



Research and
Development Center

空冰正处于报废率上升周期，重视热泵出口拐点

——家用电器行业 2024 年中期策略报告

2024 年 7 月 4 日

证券研究报告

行业研究

行业投资策略

家用电器

投资评级 看好

上次评级 看好

罗岸阳 家电行业首席分析师

执业编号: S1500520070002

邮箱: luoanyang@cindasc.com

尹圣迪 家电行业分析师

执业编号: S1500524020001

邮箱: yinshengdi@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

空冰正处于报废率上升周期，重视热泵出口拐点

2024年07月04日

本期内容提要:

➤ **内销：以旧换新是升级版的竣工逻辑，关注空冰品类长期发展潜力标的。**24Q1住宅竣工面积同比-22.56%，房屋新开工面积同比-29.26%。住宅新开工面积自2020年起连续四年同比下降，持续的新开工减少会对未来竣工面积产生直接影响；同时，我们认为住宅竣工情况受房地产企业现金流情况、项目推进规划、市场需求、国家政策等多方面因素影响，实际竣工面积和时间存在一定的不确定性。

和竣工逻辑相比，以旧换新所代表的家电更新需求或为更重要的增长动力。根据我们测算，23年空调、冰箱、洗衣机、电视的实际报废率分别约为27%、42%、66%、82%，存在大量应报废而未报废的耐用家电处于超龄服役阶段。我们估算2019年至今5年空调的累计未报废量或达到1.69亿台，冰箱约6820万台。在以旧换新补贴政策推动下，我国老旧家电或进入加速报废阶段，空调、冰箱的实际报废率有望实现跃升。

➤ **外销：短期订单亮眼，看好长期出海前景。**24年1-5月我国家电累计出口量为11.09亿台，同比+15.45%，累计出口金额达到258.75亿美元，同比+7.84%。我们认为24年以来的出口数据的同比增长主要受海外库存回落和消费需求回暖影响。耐用消费品中，空冰洗以量带动增长，欧美补库存需求较强，海外电视需求受宏观环境、航运物流、通胀等不良因素的影响，需求复苏缓慢，但我们认为随着Q3欧洲杯、奥运会等赛事的到来，海外电视市场需求有望逐渐得到修复。和耐用消费品相比，吸尘器、咖啡机、吹风机等可选消费品3、4月份出口增速快速回落，我们认为清洁电器、厨房小家电、生活小家电需求等更容易受到海外宏观经济波动影响。

我们认为不论是耐用消费品还是可选消费品，以下两类的出口型企业有望实现可持续的增长：1)拥有自主品牌和核心竞争力的企业：对于国内的小家电企业而言，在海外拥有自主品牌、不断拓展新客户、新渠道、新市场的企业或具有更强的抗周期能力。2)布局成长性品类的企业：在市场较为成熟的情况下，具有高成长性、渗透率提升逻辑的品类或更容易维持稳定增长，如扫地机器人、电动两轮车、热泵等品类。

➤ **热泵：边际转折点或将至。**受海外高库存、需求下滑等多重因素影响，23年我国热泵出口下滑明显，但从月度数据来看，4月热泵出口同比降幅较Q1明显缩窄。我们认为海外高库存的影响或在下半年逐步减弱，且随着欧盟各国政策的调整落地，欧洲热泵需求或重新回到增长轨道。对于我国热泵企业而言，尽管一定程度上受本土产能扩张的影响，竞争或有所加剧，但受益于整体需求的快速增加，我们预计热泵整机出口企业依旧或可保持较为稳健的增速。我国热泵零部件企业目前海外渗透率仍较低，或有更高的份额提升空间。

- **投资建议:** 1) 我们看好以旧换新政策下的更新需求增长, 改善型需求有望推动行业产品均价提升, 关注积极参与以旧换新活动的国内家电龙头美的集团、海尔智家、格力电器、海信家电、长虹美菱、TCL 智家以及产业链代工企业雪祺电气; 建议关注渗透率提升表现亮眼的清洁电器龙头石头科技、科沃斯。2) 外销方面, 关注布局成长性产品、依靠自主品牌、自主渠道出海的家电企业, 关注石头科技、新宝股份、小熊电器、九号公司。3) 我们认为热泵海外去库存或进入尾声, 国内相关出口零部件、整机企业或迎来边际改善, 建议关注热泵产业链企业大元泵业、儒竞科技, 关注整机企业日出东方、万和电气等。
- **风险因素:** 原材料成本大幅波动、海运费波动、海外宏观经济波动等

目录

一、行情复盘：稳健的家电板块	6
二、内销：以旧换新是升级版的竣工逻辑，关注空冰品类长期发展潜力	8
2.1 新开工数据在下降，竣工数据具有较强不确定性	9
2.2 家电报废激发更新需求，长期潜力较大	10
三、出口：短期订单亮眼，看好长期出海前景	15
3.1 海外耐用消费品补库存，出口订单稳健增长	15
3.1.1 空冰洗：以量带动增长，欧洲、拉美补库存需求较强	15
3.1.2 电视：均价拉动出口规模提升	18
3.2 可选消费品：海外补库存推动短期订单高增，可持续性有待验证	21
四、热泵：边际转折点或将至	25
4.1 经济性减弱、政策摇摆，23 年欧洲热泵销售下滑	25
4.2 24 年：我国热泵出口数据边际逐步改善，关注零部件企业	29

表目录

表 1: 2023&24Q1 家电各版块营收、利润及增速情况 (亿元, %)	7
表 2: 家电板块目前 PE (TTM) 和历史分位值情况 (倍, %, 2020 年至今)	7
表 3: 房地产政策	9
表 4: 竣工面积-住宅销售面积对比 (万平方米)	10
表 5: 家用电器法定安全使用年限	11
表 6: 空冰洗、电视理论报废量测算及实际报废率 (万台)	12
表 7: 2019-2023 年累计未报废量测算 (万台)	13
表 8: 《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	13
表 9: 对电器电子产品生产者征收基金的产品范围和征收标准	14
表 10: 新的财政补贴标准补贴的台数	14
表 11: 我国主要出海厂商出货量及同比变化 (百万台, %)	20
表 12: 出海标的梳理	24
表 13: 电价和天然气价格涨幅对于热泵设备投资回收期影响测算 (年)	27
表 14: 欧洲部分国家热泵相关补贴政策	28

图目录

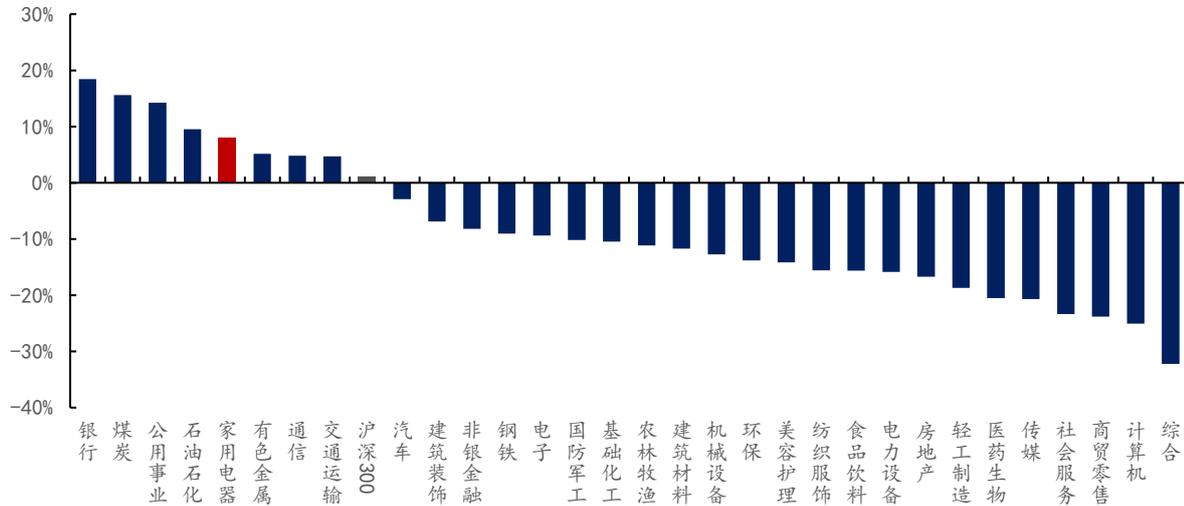
图 1: 24 年至今板块行情复盘	6
图 2: 家电细分板块年累计涨跌幅	6
图 3: 家电板块营业收入及同比变化 (亿元)	7
图 4: 家电板块归母净利润及同比变化 (亿元)	7
图 5: 地产竣工情况与空调、油烟机销售情况有明显关联 (%)	8
图 6: 商品房 (新房) 销售对不同家电销售的拉动比例测算 (%)	8
图 7: 住宅新开工面积 (万平方米, %)	9
图 8: 住宅竣工面积和新开工面积同比变化趋势 (%)	10
图 9: 住宅竣工面积和新开工面积差值 (万平方米)	10
图 10: 每百户保有量变化 (台/每百户)	11
图 11: 空冰洗理论报废量-预计年报废量 (万台)	12
图 12: 电器电子产品居民保有量 (亿台)	13
图 13: 家电出口数量及同比变化 (万台, %)	15

图 14: 家电出口金额及同比变化 (百万美元, %)	15
图 15: 美国耐用消费品库存及同比变化 (百万美元, %)	15
图 16: 美国耐用消费品新订单及同比变化 (百万美元, %)	15
图 17: 空调出口量、额及同比变化 (万台, 亿元, %)	16
图 18: 24 年我国空调出口不同地区量额及同比变化 (万台, 亿元, %)	16
图 19: 24 年及 23 年我国空调出口不同地区占比 (按量, %, 23 年内圈, 24 年外圈)	16
图 20: 冰箱出口量、额及同比变化 (万台, 亿元, %)	17
图 21: 24 年 1-4 月我国冰箱出口不同地区量额及同比变化 (万台, 亿元, %)	17
图 22: 24 年 1-4 月及 23 年我国冰箱出口不同地区占比 (按量, %, 23 年内圈, 24 年外圈)	17
图 23: 洗衣机出口量、额及同比变化 (万台, 亿元, %)	18
图 24: 24 年 1-4 月我国洗衣机出口不同地区量额及同比变化 (万台, 亿元, %)	18
图 25: 24 年 1-4 月及 23 年我国冰箱出口不同地区占比 (按量, %, 23 年内圈, 24 年外圈)	18
图 26: 24 年我国液晶电视出口量及同比变化 (万台, %)	19
图 27: 24 年我国液晶电视出口额及同比变化 (百万美元, %)	19
图 28: 全球 TV 出货量情况及同比表现 (百万台, %)	19
图 29: 24M4 各地区出货量情况及同比表现 (百万台, %)	19
图 30: 24M1-5 各地区出货量情况及同比表现 (百万台, %)	20
图 31: 不同尺寸电视面板价格变化 (美元/片)	21
图 32: 24 年 1-4 月我国吸尘器出口及同比变化 (万台, 亿元, %)	21
图 33: 24 年 1-4 月我国净化器出口及同比变化 (万台, 亿元, %)	21
图 34: 24 年 1-4 月我国咖啡机出口及同比变化 (万台, 亿元, %)	22
图 35: 24 年 1-4 月我国电磁炉出口及同比变化 (万台, 亿元, %)	22
图 36: 24 年 1-4 月我国吹风机出口及同比变化 (万台, 亿元, %)	22
图 37: 24 年 1-4 月我国按摩器具出口及同比变化 (万台, 亿元, %)	22
图 38: SCFI:综合指数	23
图 39: 美国零售商库存、销售额趋势 (百万美元)	23
图 40: 我国热泵及相关产品出口额及同比变化 (亿元, %)	25
图 41: 欧洲 14 个国家的年度热泵销售量及同比变化 (台, %)	25
图 42: 欧洲天然气价格变化 (欧元/千瓦时)	26
图 43: 欧洲家用电价、天然气价格变化 (欧元/千瓦时)	26
图 44: Heat pump Action Plan	28
图 45: 我国出口欧洲压缩式热泵规模及同比变化 (亿元, %)	29

一、行情复盘：稳健的家电板块

24 年以来，家电板块涨幅表现亮眼。截至 6 月 28 日，家用电器板块年累计涨幅为 8.06%，在申万 31 个行业中涨跌幅位居第 5 名。

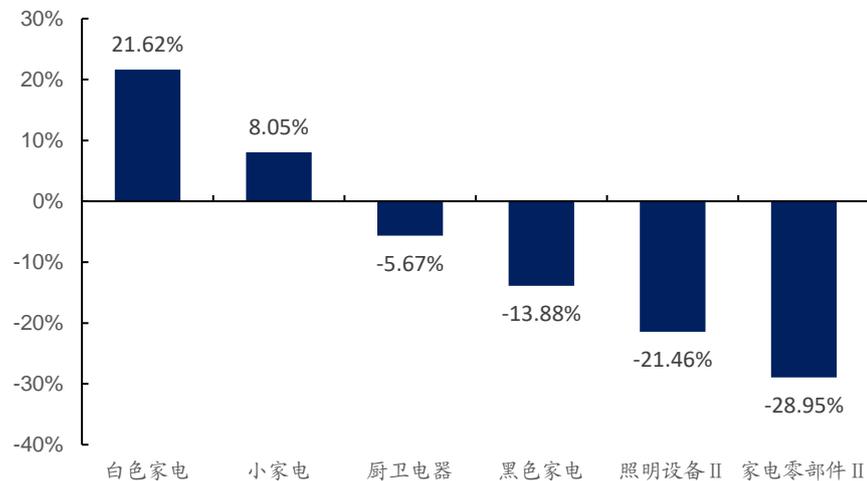
图 1：24 年 1-6 月板块行情复盘



资料来源：iFind，信达证券研发中心

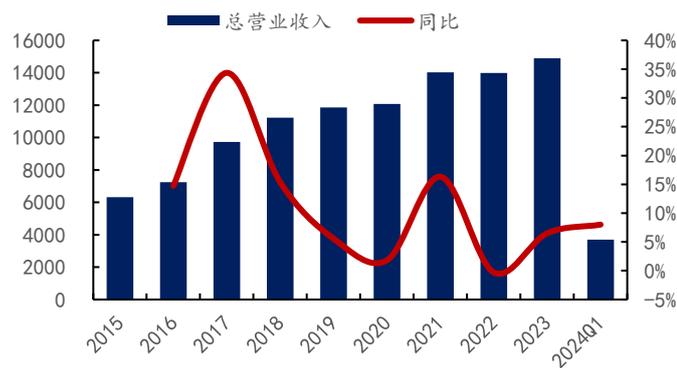
细分板块来看，白电板块、小家电器年累计（截至 6 月 28 日）涨幅居前，分别+21.62%、+8.05%，厨卫电器、黑色家电上半年分别下跌 5.67%、13.88%，照明设备、家电零部件板块分别上半年累计下跌 21.46%、28.95%。

图 2：家电细分板块年累计涨跌幅（截至 6 月 28 日）

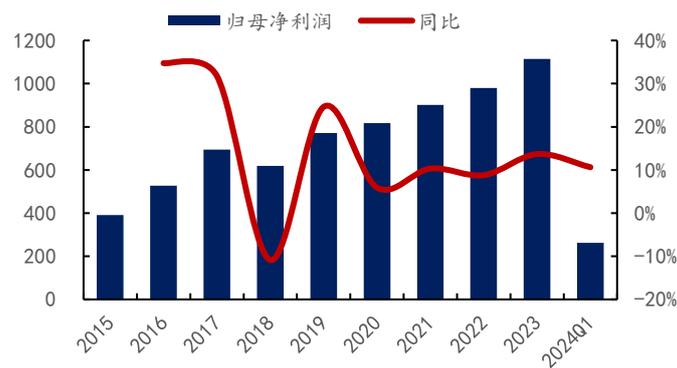


资料来源：iFind，信达证券研发中心

24Q1 家电板块收入、盈利延续增长趋势。2023 年家电板块营业收入同比+6.50%，归母净利润同比+13.68%，营收和利润增速较 22 年环比有所提升。24Q1 家电板块总营业收入同比增长+8.01%，归母净利润同比+10.63%，Q1 收入增速环比 23 年增速有所提升，利润增速环比 23 年略有下降。

图 3: 家电板块营业收入及同比变化 (亿元)


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 4: 家电板块归母净利润及同比变化 (亿元)


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

分板块来看: 23 年和 24Q1 白色家电板块收入和利润表现较为稳健, 24Q1 营收增长在家电内排名第二; 在低基数的情况下, Q1 厨卫电器营收增速表现尚可, 但利润端出现下滑; 黑电板块受内需疲软+海外去库存压力影响, 24Q1 黑电板块营收同比基本持平, 利润出现下滑; Q1 小家电内需仍较为疲软, 但受益于外销反弹, 板块收入端表现环比改善; 家电零部件受下游白电排产积极影响, 24Q1 收入端增速表现稳健, 但受铜价、年降的因素影响, 利润端增速低于收入端。

表 1: 2023&24Q1 家电各版块营收、利润及增速情况 (亿元, %)

申万二级行业	营业收入				归母净利润			
	2023 (亿元)	YoY	2024Q1 (亿元)	YoY	2023 (亿元)	YoY	2024Q1 (亿元)	YoY
白色家电	9808.5	8.8%	2495.7	9.4%	839.8	18.0%	198.7	16.3%
厨卫电器	362.5	4.1%	75.8	3.1%	43.5	9.9%	8.3	-6.2%
黑色家电	2075.2	0.4%	479.6	0.5%	28.7	-16.7%	7.0	-51.6%
小家电	1090.1	4.2%	257.8	12.5%	96.1	-0.2%	24.1	17.0%
家电零部件	1097.9	6.0%	287.5	9.1%	74.8	12.4%	17.5	5.7%
照明设备	394.4	-1.5%	91.8	4.5%	27.8	1.6%	5.1	16.0%

资料来源: iFind, 信达证券研发中心

家电板块估值修复趋势明确。截至 6 月 28 日, 申万家用电器板块 PE (TTM) 为 14.24x, 较 1 月是板块市盈率 (13.67x) 有所提升。细分板块来看, 截至 6 月 28 日, 白电、黑电、小家电、厨卫电器、照明设备和家电零部件板块估值分别为 11.68x、53.95x、21.94x、13.14x、18.12x、21.24x。

表 2: 家电板块 PE (TTM) 和历史分位值情况 (倍, %)

	家用电器	白色家电	黑色家电	小家电	厨卫电器	照明设备 II	家电零部件 II
PE (TTM, 2024/1/31)	13.67	11.04	36.95	20.35	12.62	18.63	22.01
PE (TTM, 24/6/28)	14.24	11.68	53.95	21.94	13.14	18.12	21.24
历史分位值	5.60%	20.70%	79.20%	1.80%	1.80%	0.00%	0.00%

资料来源: iFind, 信达证券研发中心

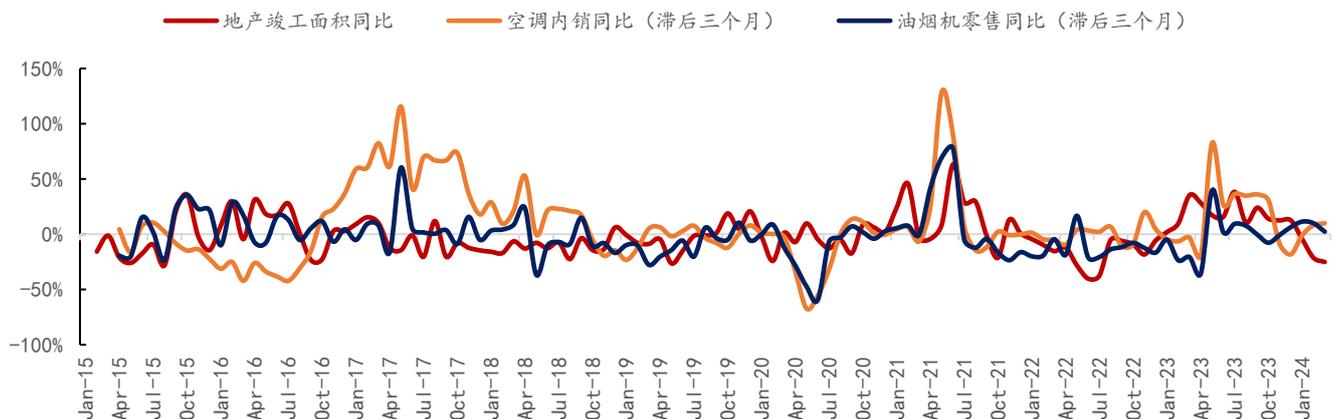
展望下半年, 我们认为家电板块重点可以关注两大主线:

- 1) 以旧换新是升级版的竣工逻辑
- 2) 依旧看好出海逻辑

二、内销：以旧换新是升级版的竣工逻辑，关注空冰品类长期发展潜力

家电作为地产后周期品类，其销售表现往往被认为和地产竣工数据存在较强的关联性。历史上，地产竣工数据向好往往会带动未来3个月至1年内家电新增需求的增长。

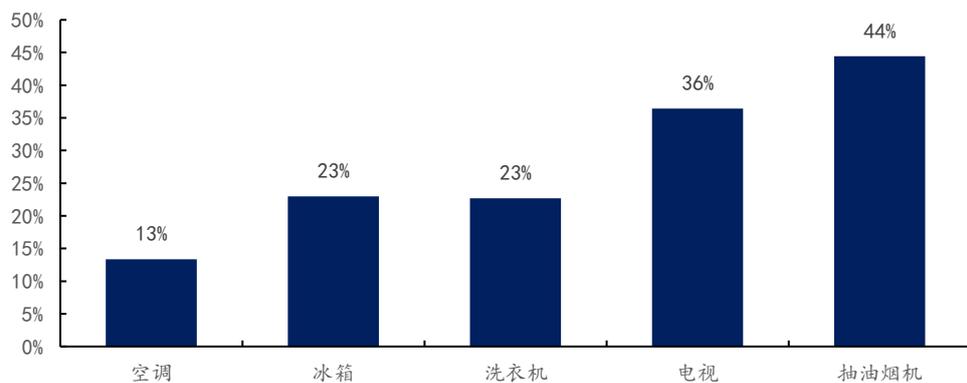
图 5：地产竣工情况与空调、油烟机销售情况有明显关联（%）



资料来源：iFind，奥维云网，信达证券研发中心

根据我们的测算，23 年新房销售对空调、冰箱、洗衣机、电视、抽油烟机的销量拉动比例分别约为 13%、23%、23%、36%、44%，厨电相较其他品类受地产影响最大。

图 6：商品房（新房）销售对不同家电销售的拉动比例测算（%）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

23 年以来，国家出台了系列保交房和消化存量房的相关政策，要求打好商品住房项目保交房攻坚战，防范处置烂尾风险。在政策的推动下，23 年全国商品住宅竣工面积达到了 7.24 亿平方米，同比+15.82%。我们认为地产竣工交付的增长一定程度上为 23 年的家电销售带来了不少新增需求。

表 3: 房地产政策

保交房	<p>一是打好商品住房项目保交房攻坚战，防范处置烂尾风险。按照市场化、法治化原则，分类处置在建已售未交付的商品住房项目，推动项目建设交付，切实保障购房人合法权益。</p> <p>二是进一步发挥城市房地产融资协调机制作用，满足房地产项目合理融资需求。城市政府推动符合“白名单”条件的项目“应进尽进”，商业银行对合规“白名单”项目“应贷尽贷”，满足在建项目合理融资需求。</p> <p>三是推动消化存量商品住房。城市政府坚持“以需定购”，可以组织地方国有企业以合理价格收购一部分存量商品住房用作保障性住房。</p> <p>四是妥善处置盘活存量土地。目前尚未开发或已开工未竣工的存量土地，通过政府收回收购、市场流通转让、企业继续开发等方式妥善处置盘活，推动房地产企业缓解困难和压降债务，促进土地资源高效利用。</p>
消化存量房产和优化增量住房	<p>一是设立 3000 亿元保障性住房再贷款。鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房，预计将带动银行贷款 5000 亿元。</p> <p>二是降低全国层面个人住房贷款最低首付比例，将首套房最低首付比例从不低于 20% 调整为不低于 15%，二套房最低首付比例从不低于 30% 调整为不低于 25%。</p> <p>三是取消全国层面个人住房贷款利率政策下限。首套房和二套房贷利率均不再设置政策下限，实现房贷利率市场化。</p>

资料来源：中国政府网，信达证券研发中心

长远来看，地产竣工逻辑带来的家电销售快速增长是否可持续呢？我们认为在未来的一段时间内，以旧换新带来的增量逻辑要强于地产竣工逻辑。

2.1 新开工数据在下降，竣工数据具有较强不确定性

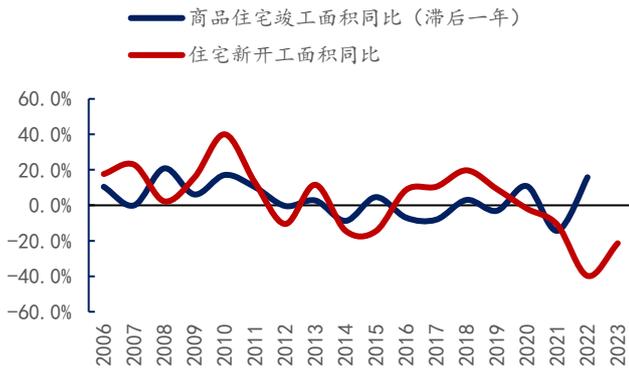
24Q1 竣工和开工面积同比均下滑。24Q1 住宅竣工面积为 1.11 亿平方米，同比-22.56%，房屋新开工面积为 1.25 亿平方米，同比-29.26%。住宅新开工面积自 2020 年起连续四年同比下降，持续的新开工减少会对未来竣工面积产生直接影响，23 年竣工面积反弹的情况或难以持续。

图 7: 住宅新开工面积 (万平方米, %)



资料来源：iFind，信达证券研发中心

竣工面临大量不可控因素，兑现周期长。尽管新开工面积和竣工面积趋势变化一致，但每年住房新开工面积和竣工面积的差值自 2015 年后持续扩大。我们认为住宅竣工情况受房地产企业现金流情况、项目推进规划、市场需求、国家政策等多方面因素影响，实际竣工面积和时间存在一定不确定性。

图 8: 住宅竣工面积和新开工面积同比变化趋势 (%)


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 9: 住宅竣工面积和新开工面积差值 (万平方米)


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

从销售面积和竣工面积的角度来看, 23 年我国住宅销售面积/竣工面积为 58.76%, 我们认为住宅销售面积/竣工面积小于 1 说明存在已销售但未竣工的住宅。2005 年至今住宅销售面积/竣工面积的值整体呈现下降趋势, 2019 年至 2022 年一度低于 50%, 该比例的下降显示了未竣工的住宅比例在 19-22 年期间逐步增加。

表 4: 竣工面积-住宅销售面积对比 (万平方米)

	竣工面积	住宅销售面积	竣工面积 3 年均值	住宅销售面积 3 年均值	竣工面积/销售面积
2005	40,004.49	49,587.83			
2006	43,247.46	55,422.95			
2007	47,767.25	70,135.88	43,673.07	58,382.22	74.81%
2008	47,749.73	59,280.35	46,254.81	61,613.06	75.07%
2009	57,694.43	86,184.89	51,070.47	71,867.04	71.06%
2010	61,215.72	93,180.59	55,553.29	79,548.61	69.84%
2011	71,692.33	95,973.60	63,534.16	91,779.69	69.22%
2012	79,043.20	97,433.13	70,650.42	95,529.11	73.96%
2013	78,740.62	113,808.43	76,492.05	102,405.05	74.70%
2014	80,868.26	103,218.58	79,550.69	104,820.05	75.89%
2015	73,777.36	109,798.66	77,795.41	108,941.89	71.41%
2016	77,185.19	133,398.85	77,276.94	115,472.03	66.92%
2017	71,815.12	139,713.12	74,259.22	127,636.88	58.18%
2018	66,015.75	142,185.13	71,672.02	138,432.37	51.77%
2019	68,011.11	144,040.23	68,613.99	141,979.49	48.33%
2020	65,910.03	148,315.87	66,645.63	144,847.08	46.01%
2021	73,016.20	149,602.34	68,979.11	147,319.48	46.82%
2022	62,539.25	109,564.45	67,155.16	135,827.55	49.44%
2023	72,432.59	94,796.00	69,329.35	117,987.60	58.76%

资料来源: iFind, 信达证券研发中心

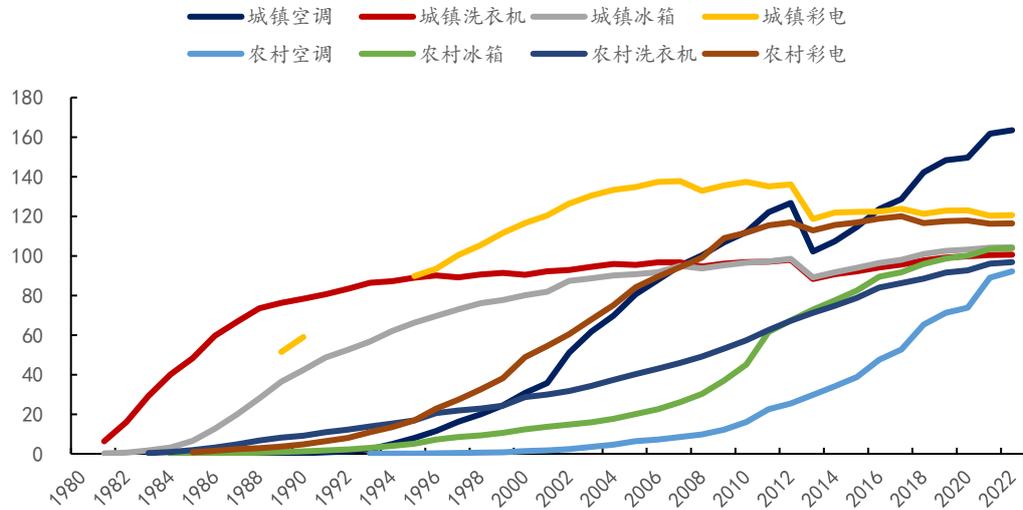
我们认为住宅新开工面积、竣工面积和销售面积之间的差距体现了房地产市场在开工、竣工和销售三方面节奏的差异, 均存在较大的不确定性。因此, 在未来的一段时间内, 我们认为以旧换新逻辑带来的更新需求对家电销售的拉动或大于地产竣工逻辑。

2.2 家电报废激发更新需求, 长期潜力较大

从长期需求来看, 除了房地产带来的新增量, 保有量上升也是新增需求的重要组成部分。但目前我国必选家电品类中城镇空调、冰箱、洗衣机、彩电的保有量均已超过 1 台/户, 对于农村居民家庭而言, 冰箱、彩电也基本实现了每家一台, 空调、洗衣机的保有量略低, 分别

为 92.18 台/百户、96.84 台/百户。从趋势上来看，除了农村的洗衣机，剩余品类的保有量增长曲线在近些年都出现了边际增长放缓的趋势，即必选家电保有量上升带来的新增需求增量在逐步减少。

图 10: 每百户保有量变化 (台/每百户)



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

我国家电在 2010 年前后已经经历了一波保有量的快速上升，根据中国家用电器协会发布的家用电器法定安全使用年限，上一波保有量快速上升周期所销售的家电目前已接近或超过理论报废的年限。

表 5: 家用电器法定安全使用年限

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

资料来源: 中国家用电器协会, 信达证券研发中心

我们在行业深度报告《从空调报废量增长 70%说起》中对 23 年空冰洗、电视的理论报废量和实际报废率进行过测算,得出 23 年空调、冰箱、洗衣机、电视的实际报废率分别约为 27%、42%、66%、82%。说明存在大量应报废而未报废的耐用家电处于超龄服役阶段。

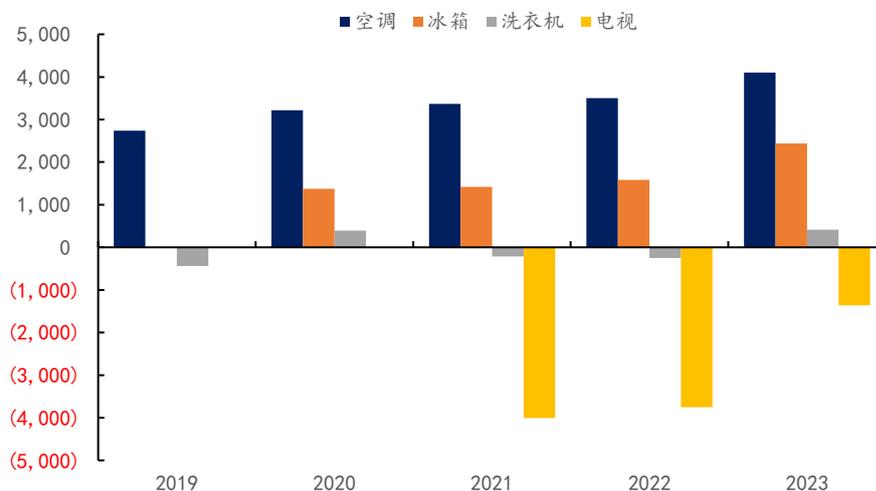
表 6: 空冰洗、电视理论报废量测算及实际报废率 (万台)

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

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

注: 因历史销售数据缺失, 冰箱、电视理论报废量测算结果空缺

假设此前通过正规拆解厂商获得国家补贴的报废电器数量为实际每年报废量的 60%, 理论报废量-每年空冰洗的实际报废量所得数据我们认为可以理解为每年积压的未报废的家电量。

图 11: 空冰洗理论报废量-预计年报废量 (万台)


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

从得出的数据来看, 空调每年的积压未报废量最多, 从 2019 年起 5 年的未报废量达到 1.69 亿台; 冰箱的 5 年累计未报废量约为 6820 万台。

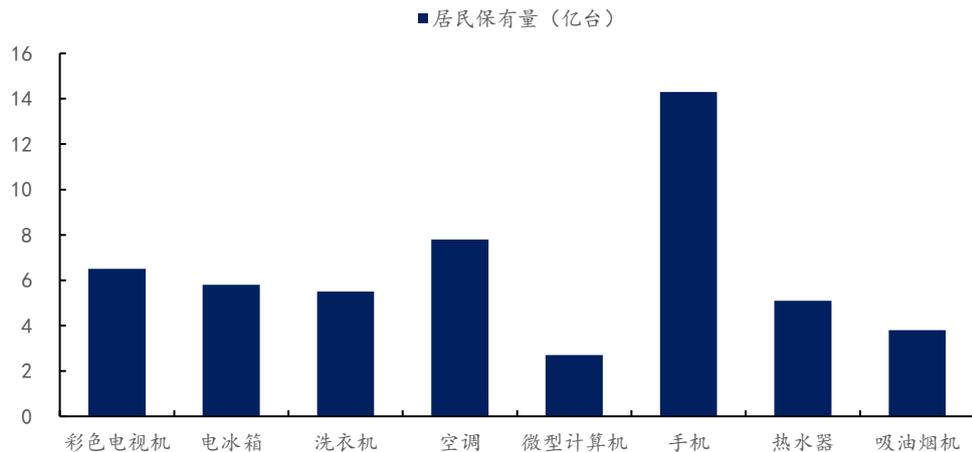
而洗衣机和电视的积压报废量为负数, 我们认为可能是因为: 1) 电视、洗衣机因为本身产品形态迭代的原因, 消费者选择提前报废的比例可能较高; 2) 从拆解数据来看, 受拆解零部件价值和拆解难度的影响, 洗衣机、电视获得正规渠道拆解的比例或高于我们假设的 60%。

表 7：2019-2023 年累计未报废量测算（万台）

	空调	冰箱	洗衣机	电视
2019-2023 年积压的未报废量	16924.5	6820.459	-98.5057	-9114.13

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

从存量数据来看，23 年彩色电视机居民保有量为 6.5 亿台，电冰箱 5.8 亿台，洗衣机 5.5 亿台，空调 7.8 亿台，家电存量基数较大。和房地产竣工不同，家电寿命存在极限，随着积压的未报废家电使用年限的增加，我们认为老旧家电或迎来集中报废的阶段。

图 12：电器电子产品居民保有量（亿台）


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

24 年以来，国家针对家用电器报废拆解、以旧换新发布了一系列政策：

政策①：推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案

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

表 8：《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》

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

资料来源：中国政府网，信达证券研发中心

政策②：停征废弃电器电子产品处理基金

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

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

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

表 9：对电器电子产品生产者征收基金的产品范围和征收标准

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

资料来源：财政部官网，信达证券研发中心

政策③：财政部接管废弃电器电子处理专项资金

3月25日，财政部发布24年中央对地方转移支付预算，24年废弃电器电子产品处理专项资金预算数为75亿元。和22年27.7亿的处理基金征收规模相比，24年的废弃电器电子产品处理专项资金预算数增长约171%。我们认为停征处理基金可实际降低家电企业负担，财政拨付专项预算有利于激活回收产业链的活力，从而加速家电报废率的提升。

75亿补贴若对应单一品类来看，按照此前补贴标准，分别可以极限补贴空调、冰箱、洗衣机、电视机7500万台、1.4亿台、3亿台、1.9亿台。补贴细则方面，我们认为可能延续或加大各品类补贴力度，有利于C端回收厂商提高家电回收价格，拉动消费者以旧换新意愿。

表 10：新的财政补贴标准补贴的台数

	空调	冰箱	洗衣机	电视	电脑
补贴标准	100	55	25	40	45
补贴台数(万台)	7500	13636	30000	18750	16667

资料来源：财政部官网，信达证券研发中心

我们认为24年的系列政策有利于打通家电生产、销售、回收、拆解、再利用的完整生态链条，通过让利消费者、补贴拆解企业从而提高回收价格的方式更好地推动消费者以旧换新的消费意愿。

在政策的推动下家电的实际报废率或存在跃迁式上升的可能，尤其是当前报废率较低的空调、冰箱。根据我们在《从空调报废量增长70%说起》中的测算，如果空调、冰箱的实际报废率可以达到目前洗衣机的水平，则对应每年实际报废量分别净增加超过2000万台、1200万台。考虑到报废量与更新需求的强对应关系，在这一轮更新周期里，有望大大提高行业需求的天花板。

因此，我们认为和地产竣工逻辑相比，以旧换新带来的家电更新需求更具有可持续性、稳

定性。

三、出口：短期订单亮眼，看好长期出海前景

24 年家电出口表现亮眼。24 年 1-5 月我国家电累计出口量为 11.09 亿台，同比+15.45%，累计出口金额达到 258.75 亿美元，同比+7.84%。我们认为 24 年以来的出口数据的同比增长主要受海外库存回落和消费需求回暖影响。

图 13：家电出口数量及同比变化（万台，%）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 14：家电出口金额及同比变化（百万美元，%）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

3.1 海外耐用消费品补库存，出口订单稳健增长

美国渠道库存水平下降，补库存需求抬头。从 23 年下半年开始，美国耐用消费品库存同比持续保持下降态势，截至 24 年 4 月，美国制造业耐用消费品库存规模为 413.51 亿美元，库存水平同比下降 2.6%，为 22 年 3 月以来的最低库存水平。新增订单方面，24 年 3 月起美国耐用消费品新增订单同比实现转正，3、4 月新增订单分别同比 +3.3%、+6.3%，24 年 1-4 月累计新增订单同比+1.41%。

图 15：美国耐用消费品库存及同比变化（百万美元，%）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

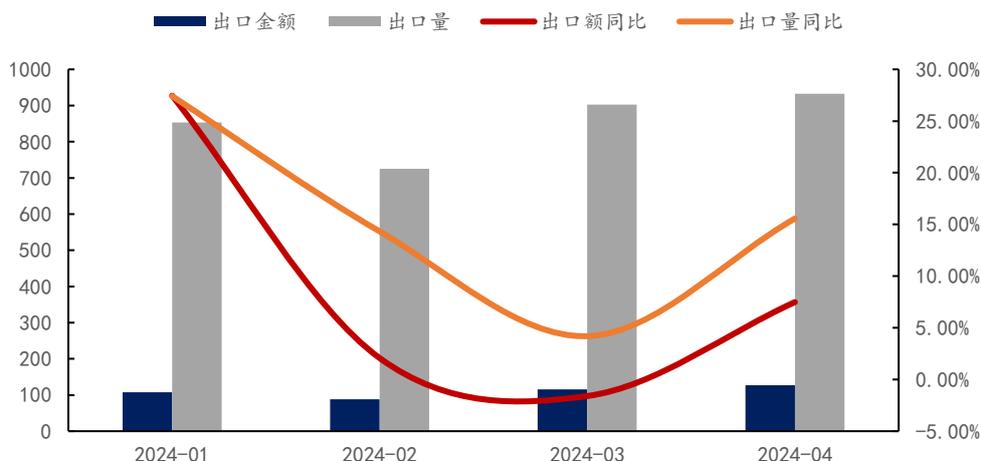
图 16：美国耐用消费品新订单及同比变化（百万美元，%）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

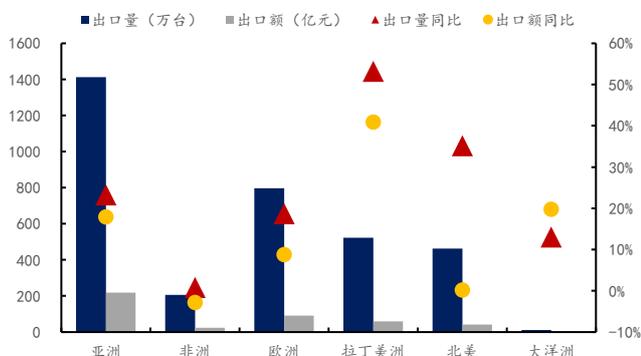
3.1.1 空冰洗：以量带动增长，欧洲、拉美补库存需求较强

1) 空调：24 年 1-4 月空调累计出口额为 438.1 亿元，同比+7.9%，累计出口量为 3414.61 万台，同比+14.7%，1-4 月空调出口均价为 1278.85 元/台，同比-5.9%。

图 17: 空调出口量、额及同比变化 (万台, 亿元, %)


资料来源: 海关总署, 信达证券研发中心

分具体地区来看, 24 年前 4 月空调出口至拉美、北美、亚洲其他地区、欧洲地区的量增幅较大, 分别同比+53.2%、+35.2%、+23.2%、+18.7%, 我国对大洋洲地区的空调出口量同比增长 13.0%, 而出口额增速则达到了 19.7%, 是我国空调出口的六大洲中唯一一个出口产品均价实现增长的地区。

图 18: 24 年 1-4 月我国空调出口不同地区量额及同比变化 (万台, 亿元, %)


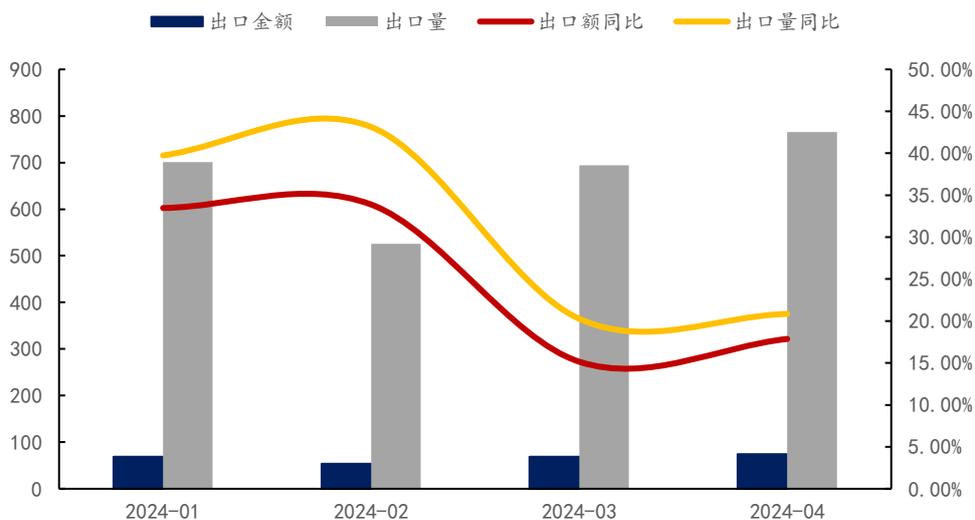
资料来源: 海关总署, 信达证券研发中心

图 19: 24 年 1-4 月及 23 年我国空调出口不同地区占比 (按量, %, 23 年内圈, 24 年外圈)


资料来源: 海关总署, 信达证券研发中心

从不同地区的占比来看, 24 年 1-4 月出口欧洲地区的空调占我国总出口数量的 23.35%, 较 23 年全年+7.07pct, 北美、拉美地区分别下滑 4.19pct、2.39pct。

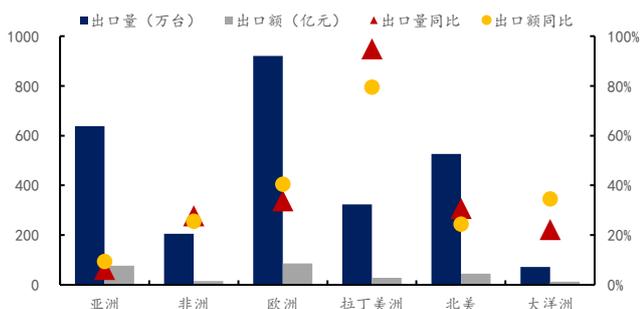
2) 冰箱: 24 年 1-4 月冰箱累计出口额为 265.18 亿元, 同比+23.9%, 累计出口量为 2686.29 万台, 同比+29.2%, 1-4 月冰箱出口均价为 989.43 元/台, 同比-4.5%。

图 20: 冰箱出口量、额及同比变化 (万台, 亿元, %)


资料来源: 海关总署, 信达证券研发中心

分地区来看, 24 年 1-4 月我国对拉美的冰箱出口增长接近翻倍, 达到 323.57 万台, 同比 +94.9%, 对欧洲、北美、非洲出口量增速同比较为接近, 分别同比 +33.8%、+30.7%、+27.8%。

从均价角度来看, 我国 24 年前 4 月对亚洲其他国家、欧洲、大洋洲的冰箱出口均价有所提升, 出口额同比增速超过出口量同比增速; 而对非洲、拉美、北美地区的出口冰箱产品均价同比出现下滑。

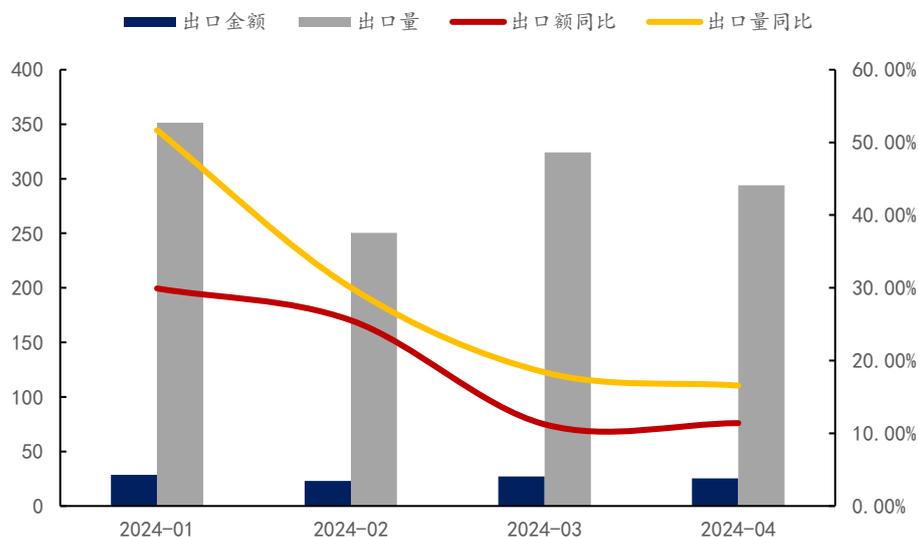
图 21: 24 年 1-4 月我国冰箱出口不同地区量额及同比变化 (万台, 亿元, %)


资料来源: 海关总署, 信达证券研发中心

图 22: 24 年 1-4 月及 23 年我国冰箱出口不同地区占比 (按量, %, 23 年内圈, 24 年外圈)


资料来源: 海关总署, 信达证券研发中心

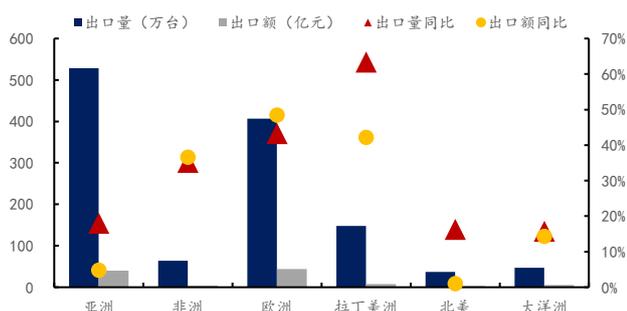
3) 洗衣机: 24 年 1-4 月洗衣机累计出口额为 104.18 亿元, 同比 +19.0%, 累计出口量为 1220.19 万台, 同比 +28.4%, 1-4 月洗衣机出口均价为 858.53 元/台, 同比 -7.1%。

图 23: 洗衣机出口量、额及同比变化 (万台, 亿元, %)


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

分地区来看, 我国洗衣机出口地区中拉美、欧洲、非洲需求同比增速较快, 24 年 1-4 月出口量分别同比+63.3%、+43.3%、+35.2%, 对北美、大洋洲和亚洲其他地区的出口量增速较为稳健, 分别同比+16.3%、+15.7%、+18.0%。

从出口的洗衣机均价来看, 我国对欧洲、非洲地区出口的洗衣机均价略有上升, 而对亚洲、拉美、北美、大洋洲出口的产品均价均有所下滑。

图 24: 24 年 1-4 月我国洗衣机出口不同地区量额及同比变化 (万台, 亿元, %)


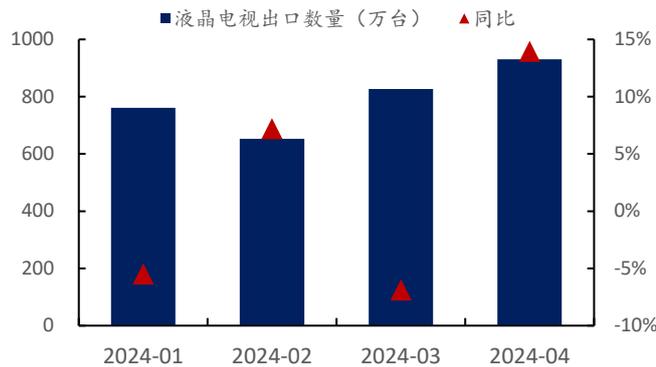
资料来源: 海关总署, 信达证券研发中心

图 25: 24 年 1-4 月及 23 年我国洗衣机出口不同地区占比 (按量, %, 23 年内圈, 24 年外圈)

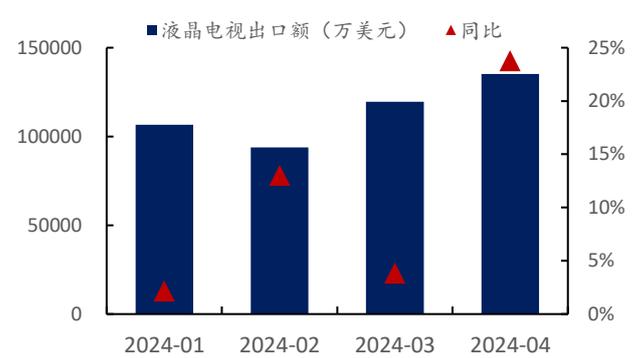

资料来源: 海关总署, 信达证券研发中心

3.1.2 电视: 均价拉动出口规模提升

根据海关总署数据, 24 年 1-4 月我国液晶电视出口量累计同比+1.70%, 销额累计同比+10.55%, 从均价角度来看, 24 年我国液晶电视出口均价为 143.44 美元/台, 同比+8.35%。我们认为出口电视均价的提升主要受益于海外大尺寸化的推进。

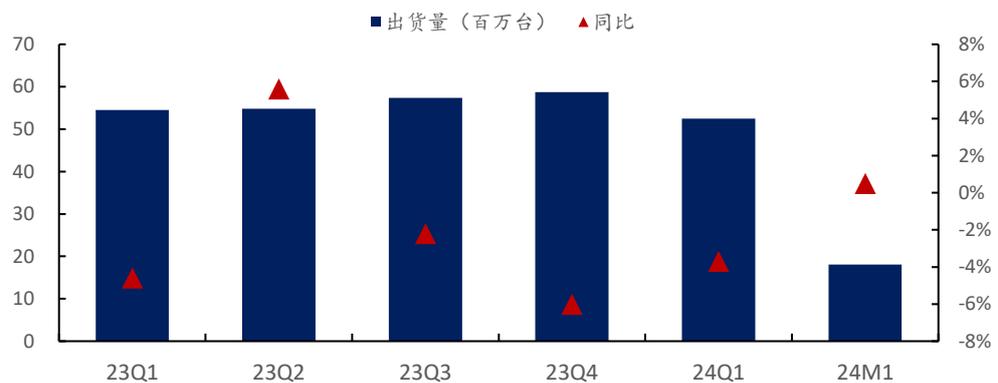
图 26: 24 年 1-4 月我国液晶电视出口量及同比变化 (万台, %)


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 27: 24 年 1-4 月我国液晶电视出口额及同比变化 (百万美元, %)


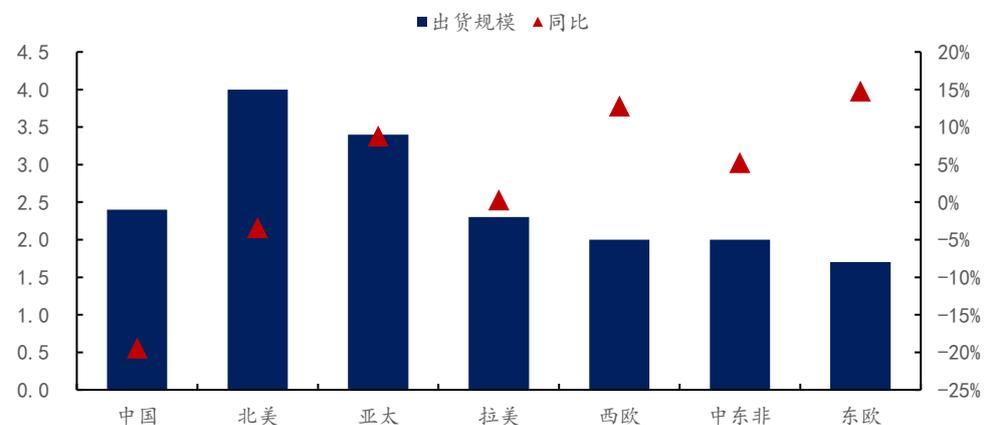
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

从全球电视市场的出货情况来看, 24Q1 全球 TV 出货量为 52.5 百万台, 同比-3.7%, 分区域来看, 北美、亚太市场出货量分别同比-10%、-1.4%, 西欧市场同比小幅上升 0.1%。

图 28: 全球 TV 出货量情况及同比表现 (百万台, %)


资料来源: 迪显公众号, 信达证券研发中心

24 年 4 月份全球 TV 出货量同比转正, 海外市场同比增长 4.3%, 东欧、西欧市场出货规模分别同比+14.8%、+12.8%。

图 29: 24M4 各地区出货量情况及同比表现 (百万台, %)


资料来源：迪显公众号，信达证券研发中心

从主要品牌的出货量表现来看，24年1-4月TCL和创维数字实现了较好的增长。TCLQ1出货量同比+7.2%，4月份出货量同比略有下滑0.1%；创维Q1出货量达到210万台，同比+25.8%，4月约为70万台，同比+26.5%。

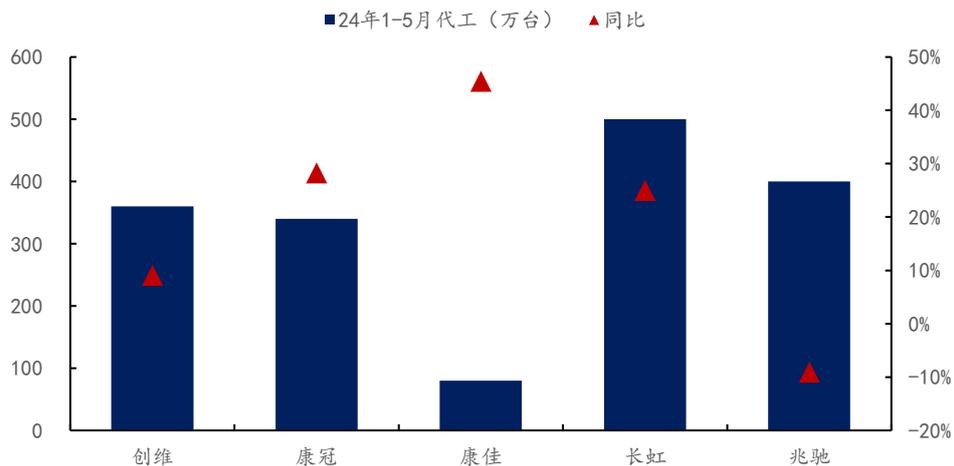
表 11：我国主要出海厂商出货量及同比变化（百万台，%）

	海信		TCL		小米		创维	
	出货量	同比	出货量	同比	出货量	同比	出货量	同比
24Q1	6	-4%	5.7	7.2%	2.5	-14.7%	2.1	25.8%
24M4	2.3	-1.8%	1.8	-0.1%	0.7	-12.9%	0.7	26.5%

资料来源：迪显公众号，信达证券研发中心

代工企业积极开拓客户，扩大份额。从代工企业的表现来看，24年1-5月长虹代工出货约500万台，在东欧本土客户的支持下保持较为强劲的增长；兆驰5个月累计出货量约400万台，同比有所下滑，5月出货突破100万台，北美新导入的品牌客户在5月起量，帮助兆驰在高基数的情况下实现小幅提升；创维5月出货超80万台，同比提升约3成，年累计代工出货量达到约360万台，同比增长约9%。

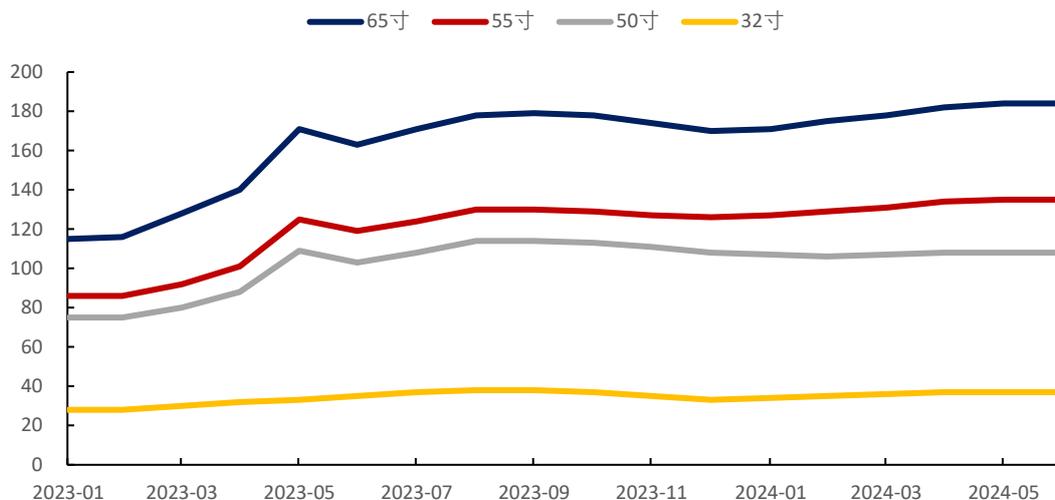
图 30：24M1-5各地区出货量情况及同比表现（百万台，%）



资料来源：迪显公众号，信达证券研发中心

24年开年以来，尽管受宏观环境、航运物流、通胀等不良因素的影响，全球电视市场复苏缓慢，但我们认为随着Q3欧洲杯、奥运会等赛事的到来，海外电视市场需求有望逐渐得到修复。

面板价格缓慢抬升，国产厂商积极备货应对。电视面板价格自23H2以来逐步上涨，24年1-5月电视65寸、55寸、50寸、32寸面板平均价格同比上涨33%、34%、26%、19%，我们认为面板价格的上涨对电视厂商带来了一定的成本压力，但国内企业通过打通供应链、降本增效、调整产品结构等多样化措施有望一定程度上缓解成本压力，电视大屏化、智能化、高清化的特征也为国内电视厂商提供了更多价格调整空间。

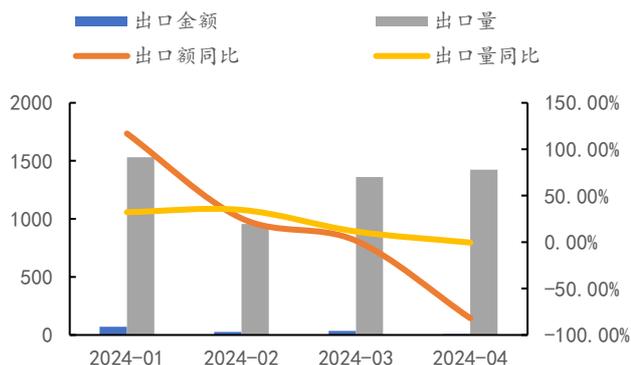
图 31：不同尺寸电视面板价格变化（美元/片）


资料来源：iFind，信达证券研发中心

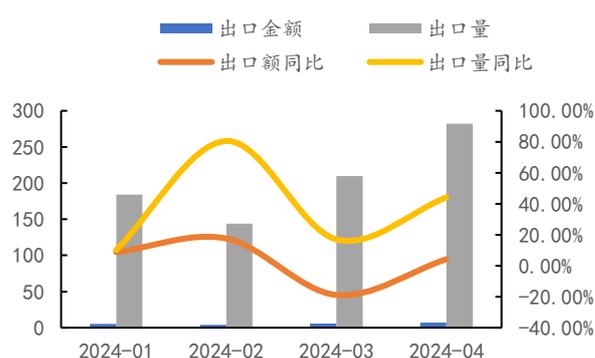
3.2 可选消费品：海外补库存推动短期订单高增，可持续性有待验证

和耐用消费品类似，24年年初小家电同样经历了一波海外补库存带来的订单增长。

环境类电器：根据海关总署数据，吸尘器24年1-4月累计出口5271.63万台，同比+16.6%，出口规模138.3亿元，同比+12.3%，4月份吸尘器出口量环比略有下滑；净化器品类24年1-4月累计出口819.83万台，同比+31.8%，出口规模21.59亿元，同比-0.45%，受均价影响出口额略有下滑。

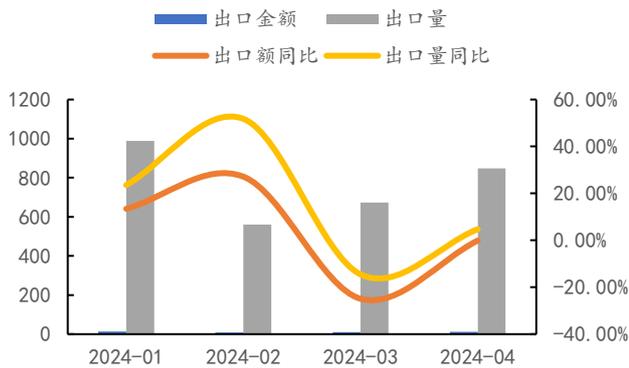
图 32：24年1-4月我国吸尘器出口及同比变化(万台,亿元,%)


资料来源：海关总署，信达证券研发中心

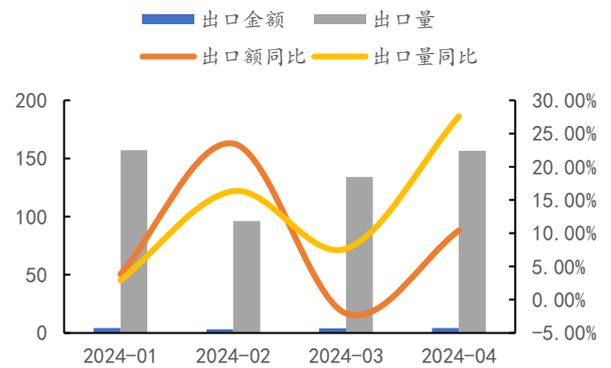
图 33：24年1-4月我国净化器出口及同比变化(万台,亿元,%)


资料来源：海关总署，信达证券研发中心

厨房小电：根据海关总署数据，24年1-4月我国咖啡机累计出口3071.24万台，同比+11.0%，出口规模受均价影响增速低于出口量增速，累计出口45.76亿元，同比+0.2%；电磁炉24年累计出口544.12万台，同比+12.7%，出口额累计15.65亿元，同比+7.4%。

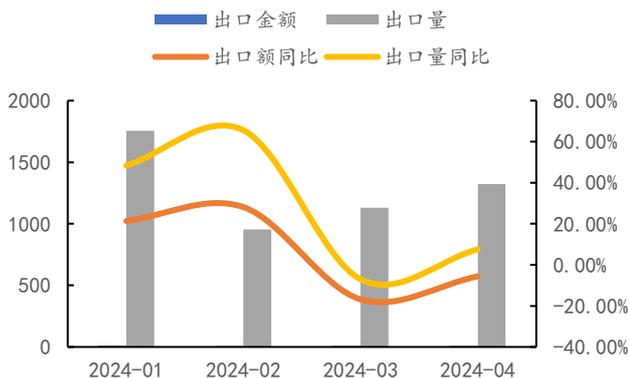
图 34: 24 年 1-4 月我国咖啡机出口及同比变化 (万台, 亿元, %)


资料来源: 海关总署, 信达证券研发中心

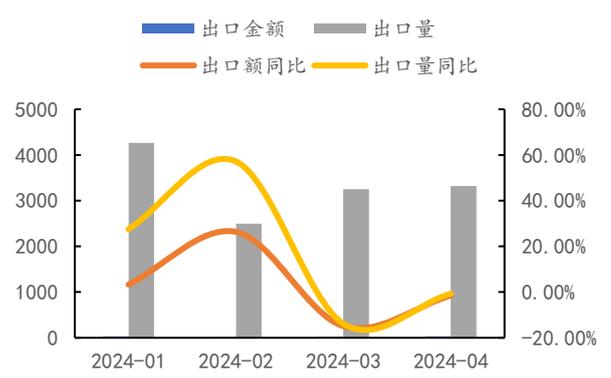
图 35: 24 年 1-4 月我国电磁炉出口及同比变化 (万台, 亿元, %)


资料来源: 海关总署, 信达证券研发中心

个护按摩电器: 根据海关总署数据, 24 年 1-4 月我国吹风机累计出口 5161.61 万台, 同比 +22.8%, 出口规模同比增长 3.6% 达到 34.40 亿元; 按摩器具 24 年累计出口量同比 +10.6% 至 1.33 亿台, 出口规模小幅下滑 0.1% 至 104.61 亿元。

图 36: 24 年 1-4 月我国吹风机出口及同比变化 (万台, 亿元, %)


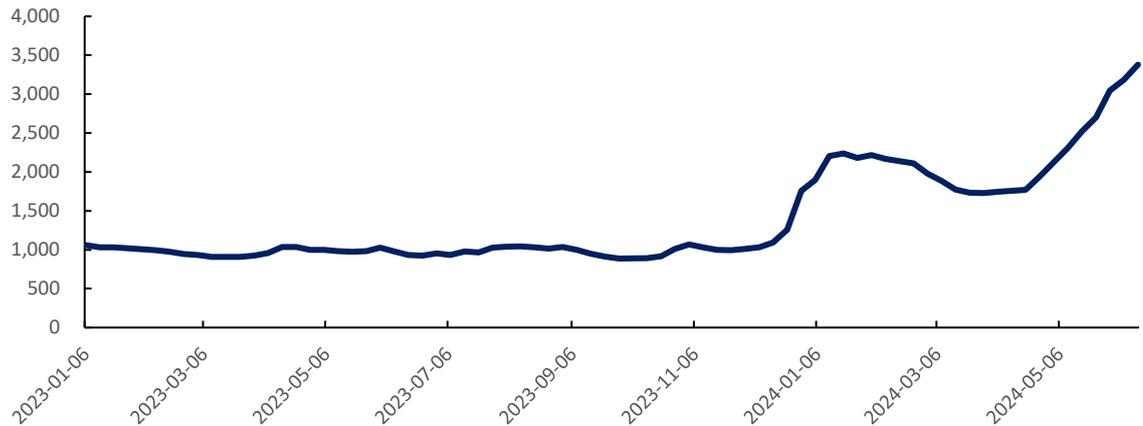
资料来源: 海关总署, 信达证券研发中心

图 37: 24 年 1-4 月我国按摩器具出口及同比变化 (万台, 亿元, %)


资料来源: 海关总署, 信达证券研发中心

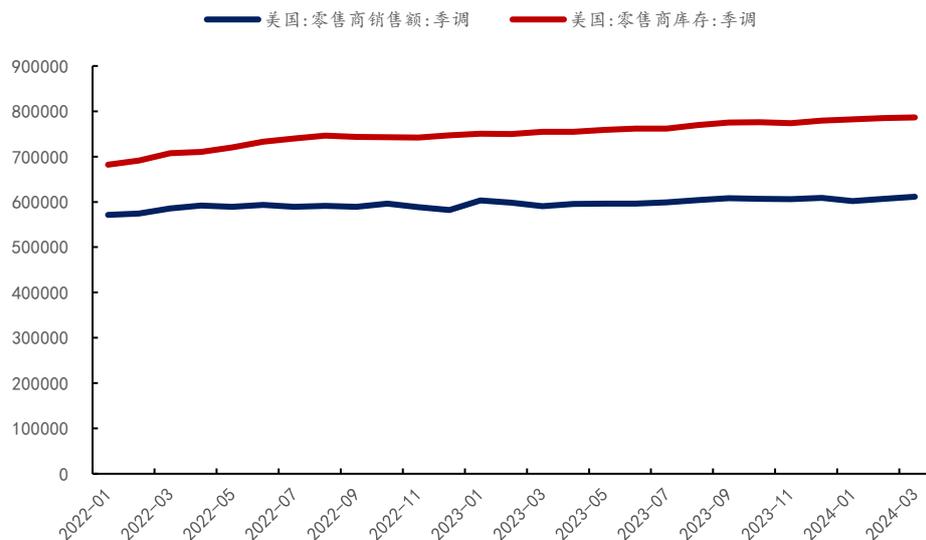
从整体累计数据来看, 24 年 1-4 月份国内出口型小家电企业经历了一波订单的增长, 但细分月度数据来看, 进入 3、4 月后出口订单回落趋势明确。我们认为主要原因在于:

1) 海运费上涨明显, 海外厂商补库存下单节奏或有所放缓。截至 6 月第二周, SCFI 上海出口集装箱运价指数平均值同比 23 年同期上涨 124.4%。

图 38: SCFI:综合指数


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

2) 海外需求疲软, 消费复苏或不及预期。我们认为小家电品类与空冰洗等耐用消费品相比, 受宏观景气度影响更为明显, 从美国零售商的数据来看, 零售商库存目前处于逐步上升的阶段, 而实际的销售额并没有呈现出较为明显的复苏。

图 39: 美国零售商库存、销售额趋势 (百万美元)


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

我们认为尽管补库存为国内小家电出口企业带来了短期订单的增长, 但从零售端来看消费需求的复苏仍需要更多的时间兑现。

综上, 我们认为不论是耐用消费品还是可选消费品, 以下两类的出口型企业有望实现可持续的增长:

1) 拥有自主品牌和核心竞争力的企业: 对于国内的小家电企业而言, 在海外拥有自主品牌、不断拓展新客户、新渠道、新市场的企业或具有更强的抗周期能力, 有望延续 Q1 稳健的增长。

2) 布局成长性品类的企业: 在市场较为成熟的情况下, 具有高成长性、渗透率提升逻辑的

品类或更容易维持稳定增长，如扫地机器人、电动两轮车、热泵等品类。

表 12: 出海标的梳理

	公司名称	主营业务	最新收盘价	海外收入占比 (23 年)	营业收入 (亿元)			EPS			PE 年 (24 年)
					23A	24E	25E	23A	24E	25E	
白电	美的集团	空冰洗自主品牌、ODM	63.0	40%	3737.1	4045.6	4361.8	4.9	5.4	6.0	11.7
	海尔智家	自主品牌出海	26.8	52%	2614.3	2817.7	3023.8	1.8	2.0	2.3	13.2
	长虹美菱	空冰洗自主品牌、代工	7.4	31%	242.5	276.9	309.9	0.7	0.9	1.0	8.5
	海信家电	空冰洗、中央空调	29.7	33%	856.0	955.3	1049.3	2.1	2.4	2.8	12.2
	TCL 智家	冰箱、洗衣机	8.7	67%	151.8	173.1	192.0	0.7	0.8	0.9	10.7
	雪祺电气	冰箱 ODM 代工	14.4	25%	23.6	28.0	33.1	1.4	1.3	1.7	10.8
黑电	海信视像	电视	24.0	46%	536.2	602.5	666.6	1.6	1.8	2.1	13.1
	兆驰股份	电视 ODM	4.5	55%	171.7	215.4	249.7	0.4	0.5	0.6	9.5
	康冠科技	电视 ODM、教育平板	22.2	84%	134.5	152.5	173.2	1.9	2.1	2.5	10.3
厨电	万和电气	热水器、油烟灶具、热泵	9.5	31%	61.0	64.0	68.4	0.8	0.9	1.0	10.3
清洁电器	莱克电气	吸尘器、咖啡机、净饮机	20.5	66%	87.9	100.2	112.3	2.0	2.2	2.4	9.5
	石头科技	扫地机器人、洗地机、洗衣机	373.2	49%	86.5	110.1	132.6	15.7	19.1	22.6	19.5
	科沃斯	扫地机器人、洗地机、生活电器	44.8	42%	155.0	175.4	198.2	1.1	2.4	2.9	18.5
	富佳股份	吸尘器、洗地机 ODM、卷发棒等	14.5	72%	26.9	31.1	36.1	0.5	0.6	0.7	24.7
小家电	新宝股份	厨房小家电	13.3	74%	146.5	162.6	178.5	1.2	1.4	1.5	9.7
	苏泊尔	厨房小家电、厨具	48.1	29%	213.0	228.2	246.2	2.7	2.9	3.2	16.4
	比依股份	空气炸锅、咖啡机	12.7	92%	15.6	17.8	20.5	1.1	1.2	1.3	10.9
	德昌股份	吸尘器、加湿器、吹风机代工等	17.8	78%	27.8	36.8	46.0	0.9	1.1	1.4	16.2
	荣泰健康	按摩类产品	15.1	55%	18.6	21.6	24.9	1.5	1.8	2.1	8.5
	奥佳华	按摩类产品	5.6	67%	50.3	51.4	54.4	0.2	0.3	0.3	20.1
电动工具	格力博	电动工具	13.5	98%	46.2	54.9	63.9	(1.0)	0.6	1.0	21.6
两轮车	春风动力	摩托车	137.0	79%	121.1	148.5	178.1	6.7	8.1	10.1	16.8
	九号公司	电动两轮车、滑板车、全地形车	37.7	47%	102.2	134.7	169.2	0.8	9.0	12.0	4.2

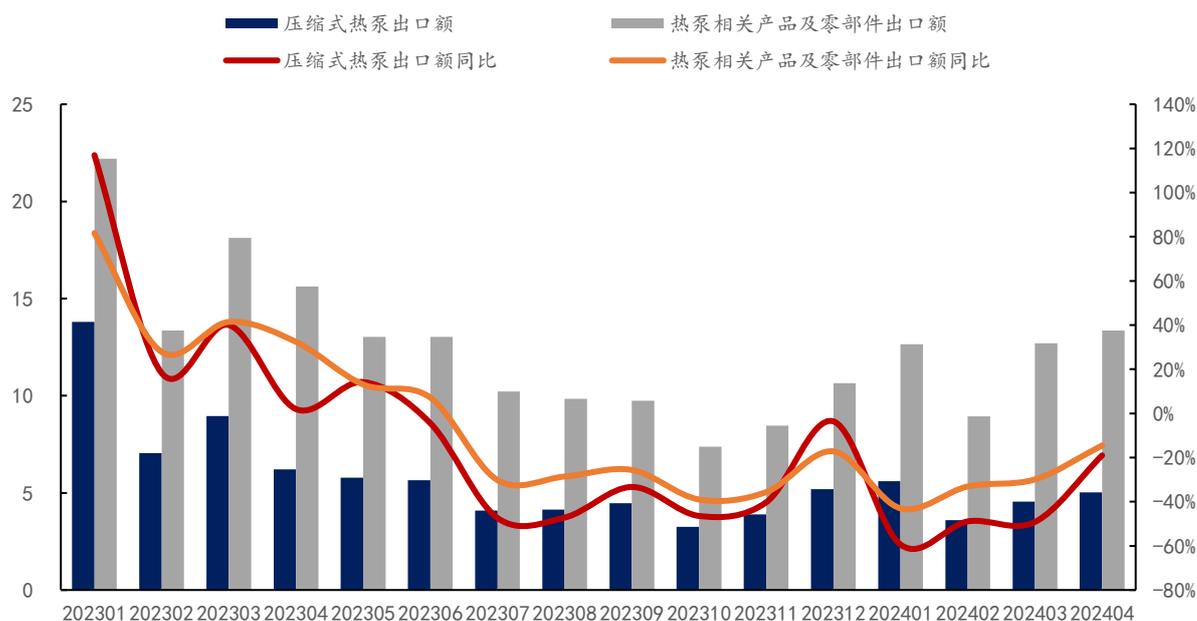
资料来源: iFind, 信达证券研发中心 注: EPS 为 ifind 一致性预期, 收盘价截至 24 年 7 月 3 日

四、热泵：边际转折点或将至

4.1 经济性减弱、政策摇摆，23 年欧洲热泵销售下滑

根据海关总署数据，23 年我国热泵（含热泵式空调）及零部件出口额同比+0.70%，其中压缩式热泵出口量、额分别同比-15.48%、-4.70%；24 年 1 至 4 月热泵及零部件出口额累计同比-31.25%，其中压缩式热泵出口量、额年累计分别同比-35.02%、-47.86%。从月度数据来看，24 年 4 月热泵出口同比降幅较 Q1 明显缩窄。

图 40：我国热泵及相关产品出口额及同比变化（亿元，%）



资料来源：海关总署，信达证券研发中心

根据 EHPA 数据，23 年欧洲 14 个国家（占欧洲 90% 的欧洲销量）热泵销量同比下滑 4.5% 至 263.95 万台，为 10 年来首次销量下滑。

图 41：欧洲 14 个国家的年度热泵销售量及同比变化（台，%）



资料来源: EHPA, 信达证券研发中心

23 年欧洲市场需求的下滑的原因我们认为主要可以分为 3 点:

1) 经济性下降导致需求回落

22 年俄乌冲突导致的俄罗斯煤炭、天然气产品的进口禁令催化了国外能源价格的上涨, 22H2 欧洲天然气商品价格同比上涨 97.48%。但进入 23 年, 随着冬季用煤、用气高峰的过去, 以及欧洲对于煤炭、天然气的储备量上升, 23 年欧洲天然气价格逐步回落至俄乌冲突前的水平, 整体呈现较为稳定的情况。23 年欧洲天然气商品平均价格为 13.11 美元/百万英热, 同比 22 年下降 67.49%, 已基本回落至 21 年同期水平。

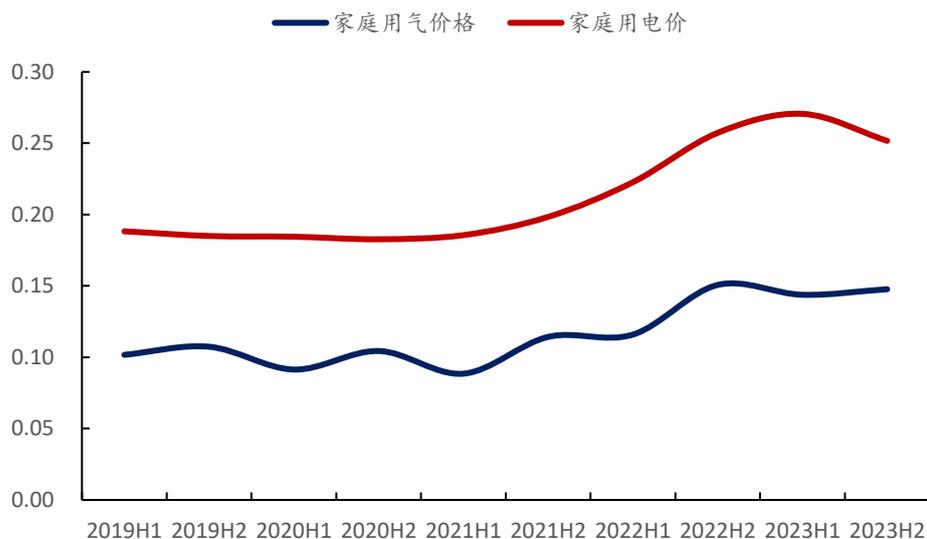
图 42: 欧洲天然气价格变化 (欧元/千瓦时)



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

另一方面, 终端消费者所支付的价格波动和大众商品价格波动相比较小, 且电价也在经历上涨。天然气期货价格受地缘政治、突发事件等因素影响较大, 短期波动幅度往往较大。但经过实际库存管理、政策补贴调整后, 传导至终端消费者处的实际支付价格并未出现成本的增长。根据欧盟数据 23H1 家用天然气价格、电价实际分别同比+24.1%、+21.5%, H2 实际价格分别同比-2.0%、-2.2%, 逐渐企稳。

图 43: 欧洲家用电价、天然气价格变化 (欧元/千瓦时)



资料来源: Eurostat, 信达证券研发中心

参照我们此前在热泵深度报告《热泵: 户用热能的万亿赛道》中的测算模型, 按照 23 年下

半年电价 0.25 欧元/千瓦时，天然气价格 0.15 欧元/千瓦时计算，假设欧洲热泵产品的价格（产品+安装）约为 8000 欧元，若以德国补贴标准 40% 计算，按照 21 年电费价格为基准，则安装热泵的回报期约为 10 年左右，若按照 23 年 H2 的电价和天然气价格，目前欧洲消费者更换热泵的回本周期约在 5-6 年。

表 13: 电价和天然气价格涨幅对于热泵设备投资回报期影响测算（年）

天然气价格涨幅	电价涨幅									
	300%	200%	100%	50%	20%	10%	0%	-10%	-20%	
300%	2.6	15.7								
200%	1.6	3.4	-29.4							
100%	1.2	1.9	5.1	31.3	-15.1					
50%	1.0	1.6	3.2	6.8	20.6	63.4	-58.9	-20.1		
20%	1.0	1.4	2.6	4.6	8.5	11.8	19.3	52.2	-73.6	
10%	0.9	1.4	2.5	4.2	7.1	9.3	13.4	23.7	106.6	
0%	0.9	1.3	2.4	3.8	6.1	7.7	10.2	15.4	30.9	
-10%	0.9	1.3	2.2	3.5	5.4	6.5	8.3	11.4	18.1	
-20%	0.9	1.3	2.1	3.3	4.8	5.7	7.0	9.0	12.8	

资料来源: Eurostat, 信达证券研发中心测算

22 年俄乌冲突时期预期天然气、电价涨幅超 100% 时，欧洲安装热泵的回本周期预估缩短至 3 年以内。和当时的预期相比，我们认为 23 年回落的能源价格所导致的经济性下降，或是 23 年消费者热泵需求减弱的原因之一。

2) 政策的不确定性影响了部分消费者、建筑商更换热泵的节奏

23 年部分欧洲国家补贴出现了一定的退坡。以意大利的 Superbonus mechanism 为例，原有的 110% 的税收抵减降低为了 90%，2024、2025 将逐步降低至 70%、65%；德国从 22 年 8 月起 BAFA 基础补贴由 35% 降低至 25%。

但同时，也有国家加强了热泵替换安装的补贴力度。英国消费者自 23 年 10 月起安装热泵可获得 7500 英镑，补贴标准较 22 年 4 月起执行的空气源热泵补贴 5000 英镑、地源热泵补贴 6000 英镑明显提升。

表 14: 欧洲部分国家热泵相关补贴政策

国家	有效时间段	政策内容
德国	24 年	BEG EM 修正案在 23 年 12 月 29 日发布, BAFA 依旧负责建筑物外围结、系统工程(除供热为)、工等的构的效率提升, 其他供热系统、供热网络相关转为由 KfW 负责。 供热系统更换补贴: 1) 基础可以补贴 30%成本; 2) 对于热泵有 5%的效率奖金; 3) 自住业主在 2028 年 12 月 31 日之前可以享受 20%的气候补贴, 之后补贴将逐步减少; ... 供热系统补贴最高封顶 70%。从 2024.2.27 起私人申请者已经可以向 KfW 申请, 计划逐步向所有申请者开放。
	23 年	从 22 年 8 月起, 由 BAFA 的基础补贴从 35%下降至 25%
意大利	23 年至今	23 年 1 月 1 日后申请的仅可获得 90%的税收抵减
	20-22 年	Superbonus mechanism, 最多 110%的税收抵减
法国	20 至 24 年	新房没有补贴, 替换装修 ATW/HHP 补贴最高补贴 9000 欧, GSHP 最高补贴 15000 欧, SHW 最高补贴 1200 欧
英国	23 年 10 月起	空气源/地源热泵安装可以获得 7500 英镑补贴
	22 年 4 月起	空气源热泵可获得 5000 英镑, 地源热泵可获得 6000 英镑
荷兰	24 年	只有 A++及以上能效等级的产品才可以获得补贴, 4kW 混合热泵系统 2550 欧元, 8kW 的单纯热泵 3150 欧元补贴, 6kW 的地源热泵 4425 欧元补贴。
	23 年以前	A+等较低能效等级的产品获得补贴
	16 年至 20 年	ISDE 为热泵、太阳能热水器、生物锅炉等提供补贴
丹麦	23 年 6 月至今	原有的 Building pool, 自 23 年夏天后被分为了 Heat pump Pool 和 Energy renovation Pool 空气源热泵可以获得 17000 丹麦克朗, 地源热泵最多可获得 27000 丹麦克朗
波兰	22 年 4 月底至 26 年底	可以获得 30~45%的费用补贴, 最多 21000PLN

资料来源: EHPA、英国/荷兰/波兰/丹麦政府网站、KfW、bayern innovativ 网站、cleanenergywire 网站、heatpumpingtechnologies 网站, 信达证券研发中心

我们认为 24 年欧盟及欧洲各国的热泵相关政策将得到进一步完善。欧盟计划在 6 月欧盟选举后出台原本计划于 23 年底推出的 Heat Pump Action Plan, 行动法案将涵盖动员、沟通、立法和资金四大板块。我们认为欧盟层面行动法案的推出有望进一步指明后续欧洲热泵市场的发展方向。

图 44: Heat pump Action Plan

The action plan will aim at accelerating heat pump deployment in the EU through 4 building blocks.

Heat pump accelerator

Communications and skills

Legislative work

Financing

Five steps to a fast heat pump roll-out

1 Make clean heating the standard



2 Support European industry leadership



3 Increase energy system integration with flexible heat pumps



4 Make it easier for consumers



5 Develop the required skills and workforce



资料来源: EHPA、欧盟官网, 信达证券研发中心

从 24 年部分国家的政策导向来看, 对于热泵安装的补贴要求也进一步规范。24 年德国请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 28

将热泵补贴主体进一步细化，BAFA 依旧负责建筑物外围结、系统工程（除供热）、结构等的效率提升，其他供热系统、供热网络相关转为由 KfW 负责；荷兰规定只有 A++及以上能效等级的产品才可以获得补贴；丹麦自 23 年下半年起将有用的建筑补贴资金池进一步分为了热泵资金池和能源更新资金池。

4.2 24 年：我国热泵出口数据边际逐步改善，关注零部件企业

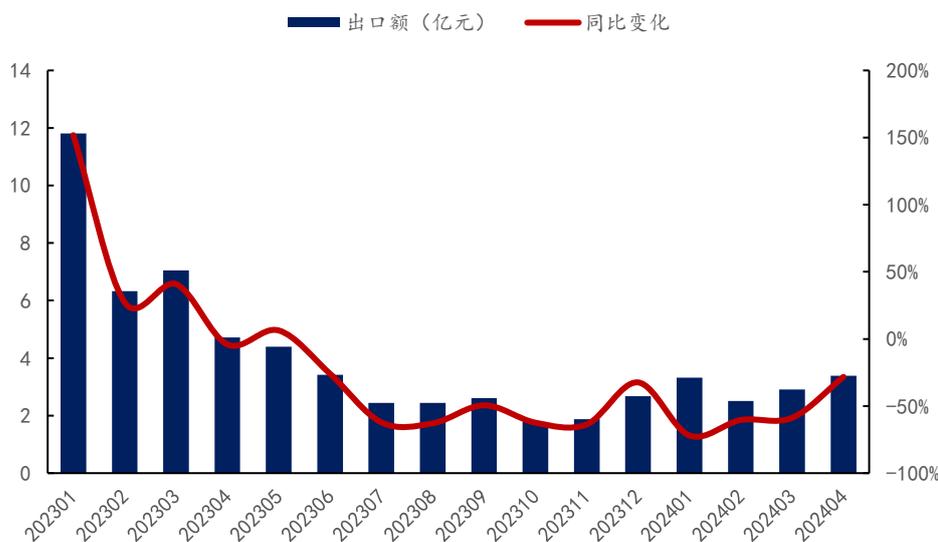
经历了 23 年的能源价格和政策调整后，24 年部分国家的热泵销售表现依旧呈现出分化。

德国：根据德国供热产业协会（BDH）数据，24Q1 德国热泵销售量为 4.6 万台，较 23 年的 9.65 万台同比下滑 52%。德国政府 24 年热泵销售目标为 50 万台。

英国：24 年 4 月英国锅炉升级计划申请量同比增加 93%。自政府 23 年 10 月增加了 50% 的热泵安装补贴，23 年 11 月至 24 年 4 月期间的月均申请量增加 49%至 2136 份/月。英国计划截至 28 年底完成 60 万台热泵的安装。

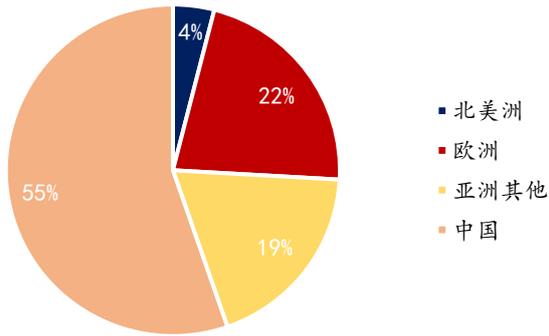
22 年集中出货导致的欧洲客户高渠道库存经过 23 年的消化正在逐步降低，从我国海关出口数据表现来看，23 年 4 月份我国出口欧洲的压缩式热泵数据降幅出现明显缩窄，我们认为主要原因之一就是高基数库存周期或将进入尾声，对于国内生产厂家而言，欧洲热泵高库存的影响有望在 24 年下半年逐步降低。

图 45：我国出口欧洲压缩式热泵规模及同比变化（亿元，%）



资料来源：海关总署，信达证券研发中心

目前我国热泵产能占全球产能的比例为 55.3%，我们认为随着欧洲和其他地区厂家热泵产能的扩张，我国热泵产能的占比在 25 年后或有所降低。欧洲市场是我国热泵出口的最大产地，但 23 年欧洲占我国热泵出口量的比例为 70.29%，较 22 年下降 8.27%。我们认为随着我国热泵产品对其他亚洲国家、拉美、北美、非洲等市场的开拓，欧洲占我国出口的比例或进一步下降。

图 46: 中国热泵生产产能


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 47: 中国压缩式热泵出口地区分布(%, 内圈 22 年, 外圈 23 年)


资料来源: 海关总署, 信达证券研发中心

那么, 怎么看待我国热泵厂商未来在欧洲的发展?

首先我们认为尽管受本土产能扩张的影响, 我国热泵出口产品或将在欧洲市场面临相对更加激烈的竞争, 但受益于欧洲热泵行业的增长, 我国热泵整机出口企业依旧或可保持较为稳健的增速。对于品牌商而言, 热泵作为暖通空调的一大品类具有安装属性, 而美的、海尔等暖通品牌商在欧洲拥有较为完整产品、市场、售后团队, 可以很好地提供热泵产品的全链条服务。

热泵零部件企业或更可受益于欧洲热泵市场增长。受欧盟对于热泵本土化生产的政策影响, 未来我国热泵整机出口企业的长期增长空间或有所受限。但对于零部件企业而言, 目前我国热泵零部件企业的市场占有率相对较低, 未来仍有较大的渗透率提升空间。

投资建议

1) 我们看好以旧换新政策下的更新需求增长, 改善型需求有望推动行业产品均价提升, 关注积极参与以旧换新活动的国内家电龙头美的集团、海尔智家、格力电器、海信家电、长虹美菱、TCL 智家以及产业链代工企业雪祺电气; 建议关注渗透率提升表现亮眼的清洁电器龙头石头科技、科沃斯。

2) 外销方面, 关注布局成长性产品、依靠自主品牌、自主渠道出海的家企业, 关注石头科技、新宝股份、小熊电器、九号公司。

3) 我们认为热泵海外去库存或进入尾声, 国内相关出口零部件、整机企业或迎来边际改善, 建议关注热泵产业链企业大元泵业、儒竞科技, 关注整机企业日出东方、万和电气等。

风险因素

宏观风险: 海外宏观经济波动或影响消费者对家电产品的需求情况

原材料波动风险: 原材料大幅波动或给家电生产企业带来成本端压力

海运费上涨风险: 海运费上涨或将增加我国出口型企业成本, 也可能会对客户订单决策产生影响

政策风险: 我国作为全球家电制造大国, 或受到部分国家、地区关税调整的影响

研究团队简介

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

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

分析师声明

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

免责声明

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

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

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

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

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

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

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

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

评级说明

风险提示

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

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。