/2/23	中央财经委员会	第四次会议	鼓励引导新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新，坚持市场为主、政府引导，中央财政和地方政府联动，加强“换新+回收”物流体系和新模式发展
2024/3/1	国务院	国常会	通过《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，加大财税、金融政策支持，发挥能耗、排放、技术等标准牵引作用，积极开展汽车、家电等消费品以旧换新，形成更新换代规模效应

资料来源：国务院及各部委，中央财经委员会会议，中央经济工作会议，国联证券研究所整理

1.2 屡次提及，期待落地

从落地确定性看，上一次政策当局密集吹风且有出台指引性文件的时期是2018年下半年和2019年上半年；然而回头看，在2019年地产边际企稳、贸易摩擦风险释放的宏观背景下，政策提振需求趋弱，中央层面家电消费政策止步于两个无细则的方案，层级仅在部委，地方财政为主。对照2008年危机后的家电下乡，结论是有中央

资金支持的大规模消费提振政策往往以内需疲弱背景下的经济托举为目的，若稳增长压力减轻、政策必要性减弱，实际落地效果将取决于地方需求及财政能力，而本轮政策主体相较于 2019 年 1 月的更高能级，也为政策落地更强的确定性提供了依据。

图表2：2018-2019 年的政策周期中实际落地补贴资金较少

时间	主体	文件/会议	内容
2018/9/20	国务院	关于完善促进消费体制机制 进一步激发居民消费潜力的若干意见	重点发展适应消费升级的超高清视频终端、智慧家庭产品等新型信息产品；建立绿色产品多元化供给体系，规范发展汽车、家电、电子产品回收利用行业
2019/1/18	发改委、商务部、市监局	召开优化市场供给促进居民消费电视电话会议	着力扩大消费规模， 因地制宜 促进汽车、家电消费， 有条件的地方 要加大政策支持力度，满足人民对 绿色智能 新型汽车和家电的消费需求
2019/1/29	发改委等	进一步优化供给推动消费平稳增长 促进形成强大国内市场的实施方案（2019）	支持绿色、智能家电销售， 有条件的地方 可定向给予适当补贴；促进家电产品更新换代， 有条件的地方 可对消费者交售旧家电购买新家电给予适当补贴；加快推进超高清视频产品消费
2019/6/3	发改委等	推动重点消费品更新升级 畅通资源循环利用实施方案（2019-2020）	推动 绿色智能家电研发和产业化 ，重点突破新型显示技术；推动家电和消费电子产品 更新换代 ， 有条件的地方 对消费者购置节能、智能型家电产品给予适当支持
2019/10/2	发改委、市监局	关于新时代服务业高质量发展的指导意见	鼓励企业 围绕汽车、家电等产品更新换代和消费升级，完善维修售后等配套服务体系

资料来源：国务院及各部委，发改委，国联证券研究所整理

从实施细节看，本轮政策尚未有细则出台；鉴往知来，以政策能级为参照系对标 09-13 年的“家电下乡”“以旧换新”和“节能补贴”：

- **资金来源**，家电下乡和以旧换新由中央和地方共同承担；其中，中央财政承担的比例约为 80%，地方财政承担的比例约为 20%，节能惠民资金主要由中央财政负担，之后，北京、广东等出台偏地方普惠性质刺激政策，资金都来自地方；疫情以来，区域性、阶段性的家电补贴政策资金来源也都是地方财政；
- **比例方式**，家电下乡/以旧换新补贴比例分别为产品售价的 13%/10%，直接面向终端消费者，“节能惠民”补贴按产品能耗分级，范围在产品均价 5%-25%之间，其中第一轮面向生产企业，通过售价补贴消费，第二轮直接面向消费者；
- **政策规模**，以商务部数据大致估算，家电下乡及第一轮空调节能惠民期间补贴总额分别近 1000 亿/115 亿，分别带动消费 7204 亿/约 700 亿，由可得数据估算，财政资金带动终端消费的政策乘数分别约为 8.6/6.1，第二轮节能惠民乘数约为 7.9。参考家电下乡周期简单推算，假设财政出资 200-300 亿，乘数约 7-9 倍，预计带动的消费规模在 1400-2700 亿之间，相当于 23 年限上家电零售总额的 15%-30%，不仅在连续 2 年负增长之后弹性可观，也明显高于 14 年以来无扰动年份的增速中枢。

图表3：2009-2013年以家电下乡为代表的政策周期内补贴政策细则

政策	家电下乡 (07-13)		以旧换新 (09-11)		空调节能惠民 (09-11)		节能惠民工程 (12-13)	
背景	应对金融危机，惠农强农，带动工业生产，促消费拉动内需		扩大消费拉动内需，稳定扩大就业，重点产业调整		扩大消费，加快节能产品推广，提高用能产品能源效率			
政策	每类家电下乡产品每户农民限购2台(件)，对每件产品给予产品销售价格 13% 补贴		交售旧家电并购买新家电可享受家电补贴，补贴标准为新家电销售价格的 10%		按产品能效分级对生产企业给予 5%-20% 补贴，企业以补贴后价格销售		按产品能效分级对生产企业给予补贴，企业在销售时向消费者兑付	
品类	限价(元/台)		补贴上限(元/台)		补贴上限(元/台)		补贴上限(元/台)	
电视	3500		400		/		100-400	
冰箱(含冰柜)	2500		300				70-400	
手机	1000		/				/	
洗衣机	2000		250				70-260	
壁挂式空调	2500		350		09-10年:300-850		180-400	
落地式空调	4000				10-11年:150-250			
储水式电热水器	1500		/		/		/	
燃气热水器	2500						200-400	
太阳能热水器	4000						100-550	
空气源热泵热水器	/						300-600	
电脑	3500		400		/		260	
微波炉	1000		/				/	
电磁炉	600		/				/	
时间	地点	实施时间	地点	实施时间	地点	实施时间	地点	实施时间
	山东、青岛、河南、四川	2007.11-2011.11	北京、天津、上海等9省市(首批试点)	2009.06-2011.12	全国	2009.06-2010.05; 2010.06-2011.05	全国	2012.06-2013.05
	内蒙古、辽宁等10省市	2008.12-2012.12	河北、山西、辽宁等19省市	2010.06-2011.12				
其余12个省	2009.02-2013.02	内蒙古等5省市及兵团(做好前期准备,具备拆解处理能力后启动)	2010.06-2011.12					
来源	中央财政	80%	中央财政	80%	中央财政为主			
	地方财政	20%	地方财政	20%				

资料来源：《家电下乡操作细则》，《家电以旧换新实施办法》，各品类《节能产品惠民工程推广实施细则》，国联证券研究所整理

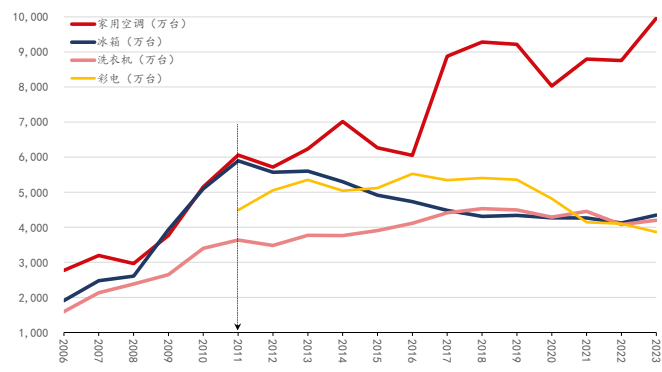
2. 更新大周期，刺激有弹性

2.1 目前“家电下乡”产品正处于集中更新阶段

2008-2012年的“家电下乡”组合刺激政策对白电销售提振明显。“家电下乡”政策从2007年底开始逐步试点推广，到2013年初结束，中间穿插了“以旧换新”、“节能惠民”、“节能补贴”等补充政策。政策期间是我国白电销售增长最快的阶段，考虑到2012年有政策退出预期带来的消费前置，以2007及2011年为节点看，空冰洗内销出货量分别同比+90%、+138%及+70%，农村空调及冰箱百户保有量实现翻倍以上增长，冰箱作为政策受益最明显的品类，2011年内销出货量创历史新高，近6000

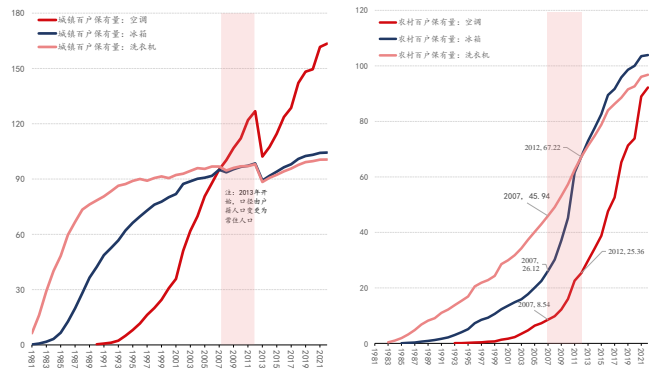
万台，之后持续回落，目前稳定在高位 70% 左右。

图表4：“家电下乡”时期是我国白电内销量扩张最快的阶段



资料来源：产业在线，国联证券研究所

图表5：“家电下乡”时期是我国白电农村保有量提升最快的阶段



资料来源：Wind，国家统计局，国联证券研究所

图表6：“家电下乡”期间政策销售情况

项目	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	家电下乡期间
补贴产品销售量(万台)	-	3,430	7,718	10,300	7,991	29,800
补贴产品销售额(亿元)	-	686	1,732	2,641	2,145	7,204
政府补贴额(亿元)	-	63	201	328	249	841
中央承担(亿元)	-	50	161	263	199	673
地方承担(亿元)	-	13	40	66	50	168
内销量(万台)	2,965	3,767	5,150	6,060	5,716	20,694
内销量同比	-7.2%	27.1%	36.7%	17.7%	-5.7%	-
农村百户保有量	9.82	12.23	16.00	22.58	25.36	-
△农村百户保有量	1.28	2.41	3.77	6.58	2.78	16
△农村总保有量	209	394	600	1,083	396	2,474
△农村总保有量/当期内销量	7%	10%	12%	18%	7%	12%
内销量(万台)	2,608	3,930	5,097	5,897	5,567	20,490
内销量同比	5.3%	50.7%	29.7%	15.7%	-5.6%	-
农村百户保有量	30.19	37.11	45.19	61.54	67.32	-
△农村百户保有量	4.07	6.92	8.08	16.35	5.78	37
△农村总保有量	666	1,128	1,250	2,682	783	5,843
△农村总保有量/当期内销量	26%	29%	25%	45%	14%	29%
内销量(万台)	2,382	2,646	3,398	3,636	3,481	13,161
内销量同比	11.6%	11.1%	28.4%	7.0%	-4.3%	-
农村百户保有量	49.11	53.14	57.32	62.57	67.22	-
△农村百户保有量	3.17	4.03	4.18	5.25	4.65	18
△农村总保有量	472	583	534	795	593	2,505
△农村总保有量/当期内销量	20%	22%	16%	22%	17%	19%

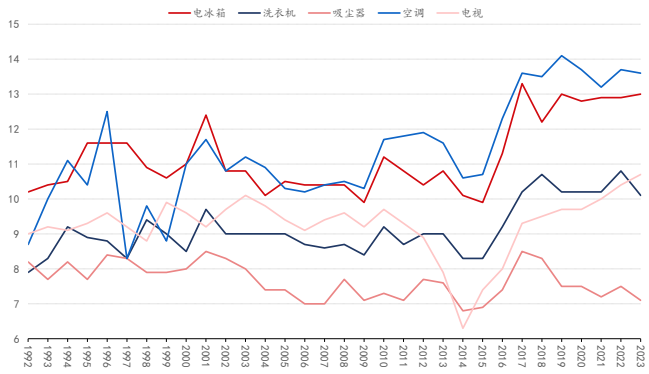
注：(1) 家电下乡品类：空调、冰箱、洗衣机、彩电、手机、热水器、电脑等
 (2) 对农民购买家电下乡产品给予产品销售价格 13% 补贴的资金。
 (3) 中央财政负担 80%，省级财政负担 20%
 (4) 2009、2011 年累计、2012 年 9 月累计补贴资金已知，其余系推算
 (5) 整理自商务部、国家统计局及产业在线

资料来源：Wind，产业在线，国家统计局，商务部，国联证券研究所整理

目前，“家电下乡”产品正处于集中更新阶段。理论上来说，家电下乡销售高点是 2011 年，距今已达 13 年，即便按照日本数据，也已进入集中更新阶段。当然，现实中，更新与前期出货并不是严格一一对应，还受经济环境影响、政策以及产品工作情况等因素影响，但后两者某种意义上其实也是通过经济或购买力起作用，所以此时若有实质性的政策刺激，“家电下乡”及其之后一段时间销售的产品有望加速更新。

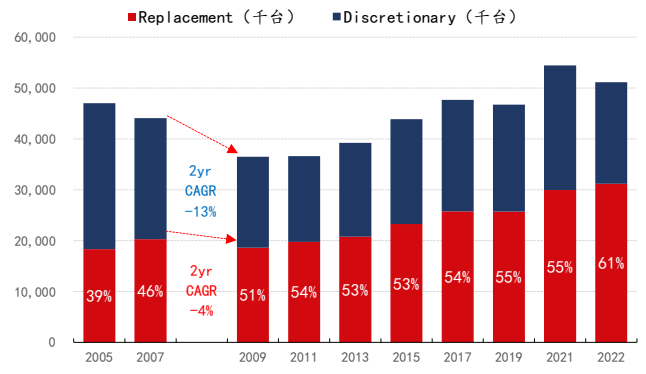
考虑到“家电下乡”及之后一段时间，空调和洗衣机的销量中枢仍在持续提升，即便没有政策刺激，更新需求也将进入不错的增长阶段，政策有望进一步加快进程。

图表7：日本大家电平均使用年限不超过14年



资料来源：日本内阁府，国联证券研究所

图表8：美国大家电消费中替换的比例超过60%



资料来源：Whirlpool, AHAM, TraQline, 国联证券研究所

图表9：大家电更新占比测算

指标/参数/方法		单位	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
基础参数	总人口	万人	136,726	137,646	138,326	139,232	140,011	140,541	141,008	141,212	141,260	141,175	
	市场规模	平均家庭户规模	人/户	2.98	2.97	3.10	3.11	3.03	3.00	2.92	2.85	2.77	2.76
		户数	万户	45,881	46,345	44,621	44,769	46,208	46,847	48,290	49,635	50,996	51,150
	年末百户保有量	空调		70	75	82	91	96	109	116	118	131	134
		冰箱		82	86	89	94	95	99	101	102	104	104
		洗衣机	台/百户	81	84	86	90	92	94	96	97	99	99
		彩电		116	119	120	121	122	119	121	121	119	119
	年末总保有量	空调		3.23	3.49	3.64	4.07	4.44	5.12	5.58	5.84	6.69	6.85
		冰箱		3.76	3.96	3.97	4.19	4.40	4.63	4.87	5.05	5.30	5.33
		洗衣机	亿台	3.71	3.88	3.86	4.02	4.24	4.39	4.64	4.80	5.03	5.06
彩电			5.33	5.52	5.35	5.41	5.65	5.59	5.82	6.00	6.05	6.08	
保有量变化	空调		-	2,551	1,515	4,329	3,711	6,797	4,621	2,597	8,487	1,583	
	冰箱	万台	-	2,003	88	2,146	2,177	2,230	2,459	1,804	2,457	313	
	洗衣机		-	1,719	(238)	1,650	2,170	1,560	2,426	1,638	2,336	305	
	彩电		-	1,976	(1,743)	580	2,385	(596)	2,368	1,721	573	285	
内销出货量	空调		6,235	7,017	6,269	6,049	8,876	9,281	9,216	8,028	8,796	8,754	
	冰箱		5,601	5,299	4,916	4,731	4,480	4,310	4,338	4,270	4,265	4,123	
	洗衣机	万台	3,769	3,763	3,905	4,115	4,414	4,532	4,493	4,291	4,453	4,077	
	彩电		5,350	5,041	5,120	5,525	5,344	5,406	5,356	4,817	4,141	4,102	
保有量提升反推	更新需求		-	4,465	4,754	1,720	5,165	2,484	4,595	5,431	310	7,171	
	冰箱	万台	-	3,296	4,828	2,585	2,303	2,080	1,880	2,466	1,808	3,810	
	洗衣机		-	2,044	3,905	2,465	2,243	2,972	2,662	2,652	2,117	3,771	
	彩电		-	3,065	5,120	4,945	2,959	5,406	2,989	3,096	3,568	3,817	
更新需求占比	空调		-	64%	76%	28%	58%	27%	50%	68%	4%	82%	
	冰箱		-	62%	98%	55%	51%	48%	43%	58%	42%	92%	
	洗衣机		-	54%	100%	60%	51%	66%	46%	62%	48%	93%	
	彩电		-	61%	100%	89%	55%	100%	56%	64%	86%	93%	
动态更新周期	空调		-	7.81	7.65	23.66	8.60	20.61	12.15	10.76	216.05	9.55	
	冰箱		-	12.02	8.23	16.19	19.12	22.25	25.92	20.49	29.31	13.99	
	洗衣机	年	-	18.98	9.87	16.31	18.89	14.78	22.43	18.10	23.78	13.43	
	彩电		-	18.02	10.45	10.94	19.08	10.34	19.49	19.37	16.97	15.93	
假设平均更新周期	10年	空调		52%	50%	58%	67%	50%	55%	61%	73%	76%	78%
		冰箱	更新占比	67%	75%	81%	88%	98%	107%	112%	118%	124%	129%
		洗衣机		98%	103%	99%	98%	96%	97%	103%	112%	113%	124%
		彩电		100%	110%	104%	98%	106%	103%	109%	124%	146%	148%
	11年	空调		47%	45%	53%	61%	45%	50%	55%	66%	69%	71%
		冰箱	更新占比	61%	68%	73%	80%	89%	98%	102%	108%	113%	118%
		洗衣机		89%	94%	90%	89%	87%	88%	94%	102%	103%	113%
		彩电		91%	100%	95%	89%	96%	94%	99%	113%	133%	135%
	12年	空调		43%	41%	48%	56%	42%	46%	50%	61%	63%	65%
		冰箱	更新占比	56%	62%	67%	74%	82%	89%	94%	99%	104%	108%
		洗衣机		82%	86%	82%	81%	80%	81%	86%	93%	94%	104%
		彩电		83%	91%	87%	82%	88%	86%	91%	104%	122%	124%
13年	空调		40%	38%	45%	52%	38%	42%	47%	56%	59%	60%	
	冰箱	更新占比	52%	58%	62%	68%	76%	83%	86%	91%	96%	99%	
	洗衣机		76%	79%	76%	75%	74%	75%	79%	86%	87%	96%	
	彩电		77%	84%	80%	75%	81%	80%	84%	96%	112%	114%	
14年	空调		37%	35%	41%	48%	36%	39%	43%	52%	54%	56%	
	冰箱	更新占比	48%	53%	58%	63%	70%	77%	80%	85%	89%	92%	
	洗衣机		70%	74%	71%	70%	69%	69%	74%	80%	81%	89%	
	彩电		71%	78%	75%	70%	75%	74%	78%	89%	104%	106%	

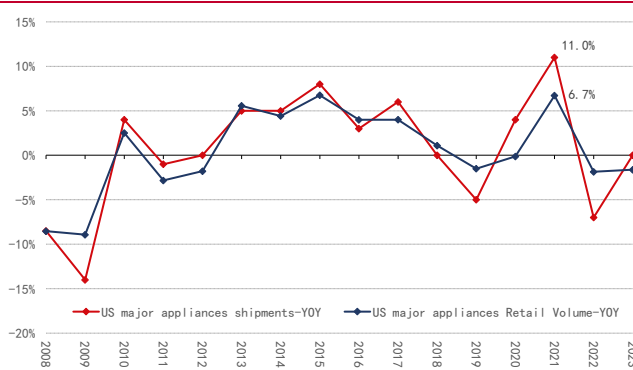
资料来源：Wind，产业在线，国家统计局，国联证券研究所整理

2.2 理论上刺激可将需求增速从LSD提至HSD

量化刺激弹性是一直是大家关心的问题。显然，实现家电下乡时期的产业弹性概率很小，毕竟那时候有很强的渗透率提升逻辑；同时，由于政策持续期还不确定，且

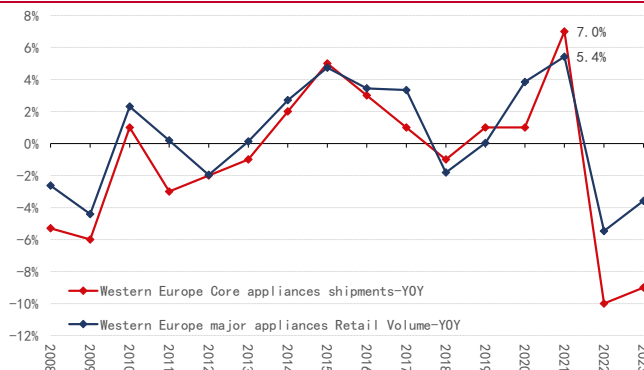
很难量化“家电下乡”期间销量有多少已经更新，直接将对应时间区间销量加总，然后假设政策将引致其在本轮“以旧换新”期间全部更新的方法，指导意义可能也有限。既然我国白电已经是更新主导，政策刺激本身又可以等效为经济景气或购买力增强，我们不妨去看一下更新主导市场，在经济周期或者补贴周期中，家电需求的增速波动情况。譬如欧美，过去15年，西欧大家电出货及零售最快增速在2021年，分别为7.0%及5.4%，美国大家电出货及零售最快增速也在2021年，分别为11.0%及6.7%，而当年恰好欧美存在财政刺激，也就是说，更新主导的大家电，因为“经济好”或“有刺激”，产业年度需求增长会从小个位数提升至大个位数，出货弹性更大一些。

图表10：08-23年，美国大家电出货及零售最快增速分别为11.0%及6.7%



资料来源：欧睿，AHAM，伊莱克斯财报，国联证券研究所

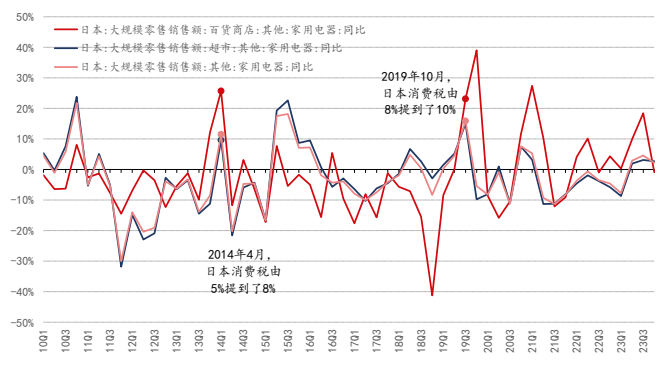
图表11：08-23年，西欧大家电出货及零售最快增速分别为7.0%及5.4%



资料来源：欧睿，AHAM，伊莱克斯财报，国联证券研究所

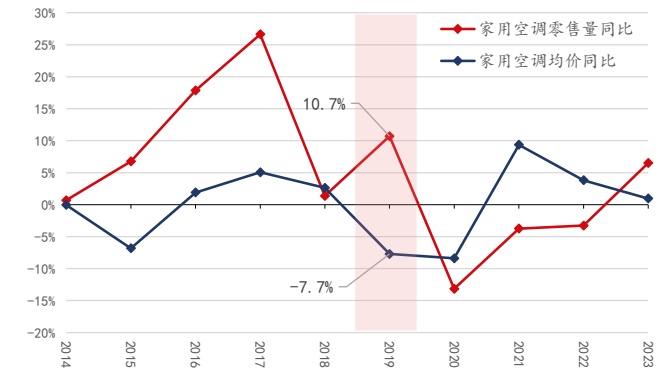
另外两个例子是日本的消费税和我国2019年价格战阶段的家用空调。日本消费税在2014年4月从原来的5%提升至8%，2019年10月从8%提升至10%，两次消费税提升前一个季度，市场零售监测增速都会上升至10%以上，其它时期是个位数到双位数下滑，预期价格提升，意味着当期的价格下降，虽然消费税提升幅度不大，引致的消费脉冲也不持续，但也足以说明政策的影响力。2019年，我国空调行业出现了格局落定以来规模最大的价格竞争，行业推总零售均价-7.7%，零售量同比+10.7%，当年冰洗推总零售量分别同比+0.2%和+3.9%，推总均价分别-4.9%及-1.7%，需求环境一般，也没有热夏，显著领先的零售增速大概率要归功于更大幅度的价格下跌。某种意义上来说，我们可以粗略地以2019年的空调产业表现为“锚”来等效理解政策影响。

图表12：日本近两次消费税提升生效前，家电消费都有季度级脉冲



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表13：2019年我国家用空调推总零售量及均价分别同比+10.7%及-7.7%



资料来源：奥维云网，国联证券研究所

3. 龙头产品结构更受益，二线初期股价弹性大

3.1 龙头公司产品结构更适配

根据“中央财经委员会”及“国常会”两次会议精神，本轮大规模设备更新及消费品以旧换新：“……**坚持鼓励先进、淘汰落后**，坚持标准引领、有序提升……推动**先进产能**比重持续提升，**高质量耐用消费品**更多进入居民生活……更好发挥**能耗、排放、技术**等标准的牵引作用……”，不难发现**能耗、高质量**等产品方向。紧接着“中央财经委第四次会议，国家发改委等部门发布了《重点用能产品设备能效先进水平、节能水平和准入水平（2024年版）》。与2022年版本相比，较大的变化有两方面，一是覆盖范围大幅增加，几乎将全部家电产品纳入其中，或为后续以旧换新做好铺垫。

图表14：新版重点用能产品能效文件几乎将全部家电产品纳入

家电/电器相关重点用能产品设备能效先进水平、节能水平和准入水平

2022年版本	2024年版本
房间空气调节器	★●自携冷凝机组商用冷柜
单元式空气调节机	★●吸油烟机
低环境温度空气源热泵（冷水）机组	★●商用燃气灶具
冷水机组	★商用电磁灶
多联式空调（热泵）机组	★平板电视
远置冷凝机组冷藏陈列柜	★电饭锅
热泵热水机（器）	★家用电磁灶
家用电冰箱	★家用燃气快速热水器
空气净化器	★燃气采暖热水炉
储水式电热水器	★LED平板灯
电动洗衣机	▲●单元式空气调节机
家用燃气灶具	▲●低环境温度空气源热泵（冷水）机组
容积式空气压缩机	▲●热泵热水机（器）
LED筒灯	●多联式空调（热泵）机组
非定向自镇流LED灯	●远置冷凝机组冷藏陈列柜
道路和隧道照明用LED灯具	●冷水机组
	●房间空气调节器
	●家用电冰箱
	●电动洗衣机
	●空气净化器
	●储水式电热水器
	●家用燃气灶具
	●LED筒灯
	非定向自镇流LED灯
	●道路和隧道照明用LED灯具
	★：新增加的产品设备
	▲：能效水平有提升产品设备；
	●：相较于现行标准文本，能效水平有提升的产品设备

资料来源：政府官网，国联证券研究所整理

另一方面，新版重点用能产品能效文件调高了部分中央空调“先进水平”标准，其余商用暖通空调及家用空调产品能效水平认定没有发生变化，依然坚持“先进水平不低于现行能效1级，节能水平不低于现行能效2级，准入水平与现行强制性能效标准限定值一致的原则”。以市场颇为关心的家用空调（热泵型转速可控/名义制冷

量≤4500W)为例,一级能效要求 APF≥5.00,新版重点用能产品先进水平要求 APF ≥6.00,跟 22 年版本比没有变化,仍远高于现行标准一级能效,节能水平与现行标准二级能效持平,准入水平跟现行标准三级能效持平。

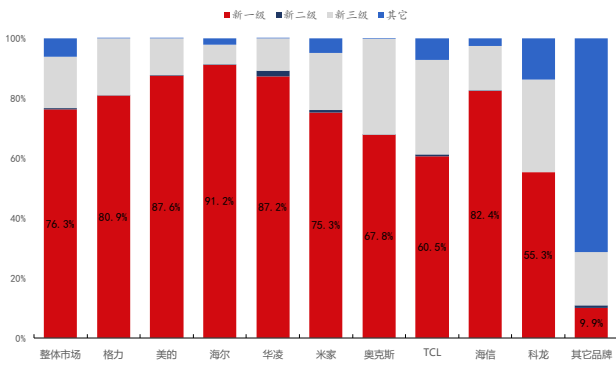
图表 15: 新版重点用能产品能效文件调高了部分中央空调“先进水平”标准

产品名称	能效指标	单位	分类	先进水平	节能水平	准入水平	参考标准		
▲●单元式空气调节机	制冷季节能效比	(W·h)/(W·h)	风冷式单冷型	7000W≤名义制冷量≤14000W	5.00	3.80	2.90	单元式空气调节机能效限定值及能效等级 (GB19576-2019)	
				名义制冷量>14000W	4.60	3.00	2.70		
	全年能源消耗效率	风冷式热泵型	7000W≤名义制冷量≤14000W	4.20	3.10	2.70			
			名义制冷量>14000W	3.60	3.00	2.60			
	全年能效比	计算机和数据处理机房用单元式空调	风冷式	4.00	3.60	3.00			
能效比	W/W	水冷式	4.20	4.00	3.50				
		通讯基站用单元式空气调节机	3.80	3.00	2.80				
▲●低环境温度空气源热泵(冷水)机组	综合部分负荷性能系数	W/W	名义制热量≤35kW (或名义制冷量≤50kW)	额定出水温度35℃	3.70	3.20	3.00	低环境温度空气源热泵(冷水)机组能效限定值及能效等级 (GB37480-2019)	
				额定出水温度41℃	3.40	2.80	2.60		
			额定出水温度55℃	2.30	1.90	1.70			
			名义制热量>35kW (或名义制冷量>50kW)	额定出水温度35℃	3.40	3.20	3.00		
				额定出水温度41℃	3.00	2.80	2.60		
额定出水温度55℃	2.10	1.90	1.70						
▲●热泵热水机(器)	性能系数	W/W	制热量<10kW	普通型	一次加热、循环加热式	5.00	4.40	3.70	热泵热水机(器)能效限定值及能效等级 (GB29541-2013)
					静态加热式	4.50	4.00	3.40	
			低温型	一次加热、循环加热式	4.00	3.60	3.00		
				一次加热	4.60	4.40	3.70		
			普通型	循环加热(不提供水泵)	4.60	4.40	3.70		
				循环加热(提供水泵)	4.50	4.30	3.60		
			低温型	一次加热	3.90	3.70	3.10		
				循环加热(不提供水泵)	3.90	3.70	3.10		
				循环加热(提供水泵)	3.80	3.60	3.00		

资料来源:发改委,国联证券研究所整理

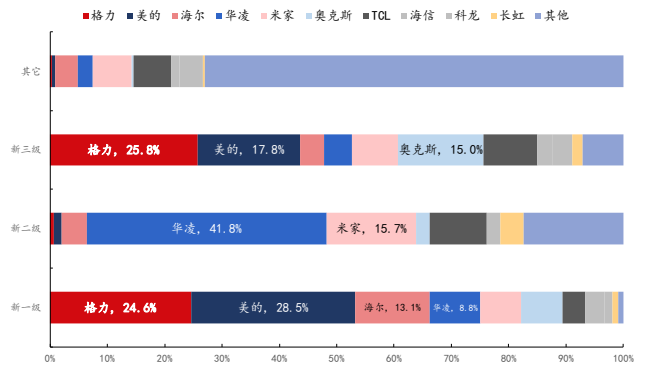
在高质量发展的指引下,能效或将成为后续政策的重要参考指标,其或跟“绿色智能”一起构成以旧换新的主要方向。有别于普及期,换新阶段,无论是政策要求,还是消费者偏好,都指向更好的产品,而这往往意味着更高的成本,相对更高的价格,以及支撑着这些要素的研发、生产、销售及品牌体系,逻辑上龙头公司会更受益。从奥维监测数据来看也是如此,2023年家用空调线上及线下未达到“节能水平”的产品零售量占比分别为23%及15%,贡献较高的主要是奥克斯、TCL以及长尾品牌;整体来看,龙头的产品结构更好,白电龙头中,海尔略占优势,其次是美的。

图表 16: 2023 年空调线上零售量份额来看,白电龙头产品结构更好



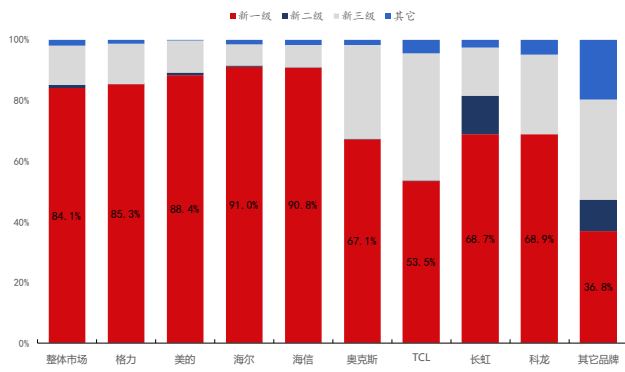
资料来源:奥维云网,国联证券研究所

图表 17: 2023 年美的系线上新一级能效空调份额达到 37.3%



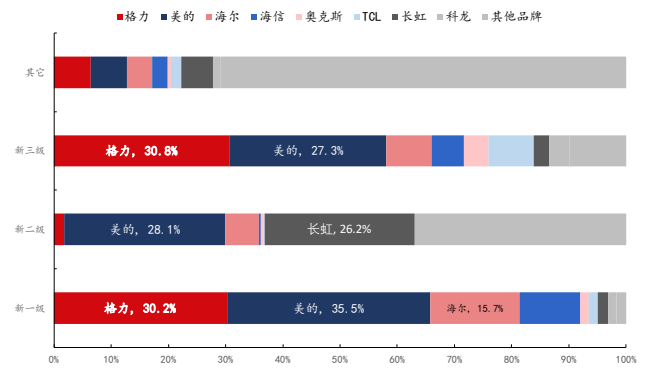
资料来源:奥维云网,国联证券研究所

图表18: 2023年空调线下零售量份额来看, 白电龙头产品结构更好



资料来源: 奥维云网, 国联证券研究所

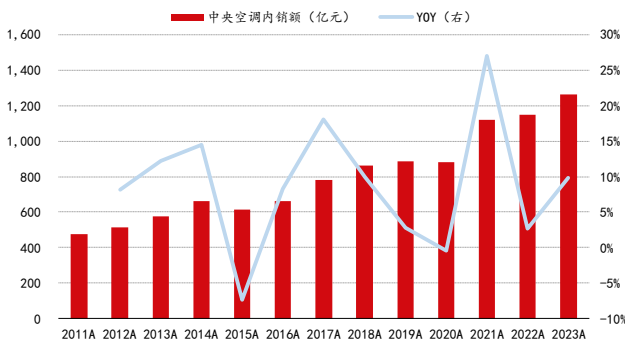
图表19: 2023年美的系线下新一级能效空调份额超过35%



资料来源: 奥维云网, 国联证券研究所

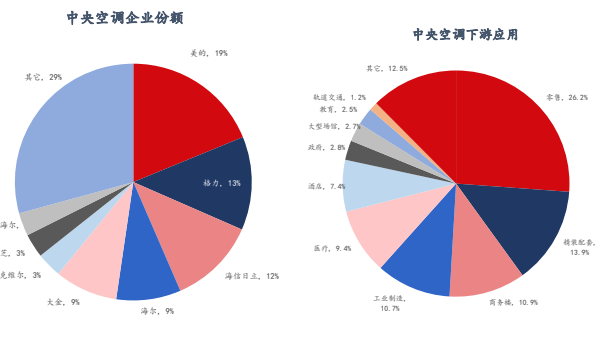
此外, 除了家电下乡阶段白电中放量最快的冰箱外, 从这次《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》表述来看, 中央空调或成潜在受益最大的品类之一。一方面, 中小制冷量的中央空调广泛用于家用领域, 是传统家用分体式空调的主要升级方向, 符合当下更新升级大潮, 据产业在线数据, 2023年中央空调销售中约40%跟家用联系密切; 另一方面, 中央空调是建筑物能耗大户, 广泛用于工业、医疗、教育、轨交等本轮重点支持设备更新的领域, 也是本轮更新的重要方向之一。国内中央空调规模领先的主要是三大白电及海信家电, 其中海信家电的中央空调经营贡献最大, 申菱环境、美埃科技、依米康等公司聚焦细分领域。

图表20: 2023年我国中央空调内销1263亿元, 同比+9.8%



资料来源: 产业在线, 国联证券研究所

图表21: 中央空调企业份额及主要应用下游



资料来源: 产业在线, 国联证券研究所

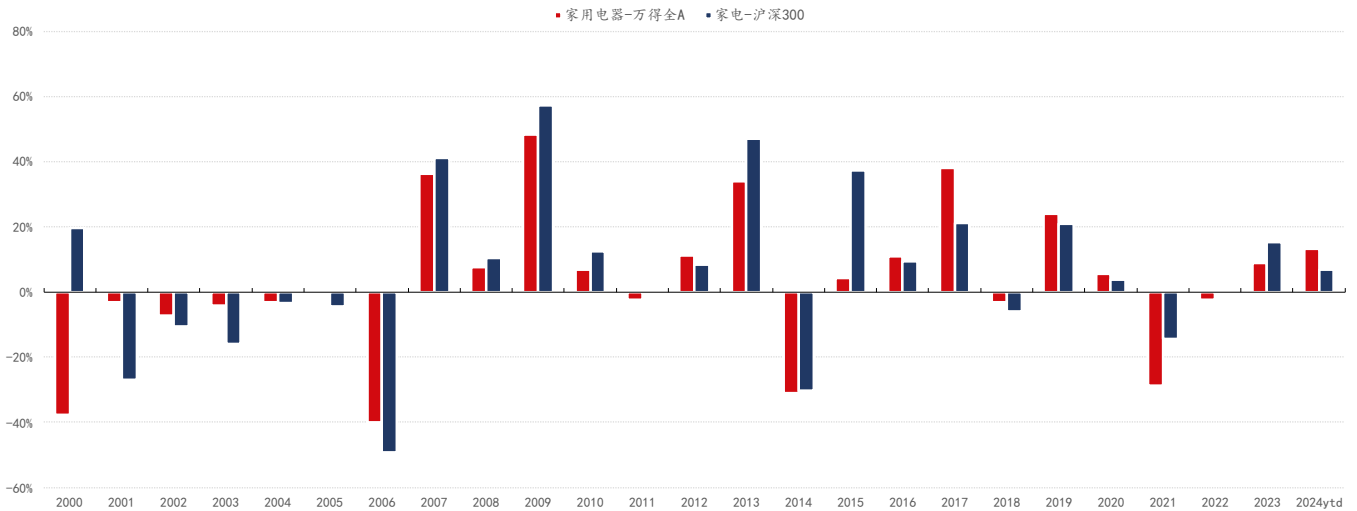
除了中央空调外, 考虑到家电产业当前已处在更新升级阶段, 也可适当关注部分符合消费升级方向, 但目前渗透率还偏低的品类, 如智能清洁电器、洗碗机及智能马桶等产品, 若政策覆盖或外溢, 其产业弹性将十分可观。

3.2 二线标的初期弹性往更大

目前为止, 我们经历过2008年“家电下乡”, 2019年初以及2022年7月三个政策预期强化的阶段, 其中“家电下乡”政策对产业经营和股价都有实际影响, 后两轮政策更多地停留在了预期强化阶段, 最终落地为小规模的地方补贴或消费券刺激, 经营带动有限, 不过市场反馈较为热烈。“家电下乡”期间, 市场整体情绪好, 不过家

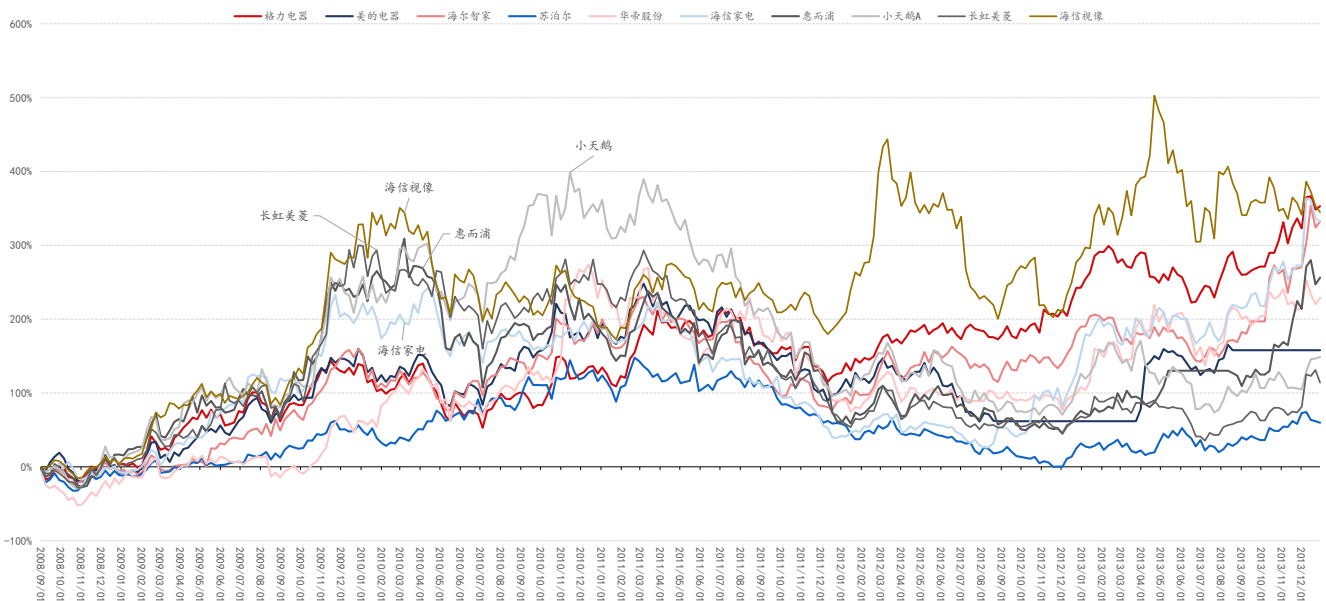
电指数也有明显超额，板块主要公司高点涨幅都在 100%~300%之间，二线初期弹性会更大一些，后期有收敛趋势，除了政策还有其它逻辑加持的公司股价弹性会更大，比如恰逢平板电视渗透率提升的黑电龙头海信视像，以及被美的收购的小天鹅。

图表22：家电下乡阶段及 2019 年，家电指数超额收益明显



资料来源：Wind，国联证券研究所整理（截至 2024 年 3 月 1 日）

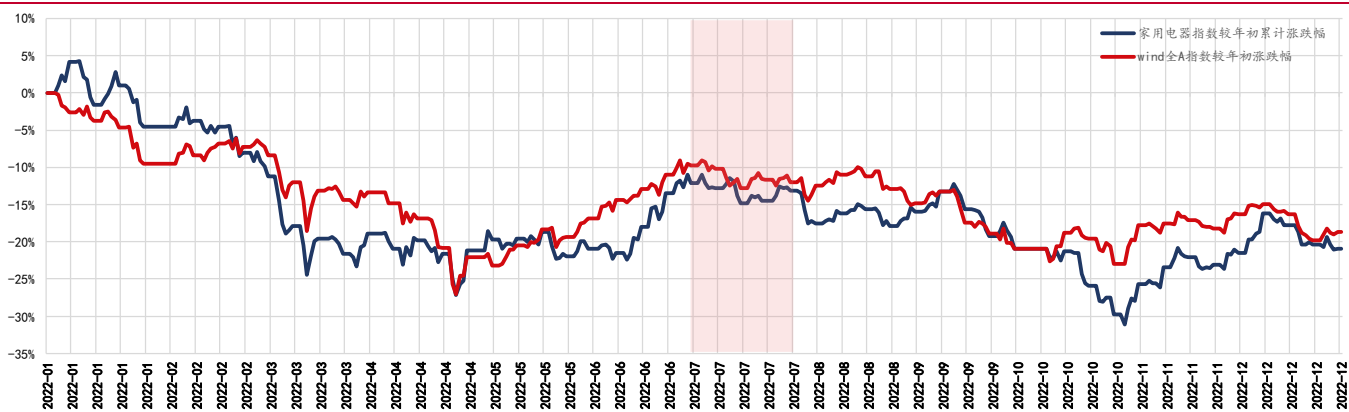
图表23：家电下乡全面实施阶段，主要上市公司股价累计涨跌幅走势



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

2019 年初到 4 月中旬家电指数累计上涨 57%，主要逻辑有：1) 政策预期强化，2) 外资大幅流入，3) 贸易谈判取得进展，4) 竣工逻辑开始演绎。具体到个股方面，二线白电龙头海信家电、白电龙头格力电器、厨电二线龙头华帝涨幅分列主要公司前 3，海信家电接近翻番，白电龙头区间最大涨幅在 40%~60%之间。业绩层面，除了成本下降带来的盈利回升之外，产业景气也没有太多看点。这一轮海信家电及格力的领

图表26: 2022年政策预期强化阶段, 家电指数没有显著超额



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

4. 维持行业“强于大市”评级

4.1 政策适当乐观, 市场环境向好

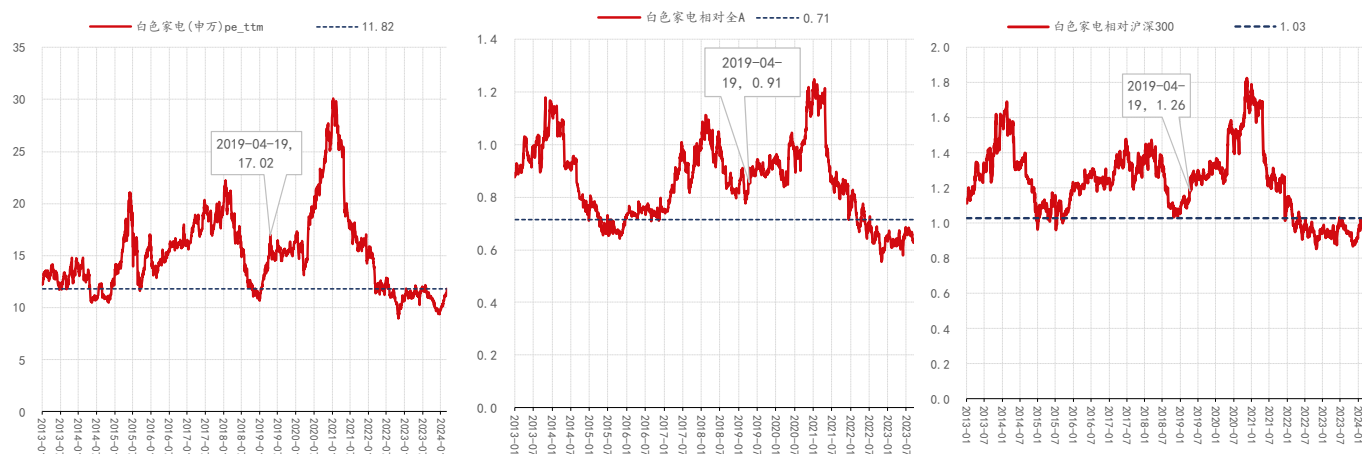
对于本轮政策刺激, 我们认为可以适当乐观, 主要理由为: ①本轮大规模设备更新和以旧换新率先由中央财经委会议率先提出, 针对性更强; ②明确提到“……消费品以旧换新, 要坚持中央财政和地方政府联动……”, 这跟以往有显著的不同, 资金问题大家历来关注, 考虑到持续4年将产业刺激出翻倍增长的“家电下乡”政策消耗的资金体量在千亿左右, 而目前产业或并不需要这么长时间这么大力度的刺激, 资金体量需求或不高, 重要的是财政参与带来的消费预期好转; ③本轮市场环境好于2022年7月, 或不弱于2019年初, 地产在边际改善, 外资在持续回流, 上一轮有实打实的贸易摩擦, 这一轮无论是微观行为还是外资观点, 预期的成分占比或更高。综上所述, 我们建议重点关注业绩确定性较高, 政策受益的白电龙头。

图表27: 2023年12月份以来陆股通持有家电市值比例呈总体提升趋势



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

图表28：白电相对估值仍处在近10年较低位置，也明显低于2019年4月



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

4.2 更新迎大周期，出海有新机遇

最后重申行业观点，2024年：1) 白电预计空调内销量或围绕1亿台的新平台盘整，冰洗更新需求释放或支撑内销平稳增长，价格预计均保持提升趋势；此外外销景气或可延续至24H1，贡献可观增量；2) 黑电预计受益于赛事带动，出货小幅改善，龙头份额提升势能强劲，面板价格环比回落助益盈利向上；3) 清洁电器内销预计弱复苏，需要重点关注国产龙头品牌出海节奏；4) 后周期估值均处历史最底部，需关注地产政策预期变化；5) 小家电整体景气短期承压，需结合跟踪挖掘结构性机会。综上，2024年家电内销有望迎来更新大周期，升级出海可期，估值分红优势突出。白电推荐美的集团、海尔智家、海信家电，关注格力电器；黑电推荐海信视像；扫地机推荐石头科技，关注科沃斯；后周期推荐龙头老板电器，关注公牛集团、华帝股份；可选小家电关注小熊电器等。

5. 风险提示

- 1、**外资大幅波动**：家电龙头外资持股比例较高，近一年受外资流动影响较大，若后续外资出现进一步大幅流出，对股价或有负面影响。
- 2、**原材料成本上涨**：家电业绩总体比较平稳，但由于其成本中大宗商品占比较高，若大宗商品钢铜塑等价格出现持续大幅上涨，则企业盈利会受到拖累。
- 3、**家用空调库存大幅积累**：当前需求环境下，若2024年产业出货持续保持较快增长趋势，预计渠道库存会有大幅上行风险，对后续产业出货和价格都会有拖累。
- 4、**政策兑现不及预期**：目前股价包含的政策预期尚不高，若后续股价出现持续大幅上涨，预期过高，政策最终兑现有弱于市场预期的可能。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券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。

国联证券的销售人员、交易人员以及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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼