

## 家用电器

投资建议： 强于大市（维持）  
上次建议： 强于大市

### 龙头先发响应政策，更新弹性可期

#### 相对大盘走势



#### 行业事件

格力电器拟投入 30 亿元补贴家电以旧换新，对以任意品牌旧空调换购格力产品给予现金返还；据规则，挂/柜机单台补贴额范围分别为 220-400/400-1000 元，补贴额度按旧机匹数分级，非格力旧机较本品牌偏低 8%-20% 不等。

#### 以旧换新是龙头常规促销手段

应收尽收是更新需求释放的必要条件，自 2009 年政策先例以来，以旧换新成为家电龙头常态促销手段之一。相较格力 22 年版以旧换新细则，24 年对大匹数挂机及柜机补贴额度有所提升；当前美的空调挂/柜机以旧换新旧机残值抵扣额度分别为 270/500 元，同时部分型号换新提供优惠，海尔也有对应换新抵减政策，厂商间单台收旧抵新额度差异不大，均提供上门拆装服务。综合来看，当前龙头以旧换新举措性质以旺季前奏常规预热为主。

#### 回收有经济性，成本影响有限

参照规则要求“拆装地址一致”，假设新旧机类型及匹数相同，结合格力 23 年零售端产品结构大致估算，本轮换新补贴额度相对线上/线下均价折扣幅度大致在 5%-9% 之间，挂机小幅高于柜机；平均来看，对应台均补贴额预计在 300 元左右，覆盖销量或近千万。据中再协，当前废弃空调回收市场价近 250 元，仅考虑残值变现，厂商渠道回收于消费者具备经济性；而龙头回收依托原有渠道送装能力，补贴投放为主，销售费用之外成本影响有限。

#### 更新弹性可期，价格以稳为主

需求弹性角度，过往周期中与当前龙头以旧换新方案补贴幅度对应的可比样本包括 15Q1-Q3 及 19Q3，期间龙头高个位数均价降幅对应拉动的需求量增速可达双位数以上，更新主导阶段价格弹性可期。值得强调的是，与过去两轮价格下行周期迥然的产业背景之下，边际变化不大的以旧换新补贴并非龙头价格策略转向信号。3 月中旬以来铜价持续走高，产业跟踪来看龙头渠道库存水平可控，价格竞争缺乏必要条件，年内价格展望仍以稳为主。

#### 头部先行响应，利好份额集中

稳定的双寡头格局下，空调行业价格一贯以龙头策略为主导；就最新《行动方案》文本来看，以厂商和销售渠道为核心补贴主体的导向下，本轮政策周期指向厂商间费用投放、盈利平滑与回收拆解基建层面的竞争，龙头优势明显。此外，2024 年废弃电子电器处理基金停征改为中央专项支持，预算规模较往年征收水平翻倍以上增长，而以格力/TCL/海尔为代表的头部厂商均具备 200-700 万台不等自有拆解产能，闭环有基础，受益资金增量。

#### 更新迎大周期，看好后续表现

2024 年家电内销迎来更新大周期，而政策正不断强化这一逻辑。3 月以来，渠道地方陆续落地相关方案，厂商中龙头格力率先响应，以旧换新声量再放大。更新主导阶段，价格折让有弹性，虽不能比肩家电下乡，但锦上添花可期。年初以来板块内外需表现稳健，股息估值仍有优势，建议积极布局；推荐受益以旧换新政策，高质量高股息的白电龙头美的、格力及海尔。

**风险提示：**家用空调大幅累库，原材料价格大幅上涨，政策兑现不及预期

#### 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

- 《家用电器：2024Q1 家电板块基金持仓点评：整体仓位回归中位，白电增配比例突出》  
2024.04.24
- 《家用电器：基于区域拆分看出口景气持续性》  
2024.04.21

**图表1：格力电器 2024 年以旧换新补贴额度（元）**

机型	匹数	格力品牌旧机补贴	非格力品牌旧机补贴
挂机	1匹	240	220
	1.5匹	270	240
	2匹及以上	400	300
柜机	2匹	500	400
	3匹	600	500
	5匹及以上	1000	800

资料来源：格力电器，国联证券研究所

## 风险提示

1、家用空调大幅累库：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。

2、原材料价格大幅上涨：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，若大宗商品有色钢塑等价格出现持续大幅上涨，则企业盈利会受到拖累。

3、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