



Research and
Development Center

从空调报废量增长 70%说起

——家用电器行业专题（深度）报告

证券研究报告

家用电器行业研究

行业专题研究（深度）

家用电器

投资评级 看好

上次评级 看好

罗岸阳 家电行业首席分析师

执业编号：S1500520070002

联系电话：+86 13656717902

邮箱：luoanyang@cindasc.com

尹圣迪 家电行业分析师

执业编号：S1500524020001

联系电话：18800112133

邮箱：yinshengdi@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

从空调报废量增长 70%说起

2024年03月22日

本期内容提要：

- 根据 2023 年 4 个批次废弃电器电子产品规范拆解拟确认数量，我们测算得出 23 年空调、冰箱、洗衣机、电视的实际报废率分别约为 27%、42%、66%、82%。
- 为什么空调、冰箱的实际报废率远低于彩电和洗衣机？我们认为空调、冰箱的报废节奏晚于彩电和洗衣机，正处于一轮持续加速报废的周期中，直到实际报废率水平接近彩电、冰箱的报废率历史高峰。一方面，产业周期和品类特性导致空调、冰箱、洗衣机、彩电的报废周期差异；另一方面，2021 年空调的拆解补贴力度开始大幅上调。我们认为补贴金额的高低一定程度上影响了企业对不同品类拆解的积极性和规划，但是 21 年以前空调和洗衣机都是 5 个品类中拆解补贴金额最低的，而洗衣机的实际报废率始终处于较高位，所以我们认为拆解补贴标准对于企业的拆解回收数量并不起决定性作用，更多仍要看各个品类的实际回收拆解需求。
- 空调、冰箱报废率可能出现跃迁式提升吗？政策变化可能会快速推动报废率曲线的跃迁式上升，尤其是当前报废率较低的空调、冰箱。

政策变化①：停征废弃电器电子产品处理基金。我们估算，停止空冰洗的处理基金征收后，美菱/海信家电/格力/美的/海尔分别可以减少 1.1/2.4/2.8/6.9/4.8 亿元的处理基金缴纳，对应 23 年净利率分别约可以提升 16%、5%、1%、2%、3%。

政策变化②：推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案。文件中提到到 2027 年，废旧家电回收量较 2023 年增长 30%，若按照 23 年 4 批次家电拆解数据计算，在其他统计口径不变的情况下（5 大类），到 2027 年家电回收量或将要求达到 1.40 亿台。

- **政策推动下，实际报废率提升有望带动更新增量。**以我们上文测算的未来空冰洗理论报废量为基础，在中性预期下 24 年接受国家补贴的拆解企业的总拆解量预计将达到 6632 万台，若将其他渠道报废的数据也纳入考量依据，我们预计 24 年的总报废量较悲观预期情况下增加近 1000 万台。如果空调、冰箱的实际报废率达到目前洗衣机的水平，则对应每年实际报废量分别净增加超 2000、1200 万台，在这一轮更新周期里，有望大大提高行业需求的天花板。
- **行业评级和投资建议：**维持家电行业“看好”评级。我们看好空调、冰箱报废率步入上升周期，向洗衣机、彩电的方向靠近。我们认为在这轮的更新周期中，空调、冰箱的量价表现都有望超预期。
 - 1) 建议关注净利率基数低、改善空间大的二线白电企业长虹美菱、海信家电，以及大白电龙头海尔智家、格力电器、美的集团。
 - 2) 建议关注空调冰箱产业链企业，空调发件阀件盾安环境、三花智控，

大冰箱 ODM 企业雪祺电气、物产金轮、长虹华意。

3) 建议关注环保拆解企业：中再资环、大地海洋等。以及有回收拆解环节布局的家电企业。

- **风险因素：**以旧换新补贴政策不及预期、家电原材料成本大幅波动、消费者需求不及预期等；本文对部分家电报废量数据测算是基于一定前提假设，存在假设条件不成立、历史数据缺失等因素导致测算结果偏差。

目录

一、2023 年空调拆解数据同比增长 70%.....	6
二、未来空调、冰箱报废率会出现跃迁式提升吗?	14
三、更新需求催动结构升级, 价格表现有望超预期.....	18
2.1 22 年下半年以来, 空冰零售价格逆势走高.....	18
2.2 类冰洗化升级, 空调价格也存在提升空间.....	22
四、行业评级和投资建议.....	25
风险因素.....	26

表目录

表 1:2015-2018 年空冰洗的实际和理论报废情况 (万台, %)	7
表 2: 空冰洗寿命范围和寿命分布比例	7
表 3: 空冰洗、电视理论报废量测算及实际报废率 (万台)	8
表 4: 广东省持有电子产品拆解处理资格证的企业	10
表 5: 部分拆解企业拆解能力和实际拆解情况	11
表 6: 家用电器法定安全使用年限	12
表 7: 废弃电器电子产品处理基金补贴标准 (元/台)	13
表 8: 对电器电子产品生产者征收基金的产品范围和征收标准	14
表 9: 停征对上市公司业绩的影响测算	15
表 10: 《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	15
表 11: 2009~2013 年国家密集颁布家电补贴政策	16
表 12: 实际报废量提升带来的更新需求增量敏感性分析	17
表 13: 重点公司估值表	25

图目录

图 1: 2023 年 4 批废弃电器电子产品回收总量及同比变化 (万台)	6
图 2: 空冰洗、电视理论报废率历史趋势	8
图 3: 显像管彩电和液晶电视机销量 (万台)	9
图 4: 13-17 年彩电平均尺寸快速提升	9
图 5: 空调历史回收数据 (万台)	9
图 6: 2022 年二手产品回收占比	10
图 7: 回收拆解企业数量	11
图 8: 空冰洗、电视理论报废率历史趋势	12
图 9: 空冰洗、电视产品的变革	13
图 10: 电器电子产品居民保有量 (亿台)	14
图 11: 空调终端价格和成本指数的变化趋势 (元)	18
图 12: 定变频空调销量占比变化 (%)	19
图 13: 暖通用压缩机定变频结构 (%)	19
图 14: 空调终端价格和成本指数的变化趋势	19
图 15: 能效标准新标带动产品结构变革	20
图 16: 功能空调产品订单量增长	20
图 17: 新风空调 23 年销量及同比增速 (万台, %)	21

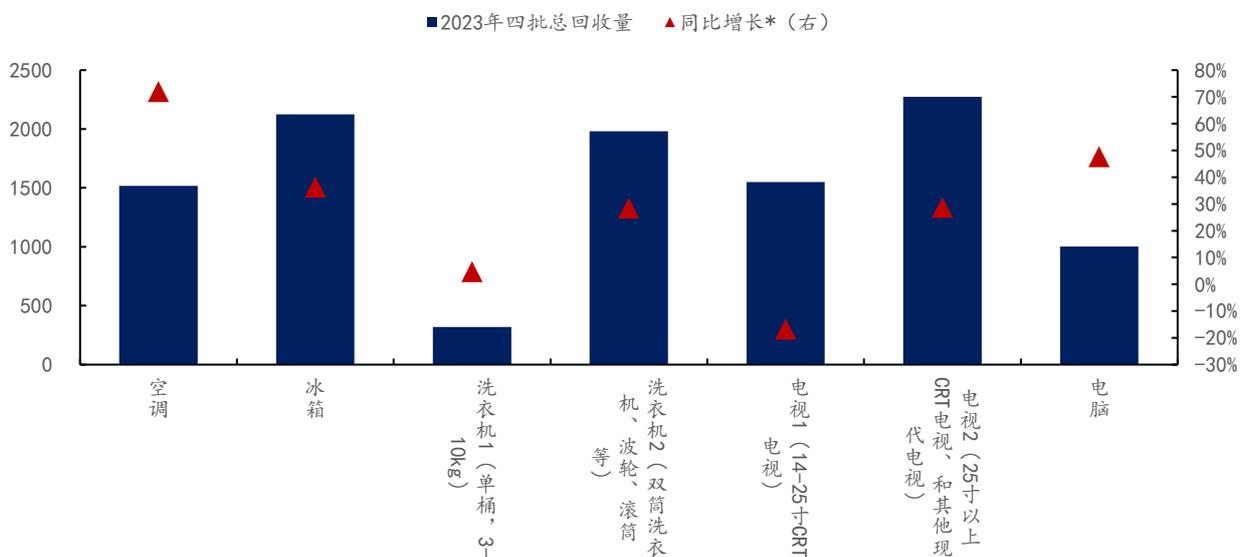
图 18: 净化功能空调占比 (%)	21
图 19: 2023 年智能语音空调销量同比增速	21
图 20: 消费者学习带来产品结构升级	22
图 21: 我国城镇/农村家庭冰箱每百户保有量 (台/百户)	22
图 22: 我国城镇/农村家庭洗衣机每百户保有量 (台/百户)	22
图 23: 23 年国庆期间冰箱不同类型线上零售额份额变化 (%)	23
图 24: 23 年国庆期间冰箱不同类型线下零售额份额变化 (%)	23
图 25: 空调形态的多样化	23
图 26: 需求细化带来产品功能进步	24

一、2023 年空调报废数据同比增长 70%

2024 年 2 月底，废弃电器电子产品回收处理信息管理网站发布了一批数据，2023 年 4 个批次废弃电器电子产品规范拆解拟确认数量中：

- 1) 空调回收拆解量 1517.8 万台，同比+72.0%；
- 2) 冰箱回收拆解量 2124.0 万台，同比+36.3%；
- 3) 洗衣机回收拆解量 2302.3 万台，同比+24.5%；
- 4) 电视机回收拆解量 3821.2 万台，同比+5.3%；
- 5) 电脑回收拆解量达到 1001.7 万台，同比+47.6%。

图 1：2023 年 4 批废弃电器电子产品回收总量及同比变化（万台）



资料来源：废弃电器电子产品回收处理信息管理网站，信达证券研发中心

在进一步分析之前，我们先明确几组定义：

- 1) **实际报废量**：本文的实际回收拆解量为国家基金补贴的回收处理企业申报后拟确认的规范拆解量。
- 2) **理论报废量**：根据不同家电产品的使用寿命和历史销量所测算得出的每一年理论上应该报废进行回收拆解数量。
- 3) **实际报废率**=实际回收拆解量/理论回收拆解量。

生产者责任延伸产业技术创新联盟曾经对 2015 年至 2019 年期间的家电回收情况进行过官方统计，2018 年空冰洗和电视的实际报废率分别达到 16%、45%、71%、88%。

表 1:2015-2018 年空冰洗的实际和理论报废情况 (万台, %)

	2015	2016	2017	2018
实际处理量				
洗衣机	636	1263	1359	1441
冰箱	333	610	804	922
空调	19	219	398	506
电视	5310	4374	4207	4253
理论报废量				
洗衣机	1545	1468	1699	2025
冰箱	1705	2142	1688	2065
空调	2432	2358	1682	3149
电视	3015	3060	3065	4818
实际报废率				
洗衣机	41%	86%	80%	71%
冰箱	20%	28%	48%	45%
空调	1%	9%	24%	16%
电视	176%	143%	137%	88%

资料来源:生产者责任延伸产业技术创新联盟,信达证券研发中心

另外一个口径的报废数据是来自于废弃电器电子产品回收处理信息管理网站,是接受国家基金补贴的拆解回收企业每年所申报的拆解回收量。但 2019 年以后官方的理论回收数据缺失,因此我们进行了测算。

按照官方理论数据类似的方法论,我们可以实现对各个品类的“理论报废量”进行预测:

(1) 假设空调的平均寿命年限为 12 年,洗衣机平均寿命 12 年,彩电的平均寿命 12 年,冰箱平均寿命 13 年;

(2) 家电的寿命期围绕平均寿命成正态分布,得出以下家电寿命分布比例:

表 2: 空冰洗寿命范围和寿命分布比例

空调器年龄/年	<9 年	9~10	10~11	11~12	12~13	13~14	14~15	>15
分布比例	6.68%	9.19%	14.98%	19.15%	19.15%	14.98%	9.19%	6.68%
洗衣机年龄/年	<10 年	10~11	11~12	12~13	13~14	>14	-	-
分布比例	7.78%	16.11%	26.11%	26.11%	16.11%	7.78%	-	-
冰箱年龄/年	<11 年	11~12	12~13	13~14	14~15	>15	-	-
分布比例	7.78%	16.11%	26.11%	26.11%	16.11%	7.78%	-	-
电视机年龄/年	<10 年	10~11	11~12	12~13	13~14	>14	-	-
分布比例	7.78%	16.11%	26.11%	26.11%	16.11%	7.78%	-	-

资料来源:《广东省废旧家电总量估算研究》,信达证券研发中心

因此,我们可以得到一组数据:

23 年空调、冰箱、洗衣机、电视的实际报废率分别约为 27%、42%、66%、82%。

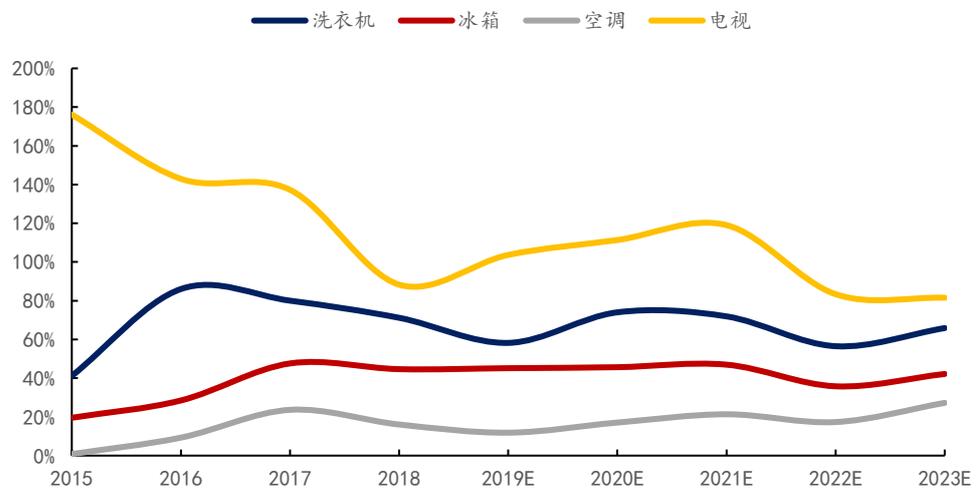
表 3: 空冰洗、电视理论报废量测算及实际报废率 (万台)

实际处理量 (万台)					
品类	2019	2020	2021	2022	2023
洗衣机	1297	1892	2114	1850	2302
冰箱	843	1268	1660	1558	2124
空调	408	665	955	883	1518
电视	3627	4853	4862	3629	3821
理论报废量 (万台)					
品类	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
洗衣机	2227	2557	2940	3274	3495
冰箱	-	2776	3534	4353	5037
空调	3449	3897	4472	5096	5571
电视	-	-	4084	4353	4687
实际报废率					
品类	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
洗衣机	58%	74%	72%	57%	66%
冰箱	-	46%	47%	36%	42%
空调	12%	17%	21%	17%	27%
电视	-	-	119%	83%	82%

资料来源: 废弃电器电子产品回收处理信息管理网站、产业在线、《广东省废旧家电总量估算研究》、信达证券研发中心

注: 因历史销售数据缺失, 冰箱、电视理论报废量测算结果空缺

如果我们把报废率数据结合成连续时间序列, 可以得到如下的结果:

图 2: 空冰洗、电视理论报废率历史趋势


资料来源: 生产者责任延伸产业技术创新联盟, 废弃电器电子产品回收处理信息管理网站、产业在线、《广东省废旧家电总量估算研究》、信达证券研发中心

注: 冰箱 2019 年、电视 2019/2022 年的缺失数据经过了平滑处理

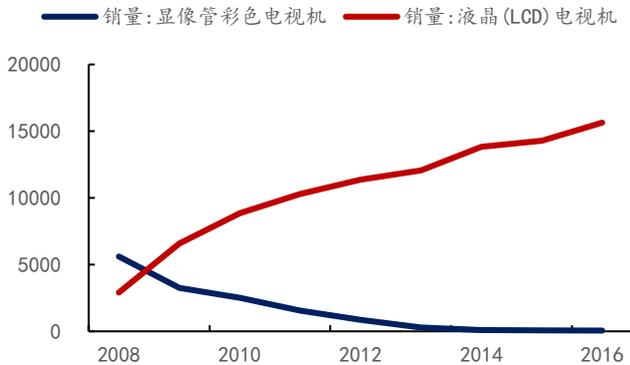
如果注意观察可以发现, 在 2015-2017 年期间, 彩电的实际报废率超过了 100%, 也就是实际报废数量超过了理论预测值, 说明彩电在没达到理论寿命已经提前开始加速报废。

彩电提前加速报废的原因, 我们认为主要可以归结为两个方面:

- ① 我国电视市场经历的从 CRT 电视向 LCD 电视转变的过程, 因为 CRT 技术淘汰所带来的电视集中的更新换代。

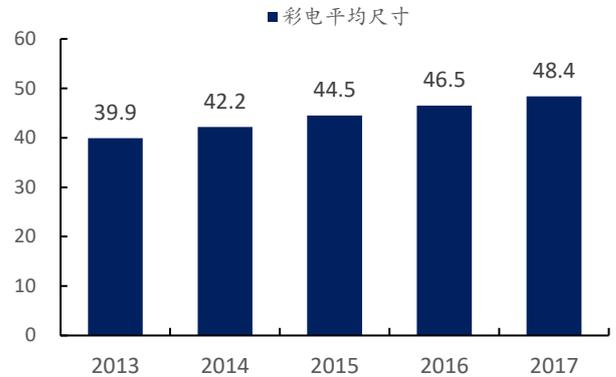
- ② 2015 年开始，乐视、小米、微鲸等一大批互联网厂商快速切入彩电行业，通过大屏化、智能化的升级，拉动了一轮彩电的更新换代，智能电视的占比由 2014 年的 58% 提升到了 2018 年的 92.2%。

图 3: 显像管彩电和液晶电视销量 (万台)



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 4: 13-17 年彩电平均尺寸快速提升



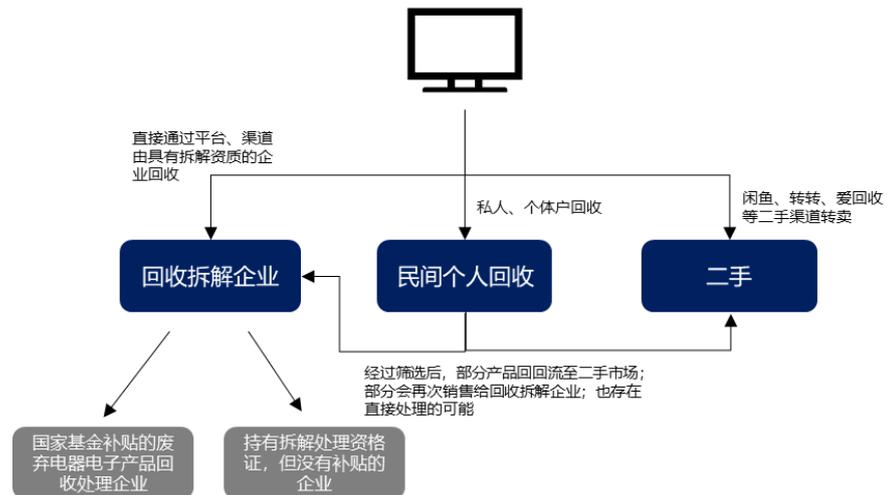
资料来源: 奥维云网, 信达证券研发中心

如上我们可以看出，报废数据的可靠性在彩电品类上一定程度得到了检验，但出于严谨考虑，我们在对空冰洗报废数据深度分析之前，对在手数据再进行一些深度思考和讨论。

问题 1: 企业申报的拆解量是否可以代表实际的家电报废量?

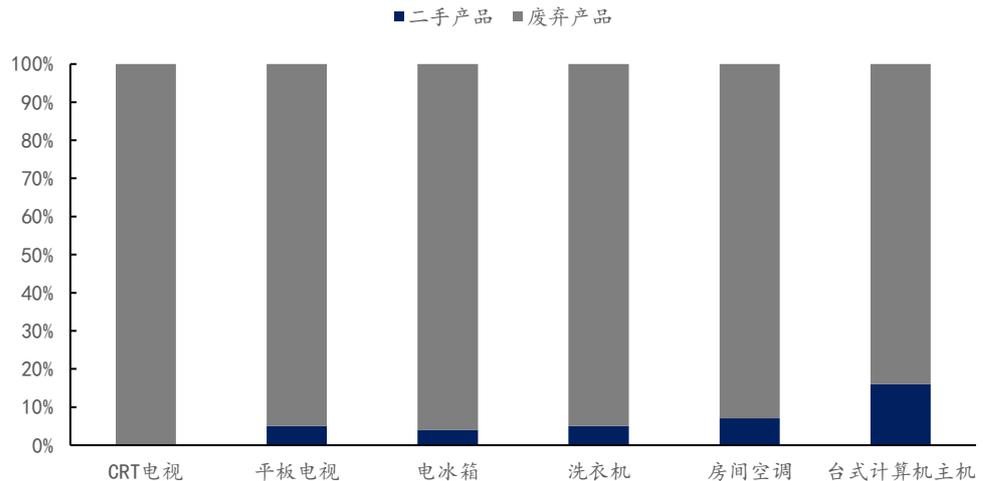
空冰洗这类大家电被淘汰后往往有两个去处: 1) 回收报废; 2) 二手转买。回收报废的执行者往往由回收拆解企业或者民间个体户完成。

图 5: 空调历史回收数据 (万台)



资料来源: 信达证券研发中心

根据《中国废弃电器电子产品回收处理及综合利用行业白皮书 2022》中的调研数据，空调、冰箱、洗衣机进入二手平台回收的数量占比均不足 10%，大多数为废弃产品。

图 6：2022 年二手产品回收占比


资料来源：《中国废弃电器电子产品回收处理及综合利用行业白皮书 2022》，信达证券研发中心

国家基金补贴的回收处理企业处理数量占多数。以广东省为例，截至 23 年 10 月 30 日，持有电器电子产品拆解处理资格证的企业共 9 家，其中有 5 家为废弃电器电子产品处理国家基金补贴企业，4 家为持证但并不享受国家基金补贴的企业。从回收的量来看，不享受补贴的持证回收企业年拆解许可总量不足 10 万吨，而享受补贴的企业年拆解许可量折算后约可达到 33 万吨，拆解能力占广东省的 75%以上。

表 4：广东省持有电子产品拆解处理资格证的企业

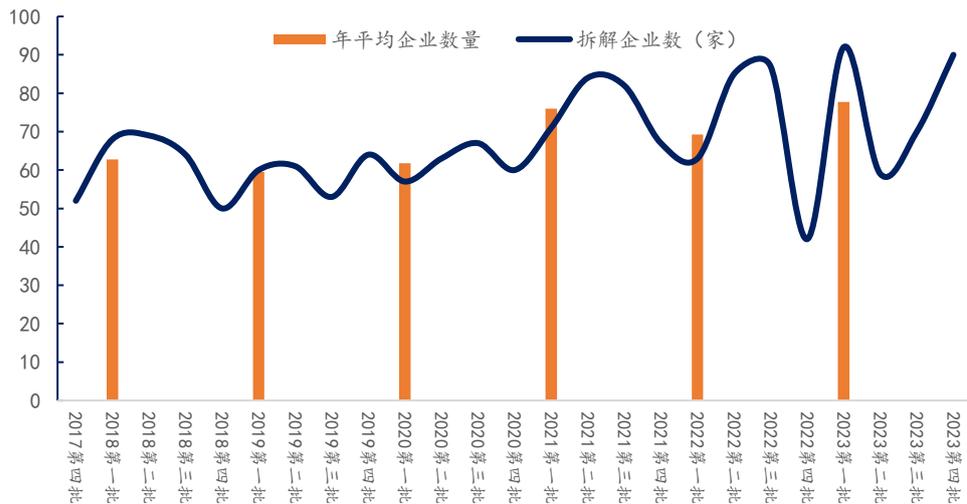
	企业名称	年拆解许可总量	发证期限
废弃电器电子产品处理 国家基金补贴企业	广东华清废旧电器处理有限公司	300 万（套）	2021 年 12 月 10 日-2024 年 12 月 9 日
	汕头市 TCL 德庆环保发展有限公司	209 万台（套）	2020 年 11 月 26 日-2024 年 8 月 11 日
	清远东江环保技术有限公司	325 万台（套）/年	2021 年 10 月 17 日至 2024 年 10 月 16 日
	佛山市顺德鑫还宝资源利用有限公司	159 万（套），废弃小家电拆解处理能力：8000 吨/年	2021 年 3 月 29 日-2026 年 3 月 28 日
	茂名天保再生资源发展有限公司	200 万台（套）	2021 年 12 月 28 日-2026 年 12 月 27 日
废弃电器电子产品处理 非国家基金补贴企业持 证情况	阳江市新奇美科技有限公司	5 万吨/年	2021 年 12 月 17 日—2026 年 12 月 16 日
	江门市俐通环保科技有限公司	3 万吨/年	2018 年 10 月 23 日至 2023 年 10 月 22 日
	励福（江门）环保科技股份有限公司	1 万吨/年	2021 年 1 月 11 日至 2026 年 1 月 10 日
	广东蜂鸟资源再生科技有限公司	3800 吨/年（10 万台 CRT 电视，5 万台 CRT 台式微型计算机）	2023 年 4 月 17 日至 2024 年 4 月 16 日

资料来源：广东省生态环境厅，信达证券研发中心

综上，我们认为企业申报的规范拆解量趋势可以一定程度上代表消费者淘汰家电量的变化趋势。

问题 2：回收拆解量的统计口径是否稳定？

首先，回收拆解的企业数量是基本稳定的。根据 2018 年至 2023 年，每年参与申报的回收拆解企业数量相对稳定，23 年 4 批参与拆解的企业平均每批约 78 家，略多于 22 年，但与 21 年基本相当。

图 7：回收拆解企业数量


资料来源：废弃电器电子产品回收处理信息管理网站，信达证券研发中心

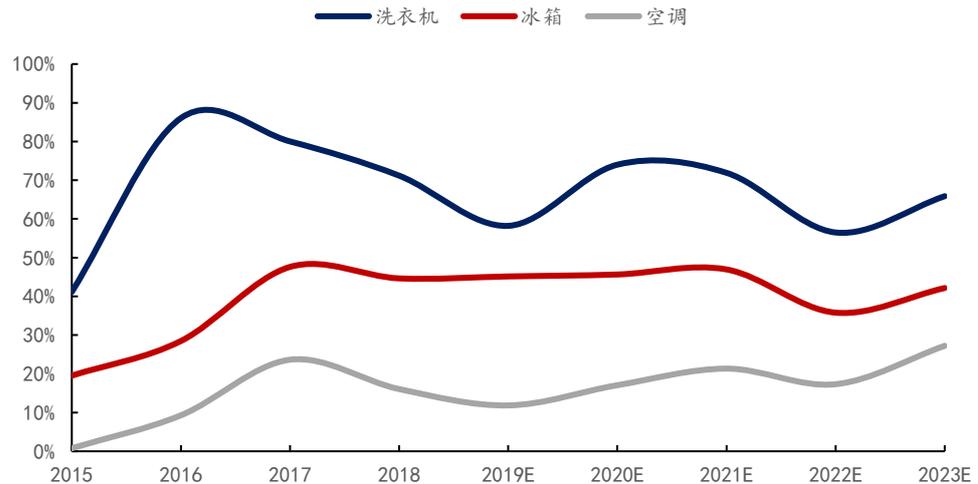
其次，拆解企业的有效产能扩张也比较严格，短期难以快速扩产拆解线。家电拆解企业需要持有拆解处理资格证，根据《废弃电器电子产品处理资格许可管理办法》，对于增加处理类别的新建处理设置的、改建/扩建原有处理设施的、处理废弃电器电子产品超过资格证书确定的处理能力 20% 以上的，都要重新按照原申请程序，重新申请废弃电器电子产品处理资格。而且，从目前观察的企业拆解产能利用情况来看，多数拆解企业实际拆解量都明显低于其理论拆解能力，因此我们认为目前的拆解数据受产能限制而导致的数据偏低的可能性较低。

表 5：部分拆解企业拆解能力和实际拆解情况

	总拆解能力	细分拆产能	拆解产能	23 年申报拆解量合计
广东华清废旧电器处理有限公司	300 万台	废 CRT 电视机及电脑 120 万台(套)/年，废冰箱 40 万台(套)/年，废洗衣机 50 万台(套)/年，废空调 40 万台(套)/年，废液晶电视及显示器 50 万台(套)/年。	电视 110.7 万台，冰箱 34.7 万台，洗衣机 50.9 万台，空调 29.5 万台，电脑 16.7 万台	242.5 万台
上海新金桥环保有限公司	80 万台	废电视机 30 万台，费电冰箱 8 万台，废洗衣机 15 万台，废空调器 20 万台，废电脑 7 万台	洗衣机 9.4 万台，空调 16 万台	25.5 万台
郑州格力绿色再生资源有限公司	280 万台	废 CRT 电视机 45 万台，废电冰箱 25 万台，废洗衣机 50 万台，废房间空调器 45 万套，CRT 电脑 1 万套，废液晶微型计算机 74 万套，废液晶电视 40 万台。	电视 96 万台，冰箱 17 万台，洗衣机 17.8 万台，空调 36.6 万台，电脑 50.9 万台	218.8 万台

资料来源：广东省生态环境厅、上海市生态环境局、郑州市生态环境局，废弃电器电子产品回收处理信息管理网站，信达证券研发中心

接下来，我们可以重点分析空冰洗的报废情况。

图 8：空冰洗、电视理论报废率历史趋势


资料来源：生产者责任延伸产业技术创新联盟，废弃电器电子产品回收处理信息管理网站、产业在线、《广东省废旧家电总量估算研究》，信达证券研发中心

注：冰箱 2019 年缺失数据经过了平滑处理

为什么空调、冰箱的实际报废率远低于彩电和洗衣机？

在两个不同统计机构的口径下，空调、冰箱的实际报废率都明显低于彩电和洗衣机，我们认为空调、冰箱的报废节奏晚于彩电和洗衣机，正处于一轮持续加速报废的周期中，直到实际报废率水平接近彩电、冰箱的报废率历史高峰。

1) 产业周期和品类特性导致空调、冰箱、洗衣机、彩电的报废周期存在差异

和冰箱、洗衣机、电视相比，2020 年以前国家没有严格明确的空调安全使用年限规定，加上空调具备明显的安装属性，因此空调超龄服役的现象较为严重。

根据 2020 年中国家用电器协会颁布的标准公告，家用空调的安全使用年限为 10 年。然而在实际的日常使用中，我国空调在内的家用电器的实际使用年限往往要高于 10 年，多则或可达到 15 年。

表 6：家用电器法定安全使用年限

品类	安全使用年限
电冰箱	10 年
葡萄酒柜	10 年
洗衣机	8 年
干衣机	8 年
空调	10 年
家用燃气灶	8 年
吸油烟机	8 年
储水式电热水器	8 年

资料来源：中国家用电器协会，信达证券研发中心

从产品升级的角度看，品类之间产业发展的差异也导致了报废节奏的差异。彩电最为明显，21 世纪初常见的黑白电视、彩色 CRT 电视基本已退出了市场，平板电视的普及推动了 CRT 电视、等离子电视的更新换代。和彩电相比，洗衣机、冰箱虽有形态上的变化，但更多满足的是消费者多元化的需求，而不是技术路径的完全迭代，空调亦是如此。

图 9：空冰洗、电视产品的变革


资料来源：京东、淘宝，信达证券研发中心整理

2) 补贴政策变化：2021 年空调的拆解补贴力度开始大幅上调

21 年财政部等 4 部为了合理引导废弃电器电子回收处理，出台了《关于调整废弃电器电子产品处理基金补贴标准的通知》，通知中将空调的处理补贴标准由 21 年以前的 35 元/台调高至 100 元/台，其余冰箱、洗衣机、电视机、微型计算机的补贴标准都有所下调。

我们认为补贴金额的高低一定程度上影响了企业对不同品类拆解的积极性和规划，但是 21 年以前空调和洗衣机都是 5 个品类中拆解补贴金额最低的，而洗衣机的实际报废率始终处于较高位，所以我们认为拆解补贴标准对于企业的拆解回收数量并不起决定性作用，更多仍要看各个品类的实际回收拆解需求。

表 7：废弃电器电子产品处理基金补贴标准（元/台）

	2021 年以前	2021 年以后
空调	35	100
冰箱	80	55
洗衣机	35	25/30
电视机	85	40
微型计算机	85	45

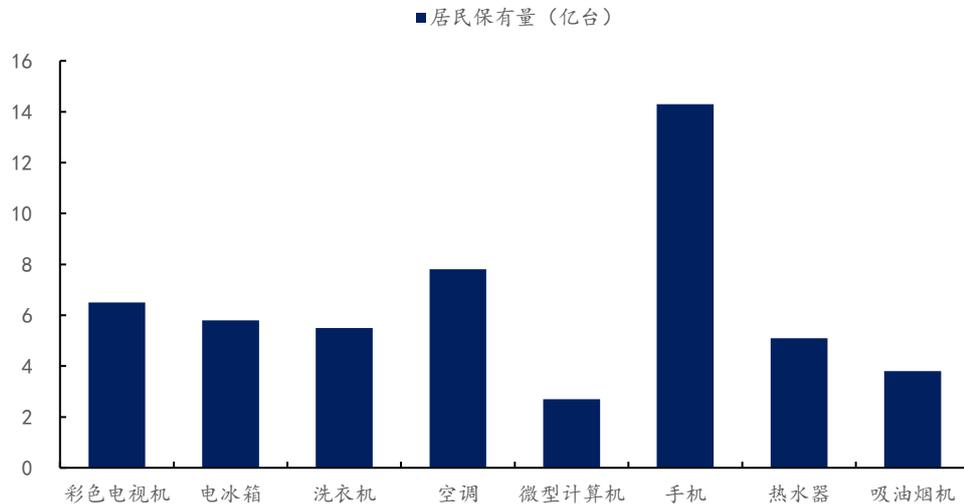
资料来源：中国政府网、中国财政部，信达证券研发中心

同时我们认为 21 年后国家调高空调品类的拆解补贴标准，一定程度上或体现了政策层面对于应报废空调回收的引导意图，对 21-23 年的空调拆解量和实际报废率或有一定的正向贡献作用。

二、未来空调、冰箱报废率会出现跃迁式提升吗？

2022年，彩色电视机居民保有量为6.5亿台，电冰箱5.8亿台，洗衣机4.4亿台，空调7.8亿台，家电存量基数较大。我们认为，政策变化可能会快速推动报废率曲线的跃迁式上升，尤其是当前报废率较低的空调、冰箱。

图 10：电器电子产品居民保有量（亿台）



资料来源：《中国废弃电器电子产品回收处理及综合利用行业白皮书 2022》信达证券研发中心

政策变化①：停征废弃电器电子产品处理基金

2023年12月，财政部、工信部等四部委发布《关于停征废弃电器电子产品处理基金有关事项的公告》。根据公告：

- 1) 2024年1月1日起停征废弃电器电子产品处理基金；
- 2) 23年底前已处理的废弃电器电子产品，按照规定尚未补贴的，由中央财政安排资金予以补贴。
- 3) 自24年起新处理的废弃电器电子产品，中央财政安排专项资金继续支持列入《废弃电器电子产品处理目录》的废弃电器电子产品的处理活动。

根据此前自2012年开始实施的《废弃电器电子产品处理基金征收使用管理办法》，电器电子产品生产者、进口电器电子产品的收货人或代理人都应履行基金缴纳义务。根据征收标准，每销售一台电视机/电冰箱/洗衣机/空调/电脑，生产者分别需要缴纳13/12/7/7/10元的处理基金。22年全国废弃电器电子产品处理基金收入为27.65亿元。

表 8：对电器电子产品生产者征收基金的产品范围和征收标准

	电视	电冰箱	洗衣机	房间空调器	微型计算机
征收标准(元/台)	13	12	7	7	10

资料来源：财政部官网，信达证券研发中心

停征基金或将提升家电企业盈利能力。我们估算，停止空冰洗的处理基金征收后，美菱/海信/格力/美的/海尔分别可以减少1.1/2.4/2.8/6.9/4.8亿元的处理基金缴纳，对应23年净利率分别约可以提升16%、5%、1%、2%、3%。

彩电方面，我们预计海信视像/TCL 电子分别可以减少 1.69/1.55 亿元的处理基金缴纳。

因此，我们认为停止征收废弃电器电子产品处理基金一定程度上有利于家电企业的利润率提升，尤其原本净利润率水平较低的企业弹性更大，也有利于鼓励企业积极开展家电回收业务。

表 9：停征对上市公司业绩的影响测算

空冰洗							
	23 年空调销售量 (万台)	23 年冰箱销售量 (万台)	23 年洗衣机销售量 (万台)	估算 23 年空冰洗缴纳基金额度 (万元)	23 年公司营业收入 (亿元) (iFind 一致性预期)	23 年公司净利润 (亿元) (iFind 一致性预期)	停缴基金预计对公司利润影响的弹性
长虹美菱	625	537		10810	253	7	15%
海信家电	1106	1345		23877	844	28	9%
格力电器	4055			28385	2,059	281	1%
美的集团	5314	1442	2027	68691	3,764	337	2%
海尔智家	1528	1654	2423	47505	2,636	174	3%
彩电类							
	2022 年显示产品销售量 (万台)	估算 22 年空调产品缴纳基金额度 (万元)	22 年公司营业收入 (亿元)	22 年公司净利润 (亿元)		停缴基金预计对公司利润影响的弹性	
海信视像	1297	16861	457	17		8%	
TCL 电子	1189	15457	714	4		28%	

资料来源：产业在线、海信视像 2022 年年报、TCL 电子 2022 年年报，信达证券研发中心测算，注：假设海信视像和 TCL2022 年国内显示产品销售量为总销售量的 50%，

政策变化②：推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案

2024 年 3 月 13 日，国务院印发了《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》的通知：文件中提到到 2027 年，废旧家电回收量较 2023 年增长 30%，再生材料在资源中的占比进一步的提升。

若按照 23 年 4 批次家电拆解数据计算，在其他统计口径不变的情况下（5 大类），到 2027 年家电回收量或将要求达到 1.40 亿台。

表 10：《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》

细则	
一、总体要求	到 2027 年...废旧家电回收量较 2023 年增长 30%，再生材料在资源供给中的占比进一步提升。
三、实施消费品以旧换新行动	（六）开展家电产品以旧换新。以提升便利性为核心，畅通家电更新消费链条。支持家电销售企业联合生产企业、回收企业开展以旧换新促销活动，开设线上线下家电以旧换新专区，对以旧家电换购节能家电的消费者给予优惠。鼓励有条件的地方对消费者购买绿色智能家电给予补贴。加快实施家电售后服务提升行动。 （七）推动家装消费品换新。通过政府支持、企业让利等多种方式，支持居民开展旧房装修、厨卫等局部改造，持续推进居家适老化改造，积极培育智能家居等新型消费。推动家装样板间进商场、进社区、进平台，鼓励企业打造线上样板间，提供价格实惠的产品和服务，满足多样化消费需求。
四、实施回收循环利用行动	（八）完善废旧产品设备回收网络。加快“换新+回收”物流体系和新模式发展，支持耐用消费品生产、销售企业建设逆向物流体系或与专业回收企业合作，上门回收废旧消费品。 （十一）推动资源高水平再生利用。推动再生资源加工利用企业集聚化、规模化发展，引导低效产能逐步退出。完善废弃电器电子产品处理支持政策，研究扩大废弃电器电子产品处理制度覆盖范围。
六、强化政策保障	鼓励有条件的地方统筹使用中央财政安排的现代商贸流通体系相关资金等，支持家电等领域耐用消费品以旧换新。

资料来源：中国政府网，信达证券研发中心

我们认为这一轮的消费品以旧换新政策或迎来强补贴政策。行动方案中提到鼓励鼓励有条件的地方统筹使用中央财政安排的现代商贸流通体系相关资金等，支持家电等领域耐用消费品以旧换新。上一轮家电集中补贴政策发布为 2009 年至 2013 年期间，主要补贴政策包括了家电以旧换新、家电下乡、节能惠民和节能补贴政策。从拉动力度来看，2009 年至 2011 年的家电“以旧换新”政策补贴规模约 300 亿，拉动消费 3420 亿元，拉动倍数超 10 倍；

表 11：2009-2013 年国家密集颁布家电补贴优惠政策

	家电以旧换新		家电下乡	节能惠民	节能补贴
	试点时期	推广阶段			
政策时间	2009 年 6 月 1 日至 2010 年 5 月 1 日	2010 年 6 月 1 日至 2011 年 12 月 31 日	2007 年 12 月至 2013 年 1 月底	2009 年 5 月至 2011 年	2012 年 6 月至 2013 年 5 月
覆盖城市	北京、天津、上海、江苏、浙江、山东、广东、福州和长沙等 9 省市试点	全国	2009 年 2 月 1 日起覆盖全国	全国	全国
补贴力度	按新家电销售价格的 10% 给予补贴，补贴上限为：电视机 400 元/台，冰箱（含冰柜）300 元/台，洗衣机 250 元/台，空调 350 元/台，电脑 400 元/台；	按新家电销售价格的 10% 给予补贴，补贴上限为：电视机 400 元/台，电冰箱（含冰柜）300 元/台，洗衣机 250 元/台，空调 350 元/台，电脑 400 元/台；	按产品价格的 13% 给予财政资金补贴。对补贴产品设定了最高限价，彩电不超过 2000 元，冰箱不超过 2500 元，洗衣机不超过 2000 元，手机不超过 1000 元。	能效等级 2 级的房间空调器给予 300~650 元/台（套）的补助，能效等级为 1 级的给予 500~850 元/台（套）的补助。	液晶电视为 100 元/台~400 元/台，等离子电视为 250 元/台~400 元/台，定速空调为 180 元/台~330 元/台，转速可控性空调为 240 元/台~400 元/台。
补贴规模	约 300 亿		预计超 900 亿	160 亿+（含汽车、节能灯，空调安排 115.4 亿元）	122 亿
涵盖品类	5 大类：电视机、电冰箱（含冰柜）、洗衣机、空调、电脑	电视机、电冰箱（含冰柜）、洗衣机、空调、电脑	10 类，彩电、冰箱（含冰柜）、洗衣机和手机，2010 年后后增加抽油烟机、电动自行车、DVD 影碟机、电饭煲、燃气灶、电压力锅 6 类产品	节能产品惠民工程”是指通过财政补贴方式对能效等级 1 级或 2 级以上的空调、冰箱、平板电视、洗衣机、电机等十大类高效节能产品进行推广应用	空调、平板电视、电冰箱、洗衣机、热水器
成果	截至 09 年 12 月 17 日，9 个试点省市回收旧家电 352.5 万台，销售五类新家电 310 万台，销售额共计 121.3 亿元	2010 年至 2011 年，全国家电以旧换新共销售五大类新家电 9248 万台，拉动直接消费 3420 多亿元，补贴资金约 300 亿元；	截至 12 年 10 月底，全国累计销售家电下乡产品 2.3 亿台，实现销售额 6811 亿元	推广 3400 多万台高效节能空调，直接拉动消费 700 多亿元	推广五类节能家电 6500 多万台，拉动消费需求超过 2500 亿

资料来源：中国政府网、财政部网站，信达证券研发中心

在政策的推动下，我们认为未来更新需求的增长存在可能超预期的点：实际报废率的上升带来更新需求增量

以我们上文测算的未来空冰洗理论报废量为基础，在悲观预期下（即实际回收率与 23 年持平），24 年接受国家补贴的拆解企业的总拆解量预计将达到 5927 万台，若将其他渠道报废的数据也纳入考量依据，我们预计 24 年的总报废量或将达到 8318.05 万台。

在中性预期下（即 24 年实际回收率均提升 5pct 的情况下），24 年接受国家补贴的拆解企业的总拆解量预计将达到 6632 万台，**若将其他渠道报废的数据也纳入考量依据，我们预计 24 年的总报废量或将达到 9308 万台，较悲观预期情况下增加近 1000 万台。**

表 12: 实际报废量提升带来的更新需求增量敏感性分析

	悲观预期 (+0pct)	中性预期 (+5pct)	乐观预期 (+10pct)	乐观预期 (+25pct)
空调				
实际报废率 E	27%	32%	42%	52%
2024	1504	1783	2340	2897
2025	1599	1895	2487	3079
2026	1721	2040	2677	3314
2027	1816	2152	2824	3497
2028	1929	2286	3001	3715
冰箱				
实际报废率 E	42%	47%	57%	67%
2024	2116	2367	2871	3375
2025	2281	2552	3096	3639
2026	2306	2581	3130	3679
2027	2249	2517	3052	3587
2028	2146	2401	2912	3423
洗衣机				
实际报废率 E	66%	71%	81%	91%
2024	2307	2481	2831	3180
2025	2399	2581	2944	3308
2026	2469	2657	3031	3405
2027	2557	2751	3138	3526
2028	2674	2877	3282	3687
24 年国家补贴的拆解企业的空冰洗预期回收量	5927	6632	8042	9453
24 年全渠道总报废量	8318	9308	11287	13267

资料来源: 废弃电器电子产品回收处理信息管理网站, 产业在线, 信达证券研发中心测算

如果空调、冰箱的实际报废率到目前洗衣机的水平, 则对应每年实际报废量分别净增加超过 2000 万台、1200 万台。考虑到报废量与更新需求的强对应关系, 在这一轮更新周期里, 有望大大提高行业需求的天花板。

三、更新需求催动结构升级，价格表现有望超预期

上一章我们论证了家电报废回收比例提升所能带来的更新需求增量，这一章我们从另一个角度来看更新需求的影响。

2.1 22年下半年以来，空冰零售价格逆势走高

和冰箱、洗衣机相比，空调的产品形态较为成熟价格也相对较为稳定，因此其价格受主要原材料价格影响较大。根据产业在线资料，钢、铜、铝和塑料占空调生产成本的比例分别约为25%、20%、5%、10%。为了更加直观的体现空调零售价格和成本的关系，我们构造了空调成本指数：

1) 我们分别用1.0mm冷压板卷价格、LME铜现货结算价、LME铝现货结算价和中国塑料城价格指数4个指标代表钢、铜、铝和塑料的价格变化趋势。

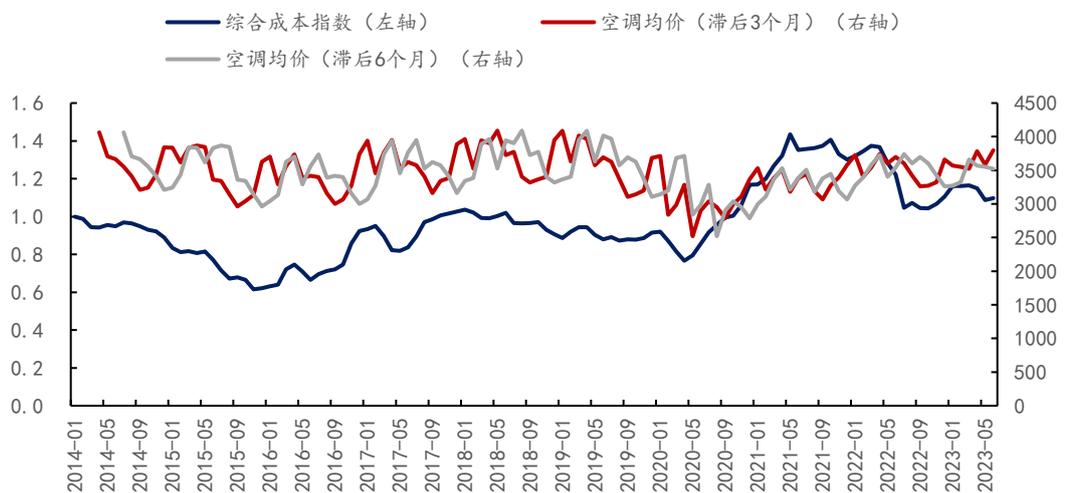
2) 以2014年1月的数据作为基准，对成本数据进行指数化。

3) 假设除了原材料价格以外的成本保持不变。

观察成本指数和奥维云网零售价格的趋势变化来看，我们发现：

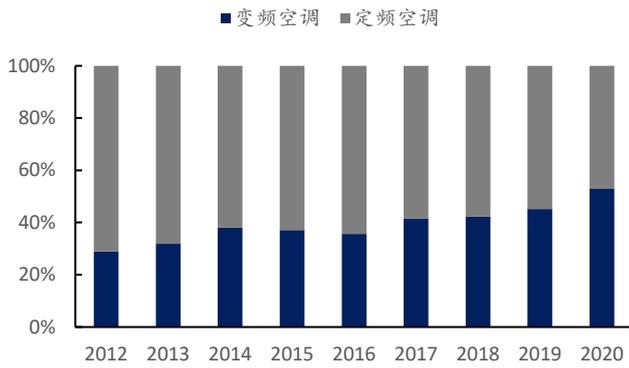
1) 2014年至2019年：由能效升级带动的产品结构调整结束后，空调市场再次进入一个较为稳定的充分竞争格局中，因此在2015年后空调均价与成本指数再次呈现出整体正相关趋势。2019年因为头部企业价格战的因素，产品均价快速下跌，我们认为2019年原材料成本的低价也为头部企业价格战提供了一定的降价空间。

图 11：空调终端价格和成本指数的变化趋势（元）

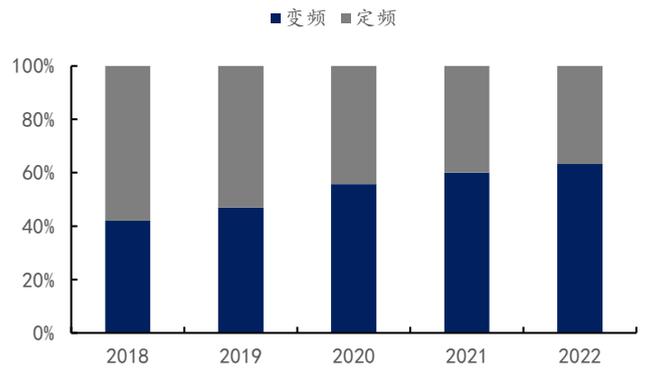


资料来源：wind，奥维云网，产业在线，信达证券研发中心整理

2) 2020年至2021年上半年区间内：空调价格的快速上升我们认为一方面是原材料涨价所导致的被动涨价，另一方面我们认为是2020年新出的空调能效标准出台（详见我们此前发布的深度报告《家电回收：冉冉升起的新兴行业》），定频空调正式退出市场，产品结构的再次升级同样带动了产品均价中枢的抬升。

图 12: 定变频空调销量占比变化 (%)


资料来源: 产业在线, 信达证券研发中心

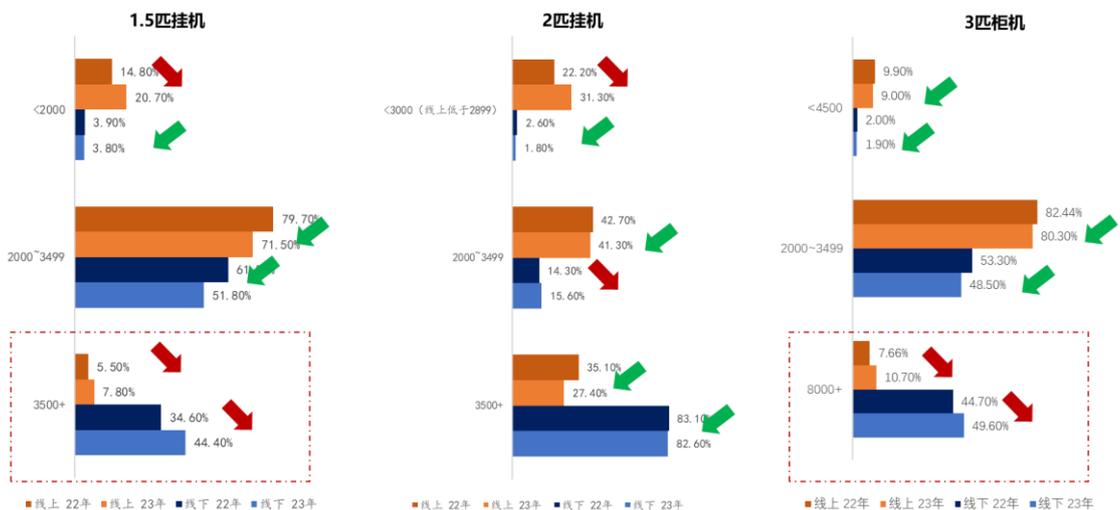
图 13: 暖通用压缩机定变频结构 (%)


资料来源: wind, 信达证券研发中心

5) 2022 年下半年至今: 尽管原材料成本指数在 22 年下半年开始出现快速调整, 但空调终端零售价格并没有随之出现明显下调, 根据奥维云网数据, 23H1 空调线上线下价格分别同比+0.79%、+2.41%, 23H2 线下空调均价同比+1.99%。

既然这一轮的均价上涨主要原因并非成本所导致, 那么是什么支撑了空调品类产品均价的稳定增长呢? 我们认为是产品结构优化带来的:

1) 高价位段产品占比增加。根据奥维云网数据, 23 年 1.5 匹挂机高于 3500 元的销量占比线上线下分别为 44.40%、7.80%, 分别同比+9.80pct、+2.30pct; 价格大于 8000 元的 3 匹柜机销量占比分别为 49.60%、10.70%, 分别同比+4.90pct、+3.04pct。

图 14: 空调终端价格和成本指数的变化趋势


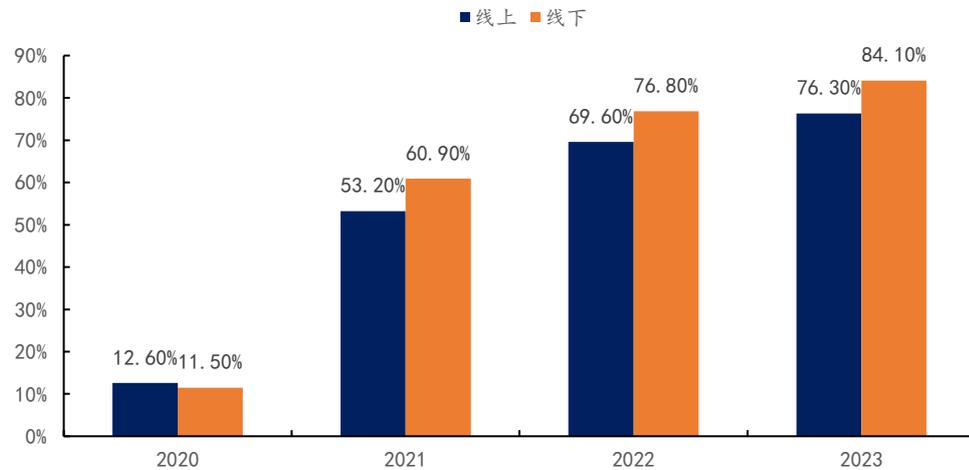
资料来源: 奥维云网, 信达证券研发中心

2) 定频到变频, 新一级能效产品占比逐年提升

我们在上文中提到在 2020 年空调能效新规后, 定频空调开始逐步退出市场, 从 2021 年开始新一级能效产品占比就开始快速提升。23 年线上线下新一级能效产品占比分别达到了

76.30%、84.10%，分别同比提升了 6.70pct、7.30pct。较 2020 年分别提升了 63.70pct、72.60pct。

图 15: 能效标准新标带动产品结构变革



资料来源: 奥维云网, 信达证券研发中心

此外, 我们认为随着国家对于绿色环保要求的提升, 未来空调的整体能效标准或进一步提升, 现有的 3 级能耗空调或再次被淘汰, 1 级能效产品的节能要求或将进一步提升。因此我们认为空调的绿色环保要求或将在未来的很长一段时间内持续推动空调产品结构的优化, 从而带来产品性能和价格的提升空间。

3) 多样化功能带来附加价值

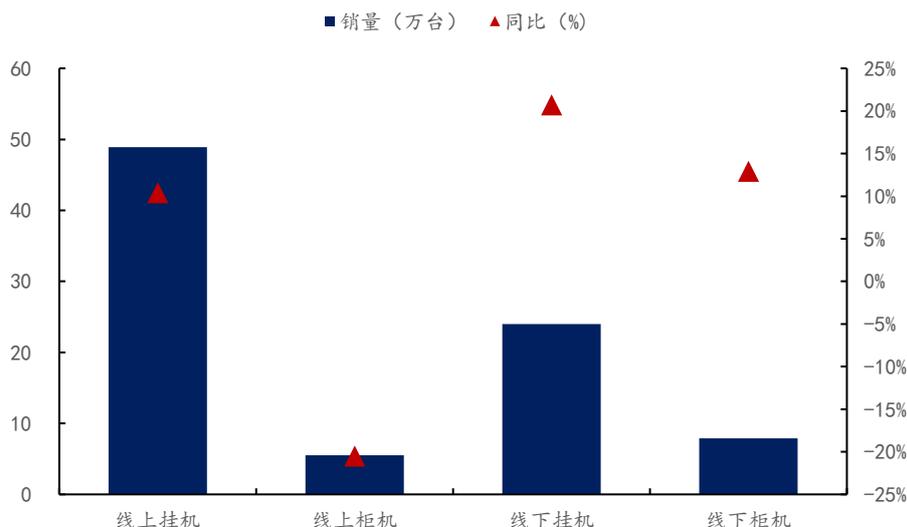
除了能效、形态、定频变频等基础硬件功能升级所带来的产品结构和价格的提升, 诸如新风、柔风、除菌等功能也逐渐成为消费者在购买空调时所关注的附加功能。根据中经智库发布的《2023 年夏日空调消费趋势观察》, 基于苏宁易购大数据, 23 年夏天一级能效空调订单增长 22%, 新风空调订单增长 42%。

图 16: 功能空调产品订单量增长



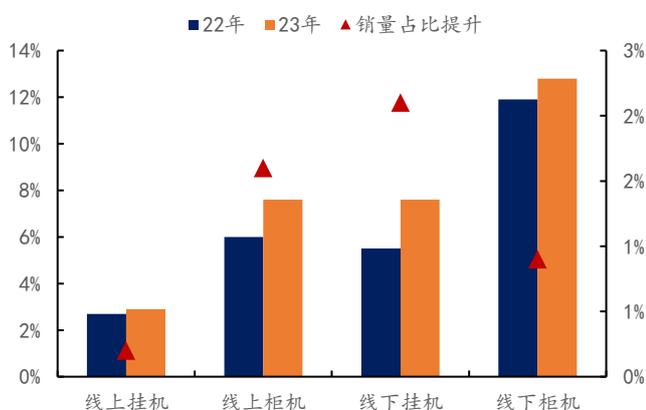
资料来源: 东方财富网、新华财经, 苏宁易购。信达证券研发中心

根据奥维云网数据, 23 年新风空调销量 (挂机+柜机) 共 86.3 万台, 新风的挂机线上线下载量分别同比+10.40%、+20.70%, 新风的柜机线上线下载量分别同比-20.50%、+12.90%。

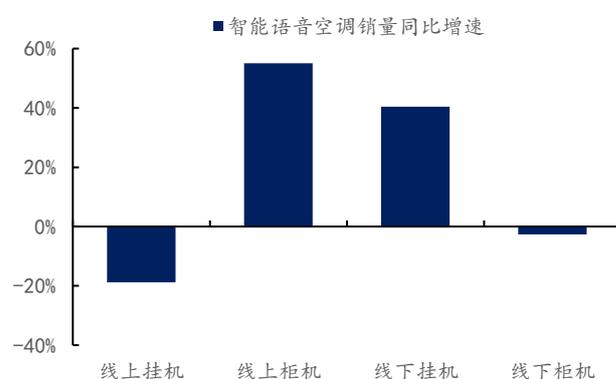
图 17: 新风空调 23 年销量及同比增速 (万台, %)


资料来源: 奥维云网, 信达证券研发中心

23 年带有净化功能空调占线上挂机、线下挂机的比例分别为 2.9%、7.6%，较 22 年分别同比+0.2pct、+2.1pct，占线上、线下柜机的占比分别为 7.6%、12.80%，较 22 年分别同比+16.60pct、+0.90pct。

图 18: 净化功能空调占比 (%)


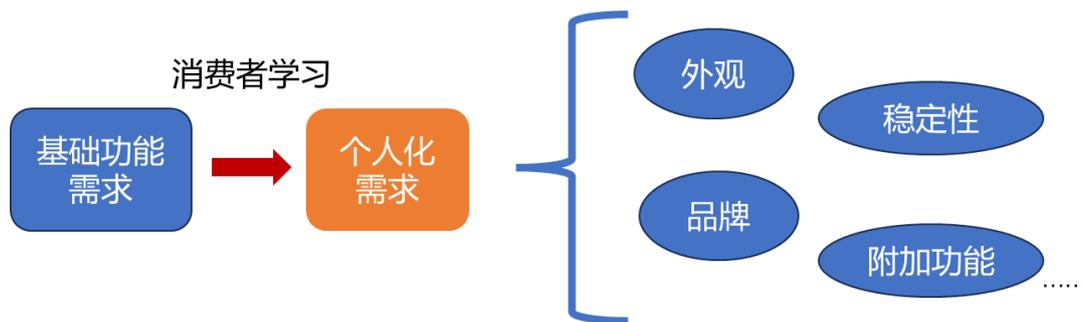
资料来源: 奥维云网, 信达证券研发中心

图 19: 2023 年智能语音空调销量同比增速


资料来源: 奥维云网, 信达证券研发中心

综上，我们认为在宏观经济不及预期、消费弱复苏的大背景下，空调依旧延续了结构升级的趋势，其主要原因我们认为空调的需求仍是刚性需求，更新换代的需求比例正在快速增加。

空调对于日常生活质量改善的效果显著，在首次购买时消费者可能更加注重基础功能，但随着日常使用的增加，消费者对于空调衍生出更加多样化的需求，在二次购买的时候通常会对空调产品的品牌、外观、附加功能等产生更多的要求，从而也带动了空调产品结构的升级。

图 20：消费者学习带来产品结构升级


资料来源：信达证券研发中心

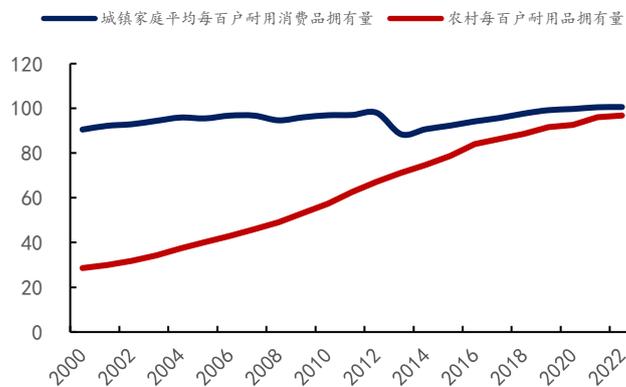
2.2 类冰洗化升级，空调价格也存在提升空间

空调的更新需求对于行业发展、企业业绩的影响我们认为可以参考冰箱、洗衣机行业的产品变化历史。

从保有量来讲，冰箱、洗衣机相较空调的必选属性更强。和空调一样，冰箱、洗衣机也经历了 07 至 14 年的家电补贴政策，经历了保有量的迅速上升，目前城镇/农村居民的每百户保有量基本都在 100 台/百户左右，边际上升趋势显著放缓。

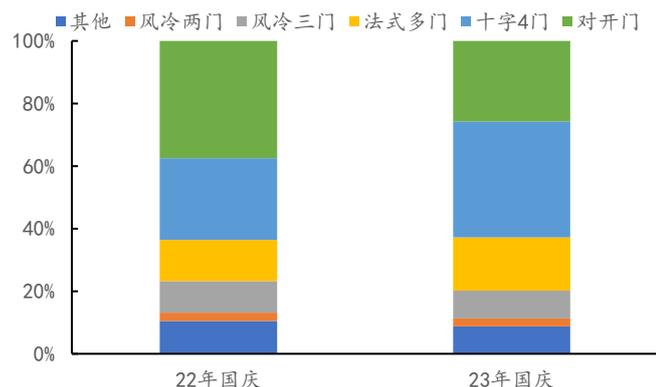
图 21：我国城镇/农村家庭冰箱每百户保有量（台/百户）


资料来源：wind，信达证券研发中心

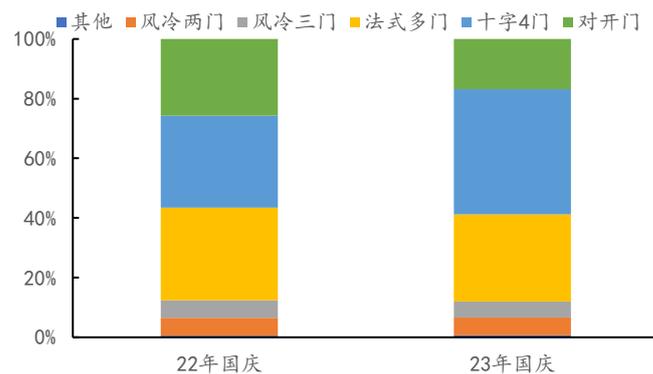
图 22：我国城镇/农村家庭洗衣机每百户保有量（台/百户）


资料来源：wind，信达证券研发中心

从冰箱的形态来看，大容量占比较多的多门冰箱的销量占比也在不断提升。以 23 年国庆期间销售为例，根据奥维云网数据 23 年国庆对开门冰箱线上线下销售额占比分别为 25.7%、16.8%，23 年线上线下对开门冰箱占比均有所下降，分别同比下降 11.8pct、8.9pct，而十字 4 门冰箱销额占比均提升了 11pct，线上线下销售额占比分别达到了 37.1%、41.8%。

图 23: 23 年国庆期间冰箱不同类型线上零售额份额变化 (%)


资料来源: 奥维云网, 信达证券研发中心

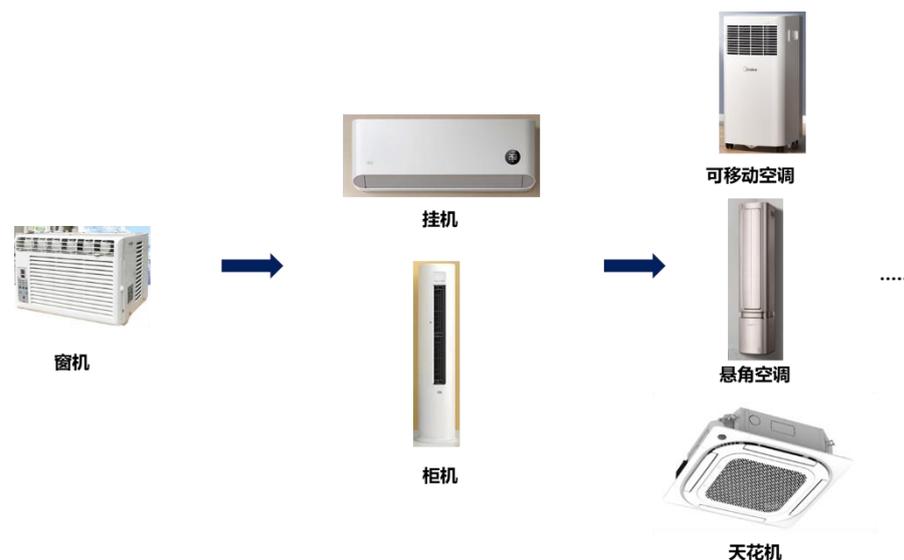
图 24: 23 年国庆期间冰箱不同类型线下零售额份额变化 (%)


资料来源: 奥维云网, 信达证券研发中心

和冰箱、洗衣机相比, 空调的最根本需求依然是调节环境温度, 产品形态也相对较为成熟, 因此在过去的十几年中基础功能并未发生较大的变化。也正是因为如此, 主动更新比例相较冰洗较低, 更多依赖于产品报废因此产生更新需求。但这并不意味着未来空调没有产品迭代和价格带升级的空间。

未来, 空调的产品形态还能发生怎样的变化呢? 我们认为未来空调的产品变革的方向主要在于:

- 1) **节能、智能化;** 随着国家对于家电产品能耗要求的提高, 国内厂家已停止生产定频空调, 未来变频空调和搭载了智能控制功能的空调或将成为市场的主流;
- 2) **形态多样化;** 随着消费者消费水平的提升, 消费者对于空调的外观需求和使用的便捷性都有了更高要求, 因此目前已经出现了可移动的空调机、可以壁挂的区别于落地柜机的悬角空调以及可以直接安装于天花板的天花机。

图 25: 空调形态的多样化


资料来源: 京东, 信达证券研发中心整理

3) **需求细化, 产品功能丰富化**; 洗衣机已经衍生出了内衣洗衣机等更加专业的品类, 和洗衣机的需求细化相似, 空调也在消费者需求细化的背景下衍生出了厨房空调、浴室凉霸等产品形态。对于空气质量要求的提升, 部分空调产品也逐渐将新风、空气净化等功能融入。

图 26: 需求细化带来产品功能进步



资料来源: 京东, 信达证券研发中心整理

综上, 尽管空调的产品结构升级空间可能没有冰洗那么大, 但随着变频空调的普及, 叠加细分功能的变化, 我们认为未来空调均价仍有一定的提升空间。

四、行业评级和投资建议

我们看好空调、冰箱报废率步入上升周期，向洗衣机、彩电的方向靠近。我们认为在这轮的更新周期中，空调、冰箱的量价表现都有望超预期。

建议关注净利率基数低、改善空间大的二线白电企业长虹美菱、海信家电，以及大白电龙头海尔智家、格力电器、美的集团。

建议关注空调冰箱产业链企业，空调发件阀件盾安环境、三花智控，大冰箱 ODM 企业雪祺电气、物产金轮、长虹华意。

建议关注环保拆解企业：中再资环、大地海洋等。以及有回收拆解环节布局的家电企业。

表 13: 重点公司估值表

		收盘价			EPS			PE		
		3 月 22 日	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E		
000521	长虹美菱	8.75	0.68	0.81	0.93	12.81	10.76	9.43		
000921	海信家电	27.95	2.03	2.34	2.69	13.75	11.94	10.40		
000651	格力电器	38.14	4.92	5.33	5.76	7.75	7.15	6.63		
000333	美的集团	62.62	4.80	5.31	5.83	13.05	11.79	10.74		
600690	海尔智家	23.35	1.79	2.04	2.29	13.07	11.47	10.18		
001387	雪祺电气	23.54	1.03	1.32	1.67	22.85	17.83	14.10		
002722	物产金轮	12.61	0.59	0.72	0.88	21.56	17.64	14.33		
000404	长虹华意	7.05	0.59	0.66	0.72	12.05	10.68	9.86		
002050	三花智控*	24.54	0.84	1.04	1.28	29.22	23.54	19.18		
002011	盾安环境*	12.04	0.68	0.87	1.04	17.71	13.86	11.53		
600217	中再资环	4.64	-	-	-	-	-	-		
301068	大地海洋	29.75	-	-	-	-	-	-		

资料来源: ifind, 信达证券研发中心整理

风险因素

以旧换新补贴政策不及预期、家电原材料成本大幅波动、消费者需求不及预期等。

本文对部分家电报废量数据测算是基于一定前提假设，存在假设条件不成立、历史数据缺失等因素导致测算结果偏差

研究团队简介

罗岸阳，家电行业首席分析师。浙江大学电子信息工程学士，法国北方高等商学院金融学&管理学双学位硕士。曾任职于 TP-LINK 硬件研发部门从事商用通信设备开发设计。曾先后任职天风证券家电行业研究员、国金证券家电行业负责人，所在团队获得 2015、2017 年新财富入围，2017 年 Choice 第三名，2017-2019 年金牛奖，2019 年水晶球奖入围，2022 年 Choice 最佳家电分析师等荣誉。2020 年 7 月加盟信达证券研究开发中心，从事家电行业研究。

尹圣迪，家电行业分析师。伦敦大学学院区域经济学硕士，布达佩斯考文纽斯大学经济学双硕士，对外经济贸易大学金融学学士，西班牙语双学位。2022 年加入信达证券，从事家用电器行业研究，主要覆盖白电、小家电、零部件板块。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。