

深度拆解大规模设备更新和消费品以旧换新

---中国经济高质量发展研究系列

核心观点:

大规模设备更新和消费品以旧换新助力新一轮朱格拉周期启动。中国经济目前处在一个多期叠加的特殊阶段，库存周期和朱格拉周期触底回升的动能受到更强地产周期下行压力的压制，以数字经济为核心的第六波康波周期仍在孕育。在此背景下，中央推动大规模设备更新和消费品以旧换新，能够有效地对冲地产周期深度调整对于经济的拖累作用，释放居民消费潜力，促进库存周期切换，鼓励企业扩大资本开支，助力新一轮朱格拉周期启动。

2024年扩大内需政策的优先级显著提高。今年是疫情防控平稳转段后的第二年，经过2023年的持续恢复，2024年的经济发展格局更加明确，政策意图也更加清晰。我国持续推动经济结构转型升级，从以房地产引领的高杠杆、高负债和高增长逐步转变为以科技制造引领的合理负债和高质量增长。不过，地产投资的持续调整导致其上下游产业链投资及地产后周期消费受到较大影响，扩大内需的紧迫性提升。推动大规模设备更新和消费品以旧换新，有利于扩大国内需求，进一步巩固经济回升向好。

本轮设备更新和以旧换新同时出现，主要目的是以扩大内需为主。现阶段的设备更新和以旧换新的模式：第一，扩大内需的规模是适量的，并不是以抬升经济增速为主，主要以稳定和承托为主；第二，设备更新和以旧换新是需要以产品升级、节能环保、坚持标准引领为主。简单来说，在设备更新环节，要推动先进产能比重的持续提升，在耐用消费品领域，要更多的智能化、数字化，坚持推动高质量产品进入市场。

设备更新市场空间和政策工具规模测算：本轮大规模设备更新政策涵盖工业、农业、建筑、交通、文旅、教育和医疗多个领域，通过设备更新促进生产数字化和现代化，有利于推动发展新质生产力，满足节能减排的目标，助力新一轮朱格拉周期向上开启。在数据测算方面，预计《行动方案》提到的7部门到2027年将合计多增9000亿元左右，平均每年新增2250亿元左右。按非线性预测，2024年度将多增4700亿左右，拉动2024年固定资产投资2个百分点。在补贴方面，预计财政政策每年的支持力度在330-550亿之间。

以旧换新市场空间和政策工具规模测算：本轮消费品以旧换新主要聚焦汽车和家电，推动高质量耐用消费品更多进入居民生活，促进居民消费升级，提振消费信心。根据测算，汽车以旧换新方面，预计本次置换新能源车数量在150万辆，燃油车140万辆，合计拉动汽车消费总量在4363亿元左右，对汽车以旧换新财政补贴金额约为250亿元，油车销售预计可带来186亿元车辆购置税税收回补。家电以旧换新方面，预计今年以旧换新政策带动家电更新数量约为0.6亿台，预计带动家电消费总额近1000亿元，政策补贴需求约为100亿元。

相关行业投资机会：行动方案所涉行业的估值处于历史中低位水平，修复空间较大，且业绩呈现底部改善态势，后续有望受益于设备需求的增长和消费品内需的提振。具体投资机会推荐如下：(1) 机械设备：结合受益弹性、需求景气度及政策影响积极性排序，设备更新推荐铁路装备、机床、工程机械及船舶；(2) 医药：政策引导设备采购需求释放，国产头部厂商有望充分受益；(3) 交通运输：国家强化“以旧换新”支持补贴力度，助力船东完成船舶汰旧换新。国铁集团积极支持高铁“以旧换新”升级发展，行业需求具备强劲释放潜力；(4) 汽车：一是国内头部自主品牌主机厂，二是与国内头部自主品牌建立深度合作关系的细分领域头部零部件厂商；(5) 家用电器：大家电更新需求有望集中释放，白电表现值得期待。推动家电行业回收体系建设，头部品牌集中度有望提升；(6) 轻工制造：家居以旧换新潜力巨大，龙头加快布局赢得先机；(7) 社会服务：文旅设备更新提速，把握“商业模式优化”与“提质扩容”两条投资主线。

分析师

首席经济学家章俊：S0130523070003

宏观分析师许冬石：S0130515030003

策略分析师杨超：S0130522030004

机械分析师鲁佩：S0130521060001

医药分析师程培：S0130522100001

交运分析师罗江南：S0130524050002

交运分析师宁修齐：S0130522090001

汽车分析师石金漫：S0130522030002

家电分析师杨策：S0130520050005

轻工分析师陈柏儒：S0130521080001

社服分析师顾熹闽：S0130522070001

风险提示

对政策理解不到位的风险

政策推动不及预期的风险

目录

一、新一轮设备更新和以旧换新的内涵.....	3
二、设备更新市场空间及政策工具规模测算.....	5
(一) 推进重点行业设备更新改造.....	5
(二) 加快建筑和市政基础设施领域设备更新.....	6
(三) 支持交通运输设备和老旧农业机械更新.....	6
(四) 提升教育文旅医疗设备水平.....	6
(五) 投资规模测算.....	7
(六) 政策工具估计.....	8
三、消费品以旧换新市场空间及政策工具规模测算.....	9
(一) 汽车以旧换新：250 亿元补贴规模、拉动 4300 亿消费.....	9
(二) 家电以旧换新：100 亿元补贴规模，拉动近 1000 亿消费.....	11
四、设备更新与以旧换新涉及哪些行业？.....	12
(一) 机械设备.....	12
(二) 医药——医疗器械.....	14
(三) 交通运输.....	15
(四) 汽车.....	17
(五) 家用电器.....	19
(六) 轻工制造.....	21
(七) 社会服务.....	23
五、相关行业投资机会展望.....	25
(一) 机械设备：三个维度掘金设备更新大市场.....	25
(二) 医药：政策引导设备采购需求释放，国产头部厂商有望充分受益.....	30
(三) 交通运输：国家强化“以旧换新”支持补贴力度，船舶、高铁长期运营成本有望降低.....	34
(四) 汽车：中央与地方紧密配合推出“以旧换新”补贴细则，预计为全年车市带来 100-200 万销售增量.....	37
(五) 家用电器：助力家电升级换新，白电增长弹性有望释放.....	40
(六) 轻工制造：家居以旧换新潜力巨大，龙头加快布局赢得先机.....	43
(七) 旅游：文旅设备更新提速，把握“商业模式优化”与“提质扩容”两条投资主线.....	46

大规模设备更新和消费品以旧换新助力新一轮朱格拉周期启动。中国经济目前处在一个多期叠加的特殊阶段，库存周期和朱格拉周期触底回升的动能受到更强地产周期下行压力的压制，以数字经济为核心的第六波康波周期仍在孕育。在此背景下，中央推动大规模设备更新和消费品以旧换新，能够有效地对冲地产周期深度调整对于经济的拖累作用，释放居民消费潜力，促进库存周期切换，鼓励企业扩大资本开支，助力新一轮朱格拉周期启动。

2024年扩大内需政策的优先级显著提高。今年是疫情防控平稳转段后的第二年，经过2023年的持续恢复，2024年的经济发展格局更加明确，政策意图也更加清晰。我国持续推动经济结构转型升级，从以房地产引领的高杠杆、高负债和高增长逐步转变为以科技制造引领的合理负债和高质量增长。不过，地产投资的持续调整导致其上下游产业链投资及地产后周期消费受到较大影响，扩大内需的紧迫性提升。推动大规模设备更新和消费品以旧换新，有利于扩大国内需求，进一步巩固经济回升向好态势。

2024年2月23日，中央财经委员会第四次会议召开，研究大规模设备更新和消费品以旧换新问题。仅仅时隔一周时间，2024年3月1日，李强总理主持召开国务院常务会议，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》。之后，商务部、工信部、住建部等部委迅速响应中央号召，各项实施方案和实施细则快速落地。

表1：设备更新和以旧换新政策时间表

时间	会议	文件	内容
2023年12月11日	中央经济工作会议		坚持深化供给侧结构性改革和着力扩大有效需求协同发力，要以提高技术、能耗、排放等标准为牵引，推动大规模设备更新和消费品
2024年2月7日	发改委	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）	大力推广节能减排降碳先进技术，加快提升产品设备节能标准，支撑重点领域节能改造，助力大规模设备更新和消费品以旧换新
2024年2月23日	中央财经委第四次会议		研究大规模设备更新和消费品以旧换新问题，研究有效降低全社会物流成本问题。要打好政策组合拳，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，废旧资源得到循环利用。要鼓励汽车、家电等传统消费品以旧换新，推动耐用消费品以旧换新。对消费品以旧换新，要坚持中央财政和地方政府联动。
2024年3月1日	国务院常务会议	推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案	坚持市场为主、政府引导，坚持鼓励先进、淘汰落后，坚持 标准引领 、有序提升，抓紧完善方案，精心组织实施，推动 先进产能比重持续提升 ， 高质量耐用消费品 更多进入居民生活加大财税、金融等政策支持，更好发挥能耗、排放、技术等标准的牵引作用。
2024年3月27日	工信部	推动工业领域设备更新实施方案	到2027年，工业领域设备投资规模较2023年增长25%以上，规模以上工业企业数字化研发设计工具普及率、关键工序数控化率分别超过2023年1.5倍和1.5倍以上
2024年3月27日	住建部	推进建筑和市政基础设施设备更新工作实施方案	以住宅电梯、供水、供热、供气、污水处理、环卫、城市生命线工程、建筑节能改造等为重点
2024年3月27日	商务部等14部门	推动消费品以旧换新行动方案	力争到2025年，实现国三及以下排放标准乘用车加快淘汰，高效节能家电市场占有率进一步提升；报废汽车回收量较2023年增长50%，废旧家电回收量较2023年增长15% 到2027年，报废汽车回收量较2023年增加一倍，二手车交易量较2023年增长45%，废旧家电回收量较2023年增长30%
2024年4月3日	央行、金融委	关于调整汽车贷款有关政策的通知	商用传统动力汽车贷款最高发放比例为70%，商用新能源汽车贷款最高发放比例为75%；二手车贷款最高发放比例为70%
2024年4月7日	央行	设立科技创新和技术改造再贷款	引导金融机构加大对科技型中小企业、重点领域技术改造和设备更新项目的金融支持力度。科技创新和技术改造再贷款额度5000亿
2024年4月24日	商务部	汽车以旧换新补贴实施细则	对报废两类旧车并购买新能源车乘用车的，补贴1万元； 对报废国三及以下排放标准燃油乘用车并购买2.0升及以下排量燃油乘用车的，补贴7000元

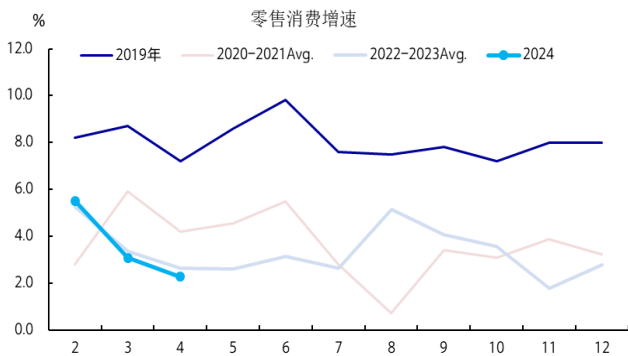
资料来源：新华社，中国银河证券研究院

一、新一轮设备更新和以旧换新的内涵

本轮设备更新和以旧换新同时出现，主要目的是以扩大内需为主。我国房地产价格持续回落，经验表明房地产价格持续回落的过程中，一方面压低了物价水平，另一方面压低了消费水平。这可能源于几个方面：首先，房价的下跌意味着居民财富效应减弱，居民可能更倾向于储蓄。其次，房价下跌带来了房租的下行，也就意味着物价水平处于低位，零售消费自然压低。再次，房价下跌也预示着房地产销售的回落，相关产品消费可能同时回落。最后，房价持续走低伴随着房地产投资的下滑，房地产相关信贷减弱，会带来一定的金融波动，从而拉低经济增速和薪资水平，继而抑制了零售消费的上行。1990年日本房地产价格下行的过程中，居民零售消费增速从1990年的8.4%迅速回落至1992年的0.3%。我国现阶段居民零售消费增速处于低位，从2019年的8.0%下滑至2024年4月的4.1%，居民非必需品消费处于负值，居民耐用品消费疲软。在此种情况下，扩大内需维持经济稳定成为政策的主要考虑，而曾经采用的制造业设备更新和消费品以旧换新被重新提出，希望能产生良好的效果。

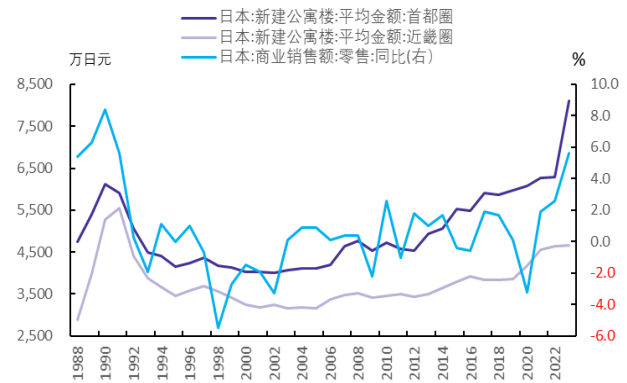
不同的是，本轮设备更新和以旧换新虽然是以扩大内需为主，但是内涵却有所不同。我国现阶段是高质量发展阶段，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。中央经济工作会议强调“必须坚持高质量发展和高水平安全良性互动，以高质量发展促进高水平安全，以高水平安全保障高质量发展，发展和安全要动态平衡、相得益彰”。这就意味着现阶段的设备更新和以旧换新的模式：第一，扩大内需的规模是适量的，并不是以抬升经济增速为主，主要以稳定和承托为主；第二，设备更新和以旧换新是需要以产品升级、节能环保、坚持标准引领为主。简单来说，在设备更新环节，要以推动先进产能比重的持续提升，在耐用消费品领域，要更多的智能化、数字化，坚持推动高质量产品进入市场。

图1：居民零售消费增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：日本零售消费随房地产价格下跌而回落



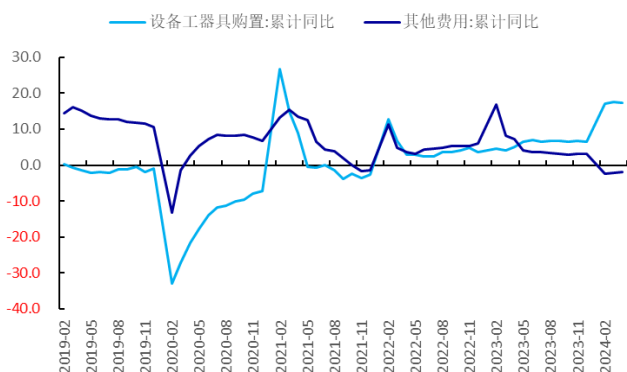
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

中国可能处于新一轮设备更新周期的起点。设备更新周期被称为朱格拉周期，今年以来设备更新快速上行。配合着本轮设备更新的需要和 AI 的推动，政策适时对企业设备更新做出引导和支持，以标准为引，鼓励传统企业产业升级改造，同时在能耗、排放方面给与指引。

在居民端，鼓励汽车、家电消费智能化、数字化、清洁化。我国汽车销售更加倾向于新能源车，这符合汽车消费智能化和环保化。同时，传统的耐用品消费已经饱和，以旧换新主要鼓励居民升级家用耐用品，使其向智能化、网络化、环保化迈进。

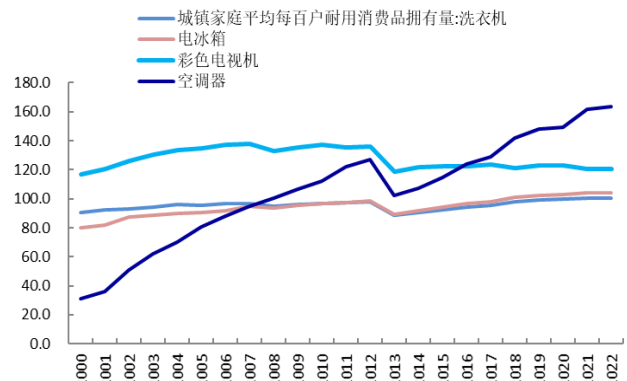
现阶段，设备更新和以旧换新政策的资金来源更多是预算内资金，政策层并未大规模进行内需刺激。整体政策仍然处于支持、鼓励、引导的阶段，政策虽然是为提振内需而定，但同时引导企业技术升级也列为重要方向。这次政策组合会产生示范引导效应，但对于经济的拉升可能并不明显。

图3：设备更新快速回升 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图4：城镇居民耐用消费品拥有量 (台)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、设备更新市场空间及政策工具规模测算

本轮大规模设备更新政策涵盖工业、农业、建筑、交通、文旅、教育和医疗多个领域，以提高能耗、排放、技术等标准为牵引，提高先进产能比重，有利于推动发展新质生产力，助力新一轮朱格拉周期向上开启。《行动方案》要求 2027 年设备投资规模较 23 年提升 25%。根据我们测算，本轮设备更新带动的额外投资规模约为 1.1 万亿，《行动方案》提到的 7 个领域将额外多增 9000 亿左右，其中 2024 年将多增 4700 亿左右。政策工具支持主要来源于财政补贴和央行再贷款，其中财政补贴平均每年约为 330~550 亿。

表2：设备更新政策梳理

支持方向	具体要求	工具
重点行业设备更新改造	1. 先进设备更新：加快落后低效设备替代、更新升级高端先进设备、更新升级试验检测设备 2. 数字化转型：推广应用智能制造装备、加快建设智能工厂、加强数字基础设施建设 3. 绿色装备推广：加快生产设备绿色化改造、推动重点用能设备能效升级、加快应用固废处理和节水设备 4. 安全水平提升：推动石化化工老旧装置安全改造、提升民爆行业本质安全水平、推广应用先进适用安全装备	1. 直接财政补贴：将符合条件的重点项目纳入中央预算内投资等资金支持范围。 2. 税收优惠：对环保、安全生产设备和数字化智能化进行税收优惠支持。 3. 科技创新和技术改造专项再贷款
建筑和市政基础设施领域设备更新	1. 住宅老旧电梯更新，既有住宅加装电梯 2. 供水，污水处理设施设备更新 3. 供热设施设备更新，液化石油气充装站标准化更新建设 4. 城市生命线工程建设：地下管网、桥梁隧道、窨井盖等完善配套物联智能感知设备加装和更新，老旧设施智能化改造和通信基础设施改造 5. 环卫设施设备更新，建筑施工设备更新，建筑节能改造	1. 直接财政补贴：通过中央财政资金对住宅老旧电梯更新、既有住宅加装电梯给予补助。 2. 税收优惠：公共基础设施、固定资产加速折旧、资源综合利用等税收优惠 3. 金融支持：再贷款政策工具，贴息支持
支持交通运输设备和老旧农业机械更新	1. 公交车和机动车：城市公交车电动化替代，支持老旧新能源公交车和动力电池更新换代。淘汰国三及以下排放标准营运类柴油货车。 2. 航空装备：加强电动、氢能等绿色航空装备产业化能力建设。 3. 船舶运输设备：报废更新高耗能高排放老旧船舶，发展支持新能源动力船舶。 4. 农用机械：推进老旧农业机械报废更新，加快农业机械结构调整。	1. 直接财政补贴：可能对有更新需求的进行财政补贴 2. 税收优惠 3. 金融支持：贴息、绿色信贷、消费金融支持
提升教育文旅医疗设备水平	1. 教育设备：推动符合条件的高校、职业院校（含技工院校）更新置换先进教学及科研技术设备，提升教学科研水平。严格落实学科教学装备配置标准，保质保量配置并及时更新教学仪器设备。 2. 文旅设备：推进索道缆车、游乐设备、演艺设备等文旅设备更新提升。 3. 医疗设备：加强优质高效医疗卫生服务体系建设，推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器	1. 直接财政补贴：可能对高校和医院进行财政支持，对教育文旅医疗设备进行补贴 2. 税收优惠 3. 金融支持：贴息、再贷款

资料来源：新华社，商务部，财政部，中国银河证券研究院

（一）推进重点行业设备更新改造

设备更新政策重点在鼓励先进、淘汰落后、提升社会生产力。《行动方案》明确提出要围绕推进新型工业化，以节能降碳、超低排放、安全生产、数字化转型、智能化升级为重要方向，聚焦钢铁、有色、石化、化工、建材、电力、机械、航空、船舶、轻纺、电子等重点行业，大力推动生产设备、用能设备、发输配电设备等更新和技术改造。

通过设备更新促进生产数字化和现代化。《行动方案》提到规模以上工业企业数字化研发设计工具普及率、关键工序数控化率分别超过 90%、75%。针对生产设备整体处于中高水平的行业，将对标国际先进水平推动设备升级换代。在研发设计、实验等存在薄弱的环节，更新升级试验检测设备。针对工业母机、工程机械等生产设备整体处于中低水平的行业，将加快淘汰落后低效设备、超期服役的老旧设备，全面提升产品质量和生产效能。因此预计通用设备和专用设备的投资、营收和利润规模会有较大提高。

设备更新是满足节能减排目标的重要方式。具体要求上，《行动方案》写到重点行业主要用能设备能效基本达到节能水平，环保绩效达到 A 级水平的产能比例大

幅提升。因此本次设备更新有助于实现政府工作报告中提出的“单位国内生产总值能耗降低 2.5%左右”的目标。5月29日国务院印发《2024-2025年节能降碳行动方案》，要求2024年，单位国内生产总值能源消耗和二氧化碳排放分别降低2.5%左右、3.9%左右。再度明确了对重点领域通过设备更新升级达到能耗下降的重要性。

（二）加快建筑和市政基础设施领域设备更新

以城市更新为主要抓手，建筑和市政基础设施迎来进一步升级。住建部推出的《推进建筑和市政基础设施设备更新工作实施方案》以住宅电梯、供水、供热、供气、污水处理、城市生命线工程、建筑施工和建筑节能改造等重点推动任务。随着城镇化建设稳步推进，城镇发展转向质量提升改造和结构调整并重，此次设备更新政策将围绕建设新型城镇化，结合推进城市更新、老旧小区改造，分类推进建筑和市政基础设施设备更新。

（三）支持交通运输设备和老旧农业机械更新

交通设备以绿色转型为主要方向。在中国综合交通运输体系取得不俗成就的同时，也要正视交通网络布局与结构不合理、清洁能源推广应用不足等问题。推进交通运输设备更新改造，是推动交通运输高质量发展、促进交通运输与经济社会发展深度融合的迫切需求。政策聚焦交通设备更新改造与绿色转型，支持城市公交车、老旧船舶、柴油货车等更新换代与新能源动力转型，加强电动、氢能等绿色航空装备产业化能力建设。

升级农用机械，推进乡村振兴。农业机械质量事关农业生产效率与水平，因此推进老旧农业机械更新是全面推进乡村振兴、加快农业农村现代化的必然要求。政策围绕农业农村现代化建设，聚焦农业机械更新问题，要求持续实施好农业机械报废更新补贴政策，结合农业生产需要和农业机械化发展水平阶段，扎实推进老旧农业机械报废更新，加快农业机械结构调整。

（四）提升教育文旅医疗设备水平

教育领域设备更新将推动教育-产业衔接，全面提升教育培养质量。《行动方案》提到“推动符合条件的高校、职业院校（含技工院校）更新置换先进教学及科研技术设备，提升教学科研水平；严格落实学科教学装备配置标准，保质保量配置并及时更新教学仪器设备。预计教育领域设备更新也将和教育改革联系，推动高校扩建实验室，更新实验设备，以此提升基础科研能力，实现学校和产业使用的设备不存在代差；同时职业院校更新置换先进教学及科研技术设备，提升教学科研水平，更好的与产业结合，让学生毕业就可以和产业无缝衔接。对教育发展较弱的区域提供资金，进一步提升教学质量。

提升文旅设备质量，释放旅游消费潜力。疫情之后，民众的旅游需求亟需得到满足，假期出行人次基本恢复或超过2019年水平，但人均消费力度依然不强。因此为进一步释放旅游消费潜力，推动旅游业质和量的双重提升，本次设备更新政策则关注旅游设备情况，支持推进索道缆车、游乐设备、演艺设备等文旅设备更新提升。

推进医疗设备更新助力医疗体系高质量发展。医疗体系建设关系全国人民健康，是人民幸福生活的基础保障。因此推进医疗设备更新有助于增进人民群众健康福祉，推进健康中国建设和医疗体系高质量发展。此次设备更新政策聚焦医疗装备更新、医疗环境改造与信息技术升级。具体来看，包括加强优质高效医疗卫生服务体系建设，推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造、病房改造提升，补齐病房环境与设施短板。

（五）投资规模测算

我们预测行动方案提到的部门到 2027 年将合计多增 9000 亿元左右，平均每年新增 2250 亿元左右。按非线性预测，2024 年度将多增 4700 亿左右。

我们采用测算固投分结构的拉动率来弥补口径调整和数据停更。固定资产投资被分为三个部分，建筑安装工程、设备工器具购置和其他费用。而我们要测算的就是设备工器具购置的投资规模。由于 2017 年之后三个分项的绝对值停止更新，目前仅有固定资产投资总额的绝对值和分项的同比增速数据。同时由于 2019-2020 年间经历了口径调整，绝对值无法通过增速直接倒推。

我们首先按公布的固定资产投资完成额算出每年增速；后通过将建筑安装工程、设备工器具购置和其他费用在 2017 年的占比为基础，乘以每年三者增速的占比，算出每一项每一年对固定资产投资增速的拉动率；最后将每一项上一年的完成额（从 17 年开始）乘以（1+增速*拉动率），以此得到估算的单项实际完成额。我们计算出的 2023 年三项估算加总的实际完成额对比官方公布的固定资产投资完成准确度为 93.07%。

估算出全部设备工器具购置在 2023 年的投资为 7.5 万亿元。《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》中提到的七个领域的设备工器具购置占总设备购置规模的比例（按最后一期公布数据）大致为工业（74%）、农业（1.25%）、建筑（0.45%）、交通（5.34%）、教育（0.72%）、文旅（0.7%）、和医疗（1.65%）。交通运输设备于 2011 年停更，因此比重只能按 2011 年推断。估算出设备工器具购置在 2023 年的投资为 7.5 万亿元，工农业总计 5.6 万亿，按照发改委给出的设备投资规模 4.9 万亿来看，则 0.7 万亿为工具投资。

通过非线性预测得出 2024 年七个领域设备更新将多增 4700 亿左右。我们测算行动方案中“到 2027 年....设备投资规模较 2023 年增长 25%以上。”对于该数据我们进行了两个推断，第一个是按照每年增速 5.74%的线性预测；第二个是每年增速分别为 10%、6.5%、4%和 2.6%的非线性预测（由于 2024 年前四个月设备投资规模增速均达到 17%以上，因此我们认为 2024-2027 大规模设备更新进程会是非线性的增长）。同时，过去三年设备工器具购置的平均增速为 2.5%，以此来推测在没有政策加持下的设备工器具购置投资规模，则政策加持下的额外设备工器具购置投资规模=本轮政策加持下的投资规模预测值-无政策的预测值。按照线性预测，我们预计全部设备工器具投资每年额外增长 2500-3000 亿元。

表3: 设备更新额外增长额预测 (亿元)

预测1	增速	政策预测	无政策预测	差值	政策预测: 年度差	无政策预测: 年度差	额外增加
2024	5.74%	79,348.83	76,917.49	2,431.34	4,307.38	1,876.04	2,431.34
2025	5.74%	83,903.46	78,840.43	5,063.03	4,554.62	1,922.94	2,631.69
2026	5.74%	88,719.52	80,811.44	7,908.08	4,816.06	1,971.01	2,845.05
2027	5.74%	93,812.02	82,831.72	10,980.29	5,092.50	2,020.29	3,072.21
预测2	增速	政策预测	无政策预测	差值	政策预测: 年度差	无政策预测: 年度差	额外增加
2024	10%	82,545.60	76,917.49	5,628.11	7,504.15	1,876.04	5,628.11
2025	6.5%	87,911.06	78,840.43	9,070.64	5,365.46	1,922.94	3,442.53
2026	4%	91,427.51	80,811.44	10,616.07	3,516.44	1,971.01	1,545.43
2027	2.6%	93,801.82	82,831.72	10,970.09	2,374.31	2,020.29	354.03

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

按 2017 年的比例, 我们根据预测数据算出分行业投资额, 制造业领域预计到 2027 年将多增 7042 亿元, 工业部门总共多增 8000 亿元左右, 行动方案提到的部门到 2027 年将合计多增 9000 亿元。按年来算, 七领域每年的额外增长规模将达到 2000 至 2500 亿元左右, 而非线性预测在 2024 年额度最大, 七领域将多增 4700 亿元。预计可以额外拉动 2024 年固定资产投资 2 个百分点。

表4: 分行业投资额预测 (亿元)

预测1	制造业	采矿业	农业	建筑业	交通运输设备制造业	教育	文化、体育和娱乐业	医药制造业	电力燃气水的生产供应业
2024	1,972.24	54.20	38.30	13.74	163.97	22.08	21.36	50.77	246.93
2025	1,826.40	50.20	35.46	12.73	151.85	20.45	19.78	47.02	228.67
2026	1,689.43	46.43	32.80	11.77	140.46	18.91	18.30	43.49	211.52
2027	1,560.82	42.90	30.31	10.88	129.77	17.47	16.91	40.18	195.42
预测2									
2024	227.27	6.25	4.41	1.58	18.90	2.54	2.46	5.85	28.46
2025	992.10	27.27	19.26	6.91	82.48	11.11	10.75	25.54	124.22
2026	2,209.96	60.74	42.91	15.40	183.73	24.74	23.94	56.89	276.70
2027	3,613.02	99.30	70.15	25.18	300.38	40.45	39.13	93.02	452.36
总计	7,042.35	193.55	136.74	49.07	585.49	78.84	76.28	181.30	881.73

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(六) 政策工具估计

为解决资金短缺、更新意愿不足、缺少政策支持等问题, 不同部门的文件都有提到税收政策、财政支持/补贴、再贷款/贴息工具。

财政政策预计每年在 330-550 亿之间。《行动方案》提到的“把符合条件的设备更新、循环利用项目纳入中央预算内投资等资金支持范围”, 以及“鼓励有条件的地方统筹使用中央财政安排……”、“中央财政设立专项资金, 支持废弃电器电子产品回收处理工作。”同时, 发改委也明确特别国债将“聚焦科技创新、城乡融合发展、区域协调发展、粮食和能源资源安全、人口高质量发展等重点领域”。设备更新是推动新型工业化, 促进工业全面高质量发展、提高民生保障的关键步骤, 因此可以把设备更新纳入特别国债投资框架下的一个部分。财政来源

将不限于中央预算内投资。

根据 WTO《补贴与反补贴措施协议》第 8 条之规定，“不可诉讼补贴的定义”包含“对为促进现有设施适应由法律和/或条例所施加的给企业带来更大限制和更重财政压力的新的环境要求的资助”，资助“限于改进成本的 20%”。也就是说在 WTO 框架下，最多补贴给企业进行设备更新成本的 20%。**根据我们测算，到 2027 年设备更新投资规模将额外多增 11,000 亿元左右，因此对应财政补贴规模可能在 2200 亿元左右，每年 550 亿。**如果按照发改委印发的《节能降碳中央预算内投资专项管理办法》中提到的“循环经济助力降碳项目支持资金按不超过项目总投资的 15%”来计算，**财政补贴总额度可能在 1650 亿，平均每年 330 亿。**

央行已发布 5000 亿再贷款。货币政策方面，4 月 7 日，央行发布“设立科技创新和技术改造再贷款 支持科技创新、技术改造和设备更新”的公告，宣布设立科技创新和技术改造再贷款额度 5000 亿元，利率 1.75%，期限 1 年，可展期 2 次，每次展期期限 1 年。发放对象包括国家开发银行、政策性银行、国有商业银行、中国邮政储蓄银行、股份制商业银行等 21 家金融机构。科技创新和技术改造再贷款的设立将有利于引导金融机构在自主决策、自担风险的前提下，向处于初创期、成长期的科技型中小企业，以及重点领域的数字化、智能化、高端化、绿色化技术改造和设备更新项目提供信贷支持。2022 年央行就曾推出过设备更新改造专项再贷款，额度为 2000 亿元。据央行季度数据披露，设备更新改造专项再贷款在 2023 年 Q2 末达到 1694 亿元，这意味着该工具使用效率极高，基本可以认为带动了将近 2000 亿元设备更新贷款落地。因此本次央行再贷款预计还将继续带动 5000 亿元的贷款落地。

三、消费品以旧换新市场空间及政策工具规模测算

本轮消费品以旧换新主要聚焦汽车和家电，以提高技术、能耗、排放等标准为牵引，推动高质量耐用消费品更多进入居民生活，促进居民消费升级，提振消费信心。根据商务部《行动方案》中提及的目标，2027 年报废汽车回收量较 2023 年增加一倍，废旧家电回收量较 2023 年增长 30%。根据测算，汽车以旧换新方面，预计本次置换新能源车数量在 150 万辆，燃油车 140 万辆，合计拉动汽车消费总量在 4363 亿元左右，对汽车以旧换新财政补贴金额约为 250 亿元，油车销售预计可带来 186 亿元车辆购置税税收回补。家电以旧换新方面，预计今年以旧换新政策带动家电更新数量约为 0.6 亿台，占总必要换新数量约 12%，预计带动家电消费总额近 1000 亿元，政策补贴需求约为 100 亿元。

（一）汽车以旧换新：250 亿元补贴规模、拉动 4300 亿消费

根据 4 月 26 日商务部、财政部等 7 部门联合印发的《汽车以旧换新补贴实施细则》：印发之日至 2024 年 12 月 31 日期间，报废国三及以下排放标准燃油乘用车或 2018 年 4 月 30 日前注册登记的新能源乘用车，并购买符合节能要求乘用车新车的个人消费者，可享受一次性定额补贴。其中，对报废上述两类旧乘用车并购买符合条件的新能源乘用车的，补贴 1 万元；对报废国三及以下排放标准燃油乘用车并购买 2.0 升及以下排量燃油乘用车的，补贴 7000 元。

《细则》中所述两类符合要求的汽车保有量合计约在 1454.5 万辆。根据中国

汽车流通协会发布的机动车上险数据统计，截至 2023 年底，国三及以下排放标准燃油乘用车保有量约 1370.8 万辆，车龄超 6 年以上的新能源乘用车保有量约 83.7 万辆，既符合两项条件条件的老旧汽车合计保有量约 1454.5 万辆。

预计符合条件车辆置换率大致约为 20%。根据中汽中心和汽车之家二手车置换大数据显示：近年来，随着汽车存量市场的到来，每年乘用车中置换新车的规模已经达到 600 万至 700 万辆，置换率在 30% 左右。考虑到符合条件车主群体的总体消费倾向或许较低，我们预计本次符合条件汽车的置换率在 20% 之间，对应置换数量在 290 万辆。

置换车均价或在 15 万左右，合计拉动约 4300 亿汽车消费。根据乘联会统计数据，2023 年新购乘用车的平均单价为 16.71 万元，如同上述假设条件一样，我们认为国三以下燃油车和新能源使用 6 年以上的车主的消费倾向和消费水平较低，因此我们保守估计这一轮置换需求的新车成交均价在 15 万左右，合计拉动汽车消费总量在 4362.9 亿元左右。

合计置换新能源和燃油车比例大约为“1:1”。根据新汽车研究院联合尼尔森爱科共同推出的《2023 中国汽车消费趋势调查报告》显示：目前再购车用户中，燃油车置换中选择新能源车的比例为 40.2%。考虑到政策对新能源车的补贴高出 3000 元，这里将油车置换选择购买新能源车的比例由 40.2% 提升至 50%，其次，根据《细则》规定，6 年车龄以上新能源车主仅在继续购买新能源车辆时，才享受消费补贴，因此预计符合条件新能源车主继续购置新能源车辆的比例应为 100%。参照上述符合条件的 83.7 万辆新能源车辆和 1370.8 万燃油车数量计算，本次预计置换新能源车数量在 153.78 万辆，燃油车 137.08 万辆，大致为“1:1”比例。

表5：符合条件置换车辆的测算

	符合条件存量	预计置换量	新能源车	燃油车
国三及以下排放标准燃油乘用车	1370.8 万辆	274.16 万辆	137.08 万辆	137.08 万辆
车龄超 6 年以上的新能源乘用车	83.7 万辆	16.7 万辆	16.7 万辆	—
合计：	1454.5 万辆	290.86 万辆	153.78 万辆	137.08 万辆

资料来源：商务部，财政部，中国银河证券研究院

本轮对“汽车以旧换新”财政合计补贴金额约在 250 亿元左右。按上述计算相应产生的财政补贴资金：新能源为 153.78 万辆*1 万元=153.78 亿元，燃油车补贴金额为 137.08 万辆*0.7 万元=95.96 亿元，合计补贴金额在 249.74 亿元。其中根据细则规定，中央与地方总体按“6:4”分担，按此比例计算中央承担补贴金额在 150 亿左右，地方在 100 亿左右。其中东中西部省份的分担比例略有区别，以体现对中西部省份的财力支持倾斜。具体来看，对东部省份按 5:5 比例分担，对中部省份按 6:4 比例分担，对西部省份按 7:3 比例分担。

前期政策补贴将主要来自中央预拨资金，对地方财政基本不造成额外负担。按照《细则》中对补贴资金管理的相关规定，将由财政部根据 2023 年底各地国三及以下排放标准燃油乘用车保有量等情况，向各省预先拨付 70% 的补助资金，直至政策实施结束后根据各省汽车以旧换新实际情况进行“多退少补”，各省补贴资金的汇总审核时间为 2025 年 2 月 10 日。按照 70% 的中央预拨比例来看，如果按我们上述估算比例对应预拨资金在 175 亿元（因为我们前期对置换率的假设相对保守，实际上可能略高于这一金额），这意味着政策实施前期基本无需地方财政配套资金支持，对地方财政支出不造成额外压力。

燃油车销售预计可带来 186 亿元税收回补。由燃油车销售额带来的汽车购置税和车船使用税收入按照 15 万购车均价计算，每辆车购置税=15/(1+13%)*10%=1.32 万元，车船税按 1.6-2.0L 计算，每辆 420 元。按 137.08.万辆燃油车销量计算，合计可带来 186.7 亿元的直接税收收入，其中 180.94 亿元(车辆购置税)归中央，5.76 亿元(车船税)归地方。

(二) 家电以旧换新：100 亿元补贴规模，拉动近 1000 亿消费

《行动方案》提出，要通过加大政策引导支持力度，力争实现到 2025 年废旧家电回收量较 2023 年增长 15%，到 2027 年废旧家电回收量较 2023 年增长 30%的目标。

预计 2024 年补贴规模约为 100 亿元，且政策补贴有一定持续性。《行动方案》提及推动家电以旧换新需要发挥财税政策引导作用，主要补贴资金来源包括三个方面：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；充分利用县域商业体系建设等现有资金渠道；研究出台废弃电器电子产品处理相关资金政策。

1、现代商贸流通体系相关资金（约 18 亿元）

4 月 30 日，财政部网站发布《关于支持建设现代商贸流通体系试点城市的通知》，试点工作拟分三批（2024-2026 年）实施，建设期限为三年，2024 年拟支持不超过 20 个城市申报现代商贸流通体系试点城市，中央财政对试点城市给予定额补助，其中直辖市 4 亿元左右，省会城市、计划单列市 3 亿元左右，其他地级市 2 亿元左右。

假设平均每个城市补助金额 3 亿元，按 20 个城市计算，则 2024 年中央补贴现代商贸流通试点城市的资金为 60 亿元。考虑到该政策支持方向包括城乡商贸流通融合、城建设生活必需品流通保供体系、完善农村商贸流通体系等诸多方面，我们假设用于等耐用消费品消费补贴的比例为 30%，则来源于现代商贸流通体系相关资金的规模为 18 亿左右。

2、充分利用县域商业体系建设等现有资金渠道（约 7 亿元）

县域商业体系建设资金是服务业发展资金的组成部分。根据《服务业发展资金管理办法》，服务业发展资金实施期限至 2025 年。过去五年（2019~2023 年）中央专项转移资金规模平均每年为 72 亿元。根据 2024 年中央对地方转移支付预算表，2024 年服务业发展资金为 75 亿元。假设用于家电等消费品补贴资金占比为 10%，则来源于县域商业体系建设等现有资金的规模为 7 亿左右。

3、研究出台废弃电器电子产品处理相关资金政策（75 亿元）

4 月初，财政部公开《废弃电器电子产品处理专项资金管理办法（征求意见稿）》，专项资金实施期限为 2024~2028 年。根据 2024 年中央对地方转移支付预算表，财政部新增废弃电器电子产品处理专项资金 75 亿元。

表6：以旧换新家电中央资金增量规模

资金来源	资金规模（亿元）	合计（亿元）
现代商贸流通体系相关资金	18	
县域商业体系建设资金	7	100
新增废弃电器电子产品处理专项资金	75	

资料来源：商务部，财政部，中国银河证券研究院

我国家电以旧换新市场规模较大。据1月商务部新闻发布会透露,2023年我国冰箱、洗衣机、空调等主要品类家电保有量超30亿台,结合银河家电行业组估算2022年全国五大类家电保有量为29.97亿台,可以认为2023年末我国家电保有量在30亿台左右。两会期间,商务部部长王文涛表示平均每年约有2.7亿台家电按标准来说超过了安全使用年限。我们尝试估算有更新需求的家电市场总量。参考根据2020年中国家用电器协会发布的《家用电器安全使用年限》系列标准,取9年为家电安全使用年限,即超过安全使用年限的家电为需要以旧换新的家电数量。因此,我国家电以旧换新的必要数量 \approx 2023年末我国家电保有量-安全使用年限内家电销售量。根据产业在线数据,2015-2023年(当前仍在安全使用年限内)我国五大类家电销量为25.3亿台,因此可以估算超过安全使用年限的家电数量约为5亿台。

预计本轮以旧换新政策带动家电更新数量约为0.6亿台,带动家电消费总额近1000亿元。商务部数据显示,2009-2011年以旧换新政策三年期间,共销售五大类家电9248万台,根据2009年我国家电保有量13.4亿台测算,得到每年以旧换新带动家电销售量约占家电保有量的2.3%。考虑到当前处于安全使用年限内家电存量占比家电整体保有量比例较高,且随着技术、材料的迭代,家电的耐能性能会有所提高,我们保守估计今年政策带动家电更新占保有量的比例为2%,可估算得今年政策带动家电销量能够达到 $30*2%=0.6$ 亿台。接近12个月大家电销售均价1604元/台计算,预计今年政策可带动962亿元家电销售额。参考2009年《家电以旧换新实施办法》,家电补贴为销售价格的10%,962亿元家电销售额对应96亿元财政补贴,与上文我们估算的补贴规模亦基本匹配。

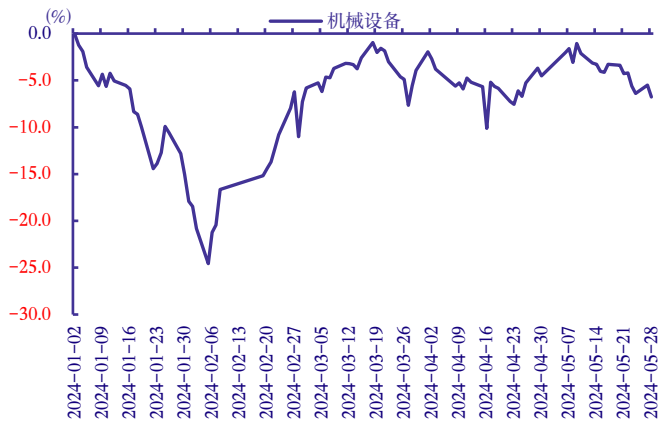
四、设备更新与以旧换新涉及哪些行业?

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》中要求,到2027年,工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较2023年增长25%以上。具体到一级行业层面,大规模设备更新和消费品以旧换新则涉及机械设备、医疗器械、交通运输、汽车、家用电器、轻工制造、社会服务等领域。

(一) 机械设备

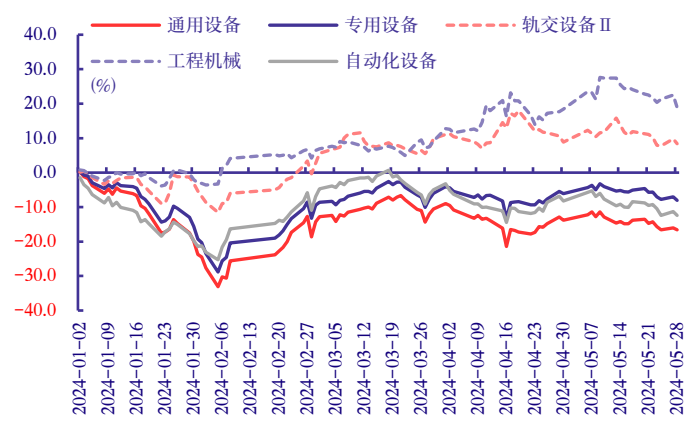
2024年以来,截至5月28日,机械设备行业整体下跌6.76%。从细分行业来看,行情表现分化。其中,工程机械和轨交设备行业表现较好,分别上涨18.92%和8.42%。而通用设备、自动化设备和专用设备行业均出现不同程度的下跌。从主动偏股型基金的重仓数据来看,2024年一季度,机械设备行业相关标的在全部重仓股中的仓位占比有所下滑,其中,仅工程机械和轨交设备行业有所增持。截至一季度末,机械设备行业整体处于明显低配状态,其中,仅工程机械行业小幅超配。

图5：2024 年以来机械设备行业累计涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

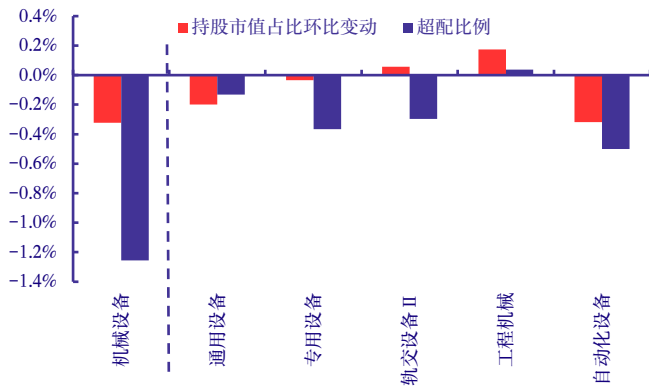
图6：机械设备板块二级行业累计涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

估值方面，机械设备行业市盈率位于 2010 年以来 54.12%分位数水平，其中，通用设备行业处于历史低位，而从市净率来看，多数细分行业处于历史低位，工程机械行业在经历前期上涨行情后已然突破 50%分位数。

图7：主动偏股型基金 2024Q1 重仓股中机械设备行业占比情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图8：机械设备行业估值及分位数

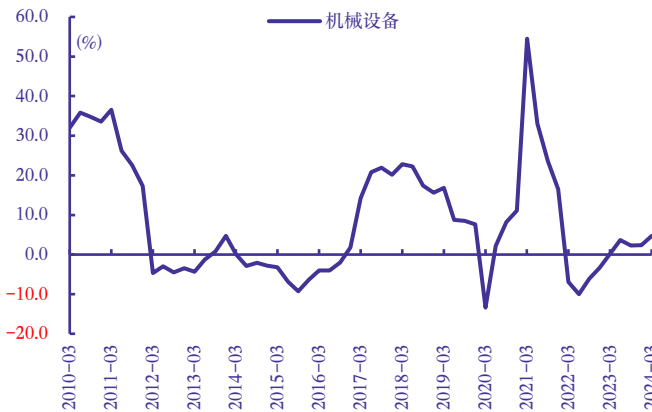
行业	PE(TTM) (倍)	PE(TTM) 分位数(%)	PB(LF) (倍)	PB(LF) 分位数(%)
机械设备	30.00	54.12	2.08	20.93
通用设备	34.71	19.66	2.07	5.36
专用设备	27.41	52.75	2.05	25.28
轨交设备 II	23.97	63.89	1.25	14.75
工程机械	22.65	62.59	1.87	52.80
自动化设备	43.91	49.23	3.37	12.63

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：历史分位数为自 2010 年以来，截至 2024 年 5 月 28 日

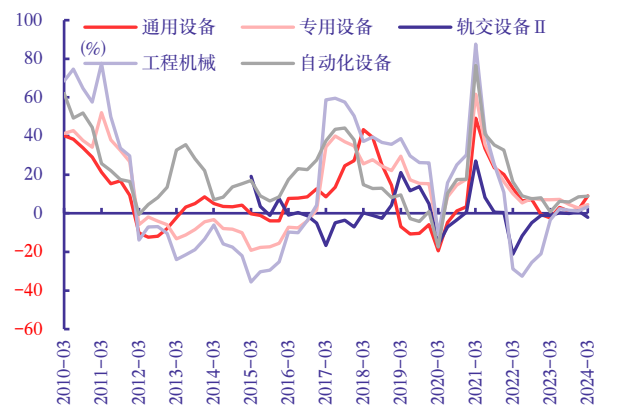
业绩方面，2023 年机械设备行业营业收入同比增长 2.35%，较 2022 年有所改善。2024 年一季度，机械设备行业营业收入同比延续复苏态势。从细分行业来看，2023 年，工程机械行业营业收入同比增速较 2022 年显著改善，通用设备和轨交设备营业收入同比增速也由负转正，自动化设备行业营收同比为 8.48%，较 2022 年进一步提升 0.44 个百分点，而专用设备行业营收同比较 2022 年有所下滑。2024 年第一季度，轨交设备行业营业收入同比下降 2.08%，而其他行业营业收入同比为正，且增速较 2023 年均有所提升。

图9：机械设备行业营业收入累计同比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图10：机械设备及二级行业营业收入累计同比

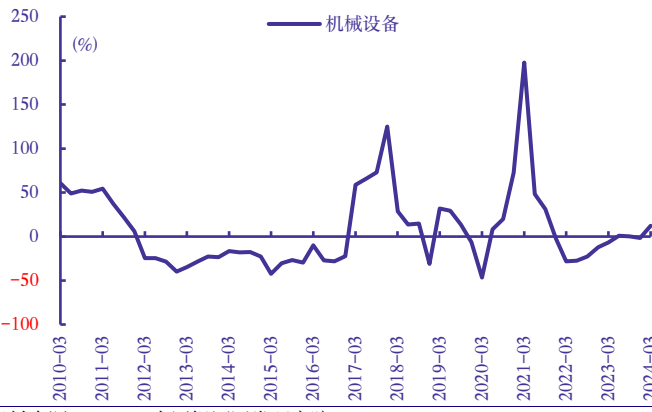


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2023 年机械设备行业归母净利润同比小幅下滑 1.76%，较 2022 年有所改善。2024 年一季度，机械设备行业归母净利润增速提升幅度较大。从细分行业来看，相较于 2022 年，轨交设备、工程机械和自动化设备行业 2023 年归母净利润同比由负转正，特别是工程机械行业改善显著，实现 27.57% 的同比增速，而通用设备和专用设备行业同比转入下滑区间。2024 年一季度来看，多数细分行业实现归母净利润同比上涨，其中，专用设备、轨交设备和自动化设备行业增速较高，均在 20% 以上，工程机械行业增速为 9.88%，而通用设备行业同比下降 10.01%，但降幅有所收窄。

整体来看，机械设备行业景气向好。其作为现代工业体系的重要组成部分，在制造业各环节中占据重要地位，应用广泛。随着中央与地方积极推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案落实，机械设备市场需求有望持续改善。

图11：机械设备行业归母净利润累计同比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图12：机械设备及二级行业归母净利润累计同比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

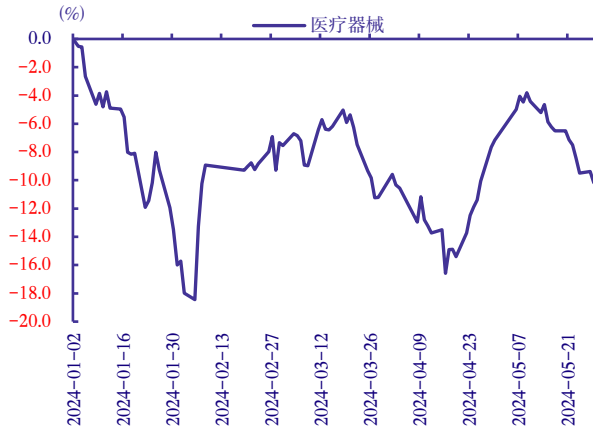
（二）医药——医疗器械

2024 年以来，截至 5 月 28 日，医疗器械行业下跌 10.18%，整体行情波动幅度较大。从主动偏股型基金的重仓数据来看，2024 年一季度，医疗器械行业相关标的在全部重仓股中的持仓占比下滑 0.54 个百分点至 3.45%。截至一季度末，医疗器械行业处于超配状态，超配比例为 1.53%。

从估值来看，截至 5 月 28 日，医疗器械行业市盈率为 42.52 倍，处于 2010 年以来 38.69% 分位数水平，而市净率仅为 2.79 倍，处于 2010 年以来 4.05% 分位数水平，在经历前期回调行

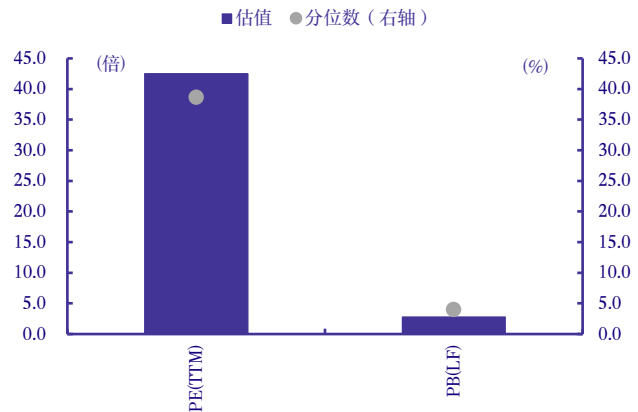
情后，估值具备较大上涨空间。

图13：2024年以来医疗器械行业累计涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图14：医疗器械行业估值及分位数



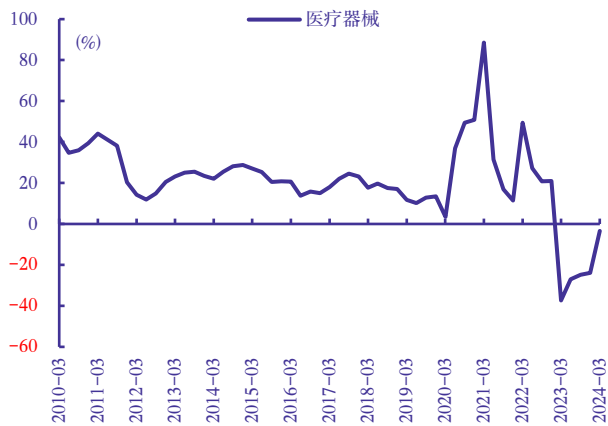
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：历史分位数为自2010年以来，截至2024年5月28日

医疗器械行业业绩在2023年一季度触底后，当前处于修复区间。2024年一季度，医疗器械行业营业收入同比下降3.40%，较2023年全年同比降幅收窄20.54个百分点，归母净利润同比下降9.20%，较2023年全年同比降幅大幅收窄40.02个百分点，行业业绩呈现复苏向好迹象。

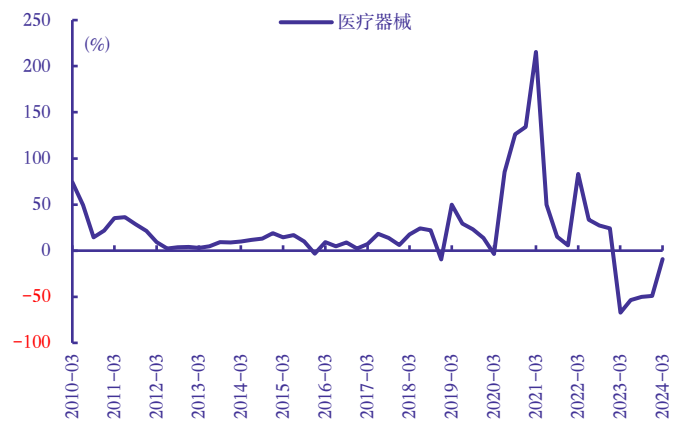
《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》中提到，加强优质高效医疗卫生服务体系，推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造。推动医疗机构病房改造提升，补齐病房环境与设施短板。随着设备需求不断释放，医疗器械行业业绩有望直接受益。

图15：医疗器械行业营业收入累计同比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图16：医疗器械行业归母净利润累计同比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

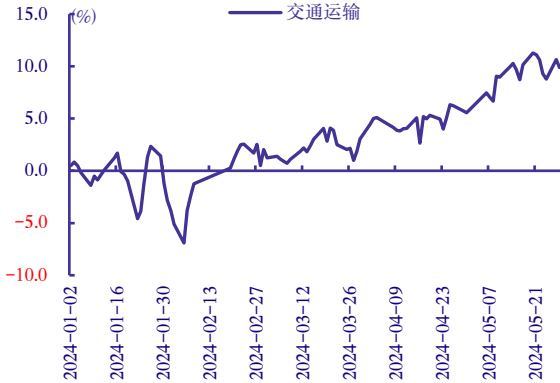
（三）交通运输

2024年以来，截至5月28日，交通运输行情表现较好，整体上涨9.88%。从细分行业来看，航运港口行业上涨26.60%，表现领先于整个板块，航空机场、铁路公路和物流行业分别上涨7.43%、4.71%和1.59%。2024年一季度，交通运输行业相关标的在主动偏股型基金重仓股中的仓位占比提升0.53个百分点至2.40%，但仍处于低配状态。细分行业方面，航运港口、铁路公路和航空机场行业仓位占比分别提升0.31、0.17和0.07个百分点，而物流行业仓位占比下降0.01个百分点。截至一季度末，仅航空机场处于超配状态，超配比例为0.32%，其他细

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

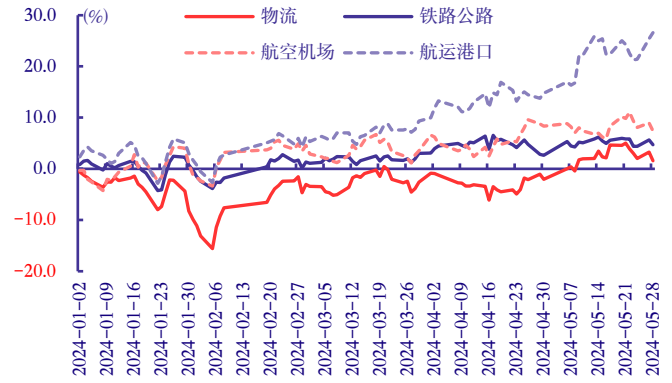
分行业均低配。

图17: 2024 年以来交通运输行业累计涨跌幅



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

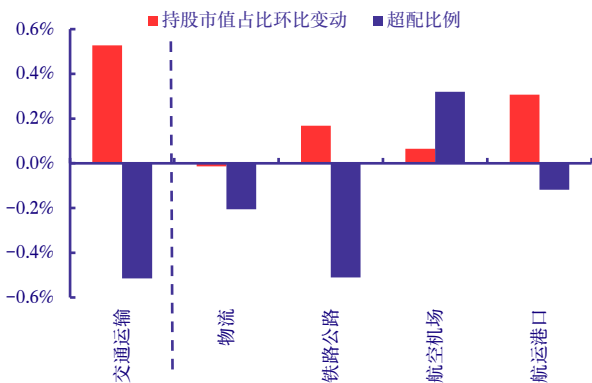
图18: 交通运输板块二级行业累计涨跌幅



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

估值方面, 交通运输行业市盈率位于 2010 年以来 39.10%分位数水平, 市净率处于 2010 年以来 15.57%分位数水平, 后续估值上涨空间较大。其中, 物流、铁路公路和航运港口行业的市盈率与市净率估值均处于历史中低位水平, 特别是物流行业。而航空机场行业的估值处于历史中高位水平。

图19: 主动偏股型基金 2024Q1 重仓股中交通运输行业占比情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图20: 交通运输行业估值及分位数

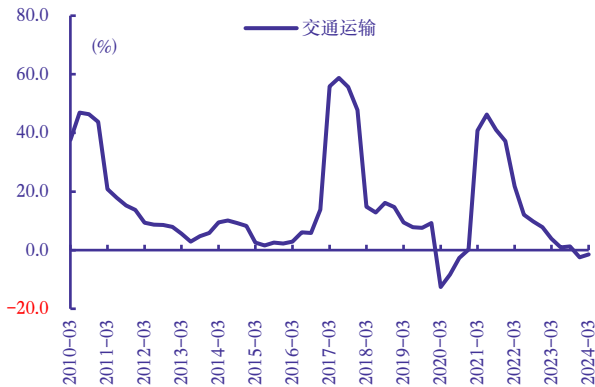
行业	PE(TTM) (倍)	PE(TTM) 分位数(%)	PB(LF) (倍)	PB(LF) 分位数(%)
交通运输	16.01	39.10	1.31	15.57
物流	12.16	6.64	1.18	1.69
铁路公路	14.23	44.39	0.98	7.50
航空机场	56.41	76.70	2.76	78.38
航运港口	13.99	24.67	1.28	31.29

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注: 历史分位数为自 2010 年以来, 截至 2024 年 5 月 28 日

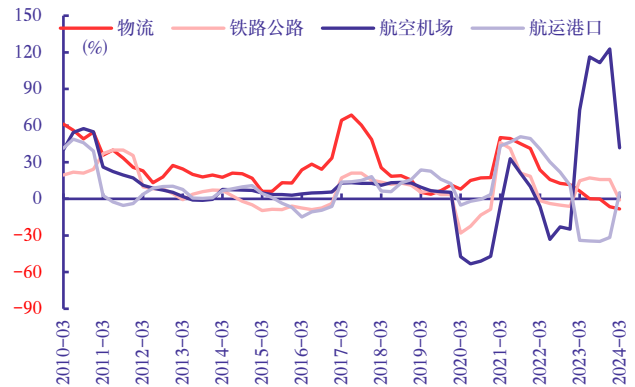
业绩方面, 交通运输行业 2023 年营业收入同比下降 2.43%, 2024 年一季度同比降幅有所收窄, 但增速仍位于底部区间。细分行业来看, 受益于客流恢复与低基数效应, 航空机场行业 2023 年营业收入同比增速达 122.75%, 2024 年一季度同比涨幅虽然有所收窄, 但仍维持在较高水平。航运港口与物流行业营收在 2023 年有所承压, 同比增速较 2022 年明显下滑。2024 年一季度, 航运港口行业营收增速回升, 但物流行业营收增速依然下滑。铁路公路行业在 2023 年全年维持较高景气, 但 2024 年一季度营收同比下降 0.86%。

图21: 交通运输行业营业收入累计同比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图22: 交通运输及二级行业营业收入累计同比

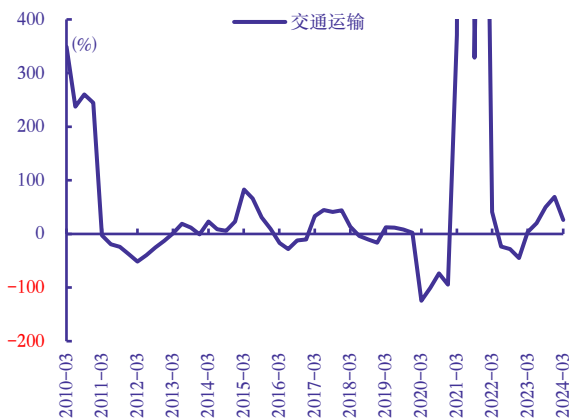


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

交通运输行业 2023 年归母净利润同比大幅上涨 69.09%，2024 年一季度归母净利润同比上涨 25.88%，涨幅有所收窄但仍维持较高水平。细分行业来看，航空机场行业 2023 年归母净利润同比增速达 93.92%，2024 年一季度延续高景气，同比增速达 112.60%。航运港口行业 2023 年归母净利润同比下跌 53.74%，2024 年一季度同比增速为 3.63%，盈利水平有所修复。物流行业 2023 年归母净利润同比上涨 7.86%，但 2024 年一季度同比增速跌入负区间。铁路公路行业在 2023 年全年维持较高景气，2024 年一季度归母净利润同比小幅上涨 0.87%。整体来看，交通运输细分板块业绩表现分化。

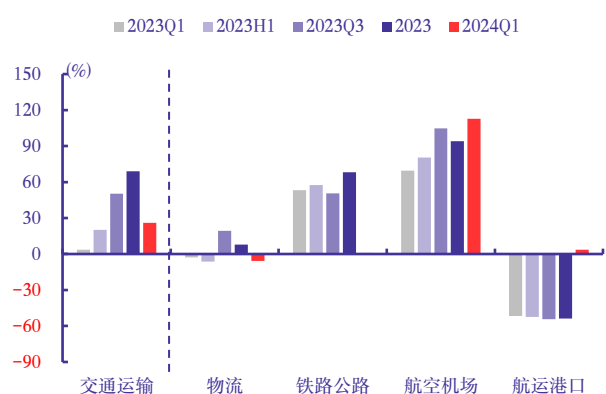
《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》中强调，支持交通运输设备和老旧农业机械更新。随着设备更新的不断推进，老旧船舶淘汰换新进程加快，高铁行业有望迎来更强的增长动力，同时先进产能有望增加，交通物流降本增效效果也将逐步显现。

图23: 交通运输行业归母净利润累计同比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图24: 交通运输及二级行业归母净利润累计同比



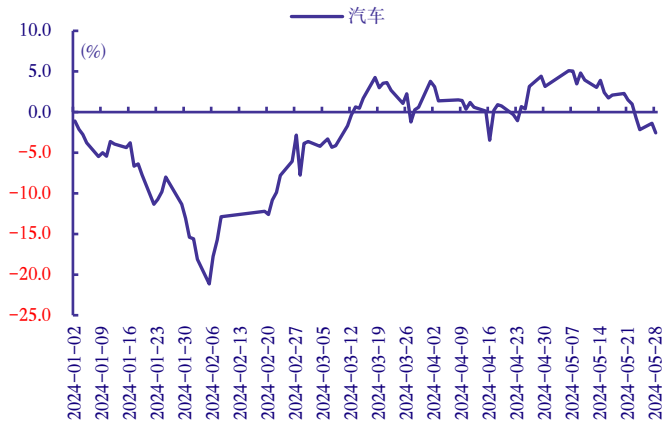
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(四) 汽车

年初至今，汽车行业行情为先跌后涨、再窄幅震荡，截至 5 月 28 日，汽车行业收盘价下跌 2.56%。二级细分行业中，商用车表现最好，累计上涨 18.20%，其次是摩托车及其他，累计上涨 15.65%，乘用车累计上涨 1.19%，而汽车零部件、汽车服务分别累计下跌 6.77%、23.42%。按主动偏股型基金的重仓股口径统计，一季度，汽车行业持股市值占全部重仓股市值 5.05%，环比上升 0.27 个百分点，汽车行业超配比例为 0.86 个百分点。二级细分行业中，商用车、摩托车及其他、乘用车的持股市值占比均环比上升，升幅分别为 0.20 个百分点、0.09 个百分点、0.05 个百分点，而汽车服务、汽车零部件的持股市值分别环比下降 0.04 个百分点、0.04 个百

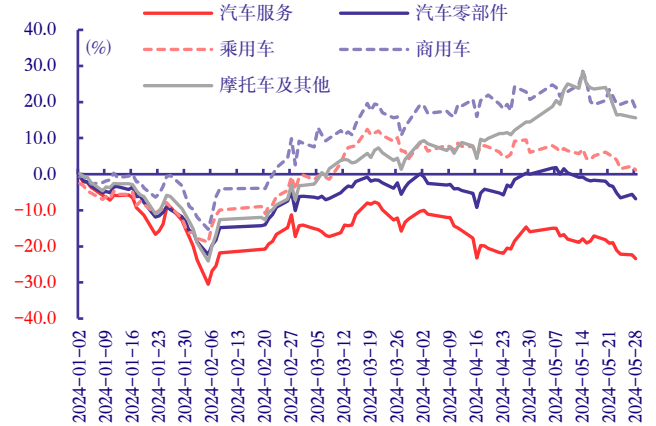
分点。主动偏股型基金重仓股中，商用车、摩托车及其他、汽车零部件均超配，乘用车、汽车服务均低配。

图25：2024 年以来汽车行业累计涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

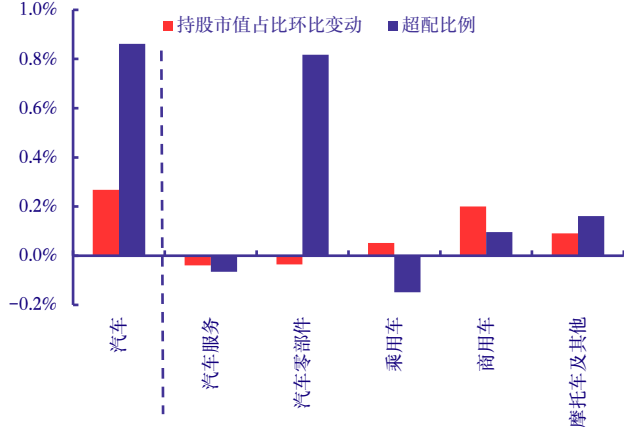
图26：汽车板块二级行业累计涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从估值水平来看，截至 5 月 28 日，汽车的 PE(TTM)为 22.60x，处于 2010 年以来 57.91%分位数水平，其 PB(LF)为 1.98x，处于 2010 年以来 29.31%分位数水平，估值总体处于历史中等水平。二级细分行业中，年初至今收盘价涨幅较高的商用车的估值分位数相对较高，摩托车及其他的估值分位数相对较低；行情表现居中的乘用车的估值分位数也相对较高；行情相对较弱的汽车服务、汽车零部件的估值水平处于历史中等水平。

图27：主动偏股型基金 2024Q1 重仓股中汽车行业占比情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图28：汽车行业估值及分位数

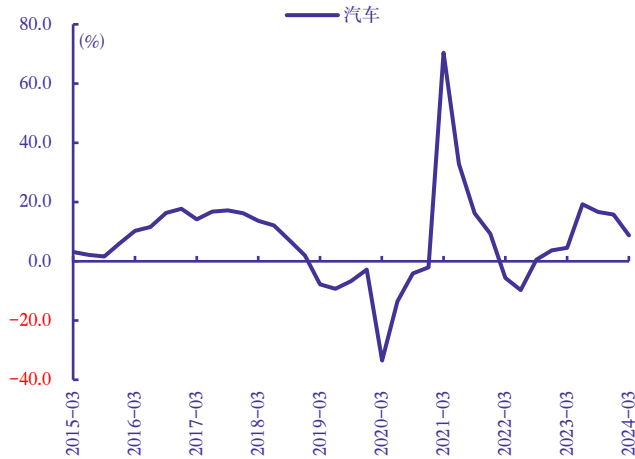
行业	PE(TTM) (倍)	PE(TTM) 分位数(%)	PB(LF) (倍)	PB(LF) 分位数(%)
汽车	22.60	57.91	1.98	29.31
汽车服务	69.33	76.85	0.85	0.14
汽车零部件	20.46	44.56	1.93	18.73
乘用车	23.47	75.70	2.17	57.02
商用车	34.14	80.39	2.24	74.86
摩托车及其他	29.63	27.07	2.22	5.79

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：历史分位数为自 2010 年以来，截至 2024 年 5 月 28 日

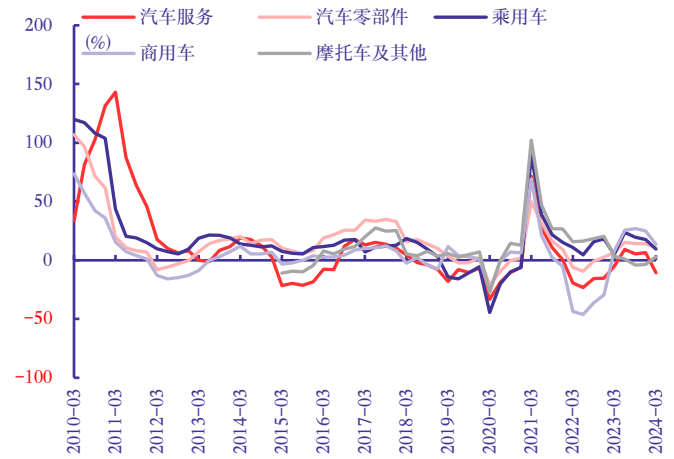
从营业收入累计同比增速来看，2023 年汽车行业营业收入同比增长 15.84%，处于 2015 年以来年度增速从低到高的 75%分位数水平，仅低于 2016 年和 2017 年。2024 年一季度，汽车行业营业收入同比增长 8.74%，较 2023 年全年水平有所下降；二级细分行业中，商用车、汽车零部件、乘用车营收增速分别为 13.57%、10.29%、9.52%，均高于汽车行业整体增速；摩托车及其他营收同比增长 3.02%，汽车服务营收同比下降 10.68%。

图29：汽车行业营业收入累计同比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图30：汽车及二级行业营业收入累计同比

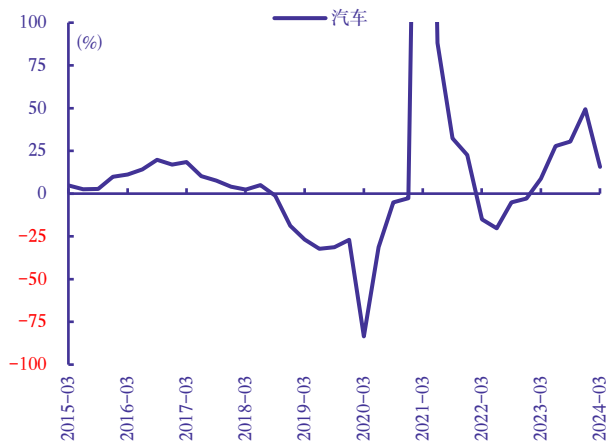


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从归母净利润累计同比增速来看，2023 年汽车行业同比增长 49.39%，创 2015 年以来年度增速新高。2024 年一季度，汽车行业归母净利润累计同比增长 15.66%；二级细分行业中，商用车、汽车零部件的归母净利润分别同比增长 55.86%、48.98%，高于行业整体增速；摩托车及其他的归母净利润同比增长 12.63%；乘用车、汽车服务的归母净利润分别同比下降 14.40%、60.69%，拖累行业整体增速。

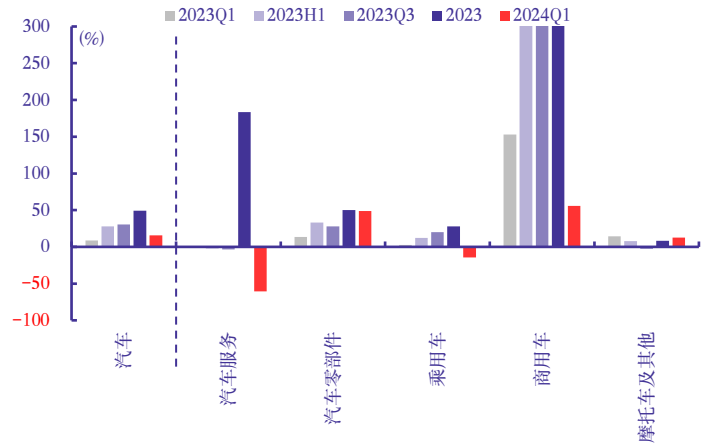
《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》提到，开展汽车以旧换新。其中，组织开展全国汽车以旧换新促销活动，鼓励汽车生产企业、销售企业开展促销活动，有望提升汽车销量，带动车企业绩的提升。

图31：汽车行业归母净利润累计同比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图32：汽车及二级行业归母净利润累计同比



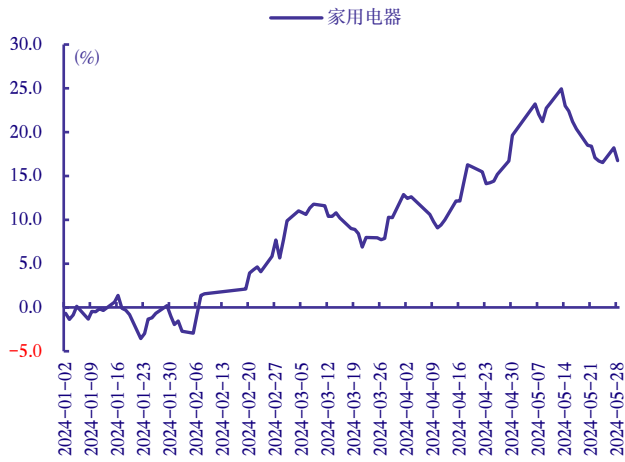
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（五）家用电器

年初至 5 月 28 日，家用电器行业收盘价上涨 16.76%。二级细分行业中，白色家电、小家电、厨卫电器分别上涨 29.33%、19.14%、8.36%，表现较好；黑色家电、照明设备、家电零部件分别下跌 5.08%、9.40%、19.93%。按主动偏股型基金的重仓股口径统计，2024 年一季度，家用行业持股市值占全部重仓股市值的 4.24%，环比上升 0.96 个百分点；家用电器行业超配比例为 1.68 个百分点。二级细分行业中，白色家电持股市值占比环比上升 1.20 个百分点，小家电、厨卫电器、黑色家电、照明设备持股市值占比环比分别上升 0.03 个百分点、0.02 个百分

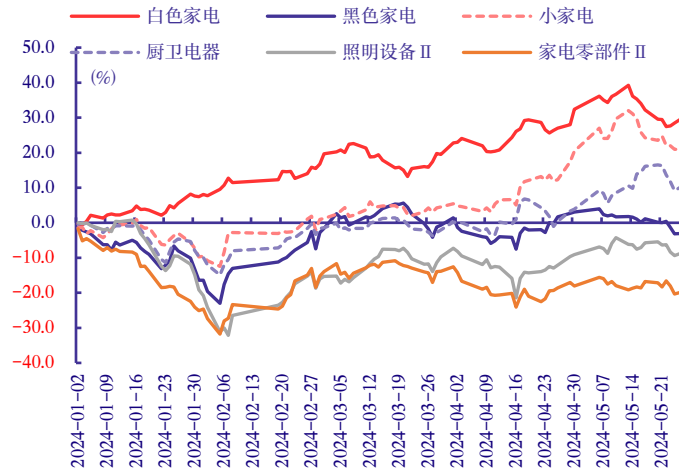
点、0.02 个百分点、0.01 个百分点，而家电零部件持股市值占比环比下降 0.33 个百分点。同时，白色家电、黑色家电、小家电、家电零部件均超配，厨卫电器和照明设备均低配。

图33：2024 年以来家用电器行业累计涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

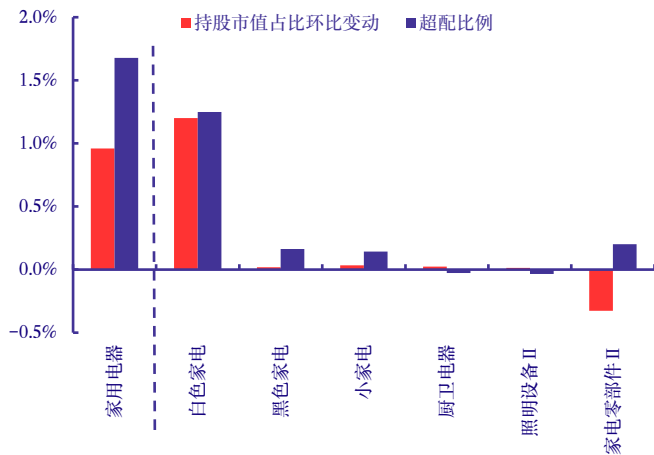
图34：家用电器板块二级行业累计涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从估值水平来看，截至 5 月 28 日，家用电器的 PE(TTM)为 14.14x，处于 2010 年以来 27.65% 分位数水平，其 PB(LF)为 2.44x，处于 2010 年以来 27.74%分位数水平，估值总体处于历史中低水平。二级细分行业中，年初至今行情较好的白色家电、厨卫电器，其估值分位数低于行业整体分位数，总体处于历史较低水平；同样行情较好的小家电，其估值则处于历史中高水平；行情居中的黑色家电的估值分位数相对较高，处于历史中高水平；行情较弱的照明设备、家电零部件的估值均处于历史中低水平。

图35：主动偏股型基金 2024Q1 重仓股中家用电器行业占比情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图36：家用电器行业估值及分位数

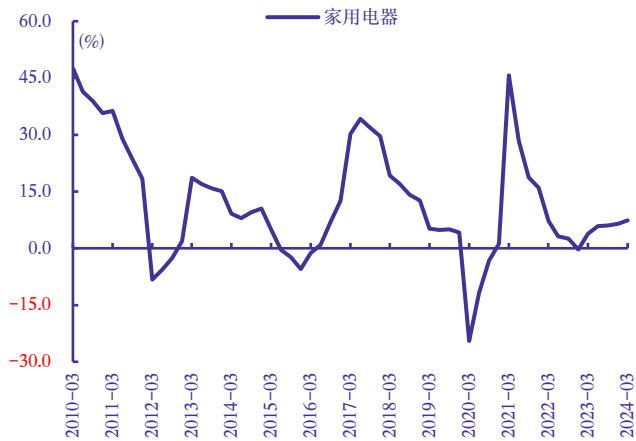
行业	PE(TTM) (倍)	PE(TTM) 分位数(%)	PB(LF) (倍)	PB(LF) 分位数(%)
家用电器	14.14	27.65	2.44	27.74
白色家电	11.73	18.00	2.44	14.42
黑色家电	25.54	47.08	1.85	62.43
小家电	43.61	79.31	3.73	49.44
厨卫电器	15.19	7.22	2.05	4.26
照明设备 II	24.49	31.60	1.80	3.39
家电零部件 II	23.06	15.13	2.71	30.69

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：历史分位数为自 2010 年以来，截至 2024 年 5 月 28 日

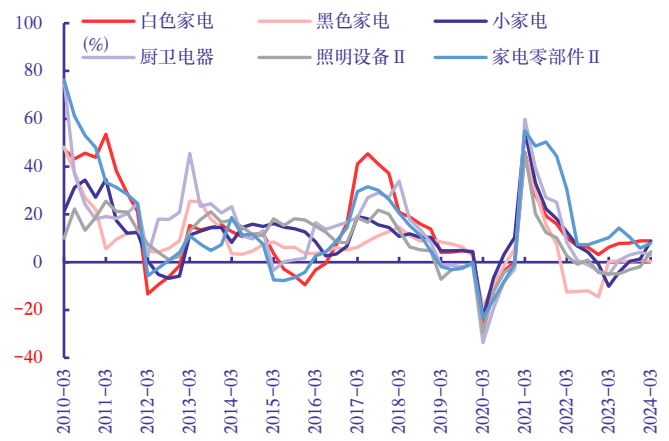
从营业收入累计同比增速来看，2023 年家用电器行业营业收入同比增长 6.42%，处于 2010 年以来年度增速从低到高的 38.46%分位数水平。2024 年一季度，家用电器行业营业收入同比增长 7.38%，较 2023 年全年水平有所上升；二级细分行业中，白色家电、小家电的营收增速分别为 8.95%、8.73%，均高于家电行业整体增速。

图37：家用电器行业营业收入累计同比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图38：家用电器及二级行业营业收入累计同比

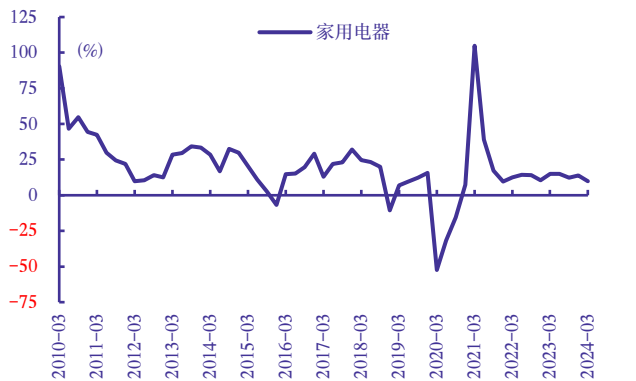


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从归母净利润累计同比增速来看，2023 年家用电器行业同比增长 13.89%，处于 2010 年以来年度增速从低到高的 46.15%分位数水平。2024 年一季度，家用电器行业归母净利润累计同比增长 9.87%；二级细分行业中，照明设备、白色家电的归母净利润增速分别为 22.28%、16.24%，带动行业整体增速上升，小家电、家电零部件均实现净利润增长，而厨卫电器、黑色家电净利润下降。

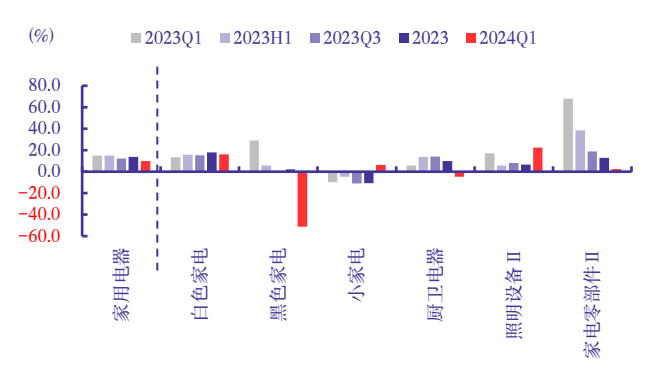
2024 年 3 月 13 日，国务院发布的《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》中提出，开展家电产品以旧换新，到 2027 年，废旧家电回收量较 2023 年增长 30%。以提升便利性为核心，畅通家电更新消费链条。支持家电销售企业联合生产企业、回收企业开展以旧换新促销活动，开设线上线下家电以旧换新专区，对以旧家电换购节能家电的消费者给予优惠。鼓励有条件的地方对消费者购买绿色智能家电给予补贴。加快实施家电售后服务提升行动。随着家电产品以旧换新进度加快，家电产品内需有望增加，家电行业上市公司业绩增速有望进一步提高。

图39：家用电器行业归母净利润累计同比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图40：家用电器及二级行业归母净利润累计同比

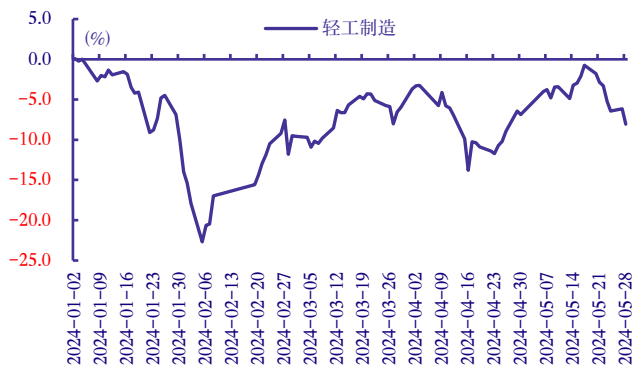


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（六）轻工制造

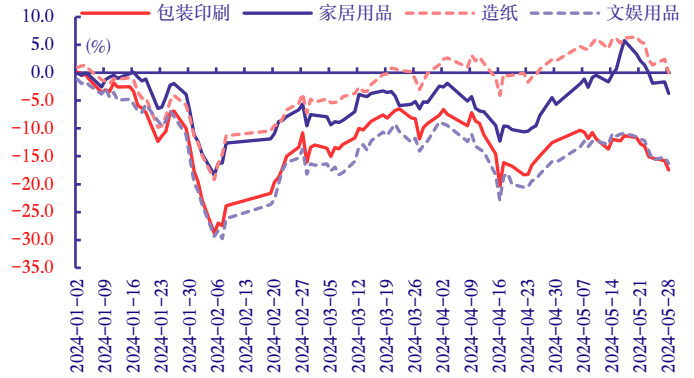
截至 5 月 28 日，年初至今，轻工制造行业收盘价下跌 8.07%。细分行业中，仅造纸上涨 0.02%，其余行业均下跌。其中，文娱用品和包装印刷跌幅较深。一季度，轻工制造行业持股市值占主动偏股型基金全部重仓股市值 1.17%，环比上升 0.32 个百分点，行业超配比例为 0.13 个百分点。细分行业中，所有行业持股市值均环比上升，家居用品、造纸、文娱用品均超配，仅包装印刷低配。

图41：2024年以来轻工制造行业累计涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

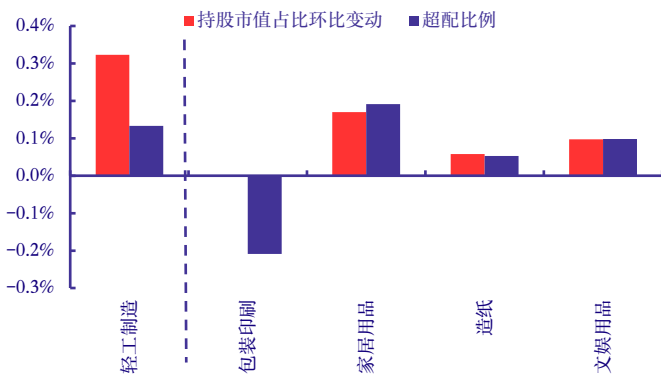
图42：轻工制造板块二级行业累计涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从估值水平来看，截至5月28日，轻工制造的PE(TTM)为22.77x，处于2010年以来16.22%分位数水平，其PB(LF)为1.66x，处于2010年以来7.05%分位数水平，估值总体处于历史较低水平。二级细分行业中，造纸和包装印刷的市盈率估值分位数处于历史中低水平，市净率估值处于历史较低水平；文娱用品、家居用品的市盈率、市净率估值均处于历史较低水平。

图43：主动偏股型基金2024Q1重仓股中轻工制造行业占比情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图44：轻工制造行业估值及分位数

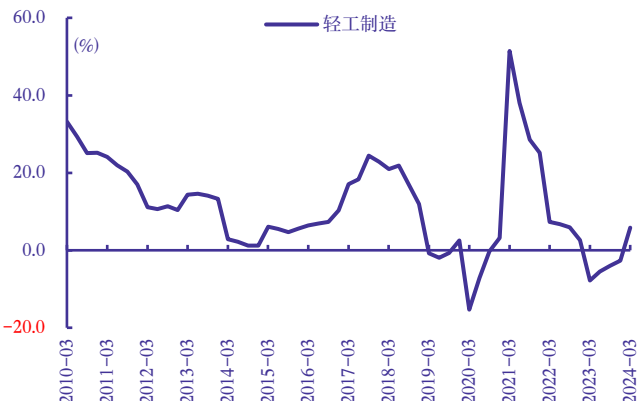
行业	PE(TTM) (倍)	PE(TTM) 分位数(%)	PB(LF) (倍)	PB(LF) 分位数(%)
轻工制造	22.77	16.22	1.66	7.05
包装印刷	30.29	48.00	1.64	0.39
家居用品	19.48	0.72	1.96	8.50
造纸	20.84	30.87	1.21	13.43
文娱用品	32.09	13.39	2.76	14.76

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：历史分位数为自2010年以来，截至2024年5月28日

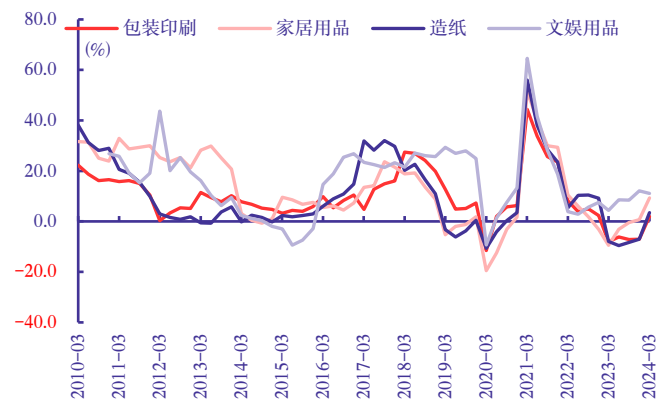
从营业收入累计同比增速来看，2023年轻工制造行业营业收入同比下降2.65%，创2010年以来年度增速新低。2024年一季度，轻工制造行业营业收入同比增长5.84%，较2023年全年水平明显上升；二级细分行业中，所有行业营收均实现正增长，其中，文娱用品增速最高，一季度同比增长11.09%。

图45：轻工制造行业营业收入累计同比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图46：轻工制造及二级行业营业收入累计同比

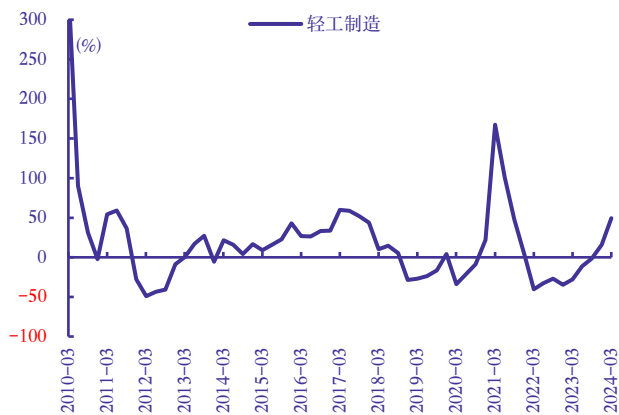


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从归母净利润累计同比增速来看，2023 年轻工制造行业增速为 15.86%，处于 2010 年以来年度增速从低到高 61.53%分位数水平。2024 年一季度，轻工制造行业归母净利润同比增长 49.41%；二级细分行业中，所有行业均实现归母净利润增长，其中，造纸行业归母净利润增速最高，为 2799.01%。

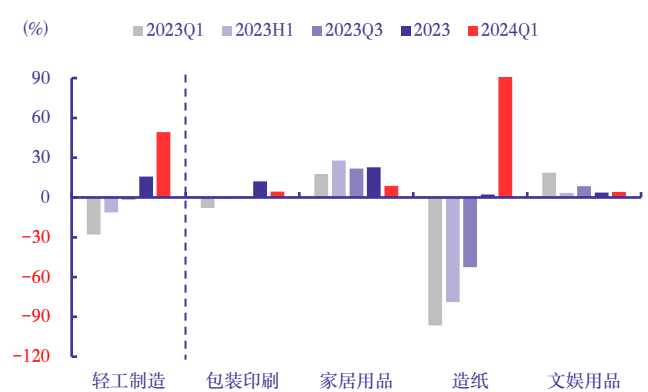
2024 年 3 月 13 日，国务院发布的《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》中提出，推动家装消费品换新，通过政府支持、企业让利等多种方式，支持居民开展旧房装修、厨卫等局部改造，持续推进居家适老化改造，积极培育智能家居等新型消费。推动家装样板间进商场、进社区、进平台，鼓励企业打造线上样板间，提供价格实惠的产品和服务，满足多样化消费需求。家居行业以旧换新政策有望促进行业向智能化、绿色化、高端化发展，在产品升级换代中，促进家居行业消费需求提升，从而带动家居行业估值修复。

图47：轻工制造行业归母净利润累计同比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图48：轻工制造及二级行业归母净利润累计同比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（七）社会服务

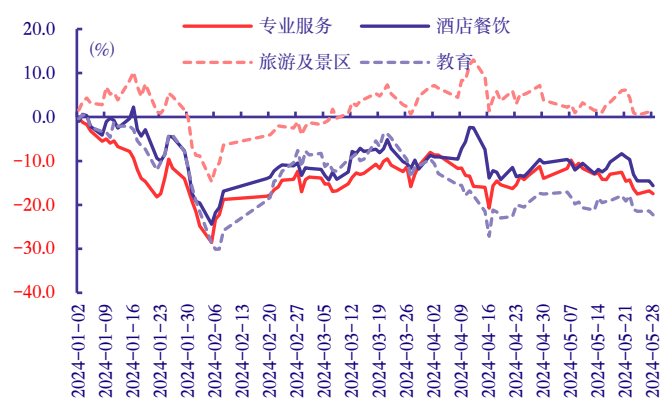
截至 5 月 28 日，年初至今，社会服务行业收盘价下跌 13.27%。二级细分行业中，仅旅游及景区微涨 0.63%，酒店餐饮下跌 15.64%，专业服务下跌 17.46%，教育下跌 22.26%。按主动偏股型基金的重仓股口径统计，2024 年一季度，社会服务行业持股市值占全部重仓市值的 0.50%，环比下降 0.15 个百分点，社会服务行业低配比例为 0.15 个百分点。二级细分行业中，所有行业持股市值占比均下降；仅酒店餐饮行业超配，旅游及景区、教育、专业服务均低配。

图49：2024 年以来社会服务行业累计涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

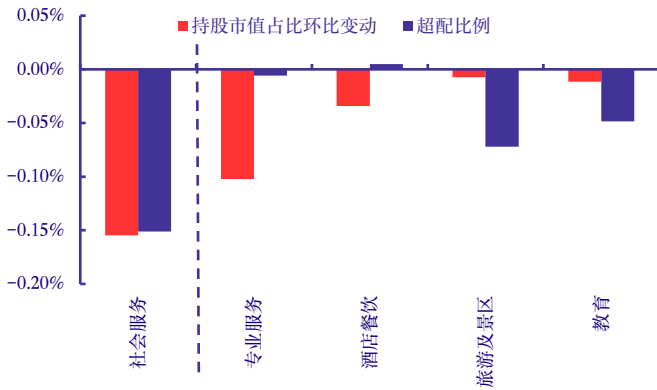
图50：社会服务板块二级行业累计涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从估值水平来看，截至5月28日，社会服务的PE(TTM)为25.96x，处于2010年以来0.57%分位数水平，其PB(LF)为2.57x，处于2010年以来1.26%分位数水平，估值总体处于历史上较低水平。二级细分行业中，教育行业的市盈率估值处于历史80.91%分位数水平，其市净率估值处于历史27.10%分位数水平，相对较高；旅游及景区行业的估值处于历史中低水平；酒店餐饮、专业服务的估值均处于历史较低水平。

图51：主动偏股型基金2024Q1重仓股中社会服务行业占比情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图52：社会服务行业估值及分位数

行业	PE(TTM) (倍)	PE(TTM) 分位数(%)	PB(LF) (倍)	PB(LF) 分位数(%)
社会服务	25.96	0.57	2.57	1.26
专业服务	25.35	2.86	2.29	2.56
酒店餐饮	32.87	25.17	2.11	4.43
旅游及景区	44.34	42.83	2.75	33.71
教育	112.56	80.91	3.04	27.10

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：历史分位数为自2010年以来，截至2024年5月28日

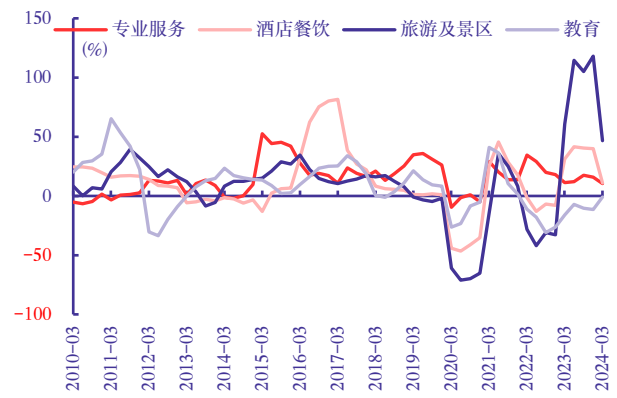
从营业收入累计同比增速来看，2023年社会服务行业营业收入同比增长32.69%，创2010年以来年度增速新高。2024年一季度，社会服务行业营业收入同比增长16.77%，较2023年全年水平有所下降；二级细分行业中，旅游及景区、酒店餐饮、专业服务营收均实现正增长，教育行业营收小幅下降。

图53：社会服务行业营业收入累计同比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图54：社会服务及二级行业营业收入累计同比

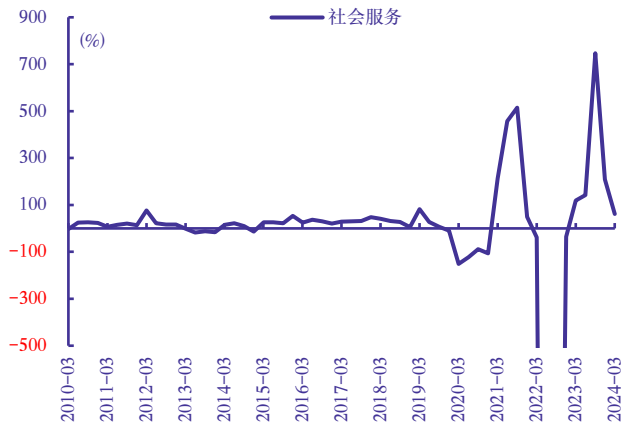


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从归母净利润累计同比增速来看，2023年社会服务行业增速为209.4%，创2010年年度增速新高。2024年一季度，社会服务行业归母净利润同比增长61.69%；二级细分行业中，旅游及景区、酒店餐饮、教育的归母净利润均实现增长，专业服务行业归母净利润有所下降。

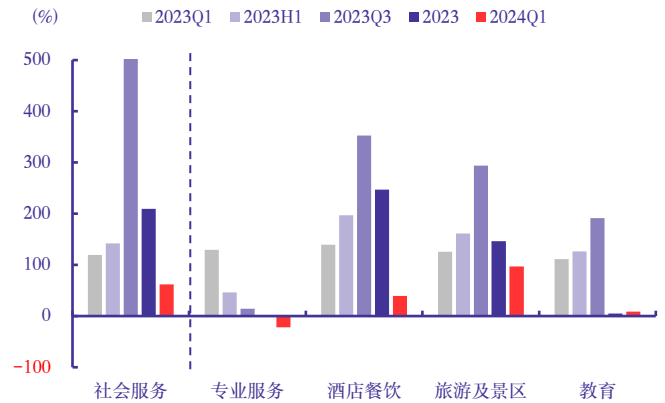
2024年3月13日，国务院发布的《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》中提出，提升教育文旅设备水平。推进索道缆车、游乐设备、演艺设备等文旅设备更新提升。2024年5月21日，国家发展改革委等部门发布《推动文化和旅游领域设备更新实施方案》，方案提出，力争到2027年，引导推动全国文化和旅游领域更新一批设施设备，保持相关投资规模持续稳定增长，全面提升服务质量，推动文化和旅游高质量发展。文化和旅游设备更新升级后，游客体验感将更好，景区吸引力有望进一步提升，从而提振社会服务行业业绩增速。

图55: 社会服务行业归母净利润累计同比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图56: 社会服务及二级行业归母净利润累计同比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

五、相关行业投资机会展望

(一) 机械设备: 三个维度掘金设备更新大市场

1. 机械设备板块五大细分行业 20 个子领域受益

政策支持, 大规模设备更新蓄势待发, 机械设备行业多角度受益。2月26日, 中央财经委员会第四次会议强调推动新一轮大规模设备更新, 要打好政策组合拳, 推动先进产能比重持续提升; 3月13日, 国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》, 到2027年, 工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较2023年增长25%以上(CAGR=5.7%), 在推进重点行业设备更新改造中提到聚焦钢铁、有色、石化、化工、建材、电力、机械、航空、船舶、轻纺、电子等重点行业, 大力推动生产设备、用能设备、发输配电设备等更新和技术改造; 3月27日, 工信部等七部门印发推动工业领域设备更新实施方案, 提出先进设备更新行动、数字化转型行动、绿色装备推广行动、本质安全水平提升行动四大行动。

机械设备作为大中游设备行业, 直接受益于设备更新政策。机械设备行业位居产业链中游, 下游为房地产、基建、汽车、3C、新能源、环保、纺织、农业生产、交通运输等行业, 在制造业各环节中具有不可替代的地位。机械设备行业包括专用设备制造业、通用设备制造业、运输设备制造业、仪器仪表制造业等。结合政策梳理以及子行业现状, 我们总结出机械设备行业五大行业 23 个细分子领域受益。

表7：机械设备五大细分板块 23 个子领域受益大规模设备更新政策

细分板块	细分子领域
通用设备	机床
	工业机器人
	注塑机
	激光器
工程机械	挖掘机
	轮式起重机
	塔式起重机
	泵车
	搅拌车
轨交设备	动车组
	机车
	货车
	客车
专用设备	城轨车辆
	煤机
	纺服设备
	石化化工设备
	透平机械
	电梯
	农机
	集装箱
	船舶
	仪器仪表

资料来源：中国银河证券研究院

我们从更新弹性、需求预判以及政策响应积极性三个维度对机械设备各细分子行业受益设备更新政策进行分析。

2. 维度 1：从保有量和寿命角度看更新带来的理论弹性

根据各细分子领域设备的保有量和更新寿命进行测算，理论更新弹性超过较高的行业有机床、工程机械后周期品种，铁路装备偏传统品种、农机、煤机及缝纫机。

表8：从保有量和寿命角度看更新给机械设备细分板块带来的理论弹性

细分板块	细分子领域	更新周期	保有量	23 年销量	更新弹性测算 (理论平均更新量/23 年销量)	弹性测算依据
通用设备	机床	10 年	800 万	76 万	131%	14-17 年金属加工机床产量年均约 107 万台套，对应 24-27 年年均更新量约 100 万台套，更新弹性 131%
	工业机器人	7 年上下	150 万上下	30 万	50%	2017-2019 年中国机器人年均销量约 15 万台
	注塑机	10 年	40 万以上	约 6 万台	73%	按照龙头海天国际的国内销售收入估算，2014-2017 年年均销售 57.5 亿，2023 年国内销售 79 亿
	激光器	3 至 4 年	150 万台以上	48 万台	77%	按照 24-27 年完成更新，年均更新 37

					万台，弹性为 77%	
工程机械	挖掘机	8-10 年	195 万 ~ 211.2 万台	19.5 万台	46%	2014-2017 年挖机销量年均约 9 万台
	汽车起重机	8-10 年	28.5 万 ~ 30.9 万台	24077 台	54%	2014-2017 汽车起重机销量年均约 1.3 万台
	塔式起重机	8-10 年	36.2 万 ~ 39.2 万台	18282 台	122%	2014-2017 年塔机销量年均约 2.2 万台
	泵车	8-10 年	5.44 万 ~ 5.91 万台	22 年为 2910 台, 23 年下滑	130%	2014-2017 年泵车销量年均约 3774 台
	搅拌车	8-10 年	50 万台以上	18150 台	193%	2014-2017 年混凝土搅拌车销量年均约 3.5 万台
轨交设备	动车组	20-30 年	35416 辆	1324 辆	未涉及更新	26 年起更新
	机车	25 年	2.24 万台, 其中内燃机车 7800 台	883 台	51%	按老旧机车占比一半, 24-27 年完成淘汰计算, 年均淘汰 900 台左右, 假设其中一半补充新车, 则年均更新 450 台左右, 更新弹性约 51%
	货车	20 年	100.5 万辆	33690 辆	136%	按照平均更新周期为 5 万辆/年更新需求
	客车	25 年	7.84 万辆	1240 辆	242%	按照平均更新周期为 3000 辆/年更新需求
	城轨车辆	25 年	7 万辆	5684 辆	较小	城轨车辆需求爆发期为十三五, 大的更新周期尚未来临
专用设备	煤机	5-8 年	2012 年至 2022 年, 共生产采煤机 8957 台、掘进机 17888 台、刮板输送机 28214 台、带式输送机 30845 台、液压支架 73.58 万余架	采煤机 642 台, 掘进机 1943 台, 刮板输送机 1439 台, 液压支架 64483 架, 皮带输送机 2510 台	90%	以采煤机为例, 按照 8 年更新周期, 2016-2019 年平均生产采煤机 577 台
	纺织服装设备	以缝纫机为例, 5-10 年	/	内销约 185 万台	162%	2014-2017 年工业缝纫机平均销量约 300 万套
	石化化工设备	以后段包装自动化设备为例, 7-10 年	/	/	80%	以博实股份为例, 2017-2019 年固体废物后处理设备平均收入约为 8 亿
	电梯	15 年	1062.98 万台	155 万台	26%	按 15 年更新周期计算, 2009-2012 年电梯年均产量约 40 万台, 则 24-27 年年均更新量约 40 万台, 更新弹性为 26%
	农机	10-15 年	2173.1 万台	23.01 万台	92%	09-12 年年均拖拉机销量约 246 万台, 但行业趋势为中大型化, 以一拖

						为例年均收入约为 106 亿元
集装箱	12-15 年	全球 5000 万 TEU, 中国铁路集装箱保有量 100 万 TEU	中集集团 23 年干货集装箱销量 66 万标准箱	69%		以中集集团为例, 1998-2001 年年均销售干货集装箱 45.7 万标准箱
船舶	20-25 年	全球船舶保有量 3500 万艘, 中国内河船舶保有量 11.5 万艘	2023 年我国造船完工量 4232 万载重吨	30%		2022 年我国船舶运力 2.98 亿载重吨, 假设全国老旧船舶及特检船舶运力占比为 17%, 则全国老旧及特检船舶运力为 5000 万载重吨左右
仪器仪表	科学仪器	8-10 年	13 万台	/	/	根据重大科研基础设施和大型科研仪器国家网络管理平台, 1955-2020 启用重大仪器设备 12.26 万台, 其中服役 10 年以上的共 4.92 万台, 若按 4 年进行更新, 则年均更新设备约 1.25 万台

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

3. 维度 2: 从周期位置和下游景气度角度预判需求紧迫性

按照规律推算, 当下正处在旧朱格拉周期的底部。08 年次贷危机以来, 中国资本开支增速在大规模刺激的两年后持续下滑, 中途虽有小幅波动, 但趋势不改。目前正逢政策调整驱动下的周期拐点, 但不同子行业周期位置不同。我们认为, 设备更新也需伴随需求景气, 在需求景气下提供弹性。符合景气向上 (或周期底部或成长性行业) 包括通用设备、工程机械、铁路装备、纺服设备、集装箱、船舶及科学仪器。

表9：从周期位置和下游景气度角度预判机械设备各细分领域需求紧迫性

细分板块	细分子领域	周期位置	需求景气度预判
通用设备	机床	大周期（更新周期）向上，小周期（库存周期）逐步见底回升	经济复苏+自主可控有望带动需求景气向上
	工业机器人	成长性行业，向上空间仍大	景气向上
	注塑机	周期复苏	下游需求复苏，带动景气向上
工程机械	激光器	激光行业上一轮周期于 2021 年达到高点，2014 底部更新周期开启	底部复苏
	挖掘机	国内市场需求 21 年周期高点后下滑，目前处于磨底阶段，海外需求 23 年至今下滑	底部复苏
	轮式起重机	国内市场需求 21 年周期高点后下滑，目前处于磨底阶段，海外持续增长	底部复苏
	塔式起重机	国内市场需求 21 年周期高点后下滑，目前处于磨底阶段，海外持续增长	底部复苏
	泵车	国内市场需求 21 年周期高点后下滑，目前处于磨底阶段，海外持续增长	底部复苏
	搅拌车	国内市场需求 21 年周期高点后下滑，目前处于磨底阶段，海外持续增长	底部复苏
	动车组	2014-2016 年为采购高峰期，2020-2022 三年受损于疫情影响铁路客流下降，目前处于恢复式招标阶段	客运量复苏带动动车组采购需求向上
轨交设备	机车	行业处于稳定成熟期较为平稳	铁路货运稳定小幅向上，未来有望受益于公转铁
	货车	行业处于稳定成熟期较为平稳	铁路货运稳定小幅向上，未来有望受益于公转铁
	客车	行业虽处于稳定成熟期，但需求被高铁替代	高铁替代，普通客车下行
	城轨车辆	缓慢下行	城轨新增建设里程缓慢下行
专用设备	煤机	在 2019 至 2024 年迎来新一轮的更新换代潮，当前或处于周期高点	周期高点需求或放缓，设备受益于智能化改造
	纺服设备	处于周期底部	有望随出海景气复苏
	石化化工设备	当前或处于周期高点	周期高点需求或放缓，设备受益于低碳化智能化改造
	电梯	房地产后周期行业，行业大周期下行，受房地产政策影响边际改善	更新+老旧小区改造带动需求改善
	农机	国内需求受补贴政策影响，出海趋势向上	农业智能化带动高端智能农机需求增长，国四切换推动存量替换
	船舶	更新周期底部	更新+集装箱船释放
仪器仪表	科学仪器	成长性较高	景气向上

资料来源：WIND，中国银河证券研究院

4. 维度 3：从下游性质和格局看政策响应积极性——央国企有望先行

我们认为，这次提新一轮大规模设备更新是由中央精神推动，推测政策目的一方面为使用少量资金撬动一波投资拉动经济增长，另一方面推动制造升级及工业数字化转型，因此首先受益的方向为对国家政策响应较快的行业，特征为（1）下游大多为央国企，（2）下游集中度相对较高，（3）下游具备资本开支的实力，符合以上条件的细分板块包括：铁路装备、石化装备、煤机、船舶等。另外此次大规模设备更新强调贴合新质生产力方向，低碳化、智能化，在新方向上布局的企业受益。

5. 投资建议及推荐标的

结合受益弹性、需求景气度及政策影响积极性排序，设备更新推荐铁路装备、机床、工程机械及船舶，铁路装备板块推荐中国中车、时代电气，机床板块推荐创世纪、海天精工、纽威数控，工程机械板块推荐三一重工、徐工机械、中联重科、柳工，船舶板块推荐中国船舶。

表10: 机械行业关于“设备更新-以旧换新”标的推荐理由、盈利预测、估值(截止2024年5月30日)

股票代码	股票名称	推荐理由	EPS (元)				PE(X)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
601766.SH	中国中车	全球轨交装备龙头, 受益客流复苏及设备更新	0.41	0.47	0.52	0.59	17	15	13	12
688187.SH	时代电气	轨交牵引系统龙头受益设备更新, 新兴装备业务持续成长	2.19	2.56	2.97	3.40	21	18	16	14
300083.SZ	创世纪	3C 复苏乘势而上, 高端通用踏浪前行	0.12	0.25	0.32	0.37	53	26	20	17
601882.SH	海天精工	国内数控系统龙头, 受益设备更新及出海	1.17	1.38	1.63	1.91	21	18	15	13
688697.SH	纽威数控	国产数控机床领先者受益设备更新, 海外市场持续拓展	0.97	1.15	1.37	1.62	18	15	13	11
600031.SH	三一重工	工程机械龙头, 向全球化迈进	0.53	0.75	0.97	1.18	30	22	17	14
000425.SZ	徐工机械	老牌工程机械龙头受益设备更新, 混改推进释放业绩弹性	0.45	0.57	0.72	0.91	17	13	10	8
000157.SZ	中联重科	新老业务共振发展, 海外布局成效显著	0.43	0.53	0.67	0.82	19	15	12	10
000528.SZ	柳工	老牌工程机械国企, 改革焕发新活力	0.44	0.67	0.91	1.16	23	16	11	9
600150.SH	中国船舶	全球造船龙头, 景气向上	0.66	1.24	1.97	2.53	54	29	18	14

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 医药: 政策引导设备采购需求释放, 国产头部厂商有望充分受益

1. 医疗设备换新需求客观存在, 政策引导各级医疗机构需求释放

2024年3月, 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》, 明确提到至2027年医疗领域设备投资规模较2023年增长25%以上, 并提出加强优质高效医疗卫生服务体系建设, 推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级, 鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造。推动医疗机构病房改造提升, 补齐病房环境与设施短板。此后各省陆续发布相应实施方案, 其中浙江省更是明确提出到2027年医疗设备投资规模较2023年增长30%以上的目标; 山东省提出实施村卫生室改造提升行动、全面优化硬件设备; 甘肃省提出县级以下医疗卫生机构装备配置达标率达到100%。

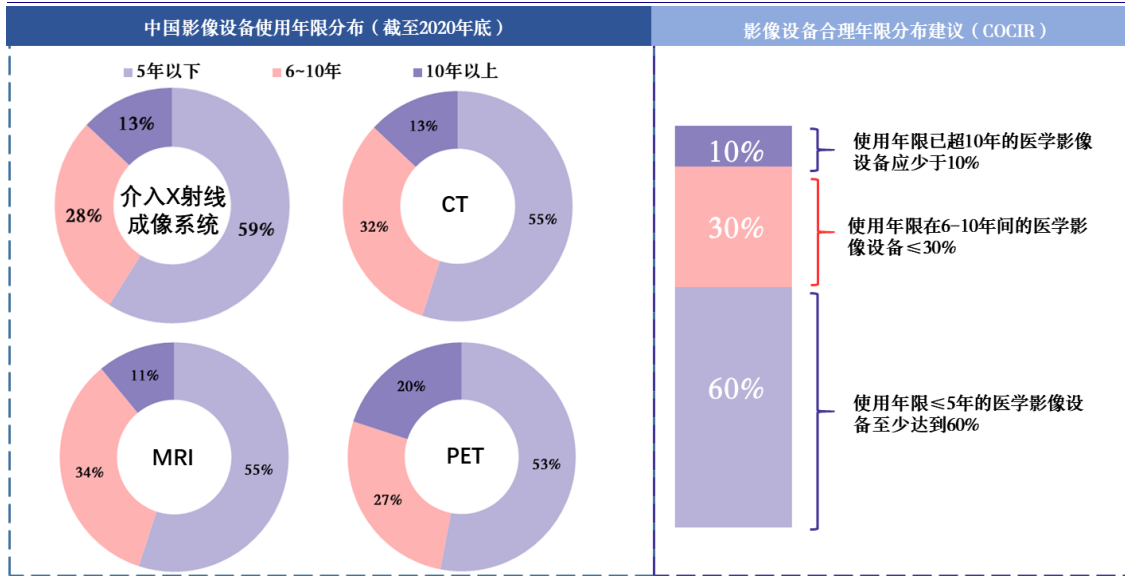
图57：部分省、自治区、直辖市推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案

省/市	政策内容
重庆	支持医疗设备迭代更新。支持有条件的医疗机构加快更新使用年限达 8 年及以上的医学影像、放射治疗、远程诊疗、检验检测等设备，推进基层医疗卫生机构设施设备升级换代，提升常见病、多发病诊治诊断能力。到2027 年，全市累计更新各类医疗设备 5.35 万台。推动电子病历、医疗监护、远程医疗等信息化设施设备和血压计、心电图机、监护仪等通用设备更新，持续推进病房改造提升。到 2027 年，全市更新信息化设施设备5.32 万台，2—3 人间病房占比不低于80%，通用设备数量较2023年增长 25%以上。
山西	推进医疗装备更新改造：重点依托国家级、省级区域医疗中心，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、手术机器人、检验检查等医疗装备更新改造。积极推进我省前沿医疗装备的技术科研与应用。推进医院病房改造提升：加强基层医疗卫生机构基础设施建设。 推动智慧医疗建设应用。加快智能、新型医疗装备应用推广和信息化设施迭代升级。鼓励加大智慧医院、移动智慧医疗、远程诊疗、医院信息标准化建设投入,有序推进电子健康卡和数字影像云建设,拓展医疗健康数字化应用场景。
江苏	推动卫生健康领域设备更新。推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级， 鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备和信息化设施更新，到2027年力争更新24万台（套）。 推动医疗机构开展病房改造，补齐病房环境与设施短板。
浙江	开展以县级为重点的医疗装备更新。推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级， 到2027年县级以下医疗卫生机构装备配置达标率达到100% 。支持具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造， 到2027年力争医疗装备投资规模较2023年增长30%以上。 推进医疗卫生基础设施建设。加快推动浙江大学医学院附属第一医院余杭院区二期建设工程（国家医学中心〔筹〕）、省公共卫生临床中心建设。争取国家医疗卫生应急综合实训基地项目（东部）落户浙江。推动医疗卫生机构消防安防基础设施设备更新改造。推进公立医院病房改造，优化病房结构，完善病房设施， 到2027年2—3人间病房比例超过80%，适度提高以妇产科、儿科、老年科等为重点的单人间病房比例。
安徽	推进医疗设备设施迭代升级。加强优质高效医疗卫生服务体系建设，推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人、智能养老康复辅具等医疗装备更新改造，拓展医疗健康数字化应用场景。推动医疗机构病房改造提升，优先支持医院将具备条件的四人间及以上病房改造为二人间或三人间，鼓励具备条件的医院适当增加单人间比例，推进适老化、便利化改造，优化病区内部流线布局和医院停车设施，提升标准化、智能化、人性化水平。 到2027年，全省二级以上公立医院2—3人间病房比例超过
江西	推进医疗装备更新改造。加快医疗卫生机构医疗设备设施迭代升级， 推动各级医院X线计算机断层扫描、磁共振成像系统等医学影像设备和医用直线加速器放射治疗设备的更新购置。
湖北	强化医疗设备改造。加快推进全省数智化病理服务体系建设，支持各地建设规范化的区域病理诊断中心。加快以电子病历为核心的医院信息系统建设。鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像类、放射治疗类、远程医疗类、手术机器人等医疗设备更新，提升基层医疗设备水平。实施医疗机构病房改造升级，增加二人间、三人间比例，完善无障碍设施， 力争到2027年，每年更新CT、核磁共振、DR、彩超、直线加速器等设备300台套，改造病床10,000个。
广东	推进医疗设备设施迭代升级。推动医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，鼓励具备条件的医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造。推动医疗机构病房改造提升，优化住院诊疗服务。 探索推进医疗装备产品“购买技术服务”和设备租赁等新模式。
甘肃	补齐医疗领域设备短板。结合自身功能定位、技术水平、学科发展和群众健康需求，加强优质高效医疗卫生服务体系建设，引导医疗机构合理配置适宜设备。鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、手术机器人等医疗装备更新改造，探索前沿医疗装备技术科研与应用。推进医疗机构补齐病房环境与设备短板，加强病房适老化、便利化改造，逐步提高医院病房设备配置标准。加快智能、新型医疗装备应用推广和信息化设备迭代升级，拓展医疗健康数字化应用场景。 到2027年，县级以下医疗卫生机构装备配置达标率达到100%。
青海	鼓励具备条件的医疗机构根据自身功能定位、技术水平、学科发展和群众健康需求,加快医学影像、放射治疗、手术机器人、检验检查等医疗装备更新改造,促进优质医疗资源扩容提质。推进医疗机构病房便利化、标准化、智能化改造,完善配套设施设备,提升患者就医体验。 推动智慧医院、移动智慧医疗、远程诊疗、医院信息标准化建设,有序推进电子健康卡和数字影像云建设,拓展医疗健康数字化应用场景。

资料来源：各省、自治区、直辖市人民政府官网，中国银河证券研究院

我国基层医院设备更新周期较长，部分设备存超期限使用情况。据国务院发布的《医疗器械监督管理条例》，大部分厂家的放射类设备使用期限为 8-10 年，超声、检验类设备使用期限 6-8 年，而我国基层医院、社区卫生服务中心等基层机构医疗设备更新频率相对较慢，部分可能超 10 年使用年限。据 COCIR《医学成像设备年限及分布（2021 年）》，从 CT、MRI、介入系统、PET 设备来看，截至 2020 年底中国使用年限在 1~5 年的设备占比处 50~60% 间，略低于“使用年限≤5 年的医学影像设备至少达到 60%”的建议；使用年限在 6-10 年的设备占比处 25%-35% 间，与“使用年限在 6-10 年间的医学影像设备≤30%”的建议基本相符；使用年限超 10 年的设备占比处 10%~20% 间，高于“使用年限已超 10 年的医学影像设备应少于 10%”的建议。此外，考虑到我国等级医院（尤其是大型三甲医院）诊疗量常年高位运转，设备使用频率趋于饱和，预计我国设备在实际使用中的老化速度快于海外国家。

图58：中国影像设备使用年限分布（截至 2022 年底）及合理年限分布建议



资料来源：COCIR《医学成像设备年限及分布（2021年）》，中国银河证券研究院

医疗设备/器械超期限使用具多种弊端，或引发医疗质量甚至人身安全风险：①性能下降：设备老化后出现部件磨损、性能降低，超校准周期设备的数据准确性可能会受到影响；②安全隐患：故障率增加可能会引起潜在安全风险，对患者和医护人员造成伤害；③维护成本增加：设备老化后通常引发更为频繁的维修和维护需求；④技术及标准落后：超期限使用设备或不符最新安全/性能标准，亦无法提供较新的技术功能；⑤法律风险：据国务院发布的《医疗器械监督管理条例》，医疗机构不可“经营、使用无合格证明文件、过期、失效、淘汰的医疗器械”，违反条例的医疗机构可能会面临处罚。

医疗设备以旧换新商机测算：普通病床+ICU 病床+影像设备 ≈ 650 亿元

①普通病床：据国家卫健委《医疗机构设置规划指导原则（2021-2025年）》，至2025年医疗机构设置规划主要指标之一是千人床位数，指导性要求为7.4-7.5床/千人，对应总床位数约1,050~1,060万张。通常医院普通病床每床或多床设备配置主要包括：床旁监护系统、供氧设备、心脏除颤仪、输液泵、移动DR、心电图机等，单床平均建设成本约5-15万元（取中位数10万元），相关设备通常折旧年限在5~10年，考虑占比较大的低等级医院换新节奏偏缓，取中位数偏上的9.0年，假设设备更新成本占新建的10%，则按2025年床位数计算，每年普通床位更新换代商机约120亿元规模。

②ICU 病床：据国家卫健委等八部门联合发布的《关于加强重症医学医疗服务能力建设的意见》，到2025年末，全国重症医学床位达15张/10万人，可转换重症医学床位达10张/10万人，对应ICU床位数约21万张，可转换ICU床位数约14万张。据卫健委《综合ICU设备配置参考标准》，规定ICU病房设备配置需包括基础设备、呼吸治疗设备、其他治疗设备、监测设备、抢救设备、转运设备、消毒设备等，一张ICU床位建设成本在40万~100万之间（取中位数70万）；可转换ICU床位须配置必要医疗设备（如监护仪、呼吸机等）并符合感染防控要求，预计一张可转换ICU床位设备配备成本约20~60万元（取中位数40万）。ICU相关设备通常折旧年限在5~10年（取中位数7.5年），假设设备更新成本占新建的30%，则按2027年床位数计算，每年ICU床位更新换代商机约60亿元规模，可转换ICU床位更新换代商机约20亿元

规模，故设备换新带来的 ICU+可转换 ICU 床位增量商机合计约 80 亿元/年。

③**影像设备**：据 COCIR《医学成像设备年限及分布（2021 年）》，截至 2021 年，我国 CT、MRI、介入 X 射线成像系统、PET 四类设备每百万人保有量分别为 14.7 台、6.0 台、4.9 台、0.4 台，故全国保有量共计分别约 2.1 万台、0.85 万台、0.69 万台、0.06 万台，对应折旧年限通常为 6 年、6 年、8 年及 8 年，当年设备平均采购单价分别约为 500 万元、1,300 万元、800 万元、3,000 万元，测算到影像设备（CT+MRI+DSA+PET）换新商机合计约为 450 亿元。

医药行业关于“设备更新-以旧换新”标的推荐：①迈瑞医疗：广阔纵深保障稳增长，向全球器械龙头迈进；②联影医疗：高端产品加速放量，国内市占率稳健前列；③安图生物：国产化学发光龙头，分子及流水线驱动未来成长；④海尔生物：非储存业务布局持续完善，长期增长前景良好；⑤万孚生物：国内 POCT 诊断龙头，重点战略领域不断获突破进展；⑥开立医疗：国产超声及内镜头部企业，中高端产线持续丰富；⑦海泰新光：医用内窥镜和光学产品领先厂商，有望持续受益高端设备国产替代；⑧华大智造：技术立身、放眼全球的国产测序仪龙头；⑨新产业：国产化学发光龙头，高端机型及流水线装机带动试剂快速增长；⑩亚辉龙：差异化发展特色业务，化学发光高速增长。

表11：医药行业关于“设备更新-以旧换新”标的推荐理由、盈利预测、估值（截止 2024 年 5 月 28 日）

股票代码	股票名称	推荐理由	EPS (元)				PE(X)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
300760.SZ	迈瑞医疗	广阔纵深保障稳增长，向全球器械龙头迈进	9.55	11.56	13.99	16.86	31.25	25.81	21.33	17.70
688271.SH	联影医疗	高端产品加速放量，国内市占率稳健前列	2.4	2.94	3.69	4.58	52.10	42.53	33.89	27.30
603658.SH	安图生物	国产化学发光龙头，分子及流水线驱动未来成长	2.08	2.65	3.31	4.08	24.41	19.16	15.34	12.45
688139.SH	海尔生物	非储存业务布局持续完善，长期增长前景良好	1.28	1.73	2.15	2.63	30.63	22.66	18.23	14.90
300482.SZ	万孚生物	国内 POCT 诊断龙头，重点战略领域不断获突破进展	1.03	1.39	1.72	2.08	26.90	19.94	16.11	13.32
300633.SZ	开立医疗	国产超声及内镜头部企业，中高端产线持续丰富	1.06	1.27	1.62	2.05	36.35	30.34	23.78	18.80
688677.SH	海泰新光	医用内窥镜和光学产品领先厂商，有望持续受益高端设备国产替代	1.2	1.66	2.09	2.62	35.63	25.76	20.46	16.32
688114.SH	华大智造	技术立身、放眼全球的国产测序仪龙头	-1.46	-0.59	-0.05	0.58	-	-	-	90.72
300832.SZ	新产业	国产化学发光龙头，高端机型及流水线装机带动试剂快速增长	2.1	2.63	3.23	3.91	35.72	28.52	23.23	19.19
688575.SH	亚辉龙	差异化发展特色业务，化学发光高速增长	0.62	0.85	1.1	1.39	37.61	27.44	21.20	16.78

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（三）交通运输：国家强化“以旧换新”支持补贴力度，船舶、高铁长期运营成本有望降低

1. 航运行业投资机会展望

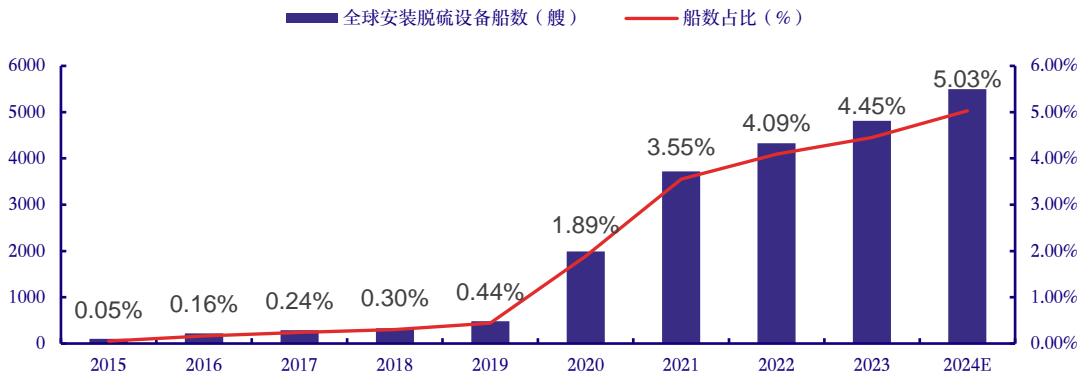
IMO 强化脱碳环保政策背景下，我国船东或受益于船龄降低、长期运营成本下降。近年来，IMO 持续强调脱碳环保战略的重要性。2018 年，IMO 通过 GHG 战略，旨在减少船舶温室气体排放；2019 年，IMO 压载水公约生效，旨在减少船舶压载水、沉积物对海洋的污染破坏；2020 年，IMO 开始实施脱硫令，对全球范围内的航行船舶实行 0.5% m/m 的低硫燃油标准（即必须使用含硫量不超过 0.5% m/m 的燃油，安装脱硫器除外）。2023 年，EEXI、CII 指标生效，对船舶设计建造的低碳要求进一步提高。由此可见，未来在全球主要航线通行的老旧船舶会面临更大的环保减排约束力。伴随我国航运业“以旧换新”提速，我国船东加快推进老旧船舶拆解、并替换符合脱碳环保政策要求的新船，一方面，平均船龄或将进一步降低，另一方面有望进一步拓展其在全球范围内（欧盟地区为主）的航线网络有效辐射范围，降低长期运营成本，提升盈利水平。

表12：近 5 年 IMO 重要环保政策公约内容梳理

时间	政策/公约简称	政策内容
2018 年	GHG 战略	2018 年 IMO 通过温室气体（GHG）初始战略，以在本世纪末之前尽快实现该行业的脱碳，为在 MARPOL 内部制定和采取进一步措施以提高船舶能效奠定了政策框架。
2019 年	压载水公约	2019 年 1 月 22 日《国际船舶压载水和沉积物控制与管理公约》在我国正式生效，规定所有远洋船舶在 2024 年 9 月 8 日之后都需要安装压载水管理系统。
2020 年	脱硫令	2016 年 10 月，IMO 通过了全球航行船舶使用 0.5%低硫燃油标准。2020 年 1 月 1 日起，全球范围内的限硫令开始实施。船舶在全球范围内都必须使用含硫量不超过 0.5% m/m 的燃油，如果船舶安装了脱硫器，可以继续使用硫含量超过 0.5% m/m 的燃油。
2023 年	EEXI、CII	EEXI 要求所有现役船舶必须满足特定的 CO2 排放要求，船舶需要先进行初步评估，然后获得初步技术文件许可，并最终得到 EEXI 的合规认证。CII 要求船舶必须记录燃油消耗、航行距离和航行时间，以满足 IMO 的数据收集要求用于计算船舶的年效比（AER）。

资料来源：IMO，中国船东协会，中国船检，中国海洋报，中国自然资源部，赫瓊《论单壳油船的淘汰及其对我国的影响》等，中国银河证券研究院

图59：全球安装脱硫设备船数量及占比情况



资料来源：Clarksons，中国银河证券研究院

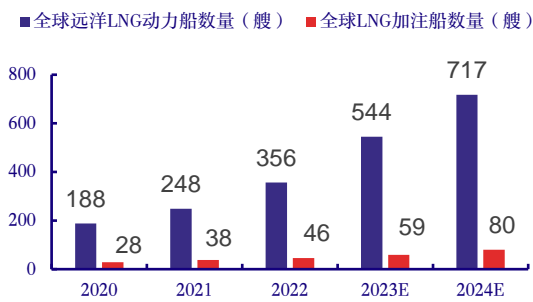
表13: 主要船公司安装脱硫设备情况梳理

船公司	安装脱硫设备情况
MSC	2023年, MSC 已为船队新增了 890,000TEU 安装脱硫塔的船舶, 约占上年船队新增船队数量的一半, 包括新造船、二手船。当前, MSC 拥有 54% 的船舶安装了脱硫塔。
长荣海运	当前, 长荣海运拥有 84% 的船舶安装了脱硫塔, 是船队船舶安装脱硫塔占比最高的船公司。
HMM	当前, HMM 拥有 83% 的船舶安装了脱硫塔, 占比仅次于长荣海运。
马士基、达飞、中远海运、赫伯罗特、ONE、阳明海运	在 2023 年, 增加了其船队船舶安装脱硫塔船舶的比例。

资料来源: 信德海事, 公司官网, 中国银河证券研究院

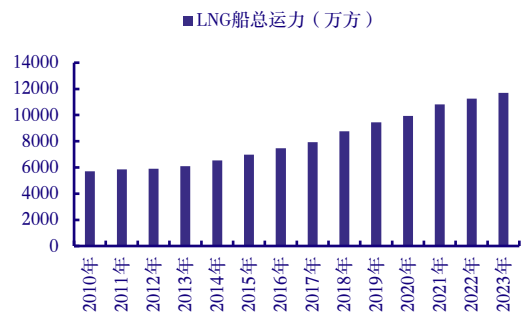
我国 LNG 船、电动船舶等新能源动力船运营规模或加速增长。根据前文提到的 IMO 低碳环保公约条款约束, 叠加我国国家层面“以旧换新”政策推动支持, 我国 LNG 船、电动船舶等新能源动力船舶也或将迎来一波新发展机遇。根据 Alternative Fuel Insight 的预测, 2024 年全球 LNG 动力船数量或达到 717 艘。

图60: 全球 LNG 船数量



资料来源: Alternative Fuel Insight, 中国银河证券研究院

图61: 全球 LNG 船总运力水平稳步增长



资料来源: Clarksons, 中国银河证券研究院

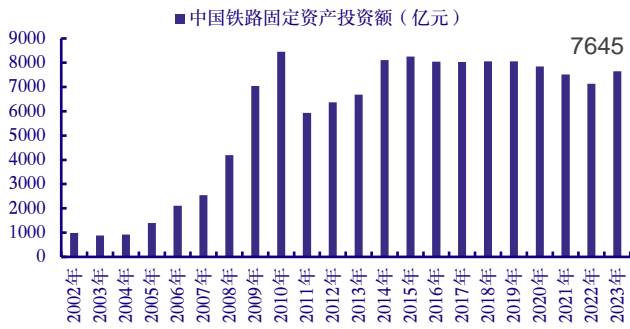
《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》, 提出强化对老旧营运货车及船舶更新的财政补贴政策支持力度。在国家补贴的支持下, 更进一步确保船东老旧船舶淘汰换新进程加快完成。

2. 铁路行业投资机会展望

我国铁路固定资产投资水平高位增长, 国铁集团积极支持高铁“以旧换新”升级发展。2023年, 我国铁路固定资产投资额达 7645 亿元, 同比增长+7.13%, 当前维持高位增长水平。2024年5月, 国铁集团发布年内首次动车组招标情况, 2024年国铁动车第一次采购招标量为 165 标准组, 已超过 2023 年全年招标量 (164 标准组), 超出此前预期。由此可见, 伴随行业需求持续修复, 国铁集团的投资及采购意愿显著增强; 同时, 根据国铁集团年报数据可见, 近年来, 国铁集团资产负债率稳定在 65% 左右水平, 负债规模维持稳定, 为国铁集团进一步增加投资及采购规模提供了保障。

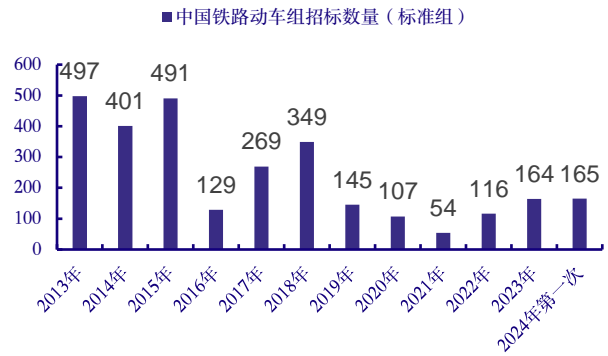
我们认为, 在国家层面“以旧换新”政策导向驱动下, 国铁集团或将进一步增加对我国高铁行业发展升级的拉动支持力度, 我国高铁行业有望迎来更强的增长动力。

图62：中国历年铁路固定资产投资额



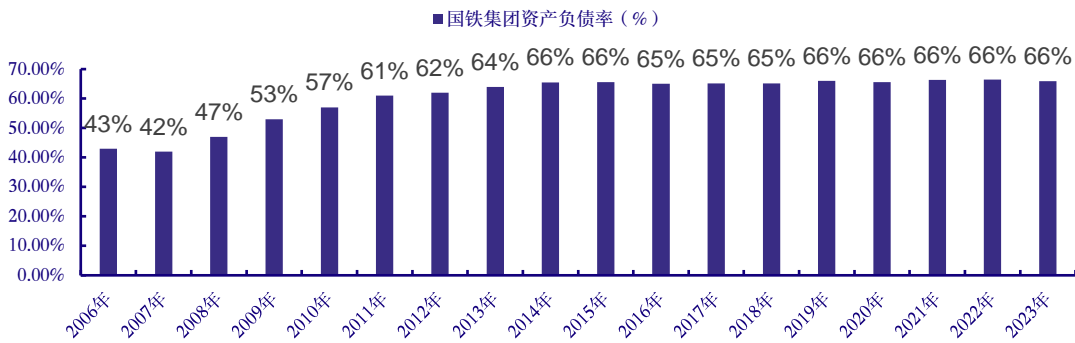
资料来源：Alternative Fuel Insight, 中国银河证券研究院

图63：2013-2024年中国铁路动车组历年招标数量



资料来源：国铁采购网, 中国银河证券研究院

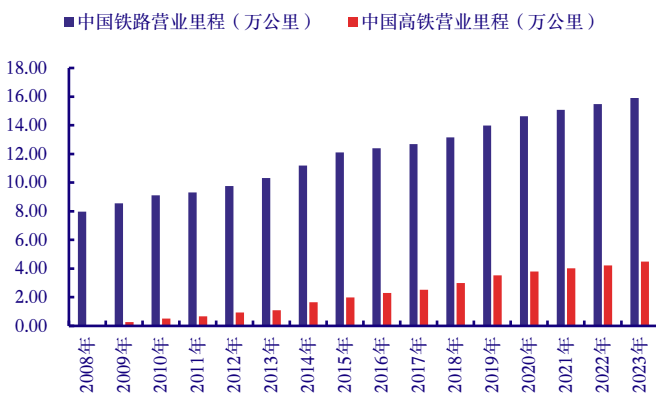
图64：近年来国铁集团资产负债率增速放缓



资料来源：国铁集团年报, 中国银河证券研究院

高铁“以旧换新”推动“八纵八横”高铁网络加快建设，行业需求具备强劲释放潜力。2016年，我国发改委、交通部、国铁集团共同印发《中长期铁路网规划》（2016-2025年），规划提出构筑“八纵八横”高速铁路主通道网。在规划指引下，我国高铁网络加快建设发展，截至2023年，我国铁路营业里程达15.9万公里，高铁营业里程为4.5万公里，同比分别增长+2.58%、+7.14%；其中，至2023年11月，“八纵八横”高铁网已建成投产3.61万公里，占比约达80%。

图65：中国铁路及高铁营业里程



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图66：中国“八纵八横”高铁网络图



资料来源：国铁集团, 中国政府网, 中国银河证券研究院

（四）汽车：中央与地方紧密配合推出“以旧换新”补贴细则，预计为全年车市带来 100-200 万销售增量

“以旧换新”细则正式发布，对报废落后产品给予较大补贴力度。本轮以旧换新最早由国务院于 3 月 13 日发布的《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》中提出并提到“组织开展全国汽车以旧换新活动、推动二手车市场交易、降低贷款首付比”等措施。2024 年 4 月 26 日，商务部、财政部等 7 部门联合发布《汽车以旧换新补贴实施细则》，明确了汽车行业以旧换新补贴标准，对报废国三及以下标准燃油乘用车或 6 年以上使用寿命的新能源乘用车并购置新能源车的个人消费者补贴 1 万元，报废后购置 2.0L 及以下排量燃油车补贴 7000 元。不同于此前的新能源车购置补贴、购置税减免和燃油车购置税减半等普惠性补贴，本次补贴主要针对当前性能明显落后的存量产品，刺激消费者换购需求释放，推动汽车行业的落后产品出清。

地方政策积极配合，额外推出置换补贴。《汽车以旧换新补贴实施细则》中提到“补贴资金由中央财政和地方财政按一定比例共担”，为配合中央政策，各省级地方政府陆续发布地方性的以旧换新补贴细则，加速政策向消费者的触达。同时，为进一步激发当地汽车消费潜力，不少地方政府在报废更新补贴之外以政策或消费季活动等形式增设置换补贴，覆盖现有产品不满足报废要求但仍存在潜在换购需求的消费群体，置换补贴政策明显向新能源车倾斜，此举一方面能够刺激更广范围消费者的换购需求，推动新能源汽车市场扩容；另一方面，置换补贴政策有望为二手车市场带来更多优质车源，促进二手车市场发展，进而形成对新车市场的拉动效应。

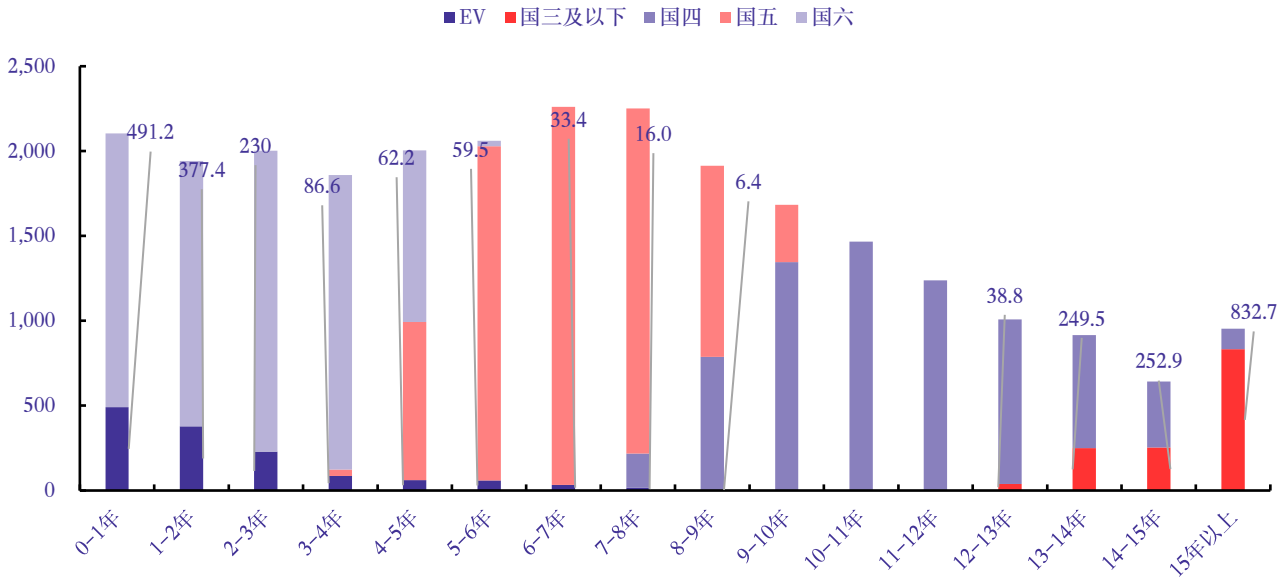
符合报废标准的汽车保有量超过 1400 万辆，以旧换新补贴政策有望拉动 100-200 万辆销售增量，带来 1700~3400 亿元消费规模。据中汽数据，截止 2023 年底，我国乘用车保有量达 2.78 亿辆。其中国三及以下乘用车保有量达 1378.8 万辆，车龄在 6 年以上的新能源乘用车保有量达 55.8 万辆，符合《汽车以旧换新补贴实施细则》标准的可报废汽车保有量超过 1400 万辆，据中汽中心预测，本轮报废焕新可为国内市场带来 100 万-200 万左右增量规模，其中新能源乘用车和燃油车各占比一半，约 50 万-100 万辆。根据乘联会统计数据，2023 年新购乘用车的平均单价为 16.71 万元，我们按照新车平均售价 17 万元测算，合计带来 1700 亿-3400 亿左右消费规模提升。

表14：地方政府在响应中央号召之外额外推出置换补贴，进一步刺激换购需求释放

时间	地区	政策/活动名称	置换补贴详情		
			车价	新能源车置换补贴	燃油车置换补贴
2024/4/22	广西	“焕新启程·驾驭精彩” 汽车以旧换新购车补贴活动	3万元（含）至8万元	2000元	-
			8万元（含）至15万元	3000元	-
			15万元（含）以上	5000元	-
2024/4/28	广东	消费品以旧换新行动暨 “家520”购物季（夏季促消费）活动	7万元（含）至15万元	3000元	2000元
			15万元（含）至25万元	5000元	4000元
			25万元（含）以上	8000元	7000元
2024/5/1	重庆	《“爱尚重庆”消费品以旧换新实施方案》	裸车价20万元以下	2000元	-
			裸车价20万元及以上	3000元	-
2024/5/13	宁夏	《宁夏回族自治区推动消费品以旧换新实施方案》	-	最高4000元	最高3000元
2024/5/16	海南	《2024年海南省汽车置换更新补贴实施细则》	10万元（不含）以下	3000元	-
			10万元（含）-20万元	4000元	-
			20万元（含）-30万元	5000元	-
			30万元（含）以上	6000元	-
2024/5/22	湖南	2024“惠购湘车”汽车以旧换新促销活动	5万元（含）至10万元	3600元	3000元
			10万元（含）至25万元	4800元	4000元
			25万元（含）以上	6000元	5000元
2024/5/23	湖北	《湖北省推动消费品以旧换新实施方案》	6万元（含）至10万元	3000元	2000元
			10万元（含）至20万元	5000元	4000元
			20万元（含）以上	7000元	6000元
2024/5/1	西安	《2024年西安市汽车以旧换新和促进消费活动实施细则》	车价	新购新能源车补贴	换购新能源车补贴
			10万元（不含）以下	1000元	
			10万元（含）至20万元	3000元	额外1000元
			20万元（含）以上	5000元	

资料来源：各地方政府商务厅网站，中国银河证券研究院

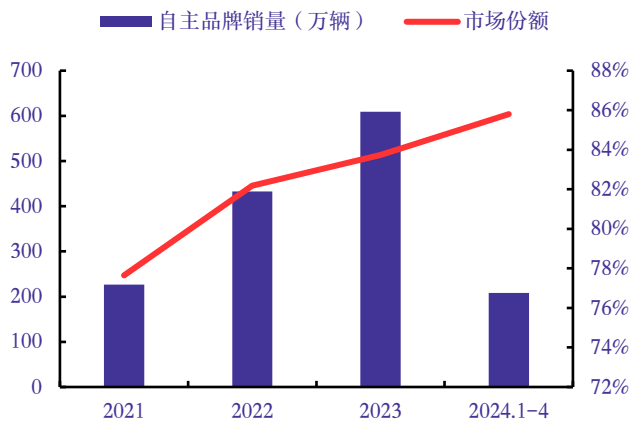
图67：当前符合报废更新条件的汽车保有量超过 1400 万辆，政策有望拉动 100-200 万销售增量（万辆）



资料来源：中汽中心，中国银河证券研究院

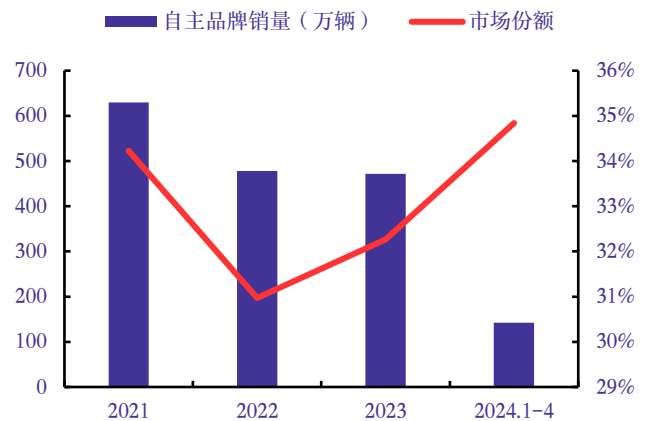
自主品牌在燃油车与新能源车市场的市占率均处于稳定增长态势，预计将更受益于以旧换新政策红利。据 Marklines 数据，2024 年 1-4 月，自主品牌新能源产品实现国内零售 208.07 万辆，同比+47.81%，市场份额同比上升 4.15pct 至 85.80%，自主品牌新能源市场市占率稳居 80% 之上并持续保持向上态势，已经实现对外资品牌的全面超越。2024 年 1-4 月，自主品牌燃油产品实现国内零售 142.24 万辆，同比+4.07%，市场份额同比上升 2.08pct 至 34.84%，在新能源持续替代的背景下，自主品牌燃油产品销量实现逆势增长，主要受益于新能源产品热销带来的品牌形象的持续增长，推动消费者由合资向自主转化，新能源产品的持续强势表现带来的品牌效应有望助力自主品牌燃油市场份额继续保持稳步增长态势。在市场份额继续增长的背景下，自主品牌将更加受益于以旧换新政策带来的市场扩容，取得更为亮眼的销量表现。

图68：2024.1-4 月自主品牌新能源市场零售份额增长至 85.80%



资料来源：Marklines，中国银河证券研究院

图69：2024.1-4 月自主品牌燃油市场零售份额增长至 34.84%



资料来源：Marklines，中国银河证券研究院

推荐两条主线，一是国内头部自主品牌主机厂，有望充分受益于以旧换新政策带来的市场扩容，推荐**比亚迪、赛力斯、理想汽车-W、长安汽车、长城汽车**；二是与国内头部自主品牌建立深度合作关系的细分领域头部零部件厂，推荐**华域汽车、德赛西**

威、科博达、星宇股份、伯特利。

表15：汽车行业关于“设备更新-以旧换新”标的推荐理由、盈利预测、估值（截止 2024 年 5 月 28 日）

股票代码	股票名称	推荐理由	EPS (元)				PE(X)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
002594.SZ	比亚迪	新能源自主品牌龙头 DM5.0 加速推动插混 产品对燃油替代	10.32	12.82	16.23	19.27	19.19	16.18	12.78	10.76
601127.SH	赛力斯	产品焕新销量取得高 增长，2024 年进入 业绩兑现期	-1.62	1.7	3.78	6.43	-46.89	50.44	22.69	13.34
2015.HK	理想汽车- W*	销量持续改善，业绩 有望走出低谷期	5.55	5.1	8.23	10.78	24.17	15.78	9.78	7.47
000625.SZ	长安汽车	多品牌布局 10-40 万 元价格带产品，产品 矩阵齐全	1.14	0.91	1.16	1.33	14.73	14.97	11.74	10.24
601633.SH	长城汽车	硬派越野 SUV 市场 领军者，新能源转型 进入加速期	0.83	1.22	1.55	1.82	31.41	21.31	16.77	14.29
600741.SH	华域汽车	上汽系销量占比持续 下降，新能源产品陆 续进入量产	2.29	2.38	2.55	2.65	7.11	6.69	6.25	6.01
002920.SZ	德赛西威	智能域控制器龙头， 自主品牌核心供应商	2.79	3.62	4.51	5.05	46.47	27.43	22.02	19.66
603786.SH	科博达*	车灯控制器龙头，自 主品牌客户贡献核心 业绩增俩	1.51	2.17	2.8	3.45	47.34	32.34	25.06	20.34
601799.SH	星宇股份*	车灯产品受益于下游 客户放量，业绩增长 确定性强	3.86	5.28	6.78	8.38	33.98	22.98	17.90	14.48
603596.SH	伯特利	线控制动产品进入自 主品牌供应链，产品 放量可期	2.06	2.04	2.63	3.23	33.71	17.53	13.58	11.05

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（五）家用电器：助力家电升级换新，白电增长弹性有望释放

1. 地方财政+平台合作+企业补贴多方发力，拉动家电换新需求释放

近期推动家电“以旧换新”的相关政策密集发布：2024 年 2 月 23 日中央财经委员会第四次会议提出推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新；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》；3 月 13 日，国务院关

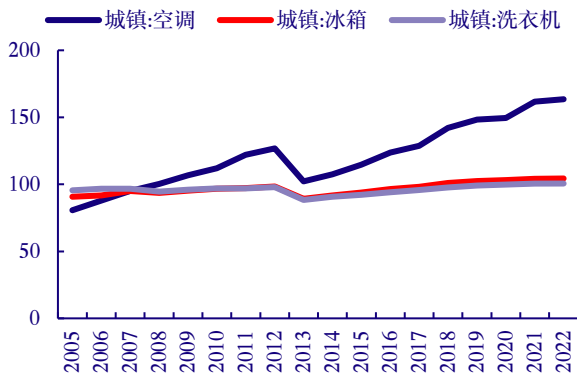
于印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》；4月12日，商务部等14部门联合发布《推动消费品以旧换新行动方案》。与上一轮（2009-2011年）中央财政补贴拉动的全国范围以旧换新政策相比，本轮政策以区域性地方政策为主，鼓励地方政府因地制宜地推出地方性补贴措施，同时更为重视家电回收再利用体系建设。截至5月29日，全国已有27个省级地方发布消费品以旧换新补贴实施细则，其中山西、山东、吉林等多地明确25及27年废旧家电回收量较23年增长15%及30%的目标，为家电换新提供持续的指引。

电商平台与家电企业积极响应，逐步与政策形成合力。各渠道平台积极响应国家以旧换新政策，牵手企业、商家等推出换新方案：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，其中家电家居投入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。平台与企业、商家等合作投入补贴，发挥平台回收服务优势，优化以旧换新消费体验，加快以旧换新政策向零售端传导，有望放大政策效果。企业方面，4月28日，格力电器与美的集团相继宣布投入30亿元资金和80亿元补贴用于以旧换新，头部公司将凭借规模效应、充足的现金储备等优势，积极参与家电以旧换新政策补贴，为消费者让利的同时，扩大品牌市场份额。

2. 大家电更新需求有望集中释放，白电表现值得期待

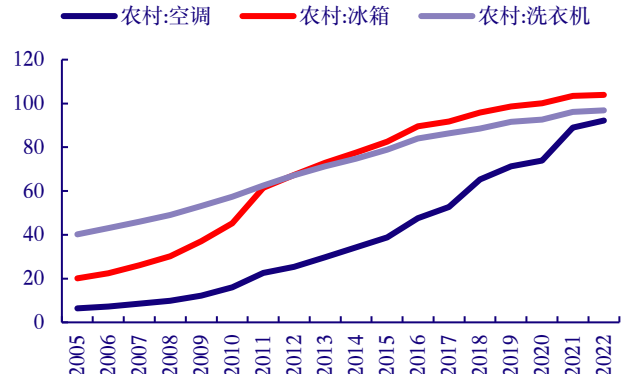
家电更新需求庞大，政策有望拉动换新消费集中释放。随着使用时间拉长，家电安全隐患逐步增多，使用体验随之下降，“以旧换新”正当时。2020年1月10日，中国家用电器协会组织行业制定了《家用电器安全使用年限》系列标准，确定了冰箱、空调的安全使用年限为10年，洗衣机及干衣机、吸油烟机、燃气灶、电热水器的安全使用年限为8年。如今距离上一轮（2009-2011年）家电集中消费已过十余年，大批家电使用寿命集中到期，潜在更新需求庞大。以白电为例，目前我国城乡空调、冰箱、洗衣机保有量分别为每百户163.5/92.18、104.36/103.91、100.61/96.84台，我们根据过去家电保有量增长节奏测算急需更新的家电产品规模分别为3.03、3.48、3.39亿台，假设以旧换新参与率分别为3.75%、3.25%、1.50%，空调、冰箱、洗衣机以旧换新销售有望达到1134.99、1130.99、508.63万台，有望撬动近1000亿元销售额。

图70: 全国城镇居民平均每百户主要大家电拥有量(台)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图71: 全国农村居民平均每百户主要大家电拥有量(台)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

表16: 以旧换新规模及销售测算

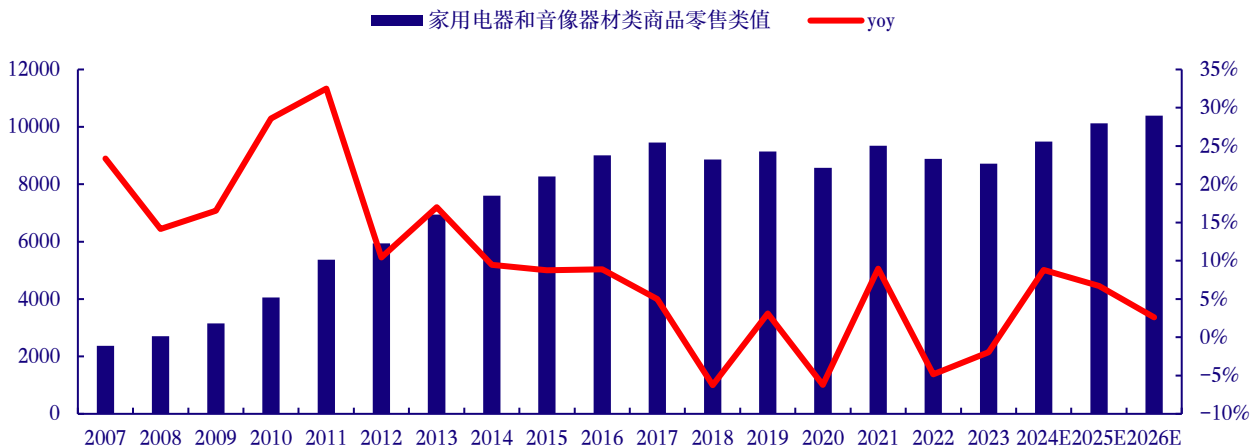
保有量测算 (亿台)	空调	冰箱	洗衣机	彩电
2018	4.33	4.11	3.89	4.95
2019	4.58	4.20	3.98	5.02
2020	6.56	5.97	5.65	7.07
2021	7.37	6.10	5.78	6.95
2022	7.51	6.12	5.80	6.97
更新换代需求测算	空调	冰箱	洗衣机	彩电
急需更新需求规模 (亿台)	3.03	3.48	3.39	4.80
活动参与率假设	3.75%	3.25%	1.50%	0.65%
以旧换新销量 (万台)	1134.99	1130.99	508.63	311.81
均价 (元)	3750	3567	2107	3616
销售额 (亿)	425.62	403.42	107.17	112.75

资料来源: ifind, 统计局, 产业在线, 奥维云网, 中国银河证券研究院

备注: 均价数据为 2024 年一季度线上销售/销售规模测算得出

政策范围聚焦大家电产品, 家电行业销售额增长将得到有力支撑。以山东省为例, 其商务厅、财政厅联合印发的《山东省家电以旧换新实施细则》显示, 山东省售新、收旧家电范围均为空调、冰箱 (含冰柜)、洗衣机 (含干洗机)、电视机、电脑 (限台式电脑和笔记本电脑) 5 类, 其中售新家电补贴仅限上述 5 类中一级、二级能效和绿色智能家电, 白电品类在本轮以旧换新政策中有望充分受益。根据 09-11 年以旧换新政策期间家电销售额及增速, 剔除家电下乡、节能补贴政策重叠因素, 我们测算 2024/2025/2026 年家电销售额为 9485.07/10123.42/10388.65 亿元, 增速为 8.79%/6.73%/2.62%。

图72: 家用电器和音像器材类商品零售类值 (亿元)、增速及其预测



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

3. 推动家电行业回收体系建设, 头部品牌集中度有望提升

资金与回收并行, 以旧换新推动家电行业回收体系建设。作为家电以旧换新的基础设施, 家电回收体系建设也是本轮政策的重要一环。2 月, 商务部等 9 部门联合印发《关于健全废旧家电家具等再生资源回收体系的通知》, 为废旧家电家具等再生资源回收体系建设提供便利。3 月 27 日商务部等 14 个部门印发《推动消费品以旧换新行动方案》, 明确量化废旧家电回收量到 25 及 27 年分别较 23 年增长 15% 及 30%。2024 年由中央财政专项拨款 75 亿, 通过专项基金转移支付替代废弃电子电器处理基

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

金，鼓励地方利用中央专项资金推动县域商业体系建设，完善家电回收网络，未来以旧换新将成为撬动更新消费、优化产品结构、实现资源回收利用的重要抓手。

头部厂商回收体系较完善，具备一定优势，品牌集中度有望提升。补贴力度方面，头部厂商往往手持充沛资金，能够从企业层面给予更大优惠力度，在促销活动中抢占份额。与中小厂商相较而言，头部厂商拥有更丰富的产品矩阵，产品覆盖大部分价格段，能从容面对以旧换新带来的消费价格区间变化，用户承载能力更强。停征废弃电子电器处理基金后，向拆解处理企业的转移支付将转向自用，有利于头部家电企业结合自身产品、渠道等多种因素，自主建设全链路回收体系。具体来看，回收环节中，格力、长虹以自建为主，美的与各集散中心协议建点，海尔主要与专业回收商合作；拆解环节，格力继在长沙、郑州、石家庄、芜湖、天津和珠海建立六个再生资源基地，其中 2022 年拆解量 670 万台，转化再生铜料、铁料 70 余万吨；海尔年拆解量 200 万台的再循环工厂也于 2022 年 9 月投产；TCL 环保废旧家电年处理能力达 466 万台。生产者回收责任赋予厂商家电回收高度自主权，头部企业能够凭借完善的自有回收体系和强大的物流链管理能力，优化用户流程体验，进而增强用户家电回收意愿，家电回收规模优势得以凸显。

综合来看，以旧换新政策发力、平台节庆大促来临叠加炎夏渐进等多重利好因素共振，家电更新消费需求有望迎来集中释放，其中白电品类潜在需求规模庞大，较其他品类而言，换新销量增长弹性或更为显著。我们建议关注自有回收体系建设完善、以旧换新补贴拉动效果较为明显的白电龙头，推荐美的集团（000333.SZ）、海尔智家（600690.SH）、海信家电（000921.SZ）及格力电器（000651.SZ）。

表17：家电行业关于“设备更新-以旧换新”标的推荐理由、盈利预测、估值（截止 2024 年 5 月 28 日）

股票代码	股票名称	推荐理由	EPS (元)				PE(X)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
000333.SZ	美的集团	综合实力强劲的白电龙头，出海稳步推进	4.8	5.34	5.8	6.47	13.96	12.55	11.56	10.36
600690.SH	海尔智家	卡萨帝品牌表现靓丽，数智变革提升经营质效	1.76	2.02	2.31	2.54	17.13	14.93	13.05	11.87
000921.SZ	海信家电	空调销量具备较高弹性，冰洗外销增势强劲	2.04	2.46	2.81	3.20	20.22	16.77	14.68	12.89
000651.SZ	格力电器	空调领导者地位稳固，业绩表现亮眼，估值具备修复空间	5.15	5.64	6.09	6.57	8.07	7.37	6.82	6.33

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

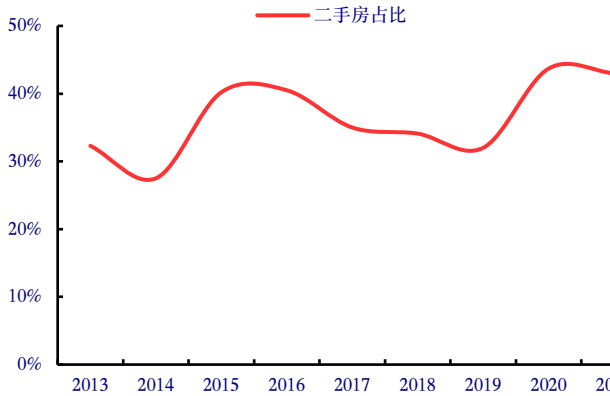
（六）轻工制造：家居以旧换新潜力巨大，龙头加快布局赢得先机

家居以旧换新潜力巨大，二手房交易占比持续提升，旧房翻新需求有望释放。

二手房交易方面，对标美国，中国二手房交易市场还存在较大发展空间，美国成屋销售占有所有房屋销售比例基本保持在 85% 以上，而中国 2021 年商品房住宅销售额中二手房仅占比 43%。中国目前已经处于城镇化进程的中后期，一线城市的新建住房

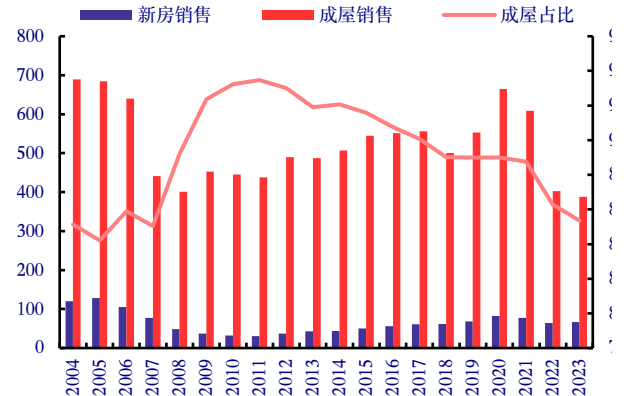
市场趋于饱和，成交以二手房为主，而低线城市亦将逐步发展成熟，房地产行业未来将迈入存量时代。

图73: 中国二手房销售额占比



资料来源: 前瞻产业研究院, 中装协住宅分会, 中国银河证券研究院

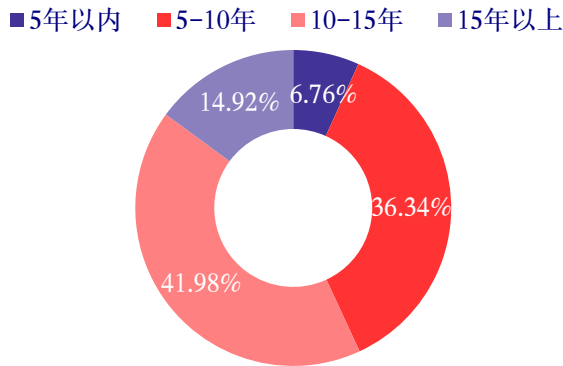
图74: 美国房地产市场销售结构 (万套)



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

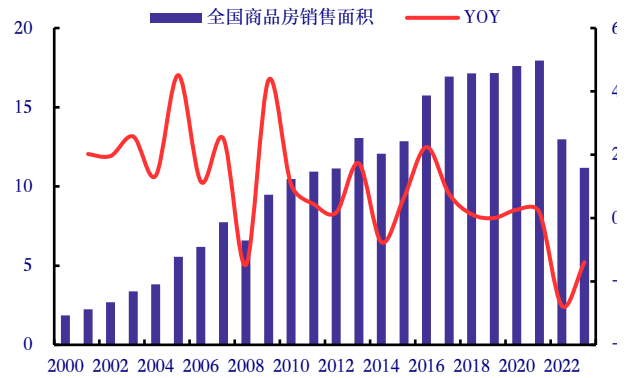
旧房翻新方面，2000 年以来，中国房地产市场实现长足发展，并在此过程中带动大量家装需求，全国商品房销售面积于 2021 年达到最高点 17.94 亿平方米，21 年 CAGR 为 11.39%。根据智研咨询统计，接近 8 成的消费者对旧房重装的期望时间在 5~15 年，其中 5~10 年占 36.34%，10~15 年占 41.98%。因此，房地产市场的快速扩张积累了大量旧房翻新需求，伴随时间推移将跟随商品房销售历史趋势快速释放。

图75: 消费者重新装修普遍期望年数



资料来源: 智研咨询, 中国银河证券研究院

图76: 历年中国商品房销售面积 (亿平方米)



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

家居龙头积极探索旧改渠道，持续挖掘存量需求。旧改市场具备需求分散、施工难度大、成本高等特点，较传统模式具备更高的参与门槛。伴随新房市场重要性逐步弱化，家居龙头持续加大对旧改市场的布局投入，不断摸索新业务模式。我们认为，头部品牌提前布局有望打造成成熟的业务模式，赢得市场先机，并在综合优势的基础上实现快速发展。

表18: 部分家居龙头对旧改市场的布局

上市公司	旧改相关布局
欧派家居	以厨卫空间为切入口，逐步布局存量需求市场，推出 48 小时旧厨焕新套餐和 10 天全厨空间改造套餐两种旧厨焕新模式。成立独立旧改部门，联合贝壳、友邦吊顶、马可波罗瓷砖、名雕装饰、立邦、业之峰等企业成立中国厨房旧改联盟，提供涵盖橱柜、施工、瓷砖、吊顶等一站式的旧厨改造整体解决方案。
索菲亚	以“墙地一体”切入旧改赛道，逐步推出橱柜、系统门窗、卫浴等新品类，引领行业开辟整家新航道。同时也通过增强与装企的合作渗透旧改市场，并不断开发出拎包入住 2.0、旧改社区店、旧改服务中心等多种业务模式。
志邦家居	建立旧改业务模型、搭建业务架构，从而促进业务形成。在产品端为旧房市场布局，如智能化、适老化等特点。
金牌厨柜	聚焦局改成立专门事业部，将其作为五大核心市场之一。推出“焕新厨”服务套餐，3 天焕新厨房，并将服务延伸至卫浴空间，提供一站购齐的“厨房+卫浴”焕新解决方案。
我乐家居	在核心城市全面发展小区渠道，在重点城市探索家装渠道，以“多渠道+多品类”的业务模式满足存量需求。

资料来源：泛家居圈公众号，公司公告，中国银河证券研究院

政策支持家居以旧换新，多方响应推出优惠活动。政策持续鼓励以旧换新消费，2024 年 3 月 13 日，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，提出实施消费品以旧换新活动，推动家装消费品换新；4 月 12 日，商务部等 14 部门联合发布《推动消费品以旧换新行动方案》，提出推动家装厨卫“焕新”。

各银行通过下调产品利率、创新消费贷产品、信用卡分期优惠等举措积极助力以旧换新；天猫、京东等电商平台联合头部家居品牌提供以旧换新大额补贴；居然之家、红星美凯龙等家居卖场均推出以旧换新活动；家居品牌针对旧改市场针对性开发产品服务，并同各渠道联合推出优惠活动。

图77: 部分家居品牌以旧换新活动



资料来源：各品牌公众号，中国银河证券研究院

长期来看，家居存量需求潜力巨大，未来将逐步成长，成为行业主要支撑。而存量更新具备更高的经营门槛，家居龙头前瞻布局持续打磨业务模式，有望凭借品牌、产品、渠道等综合优势实现快速成长。短期来看，在行业承压背景下，政策端持续倡导以旧换新消费，家居产业各方积极参与，有望刺激部分存量需求释放，进而支撑终端销售。

建议关注：1) 品类持续拓展，渠道不断深化，积极布局存量市场，综合优势突出的定制、软体龙头【欧派家居】、【索菲亚】、【志邦家居】、【金牌厨柜】、【顾家家居】、【慕思股份】、【喜临门】；2) 具备产品升级逻辑，渗透率持续提升的智能家居龙头【瑞尔特】、【好太太】。

表19：轻工制造行业关于“设备更新-以旧换新”标的推荐理由、盈利预测、估值（截止 2024 年 5 月 29 日）

股票代码	股票名称	推荐理由	EPS (元)				PE(X)			
			2023A/E	2024E	2025E	2026E	2023A/E	2024E	2025E	2026E
603833.SH	欧派家居	全面推进大家居战略，综合优势突出	4.98	5.39	5.69	6.13	14.21	13.13	12.45	11.54
002572.SZ	索菲亚	定制家居龙头，多品牌、全品类、全渠道持续发力	1.31	1.53	1.71	1.90	13.54	11.61	10.38	9.33
603801.SH	志邦家居	整家一体化战略落地，加大东南亚业务开拓	1.36	1.54	1.74	1.96	11.97	10.58	9.39	8.32
603180.SH	金牌厨柜	渠道深化驱动业绩稳步增长，国际化战略落地实现双循环	1.89	2.20	2.55	2.87	11.94	10.28	8.86	7.88
603816.SH	顾家家居	提质增效促进利润率向好，内外贸转型变革实现成长	2.44	2.82	3.20	3.59	15.02	13.03	11.44	10.22
001323.SZ	慕思股份	深耕中高端床垫市场，品类&渠道布局深化	2.01	2.23	2.54	2.92	16.05	14.43	12.69	11.04
603008.SH	喜临门	床垫主业稳步成长，内销线上表现亮眼，跨境电商快速开拓	1.13	1.49	1.71	1.95	18.16	13.84	12.01	10.51
002790.SZ	瑞尔特	智能马桶龙头，自主品牌快速成长，海外市场持续拓展	0.52	0.67	0.81	0.98	21.81	17.01	14.05	11.67
603848.SH	好太太	智能晾晒龙头，市场份额稳固，渗透率持续提升	0.81	1.01	1.21	1.43	17.70	14.25	11.82	10.01

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（七）旅游：文旅设备更新提速，把握“商业模式优化”与“提质扩容”两条投资主线

发改委印发《推动文化和旅游领域设备更新实施方案》，推进文旅景区产业提质升级。5月24日，国家发展改革委、住房城乡建设部、文化和旅游部、国家电影局、广电总局国家文物局联合对外发布《推动文化和旅游领域设备更新实施方案》（以下简称《方案》）。《方案》提出，力争到2027年，引导推动全国文化和旅游领域更新一批设施设备，保持相关投资规模持续稳定增长，全面提升服务质量，推动文化和旅游高质量发展。其中主要包括：

- 1) 实施观光游览设施更新提升行动：包括更新升级游客运载设备；
- 2) 实施游乐设施更新提升行动，推动游乐园、城市公园等场所更新一批高可靠性的先进游乐设备；
- 3) 实施演艺设备更新提升行动。推动文艺演出和旅游演艺等场所舞台灯光、音响、显示、机械、特效等设备及相应控制系统设备更新；
- 4) 保障措施：允许将符合条件的重点项目纳入超长期特别国债等资金支持范围，

资金端将有充分政策支持；

我们认为，当前文旅设备更新在供需两端均具备现实基础。1) 供给端：疫后景区公司财务条件显著修复，1Q24 景区板块整体营收 21.6 亿元，恢复至 2019 同期的 103.4%，同时此次《方案》亦明确重点项目可获超长期国债资金支持，因而景区公司增加资本开支的财务约束基本解除；2) 需求端：一方面是市场需求升级，新兴的沉浸式演艺、数字艺术科技、低空/无人机表演等项目更受消费者青睐，另一方面传统景区公司商业模式存在天花板，亦需要通过项目扩容、产品创新，从而承接更多客流、提高旅客二消来实现业绩持续增长。

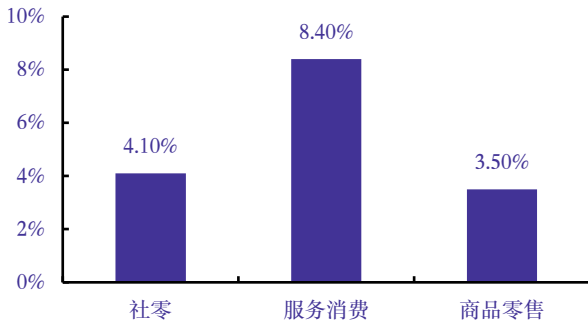
中长期看，高层已明确旅游业“新兴战略性支柱产业”定位，未来政策支持力度提升趋势确定。回顾历史，我国旅游业自改革开放后先后被定位为“国民经济新的增长点”→“国民经济的重要产业”→“国民经济战略性支柱产业和让人民群众更加满意的现代服务业”，在疫后旅游业亦已成为我国消费市场复苏的主要驱动力。在此背景下，5 月 17 日，党中央在京首次召开以旅游发展为主题的“全国旅游发展大会”，会上习总书记将旅游业在国民经济中的定位进一步擢升至“新兴的战略性新兴产业”。

表20: A 股景区公司营收恢复情况梳理

上市公司	2023 年营收 (亿)	恢复率 (vs 2019)	1Q24 营收 (亿)	恢复率 (vs 2019)
黄山旅游	4.2	98.8%	0.6	108.0%
峨眉山 A	10.4	94.3%	2.5	99.3%
桂林旅游	4.7	77.1%	0.9	76.2%
丽江股份	8.0	110.5%	1.8	140.1%
三特索道	7.2	106.3%	1.4	130.4%
宋城演艺	19.3	73.8%	5.6	67.9%
*ST 西域	3.1	126.7%	0.2	193.6%
黄山旅游	19.3	120.1%	3.4	127.3%
中青旅	96.3	68.6%	19.2	75.6%
大连圣亚	4.7	146.9%	0.9	206.7%
西藏旅游	2.1	113.4%	0.2	148.9%
长白山	6.2	132.8%	1.3	259.5%
天目湖	6.3	125.2%	1.1	120.0%
九华旅游	7.2	134.7%	1.8	134.7%

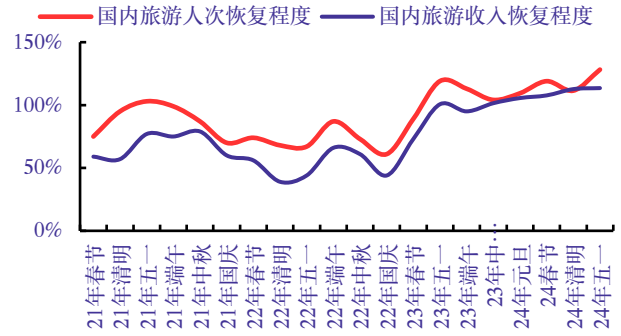
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图78：1-4月社零细项增速



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图79：主要黄金周国内旅游人次、收入恢复情况



资料来源：文旅部，中国银河证券研究院

我们预计文旅设备更新改造，有望最多带动每年近千亿级投资规模。截止 2022 年，我国共有 A 级以上景区 13332 家，其中 3A 及以上景区约 8500 家，考虑 3A 以上景区财务状况以及对评级的需要，我们预计未来相关更新改造需求将更多集中于 3A 及以上景区。我们基于以下假设数据，测算未来我国 3A 及以上景区提质升级市场需求约在 85 亿-850 亿元/年：（1）以 10 年为升级改造周期进行滚动计算，易知全国平均每年约有 10%的景区有升级改造需求，对应约 850 家景区；（2）景区提质改造包括新增/更新两方面需求，对应项目涉及设备替换、灯光视觉方案、旅游演艺项目策划等，单体项目金额在数千万到上亿，我们粗略以 1000 万-1 亿作为区间测算。

我们认为，此次文旅更新设备改造方案将主要带来两条投资线索：

1) 中上游文旅设备及策划服务商。一方面是设备更新改造，将驱动索道设备、演艺灯光、舞台设施等装备订单增长。另一方面，由于要将创意设计真实完整地呈现，需要提供从前期的创意策划、方案设计，中期的现场制作及后期维护等全流程解决方案，因此中上游公司有望依托技术优势向下游转型，从 TO B/G 转向 TO C 的模式进行升级，驱动盈利能力提升。相关标的：大丰实业、浩洋股份、锋尚文化、金马游乐。

2) 具备提质扩容空间，基本面优质的景区公司。相关标的：三特索道、西域旅游、天目湖。

表21：社会服务业关于“设备更新-以旧换新”标的推荐理由、盈利预测、估值（截止 2024 年 5 月 28 日）

股票代码	股票名称	推荐理由	EPS (元)				PE(X)			
			2023A/E	2024E	2025E	2026E	2023A/E	2024E	2025E	2026E
300487.SZ	三特索道	索道龙头，经营改善趋势明确，历史包袱优化后利润释放空间可观	0.72	0.94	1.13	1.25	22	15	13	11
603986.SH	大丰实业	国内文体装备龙头，转型切入数字艺术科技及下游文旅项目运营	0.25	0.55	0.69	0.74	55	19	15	14
688208.SH	锋尚文化	国内文化演艺创意设计龙头，转型布局 C 端文旅项目	0.98	1.34	1.60	1.79	56	17	14	13
001330.SZ	金马游乐	国内大型游乐设施龙头	0.29	0.49	0.64	0.91	55	30	23	16
688132.SH	浩洋股份	全球演艺灯光设备龙头，国内市场有望贡献增量	4.34	5.47	6.75	8.28	21	16	13	11
002837.SZ	西域旅游	新疆旅游高景气，低空飞行项目商业化进展领先	0.68	-	-	-	-	-	-	-
600989.SH	天目湖	华东一站式旅游目的地运营商	0.79	0.95	1.13	1.28	23	20	17	15

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图表目录

图 1: 居民零售消费增速.....	4
图 2: 日本零售消费随房地产价格下跌而回落.....	4
图 3: 设备更新快速回升 (%).....	4
图 4: 城镇居民耐用品拥有量 (台).....	4
图 5: 2024 年以来机械设备行业累计涨跌幅.....	13
图 6: 机械设备板块二级行业累计涨跌幅.....	13
图 7: 主动偏股型基金 2024Q1 重仓股中机械设备行业占比情况.....	13
图 8: 机械设备行业估值及分位数.....	13
图 9: 机械设备行业营业收入累计同比.....	14
图 10: 机械设备及二级行业营业收入累计同比.....	14
图 11: 机械设备行业归母净利润累计同比.....	14
图 12: 机械设备及二级行业归母净利润累计同比.....	14
图 13: 2024 年以来医疗器械行业累计涨跌幅.....	15
图 14: 医疗器械行业估值及分位数.....	15
图 15: 医疗器械行业营业收入累计同比.....	15
图 16: 医疗器械行业归母净利润累计同比.....	15
图 17: 2024 年以来交通运输行业累计涨跌幅.....	16
图 18: 交通运输板块二级行业累计涨跌幅.....	16
图 19: 主动偏股型基金 2024Q1 重仓股中交通运输行业占比情况.....	16
图 20: 交通运输行业估值及分位数.....	16
图 21: 交通运输行业营业收入累计同比.....	17
图 22: 交通运输及二级行业营业收入累计同比.....	17
图 23: 交通运输行业归母净利润累计同比.....	17
图 24: 交通运输及二级行业归母净利润累计同比.....	17
图 25: 2024 年以来汽车行业累计涨跌幅.....	18
图 26: 汽车板块二级行业累计涨跌幅.....	18
图 27: 主动偏股型基金 2024Q1 重仓股中汽车行业占比情况.....	18
图 28: 汽车行业估值及分位数.....	18
图 29: 汽车行业营业收入累计同比.....	19
图 30: 汽车及二级行业营业收入累计同比.....	19
图 31: 汽车行业归母净利润累计同比.....	19
图 32: 汽车及二级行业归母净利润累计同比.....	19
图 33: 2024 年以来家用电器行业累计涨跌幅.....	20
图 34: 家用电器板块二级行业累计涨跌幅.....	20
图 35: 主动偏股型基金 2024Q1 重仓股中家用电器行业占比情况.....	20
图 36: 家用电器行业估值及分位数.....	20
图 37: 家用电器行业营业收入累计同比.....	21
图 38: 家用电器及二级行业营业收入累计同比.....	21
图 39: 家用电器行业归母净利润累计同比.....	21
图 40: 家用电器及二级行业归母净利润累计同比.....	21
图 41: 2024 年以来轻工制造行业累计涨跌幅.....	22
图 42: 轻工制造板块二级行业累计涨跌幅.....	22
图 43: 主动偏股型基金 2024Q1 重仓股中轻工制造行业占比情况.....	22
图 44: 轻工制造行业估值及分位数.....	22
图 45: 轻工制造行业营业收入累计同比.....	22

图 46: 轻工制造及二级行业营业收入累计同比	22
图 47: 轻工制造行业归母净利润累计同比	23
图 48: 轻工制造及二级行业归母净利润累计同比	23
图 49: 2024 年以来社会服务行业累计涨跌幅	23
图 50: 社会服务板块二级行业累计涨跌幅	23
图 51: 主动偏股型基金 2024Q1 重仓股中社会服务行业占比情况	24
图 52: 社会服务行业估值及分位数	24
图 53: 社会服务行业营业收入累计同比	24
图 54: 社会服务及二级行业营业收入累计同比	24
图 55: 社会服务行业归母净利润累计同比	25
图 56: 社会服务及二级行业归母净利润累计同比	25
图 57: 部分省、自治区、直辖市推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案	31
图 58: 中国影像设备使用年限分布（截至 2022 年底）及合理年限分布建议	32
图 59: 全球安装脱硫设备船数量及占比情况	34
图 60: 全球 LNG 船数量	35
图 61: 全球 LNG 船总运力水平稳步增长	35
图 62: 中国历年铁路固定资产投资额	36
图 63: 2013-2024 年中国铁路动车组历年招标数量	36
图 64: 近年来国铁集团资产负债率增速放缓	36
图 65: 中国铁路及高铁营业里程	36
图 66: 中国“八纵八横”高铁网络图	36
图 67: 当前符合报废更新条件的汽车保有量超过 1400 万辆，政策有望拉动 100-200 万销售增量（万辆）	39
图 68: 2024.1-4 月自主品牌新能源市场零售份额增长至 85.80%	39
图 69: 2024.1-4 月自主品牌燃油市场零售份额增长至 34.84%	39
图 70: 全国城镇居民平均每百户主要大家电拥有量（台）	41
图 71: 全国农村居民平均每百户主要大家电拥有量（台）	41
图 72: 家用电器和音像器材类商品零售类值（亿元）、增速及其预测	42
图 73: 中国二手房销售额占比	44
图 74: 美国房地产市场销售结构（万套）	44
图 75: 消费者重新装修普遍期望年数	44
图 76: 历年中国商品房销售面积（亿平方米）	44
图 77: 部分家居品牌以旧换新活动	45
图 78: 1-4 月社零细项增速	48
图 79: 主要黄金周国内旅游人次、收入恢复情况	48

表格目录

表 1: 设备更新和以旧换新政策时间表.....	3
表 2: 设备更新政策梳理.....	5
表 3: 设备更新额外增长额预测 (亿元)	8
表 4: 分行业投资额预测 (亿元)	8
表 5: 符合条件置换车辆的测算.....	10
表 6: 以旧换新家电中央资金增量规模.....	11
表 7: 机械设备五大细分板块 23 个子领域受益大规模设备更新政策.....	26
表 8: 从保有量和寿命角度看更新给机械设备细分板块带来的理论弹性	26
表 9: 从周期位置和下游景气度角度预判机械设备各细分子领域需求紧迫性.....	29
表 10: 机械行业关于“设备更新-以旧换新”标的推荐理由、盈利预测、估值 (截止 2024 年 5 月 30 日)	30
表 11: 医药行业关于“设备更新-以旧换新”标的推荐理由、盈利预测、估值 (截止 2024 年 5 月 28 日)	33
表 12: 近 5 年 IMO 重要环保政策公约内容梳理	34
表 13: 主要船公司安装脱硫设备情况梳理.....	35
表 14: 地方政府在响应中央号召之外额外推出置换补贴, 进一步刺激换购需求释放.....	38
表 15: 汽车行业关于“设备更新-以旧换新”标的推荐理由、盈利预测、估值 (截止 2024 年 5 月 28 日)	40
表 16: 以旧换新规模及销售额测算.....	42
表 17: 家电行业关于“设备更新-以旧换新”标的推荐理由、盈利预测、估值 (截止 2024 年 5 月 28 日)	43
表 18: 部分家居龙头对旧改市场的布局.....	45
表 19: 轻工制造行业关于“设备更新-以旧换新”标的推荐理由、盈利预测、估值 (截止 2024 年 5 月 29 日)	46
表 20: A 股景区公司营收恢复情况梳理	47
表 21: 社会服务业关于“设备更新-以旧换新”标的推荐理由、盈利预测、估值 (截止 2024 年 5 月 28 日)	49

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊：中国银河证券研究院院长、首席经济学家。

许冬石：宏观分析师。**杨超：**策略分析师。**鲁佩：**机械分析师。**程培：**医药分析师。**罗江南：**交运分析师。**宁修齐：**交运分析师。**石金漫：**汽车分析师。**杨策：**家电分析师。**陈柏儒：**轻工分析师。**顾熹闽：**社服分析师

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上 中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 10% 之间 回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5% ~ 20% 之间 中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间 回避：相对基准指数跌幅 5% 以上

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn