

家用电器

投资建议： 强于大市（维持）

上次建议： 强于大市

从家电回收拆解看以旧换新供给侧逻辑

► 方案扩充，回收换新举措细化

商务部等部门印发《推动消费品以旧换新行动方案》，强调建立简化去旧、提振换新的供需机制，就以旧换新财税支持与废弃回收体系建设细化政策方向。其中，资金方面鼓励地方利用中央专项推动县域商业建设，完善下沉市场流通体系，同时废弃电子电器处理基金停征，2024年由中央财政专项拨付75亿。回收方面，强调地方回收网点和集散中心建设，引导家电企业拓展回收业务，推动回收企业合作社区、平台企业参与，鼓励二手流通。

► 入法十年，产业化程度尚不高

中国家电回收自2009年入法，处理目录以“四机一脑”为主，后扩充至热水器、电话等。2012年开征的废弃电子电器处理基金曾为废弃家电回收政策体系核心，本质上是生产者向拆解方的转移支付；近年来，生产者直接责任逐渐取代基金成为主导机制。2022年空调、冰箱、洗衣机及电视规范拆解量近7700万台，相当于内销出货量的37%；当前家电回收环节仍以个体渠道占据主导，规范化程度有待提升；拆解则以固废处理专业龙头为主。

► 镜鉴日本，权责明确龙头主导

日本废弃家电回收起步早于我国十年左右，权责划分为消费者/废弃排出方承担回收物流及拆解处理成本，零售渠道负责回收转运物流，生产厂商及进口方负责拆解再利用。头部厂商在回收立法之初即主动分组合作，当前头部7家企业集团的回收量占总量超85%，CR3接近60%，高度集中。据产业省调查数据估算，当前头部厂商回收业务不含再商品化收入利润率在小个位数水平，费用结构中拆解工厂权重较高，龙头厂商多有自建拆解产能。

► 责任共担，厂商参与提速扩容

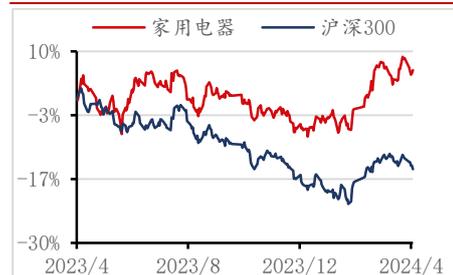
当下看家电回收的边际变化，一是以旧换新背景下的财税支持，除县域商业流通建设专项资金外，废弃电子电器处理基金停征后拨付规模较往年征收水平翻倍以上增长，降低资金门槛，加速回收基建；二是头部家电生产者直接责任日益走向政策台前，逐步取代以基金为通道的转移支付成为体系核心。2022年头部厂商参与回收责任目标制，回收环节参与模式各异，格力、TCL及长虹有成规模的自建拆解产能，海尔再循环工厂2022年投产。

► 政策催化，看好板块经营表现

近期以旧换新政策预期强化，财政资金支持有望降低回收拆解体系建设资金门槛，优化回收供给，配合新标指引，促进刚性替换需求释放与产品升级。2024年以来家电经营表现好于预期，内销需求稳健向好，3月外销高基数下仍显韧性，品牌出海贡献增量。政策方面，更新主导阶段，刺激有弹性，虽不能比肩家电下乡阶段，但锦上添花可期。综合来看，板块一季报预期可较乐观，股息、估值仍有相对优势，政策有催化，建议积极布局。

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

相对大盘走势



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

联系人：蔡奕娴

邮箱：caiyx@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《家用电器：奥维云网3月线上清洁电器数据简评：Q1气象焕然一新，新品有望再掀热潮》
2024.04.11
- 2、《家用电器：2024年一季度前瞻：稳中有进》
2024.04.08

正文目录

1. 方案扩充，换新举措再细化.....	3
2. 向史而新，家电回收到哪了？.....	4
3. 镜鉴日本，产业化前路几何？.....	8
4. 维持行业“强于大市”评级.....	11
5. 风险提示.....	12

图表目录

图表 1: 2019-2024 年中央服务业发展资金年度预算及县域商业建设相关政策 ..	3
图表 2: 2024 年 3 月以来渠道及地方密集落地以旧换新相关政策	4
图表 3: 2012 年以来废弃电子电器处理基金补贴情况	5
图表 4: 2022 年家电回收目标责任制参与及完成情况	5
图表 5: 09-22 年我国冰箱理论报废量及拆解回收量 (万台)	5
图表 6: 09-22 年我国洗衣机理论报废量及拆解回收量 (万台)	5
图表 7: 09-22 年我国房间空调理论报废量及回收量 (万台)	6
图表 8: 09-22 年我国电视机理论报废量及拆解回收量 (万台)	6
图表 9: 2022 年 5 月以来四大家电品类回收均价 (元/台)	6
图表 10: 18 年四机一脑回收渠道个体占比在 90%左右	6
图表 11: 基金覆盖的拆解量占总回收量不足 50% (亿台)	6
图表 12: 2022 年主要拆解企业集团处理量 (万台)	7
图表 13: 2020 年疫情影响下拆解处理集中度大幅提升	7
图表 14: 废电回收龙头公司业务毛利率在 20%左右	7
图表 15: 万物新生 (RERE.N) 收入规模及经营利润率	7
图表 16: 2012-2022 年废电回收处理基金收支情况	8
图表 17: 废弃电子电器处理基金征收使用机制	8
图表 18: 2001-2022 年度日本四大家电回收量 (万台) 及主要时间节点	9
图表 19: 2012-2021 年度日本大家电回收量相对出货比例	9
图表 20: 日本《家电回收法》确立的大家电回收处理权责架构及回收费用情况	10
图表 21: 日本家电主要品类再商品化率及法定标准	10
图表 22: 2023 年 7 月 A、B 组厂商回收点及工厂情况	11
图表 23: 松下集团家电回收运行架构	11
图表 24: 日本各年回收费收入前 6 企业不含再商品化利润率	11
图表 25: 日本回收头部厂商回收总量 (万台) 及增速	11

1. 方案扩充，换新举措再细化

4月12日，商务部等14部门印发《推动消费品以旧换新行动方案》，强调建立简化去旧、提振换新的供需机制，目标至2025年度旧家电回收量较2023年增长15%，至2027年较2023年增长30%，对应CAGR均在7%左右。具体到家电以旧换新，增量信息可归纳如下：

- **财税方面**，一是本轮政策周期首次提出鼓励地方使用**中央财政现代商贸流通体系相关资金**改造提升家电回收网络，所指中央资金对应常规性的专项转移支付“**服务业发展资金**”，2024年预算规模75亿，持平23年；根据19年《管理办法》，服务业发展资金主要用于商贸流通体系建设，而各地方用于建设下沉市场商贸物流的**省级县域商业建设专项资金**就是重要渠道之一。二是研究出台**废弃电器电子产品处理**相关资金政策，响应3月底发布的《废弃电器电子产品处理专项资金管理办法》征求意见稿，2024年停止征收改为中央专项支持的处理基金预算规模75亿，较过往30亿左右的征收体量大幅增加。此外，提出针对资源回收企业的反向开票、简易税收等配套措施。

图表1：2019-2024年中央服务业发展资金年度预算及县域商业建设相关政策



资料来源：财政部，商务部，2024年中央对地方转移支付预算表，Wind，国联证券研究所整理

- **消费相关**，本次方案就以旧换新补贴表述变化不大，仍是鼓励有条件地方对消费者购买绿色智能家电给予补贴，支持家电销售企业联合生产、回收开展以旧换新促销活动，并鼓励相关融资。表述上看，“地方”和“销售企业”仍是核心主体，3月以来家电零售渠道及各地方响应中央，以旧换新相关政策举措密集落地，其中京东联合合作方投入补贴总额65亿，天猫提出完善区县最后一公里物流，苏宁明确补贴比例10%；各地方中上海已有补贴资金落地，山西、山东、重庆等发布省级《实施方案》。此外，提出强化能效水效标准及绿色智能认证引领作用，响应3月底《以标准提升牵引设备更新和消费品以旧换新行动方案》，旨在通过**修订使用年限推荐标准及研制集成、低噪声等细分/融合标准**推动更新需求释放，并增强回收循环方面标准供给。

图表2：2024年3月以来渠道及地方密集落地以旧换新相关政策

主体	日期	政策
渠道	3月8日	天猫宣布2024年联合商家投入5亿元以旧换新补贴，扩大补贴范围至家居，同时扩充团队支持全国1800个区县大家电上门“送新取旧”； 天猫优品 投入换新补贴投入数亿元，单品换新最高减1000元。
	3月14日	京东宣布2024年与合作方共同投入65亿元换新补贴，家电家居、3C数码分别投入30亿。
	3月26日	苏宁与30家家电企业签署《以旧换新行动联合公告》，3月29日-5月5日消费者在门店及线上参加以旧换新，在成交价基础上享受10%补贴优惠，每人上限5000元；29日当天门店以旧换新订单占比近60%。
省级地方	3月2日	上海市宣布将于3月30日起对空调、冰箱、洗衣机、电视等16大类一级能效家电产品消费给予补贴，消费者按照成交价10%享受一次立减，单笔补贴最高1000元，资金总额达1.5亿元。
	4月2日	浙江省印发《举措》，支持家电销售企业联合生产、回收企业开展以旧换新促销；到2027年建成再生资源集中分拣处理中心300个、再生资源回收站点15000个。
	4月2日	江苏省新闻发布会指出2024年全省消费品以旧换新需求规模700亿左右，正在抓紧制定汽车、家电、家居换新支持政策和清单。
	4月3日	山西省印发《实施方案》，到25及27年度旧家电回收量较23年增长15%及30%；开展家居惠民专项行动， 发放家电购新补贴 ；统筹省级财政专项资金，对开展家居惠民专项行动的市提供专项支持。
	4月4日	山东省印发《实施方案》，到25及27年度旧家电回收量较23年增长15%及30%；依托“家电消费节”，开展绿色智能家电消费促进活动，鼓励家电生产销售企业开展以旧换新等各类促销。
	4月8日	重庆市发布《实施方案》征求意见稿，到2027年实现年均更新家电约400万台，废旧家电回收量较23年增加30%以上；促进绿色智能家电产品消费，支持家电企业以县城、乡镇为重点，完善流通体系。
	4月11日	湖南省印发《实施方案》，到25及27年度旧家电回收量较23年增长15%及30%；对消费者购买符合一定标准的家电产品给予补贴，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。
	4月13日	广东省印发《实施方案》，到27年废弃电器电子产品回收拆解处理量达1000万台/套，回收水平及再生材料利用比例提升；鼓励家电生产、销售、回收等企业联合开展家电以旧换新促销活动。

资料来源：各省政府网站，天猫，京东黑板报，苏宁，国联证券研究所整理

- **回收相关**，响应4月3日座谈会强调的“抓好产品设备报废、回收、再制造、资源化利用全链条”，方案就回收利用从基础设施、主体和服务三方面提出细化要求：**设施方面**，推动地方回收网点、集散中心建设，提到便民地图、社区临时存放点及分类回收体系等具体措施；**主体方面**，提出培育互联网+、以车代库等新型回收模式，**引导家电企业依托自有物流体系或委托三方拓展家电回收业务**，推动回收、平台企业参与；**服务方面**，实施售后服务提升行动，加强售后服务综合性及与回收环节的合作。此外，提出开展二手商品流通试点，**鼓励生产及流通企业发展二手业务**，鼓励新模式。

作为家电以旧换新的基础设施和配套政策，家电回收体系建设在历次文件及会议中屡被提及：3月《行动方案》给出至2027年回收总量增长30%的量化目标，4月3日发改委推进会议强调抓好“报废、回收、再制造、资源化”，形成闭环。对以旧换新财政补贴的提振弹性在专题《家电以旧换新政策或将轮回》、《从行动方案看家电“以旧换新”影响》中已有充分讨论，政策指向的更新需求规模也在《攻守之间，踏步向前》中给出定量判断，本篇专题则尝试补齐回收环节的拼图，以理解政策如何从供给端促进更新需求释放，及家电厂商此间角色与可能受到的影响。

2. 向史而新，家电回收到哪了？

以政策为线索追溯，家电回收自2009年的《废弃电器电子产品回收处理管理条例》入法，以**产品目录、处理基金及资格许可**为核心的政策框架以此确立。同年6月

《以旧换新实施办法》以补贴形式鼓励废旧家电通过销售渠道回收，同时对参与回收拆解的第三方家电回收企业提供运费补贴；2010年，空、冰、洗、电视及微型计算机“四机一脑”列入第一批《处理目录》，2014年新增热水器、电话及办公设备，扩充至14类；2012年废弃电子电器处理基金开征，本质上是从生产、进口商向拆解处理企业的转移支付，2016年及2021年补贴额两度调整。2016年，生产者责任制随国办方案走向台前，2022年企业试点量化，厂商直接责任逐渐取代基金成为体系中心。

图表3：2012年以来废弃电子电器处理基金补贴情况

产品	规格	处理基金补贴额（元/台）			
		2012	2016	2021	2024
电视	14寸≤阴极射线管≤25寸	85	60	40	以奖代补，省际按因素法加权分配（实际处理量/固废防治投入/居民拥有量/处理产能负荷率权重70%/15%/10%/5%）
	阴极射线管≥25寸/等离子/液晶/OLED/背投		70	45	
空调	整体式/分体式/一拖多（制冷量≤14000w）	35	130	100	
冰箱	冰箱/冷冻/冷藏柜（50L≤容积≤500L）	80	80	55	
洗衣机	单桶洗衣/脱水机（3kg<干衣量≤10kg）	35	35	25	
	双桶/波轮/滚筒、全自动洗衣机（3kg<干衣量≤10kg）		45	30	
微型计算机	台式/便携式	85	70	45	

资料来源：中国政府网，国联证券研究所整理

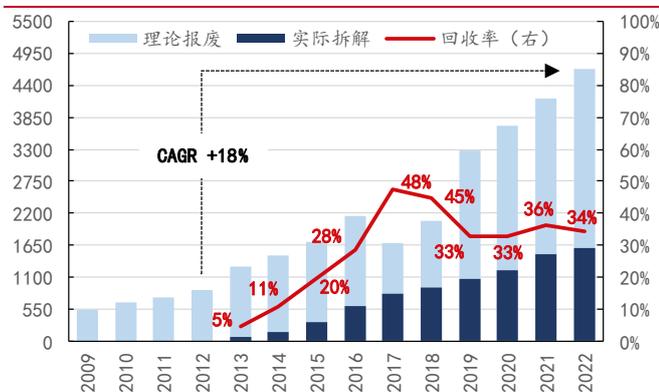
图表4：2022年家电回收目标责任制参与及完成情况

企业	2022年目标回收量（万台）					完成量
	电视	冰箱	空调	洗衣机	合计	
海尔智家股份有限公司	35	220	130	215	600	613万台
珠海格力电器股份有限公司	290	80	62	80	512	估算约670万台/套
TCL实业控股股份有限公司	104.1	50.2	140.2	146.5	441	429.6万台
四川长虹电器股份有限公司	65	/	20	/	85	长虹格润年回收量超200万台
美的集团	1	8.5	9	21.5	40	103.6万台
海信营销管理有限公司			/		18	-

资料来源：发改委，公司2022年社会责任报告，国联证券研究所

从规模来看，据家用电器研究院模型测算，2022年中国冰箱、洗衣机、空调及电视理论报废量分别为4673、3921、5085及7201万台，分别相当于当年内销出货量规模的96%、113%、60%及176%，除普及偏晚的空调，其余品类潜在报废规模均已接近或超过当前内销出货。考虑实际回收率，2022年冰箱、洗衣机、空调、电视以处理基金补贴名录为口径统计的规范拆解量分别为1605、1793、1051及3243万台，相当于内销规模的39%、44%、12%及79%，这一概念可以理解为产业链上的“终端回收量”。过去22个月，冰、洗、空及电视的回收均价分别为154、114、268及72元/台，以此推算，四大品类整机回收产业规模均在20-30亿之间，加总预计略超百亿。

图表5：09-22年我国冰箱理论报废量及拆解回收量（万台）



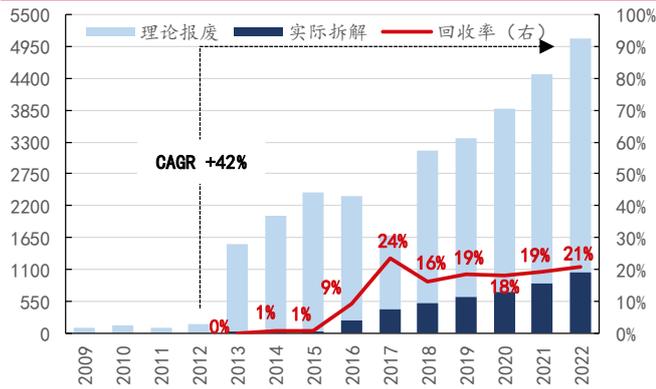
资料来源：生产者责任延伸产业技术创新联盟，国联证券研究所整理

图表6：09-22年我国洗衣机理论报废量及拆解回收量（万台）



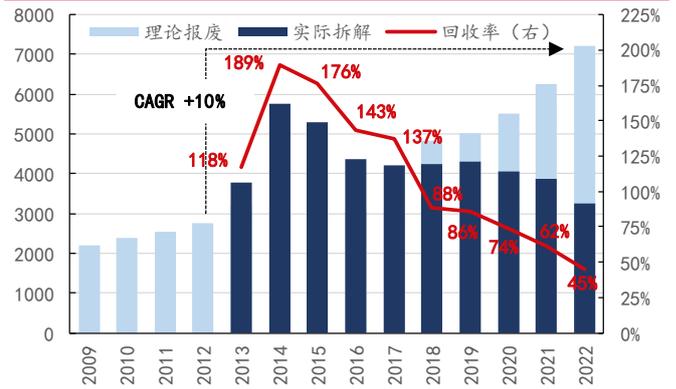
资料来源：生产者责任延伸产业技术创新联盟，国联证券研究所

图表7: 09-22年我国房间空调理论报废量及回收量(万台)



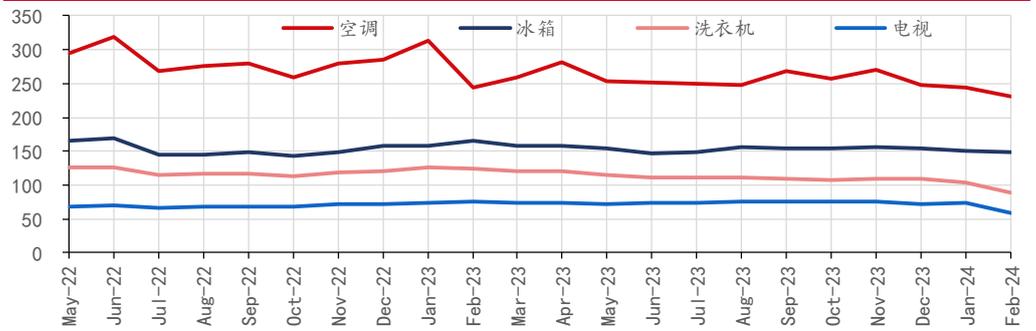
资料来源: 生产者责任延伸产业技术创新联盟, 国联证券研究所整理

图表8: 09-22年我国电视机理论报废量及拆解回收量(万台)



资料来源: 生产者责任延伸产业技术创新联盟, 国联证券研究所

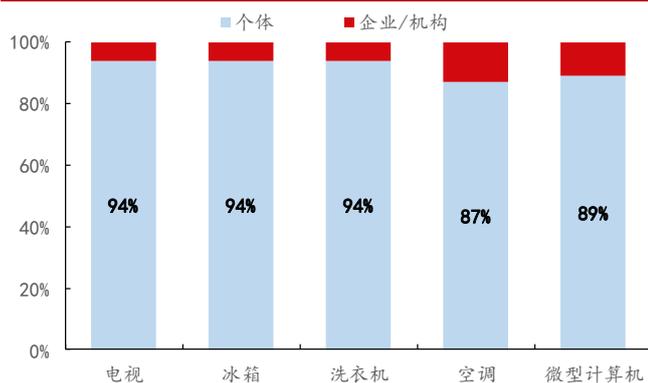
图表9: 2022年5月以来四大家电品类回收均价(元/台)



资料来源: 生产者责任延伸产业技术创新联盟, 国联证券研究所

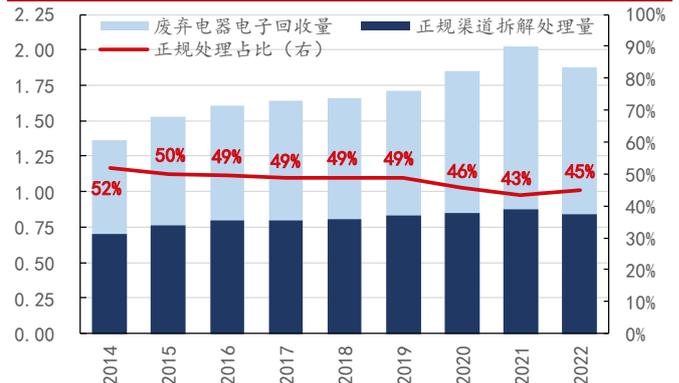
拆分产业链环节看,回收上游是产生废旧电器的居民及机构,中游回收环节的参与主体包括生产销售企业、专业回收商及部分拥有自建渠道的拆解处理企业,强服务属性带来的规模不经济,以及监管制约下正规拆解的高运营成本,使得大量流向“私拆”的非正规渠道在家电回收中占据主导:2018年,非个体回收占比最高的空调仍有87%的废弃量经由个体回收;相较商务部的废弃电器电子回收总量,生态环境部资金覆盖的正规拆解量占比不足50%。就正规渠道而言,2022年参与生产企业回收责任制的6家头部家电厂商,空冰洗彩回收目标总量1696万台,占当年正规拆解总量22%;此外全国性的回收主体以互联网平台为主,代表如万物新生旗下的爱回收。

图表10: 18年四机一脑回收渠道个体占比在90%左右



资料来源: 中国废弃电器电子回收处理综合利用白皮书, 国联证券研究所

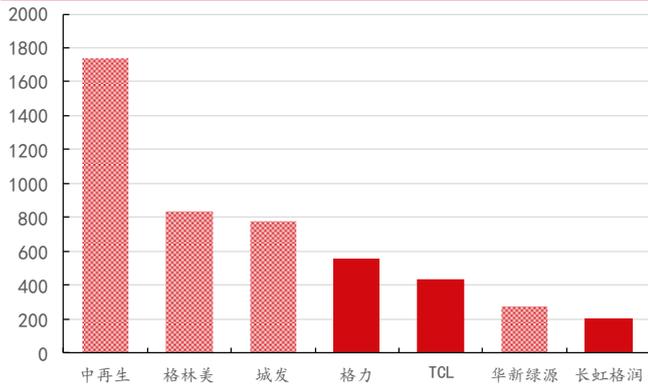
图表11: 基金覆盖的拆解量占总回收量不足50%(亿台)



资料来源: 商务部, 生态环境部, 国联证券研究所

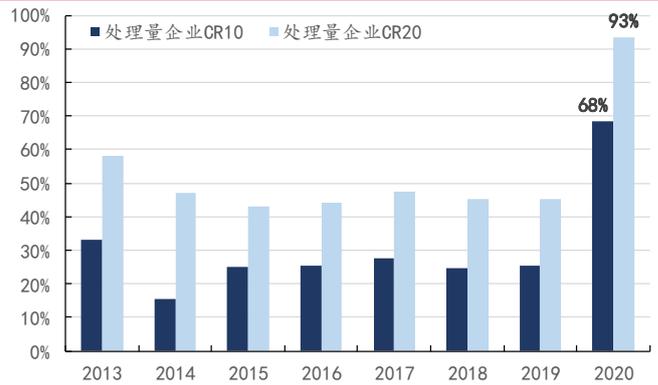
相对灰色经济色彩浓厚的回收，下游拆解产业化程度较高。2009年《管理条例》确立的资格许可和处理基金是拆解环节的制度核心，据家用电器研究院统计，至2015年五批审核资格落定，全国具备家电正规拆解资质的109家企业中，家电生产厂商占比仅7%，55%为专业再生资源/环保行业企业。专业资质、资本开支有门槛，加上基金补贴退坡带来的盈利压力，拆解处理龙头往往是业务横跨废电、资源、污水回收的专业公司，格局稳定；据中再协，2022年进入处理量前六企业集团的生产厂商仅格力、TCL、长虹，头部中再资环的年处理量在1700万台左右，占行业总量约23%。

图表12：2022年主要拆解企业集团处理量（万台）



资料来源：废弃电器电子产品回收处理行业发展报告，国联证券研究所

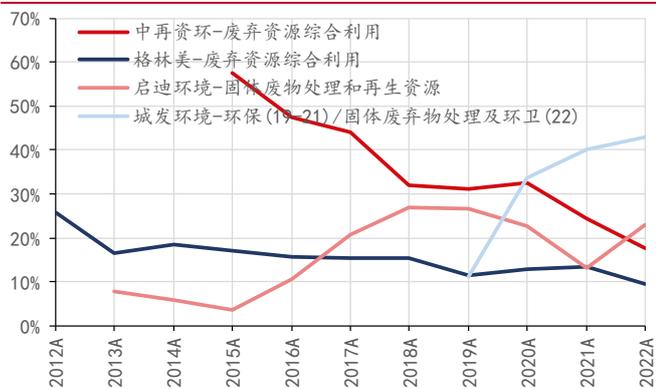
图表13：2020年疫情影响下拆解处理集中度大幅提升



资料来源：废弃电器电子产品回收处理行业发展报告，国联证券研究所

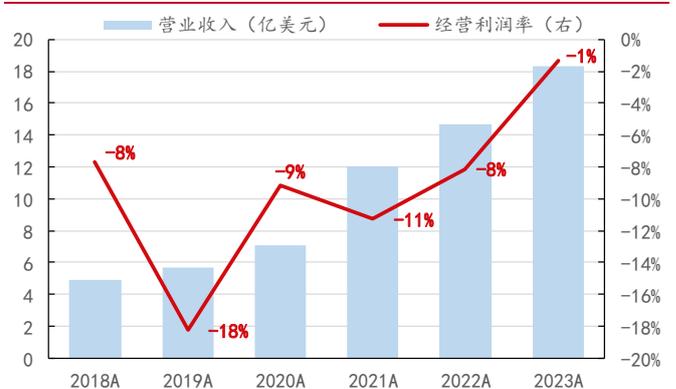
以上市公司为样本看，受业务范围、模式影响，拆解企业生存状况各异：龙头中再资环业务模式与家电厂商可比性最高，毛利率水平受补贴额度降低及疫情影响明显，近两年在20%上下；处理固废品种覆盖电池、汽车、金属的格林美，毛利率中枢在10%-15%区间；以“建设-运营-移交（BOT）”模式2G项目为主的城发环境毛利率偏高，启迪环境模式与之类似。回收环节，互联网平台龙头万物新生近5年美元营收复合增速达30%，经营亏损率随GMV扩张与收费率提升收窄至1%，但三方平台商业模式与厂商回收差异较大，而国内正规回收渠道缺乏可比的盈利能力观测指标。

图表14：废电回收龙头公司业务毛利率在20%左右



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表15：万物新生(RERE.N)收入规模及经营利润率

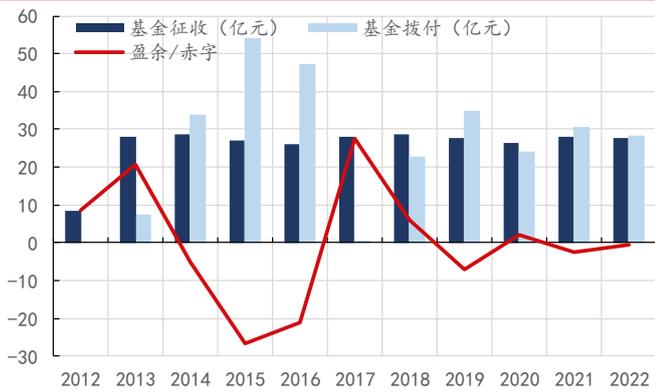


资料来源：Bloomberg，国联证券研究所

当下看家电回收的边际变化，其一在于多年扮演正规拆解重要资金来源的废弃电子电器处理基金自2024年起停征，改为中央一般财政预算通过专项基金转移支付，

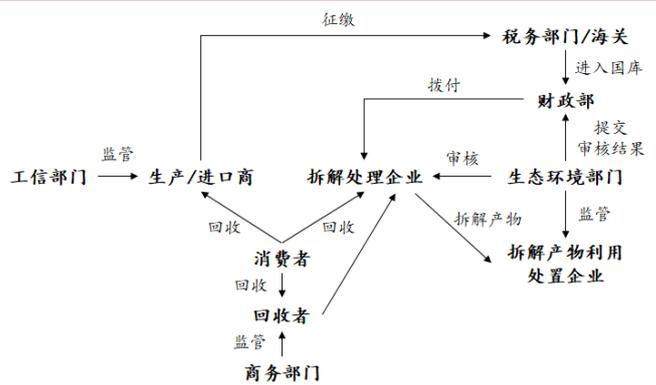
其中冰箱、空调分配比例均为 30%，洗衣机及电视分别 10%，各地方按因素加权“以奖代补”进行分配。2024 年中央废弃电子电器处理专项预算 75 亿元，一方面消除了生产进口商的缴纳负担，对盈利或有积极影响；另一方面，拨付预算较之前年份不到 30 亿的征收水平翻倍以上增长，对回收拆解基础设施建设有直接推动。参考学术结论，影响消费者废旧家电回收意愿的主要因素中，能否上门回收、回收人员上门服务频次影响最大¹，回收体系基建是关键痛点，而政策资金有的放矢，有望带动“应收尽收”，促进更新需求中由报废产生的刚性需求充分释放。

图表16：2012-2022 年废电回收处理基金收支情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表17：废弃电子电器处理基金征收使用机制



资料来源：废弃电器电子产品处理产业研究报告，国联证券研究所

变化之二则是 2022 年首期生产者回收责任目标制实行，生产厂商责任走向体系中心。回收环节，格力、长虹自建为主，通过原有平台、门店及服务渠道开展回收，美的与各地集散中心协议建点，海尔则主要依托社会化回收体系，合作专业回收商；拆解环节，格力以全资子公司为主体运营全国 6 个再生资源基地，2022 年拆解量 670 万台；TCL 实业则通过环保业务平台 TCL 环保科技运营 6 个拆解基地，电器电子产品年处理能力 469 万台；长虹格润挂牌新三板，业务覆盖回收及拆解，年处理量 200 万台左右；此外，海尔年拆解量 200 万台的再循环工厂也于 2022 年 9 月投产。2023 年 11 月第二批回收责任目标制申报结束，参与厂商增加至 8 家，总量超 2000 万台²。

3. 镜鉴日本，产业化前路几何？

海外来看，本土资源稀缺的日本是废弃物回收再利用的先行者，1970 年即出台《废弃物处理法》，建立一般废弃物处理体系，2000 年《推动循环型社会建设基本法》是在处理之外推动再资源化利用体系建设的第一部法规；2001 年《家电回收利用法》施行，针对空调、冰箱冰柜、洗干衣机及电视四类家电建立了居民、渠道与生产/进口商三方共同参与的回收再利用权责架构；2013 年开始定点推行的《小型家电回收

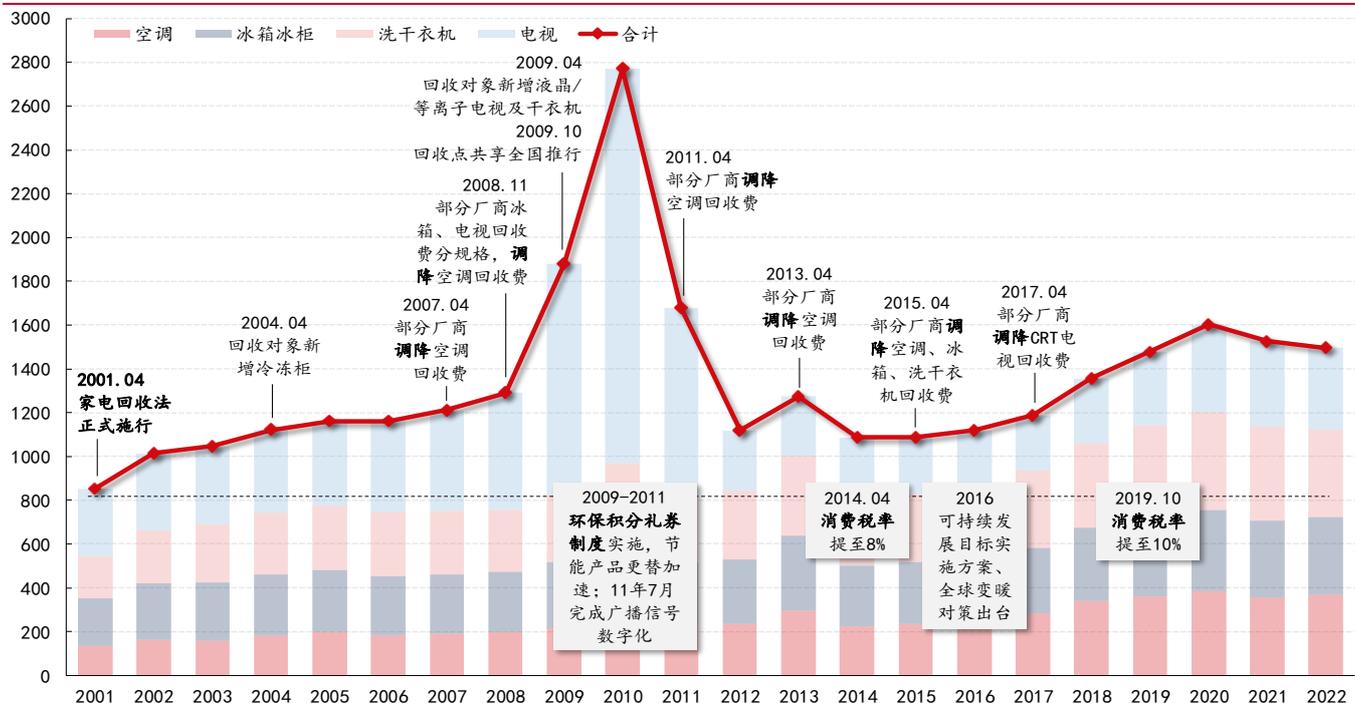
¹ 吴刚, 陈兰芳, 李云等. 循环经济下再生资源规范回收行为研究[J]. 中国人口·资源与环境, 2010, 20(10).

² 发改委产业司: 家电生产企业积极参加第二批回收目标责任制行动

<https://www.ndrc.gov.cn/fzggw/jgsj/cys/sjdt>

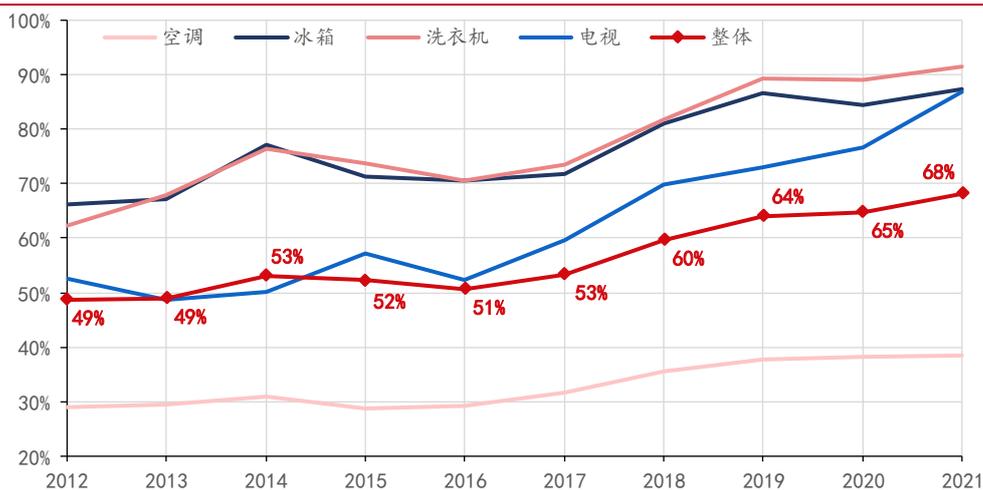
法》将回收范围扩大至小家电，但参与方和管理与大家电不属同一体系。截至 2022 年 4 月的 2021 财年，日本四大家电回收总量略超 1500 万台，相当于同期出货量 68%；其中冰洗及电视比例均已达 90%左右，空调偏低；2018-2022 年回收总量 CAGR 约 4.7%。

图表18：2001-2022 年度日本四大家电回收量（万台）及主要时间节点



资料来源：日本家电回收年度报告，国联证券研究所整理

图表19：2012-2021 年度日本大家电回收量相对出货比例



资料来源：日本经济产业省及环境省，国联证券研究所

在《家电回收法》框架下，日本家电回收权责划分明确：消费者承担回收物流及拆解处理费用，零售终端负责废弃家电收集及向制造商指定回收集散中心的物流，而制造/进口商则主要负责拆解处理，并将废弃产品转化为可再利用的部件或原材料，受法定“再商品化率”目标的约束。框架运行的二十年中，在政策鼓励及效率提升推动下，向消费者收取的回收费用多次下调，其中以回收率偏低的空调频率幅度最大。

本质上看，日本家电回收虽有成熟的运作体系，但更多是社会责任共担而非产业链概念，消费者与渠道、厂商分担成本、履行法定义务，并无成熟明确的商业模式。

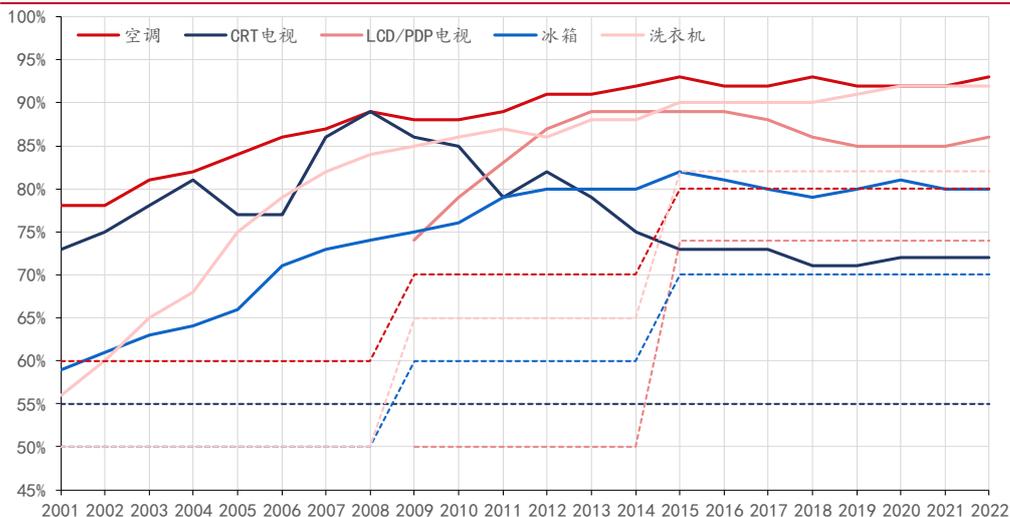
图表20：日本《家电回收法》确立的大家电回收处理权责架构及回收费用情况

	2001.04	2007.04	2008.11	2011.04	2013.04	2014.04	2015.04	2016.04	2017.04	2019.10
居民/社会机构	3675 (3500)	3150 (3000)	2625 (2500)	2100 (2000)	1575 (1500)	1620 (1500)	1404 (1300)	972 (900)		990 (900)
零售终端 (或第三方废弃物回收搬运)										
电视	2835 (2700)	2835 (2700)				2916 (2700)			2916 (2700)	2970 (2700)
≤15型			1785 (1700)			1836 (1700)			1836 (1700)	1870 (1700)
16型≤									1296 (1200)	1320 (1200)
冰箱	4830 (4600)	4830 (4600)				4968 (4600)			4644 (4300)	4730 (4300)
≤170L			3780 (3600)			3888 (3600)			3672 (3400)	3740 (3400)
171L≤										
洗衣机	2520 (2400)					2592 (2400)				2530 (2300)
									2484 (2300)	

注：典型回收厂商回收费用（日元/台），括号外/内分别为含/不含消费税回收价。

资料来源：日本经济产业省及环境省，国联证券研究所整理

图表21：日本家电主要品类再商品化率及法定标准



资料来源：日本家电回收年度报告，国联证券研究所（注：虚线为对应品类及年份再商品化率法定标准）

就厂商参与的拆解处理环节看，出于分摊拆解工厂固定成本与物流集散集约利用，日本家电厂商自回收法实施之初就分成 A、B 两组，其中 A 组为松下、大金、东芝牵头，以利用现有回收拆解产能为主，寻求资本开支最小化；B 组以三菱、日立、夏普及索尼为主导，新建处理产能为主，强调高商品化率及流通效率。截至 2023 年 7 月，两组合作均为 18 家企业，按企业集团归类则实际参与方数量更少；此外，共 107 家其他家电厂商及部分进口商的回收业务按法定委托给 36 家回收企业。据产业省调查，2021 财年回收费收入最高的头部 7 家集团企业回收量占总量超 85%，CR3 接近 60%，高度集中。值得一提的是，即便是依托现有产能为主的 A 组，头部集团也多有自建回收产能，典型如松下的生态技术中心，在拆解之外承担再利用技术研发、改

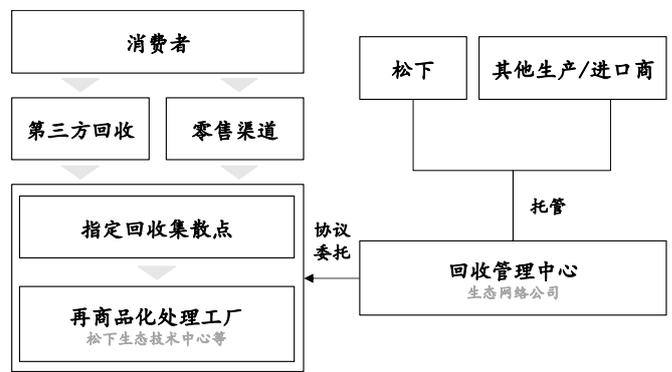
进回收流程以提升再商品化率的角色；而回收业务整体管理普遍向第三方协议委托。

图表22：2023年7月A、B组厂商回收点及工厂情况

	A组	B组
成员	松下、大金、东芝、LGE 日本、三星日本、山田等 18家厂商	三菱、日立、夏普、索尼、富士通、林内、海尔日本等18家厂商
回收点	起初分别设立，2009年10月共有化 截至2023年7月全国共329个集中回收点	
工厂	现存处理设施为主 全国共28个工厂	新建处理产能为主 全国共15个工厂
	2个A、B组共有拆解工厂	

资料来源：日本家电回收年度报告，国联证券研究所

图表23：松下集团家电回收运行架构



资料来源：松下电器产业环境本部（2007），国联证券研究所

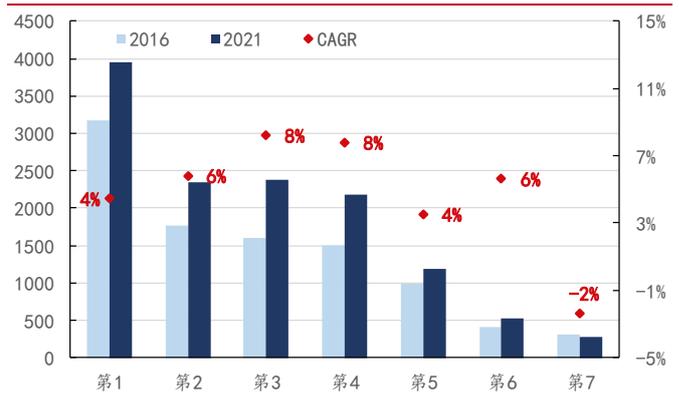
简单拆分头部厂商回收业务单位经济模型，收入主要是从消费者收取的回收费，2021财年调查均值在2500日元/台左右，工厂再商品化部件/材料销售收入不完全在厂商体内，归属相对复杂，暂不计入；成本费用中大头在拆解工厂，台均占回收收入55%-60%，其次是回收集散点及物流费用，占回收收入30%左右，再次是厂商自身及委托管理会社的运营费用，占回收收入比例多在10%-15%，厂商间差异较大。扣除以上成本费用，2021财年头部厂商回收业务不含再商品化净利润率多为LSD，龙头接近4%；另外，参考2008年度产业省额外披露的估算台均再利用资源销售额，若极端假设工厂再商品化收入完全入表，头部厂商的回收业务利润率可达双位数。

图表24：日本各年回收收入前6企业不含再商品化利润率



资料来源：日本经济产业省及环境省，国联证券研究所
注：序列为历年回收量同一排序形成，非同一企业概念。

图表25：日本回收头部厂商回收总量（万台）及增速



资料来源：日本经济产业省及环境省，国联证券研究所
注：序列为历年回收量同一排序形成，非同一企业概念。

4. 维持行业“强于大市”评级

4月12日，商务部等14部门印发《推动消费品以旧换新行动方案》，相较于3月中旬国务院印发的《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，增量信息集中在财税机制及废弃家电回收体系建设举措的细化，回收方面就基础设施、主体与服务给出政策方向。我国家电回收处理自2009年入法，当前回收环节灰色渠道仍占主导，拆解产业以固废处理专业龙头为主；2022年头部厂商参与生产者回收目标量

化试点，当前回收、拆解均有涉及，模式各异。镜鉴日本废弃家电回收产业化历程，头部厂商角色不可小觑，而体系成本往往随规模化摊薄固定项与运营提效降本得到优化。财政资金支持有望降低回收拆解体系建设资金门槛，优化回收供给，促进刚性替换需求释放。

最后重申行业观点，2024年以来家电经营表现好于预期，内销需求稳健向好，3月外销高基数下仍显韧性，品牌出海贡献增量。政策方面，更新主导阶段，刺激有弹性，虽不能比肩家电下乡阶段，但锦上添花可期。综合来看，板块一季报预期可较乐观，股息率、估值仍有相对优势，政策有催化，建议积极布局。我们维持家电板块“强于大市”评级，持续推荐：1) 高质量的高股息代表，白电龙头美的集团、海尔智家、海信家电、格力电器；2) 份额及均价稳步提升的强 α 厨电龙头，华帝股份及老板电器；3) 品牌出海重塑全球格局、业绩领跑板块的海信视像及石头科技；4) 经营拐点渐行渐近的顺周期代表小熊电器、新宝股份及科沃斯。

5. 风险提示

1、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。

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、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、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。

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