

行业研究 | 行业深度研究 | 家用电器

# 韧性时代：关税周期中的挑战与底气



## 报告要点

以 2018 年 301 调查为中心的关税周期中，家电对美出口量价/份额与政策节奏存相关性：关税预期落地前 1-2 个季度出口前置特征明显，价格走势同步需求，由关税引致的降幅或仅在小个位数；份额下降集中在执行后 1 年，时至 2024 波动已明显向 0 收敛，核心品类有企稳改善迹象。企业层面，除 2018H2 短期提速及 2019 年环比走弱外，关税并未对品牌经营及长期增长形成实质影响，背后是企业基于市场/产能拓展的经营韧性；而成本/汇率波动与业务结构变化仍是外销盈利波动的主导因素。着眼当下，关税尚在假设之中，后续亦不必过度悲观。

## 分析师及联系人



管泉森



孙珊



蔡奕娴

SAC: S0590523100007 SAC: S0590523110003

## 家用电器

# 韧性时代：关税周期中的挑战与底气

投资建议：**强于大市（维持）**  
 上次建议：**强于大市**

### 相对大盘走势



### 相关报告

- 《家用电器：从湖北样板看以旧换新落地路径》2024.08.13
- 《家用电器：奥维云网7月线上清洁电器数据简评：扫地机持续增长，洗地机均价再下探》2024.08.11



扫码查看更多

### 全景：关税贸易壁垒的来龙去脉

近期美国大选背景下，市场对加征关税担忧情绪有所升温。美国在全球消费电器零售规模与中国家电出口中均占 20%，其贸易壁垒对出口中长期趋势的影响不容小视。入世以来，关税成为贸易核心议题始于 2018 的 301 调查案，最终落地的 4 批关税清单对我国出口大盘及家电的覆盖率均在 60%+，当前除 3000 亿清单 A 税率 7.5%，其余均为 25%；340 亿清单中的双净、2000 亿清单中的吸尘器/空气炸锅等涉及豁免。此外，洗衣机于 2016-2017 年即在龙头推动下遭反倾销及 201 调查。

### 产业：政策周期中的节奏和份额

细颗粒度地复盘上一轮关税政策周期，节奏上“抢出口”发生于关税预期升温之时，由数据可识别的两个阶段包括大规模调查启动的 2017Q4-2018Q1 及 2000 亿清单税率提升之前的 2018Q3-2018Q4；加征实施后，份额与价格压力同步发生，执行后 1 年内份额极限降幅在大个位数，而关税引致的均价降幅仅在小个位数，贸易额回落是前期需求虹吸、份额与价格趋势的共同结果。沿时间轴向后，量价波动被疫情引致的需求周期打断，且份额波动已向 0 收敛，核心品类均有企稳回升迹象。

### 微观：逆风下出海的增长与盈利

企业层面看，关税冲击落到收入端将经过外销占比、区域结构、中国产能供应比三重弱化，盈利端的中间变量还有业务模式与供应链议价能力决定的调价幅度。整体来看，当前家电权重公司对美关税风险敞口不大，美国占比较高的海尔本土/近地产能为主，美的及格力对美收入占比均较低，而黑电龙头海外供应比例较高。上轮周期中，关税预期引致的收入节奏波动主要在 2018H2，近 5 年家电公司在美品牌表现不俗，而成本汇率波动与模式变化仍是外销盈利能力短期变化的主导因素。

### 从历史的细节看关税的远期影响

企业寻求利润最大化进程中，局部压力之下寻求边界扩张的主观能动性，是关税周期微观演绎的底色：提税后的 5 年间，中国家电出口在非美市场份额加速提升，曾在世纪初引领产能输出的风扇与电动类小家电表现抢眼，受关税影响的核心大家电品类份额提升也有明显提速；结构性转移之下，关税成为中国家电出口市场结构与对美商品结构变化的主要推力。关税本质上类同“局部汇率升值”，观照广场协议后汇率中枢调整中的日本制造业，全面价格竞争力削弱指向产能海外转移。

### 青山依旧在，评级“强于大市”

2018 年的 301 关税，对中国家电出口中微观生命周期均未产生中长期维度上的实质影响，市场/产能布局能动性带来的经营韧性支撑下，对预演之中的下一轮关税大可不必过度悲观。2024 年初至今家电出口持续超预期，国内以旧换新力度比肩家电下乡，中央资金支持强化，内销正逢更新大周期，政策兑现弹性可期，重视预期反转机遇。维持“强于大市”评级，推荐白电龙头美的集团、格力电器、海尔智家，厨电华帝股份、老板电器，黑电海信视像，关注海信家电、石头科技等标的。

**风险提示：**政策兑现不及预期；关税预期引起出口节奏波动；原材料成本大幅上涨。

## 正文目录

1. 引言：当我们谈及关税 .....	4
2. 全景：贸易保护的历史细节 .....	5
3. 产业：政策中的节奏和份额 .....	10
4. 微观：逆风下的增长与盈利 .....	16
5. 风险提示 .....	26

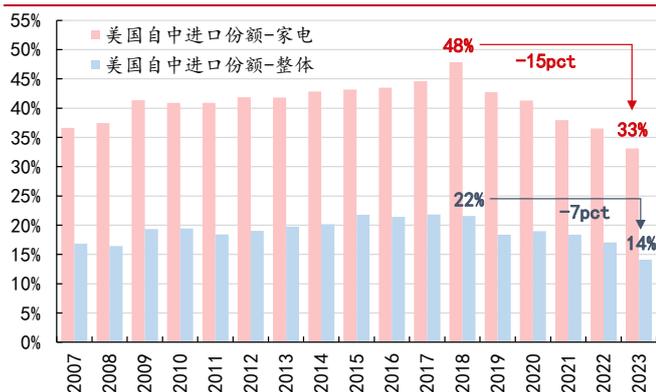
## 图表目录

图表 1：近 5 年中国占美国家电进口额份额由 48% 降至 33% .....	4
图表 2：近 5 年美国占中国家电出口额份额由 27% 降至 20% .....	4
图表 3：2019-2023 年美国家电进口总额 5 年 CAGR 约 2% .....	4
图表 4：2019-2023 年中国家电出口总额 5 年 CAGR 约 5% .....	4
图表 5：洗衣机受贸易壁垒牵制的起点早于 2018 年大规模 301 调查案 .....	5
图表 6：301 调查案后四批关税清单范围、进程及税率 .....	6
图表 7：2018 年美国 301 调查案 4 批关税清单覆盖家电品类情况 .....	6
图表 8：2018 年 301 涉税品类约占家电对美出口额的 62% .....	8
图表 9：各关税属性家电产品中国出口对美依赖度 .....	8
图表 10：301 调查案中家电品类受豁免及延长情况 .....	9
图表 11：各关税清单家电品类粗算豁免覆盖率 .....	9
图表 12：2016 年以来各关税清单家电产品中国对美出口美元额季度增速 .....	11
图表 13：2017-2019 年中国对美家电出口额同比及相对第三方贸易额增速 .....	12
图表 14：关税执行/税率抬升与涉税家电中国在美进口份额变动高度相关 .....	13
图表 15：2018 年后中国出口占非美市场各家电品类进口额中的份额多有提升 .....	14
图表 16：2018 年至今的 5 年中国家电对非美出口规模增长与份额提升多有提速 .....	14
图表 17：企业外贸业务实践中高频使用的贸易术语下买方承担进口关税 .....	15
图表 18：2016 年至今各清单及不涉税家电产品中国对美出口季度均价同比 .....	15
图表 19：2016Q1 以来各清单家电对美出口美元/人民币均价同比及汇率影响 .....	16
图表 20：2002 年至今主要家电公司海外收入（亿元）及增速 .....	17
图表 21：主要家电公司外销占比、业务模式及区域结构 .....	18
图表 22：2016H1 至今主要家电公司外销收入增速 .....	19
图表 23：2014 年至今主要大家电品类及公司美国零售量及份额变化情况 .....	20
图表 24：2016H1 至今主要家电公司主营外销/内销毛利率同比 (pct) .....	21
图表 25：近十年主要国家/地区白电产能溢出及外部依赖情况 .....	22
图表 26：海尔智家主要品类全球零售量及产量区域结构 .....	23
图表 27：2014 年至今美的白电全球产量规模及增速（万台） .....	24
图表 28：1985-2022 年度日本制造业海外生产比例（%） .....	25
图表 29：1980 年至今美元兑日元季度汇率及同比 .....	25

## 1. 引言：当我们谈及关税

7月政治事件后，以加征关税及限制移民为对外方针的美共和党候选人民调支持优势扩大，此前对中国出口“全面加征关税”表述引发的担忧情绪有所升温；作为在全球消费电子零售规模及中国家电出口总额中均占20%的规模市场，美国进口关税对出口的影响不容小视。入世以来，关税重新成为贸易领域核心议题，正是在2017年8月美国总统推动对中301调查之时，而自此持续至今的关税周期，成为中国出口增长与全球贸易格局重塑的关键因素。关税的直接影响首先体现在中美双向贸易份额的下行，2019-2023年中国在美国进口总额中的占比累计下降7pct，而作为出口“老三样”之一的家电，初始依赖度偏高，份额降幅大于整体；同时，美国在中国整体/家电出口中占比分别-4/-7pct。此间，中国家电出口总额仍实现了5%的复合增速。

图表1：近5年中国占美国家电进口份额由48%降至33%



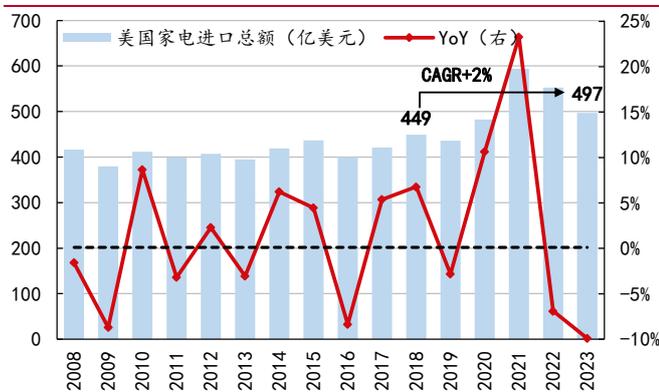
资料来源：ITC，国联证券研究所

图表2：近5年美国占中国家电出口份额由27%降至20%



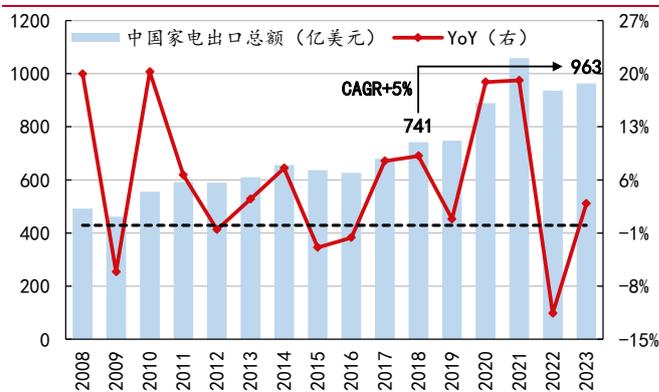
资料来源：ITC，国联证券研究所

图表3：2019-2023年美国家电进口总额5年CAGR约2%<sup>1</sup>



资料来源：ITC，国联证券研究所

图表4：2019-2023年中国家电出口总额5年CAGR约5%



资料来源：ITC，国联证券研究所

<sup>1</sup> ITC官方未界定“家电”代码，参照海关总署家用电器8位码对应HS6位码统计加总。

## 2. 全景：贸易保护的历史细节

大选与关税产生关联的制度基础，要追溯到 20 世纪 60-70 年代贸易法案对总统的赋权，典型如：1962 年 232 条款与 1974 年的 201 条款，赋予总统经 ITC 或商务部审核后，对造成本土产业受损的贸易激增施加临时性关税或其他限制性措施的权力，1974 年 301 条款允许 USTR（美国贸易代表办公室）对违反贸易条约的对手国停止优惠待遇或施以进口限制，1977 年 IEEPA（国际紧急经济权力法）允许总统在宣告“特殊状况”的基础上实施进口约束；以上条款在特朗普前一任期中均有引用。

自上而下看美国贸易保护政策体系，分为常规性的反倾销/反补贴与非常规性的案件机制：前者由本土产业提请，经商务部联合 ITC（国际贸易委员会）调查并主导 CBP（海关及边境保护局）实施；后者之中，从上一轮贸易保护政策周期实践来看，201 调查由产业提请并经总统裁决，232 及 301 案由总统提议商务部或 USTR 发起。由立法出发理解政策逻辑，本土龙头利益与总统政策取向是关税的两股直接推力：回溯近十年中国家电对美出口贸易壁垒，龙头惠而浦的强势产业、本土供应比例较高的洗衣机，早在 301 案之前的 2016 年即遭反倾销案牵连，最终对自中国出口 6 个 10 位码下的大型家用洗衣机征收 38%-57% 不等的反倾销税，2022 年经复审执行至今；2017 年 5 月，惠而浦再对洗衣机提请 201 调查，2018 年 1 月总统裁决通过，对 2 个 HTS 10 位码下的大型家用洗衣机及其零部件实施 3 年配额关税，2021 年延长 2 年并最终执行至 2023 年 2 月。此外，其余品类关税均来自 2018 年的大规模 301 调查案。

图表5：洗衣机受贸易壁垒牵制的起点早于 2018 年大规模 301 调查案

2016 年反倾销税				2017 年 201 案特别关税						
涉税产品	出口商	生产商	倾销幅度		Year1/2018	Year2/2019	Year3/2020	Year4/2021	Year5/2022	
大型家用洗衣机及其零部件	南京 LG-熊猫电器有限公司	南京 LG-熊猫电器有限公司	38.43%	整机	低税配额	120 万台/年		30 万台/季（季末到期，不可滚动）		
	苏州三星电子有限公司/苏州三星电子出口有限公司/三星电子有限公司	苏州三星电子有限公司/苏州三星电子出口有限公司	57.37%		税率	配额内	20%	18%	16%	15%
				配额外		50%	45%	40%	35%	30%
	其他中国实体	-	49.72%	零部件	低税配额	5 万件/年	7 万件/年	9 万件/年	11 万件/年	13 万件/年
					税率	配额内	0%	0%	0%	0%
				配额外		50%	45%	40%	35%	30%

注：年份以关税令生效日期为起止，即当年 2 月 6 日至次年同期。

资料来源：USTR, CBP, 国联证券研究所

对 2018 年大规模 301 调查案作简要回顾：2017 年 8 月中旬，美国对中发起 301 调查，并于其后 2 年内通过了共计 4 批对中国出口商品的关税清单，按落地时间先后分别为：340 亿美元清单、160 亿美元清单、2000 亿美元清单及 3000 亿美元清单，其中 340 亿/160 亿清单税率 25%；2000 亿初期为 10%，2019 年 5 月后提升至 25%；3000 亿清单 A 初始税率 15%，2020 年 2 月后降至 7.5%；3000 亿清单 B 最终未执行。

**图表6：301 调查案后四批关税清单范围、进程及税率**

清单批次	提案日	公告日	生效日	加征税率	涉及条目
340 亿	2018/4/6	2018/6/20	2018/7/6	25%	818
160 亿	2018/6/20	2018/8/16	2018/8/23	25%	279
2000 亿	2018/7/17	2018/9/21	2018/9/24	10%	5745
			2019/5/10	25%	
3000 亿-ListA	2019/5/17	2019/8/20	2019/9/1	15%	3226
		2020/1/22	2020/2/14	7.5%	
3000 亿-ListB	2019/5/17	2019/8/20	2019/12/15	15%	542
		2019/12/18		Suspended	

资料来源：USTR，国联证券研究所

美国关税立法及征收均基于 HTSUS 编码体系，条目界定在 8 位码层面；与中国海关统计口径同属 HS 编码体系，前 6 位国际通用，下属 8 位/10 位码由各国依据贸易情况及实际需求自行编制，中美细分代码编制方法存在差异，无法一一对应。据海关总署统计家用电器 8 位码所属 6 位码，对应至关税清单梳理家电品类涉税情况：HTS 体系下，相关 8 位产品条目共计 46 个，其中 160 亿清单不含家电，340 亿/2000 亿/3000 亿清单 A 分别涉及 3/22/21 个家电条目，大家电中空调/冰箱冰柜均在 2000 亿清单，洗干衣机/热水器/洗碗机在 3000 亿清单 A，彩电在 2000 亿/3000 亿清单 A 中均有涉及，前者主要为非高清彩电，后者覆盖彩电 6 位码下其余全部条目，主要为高清产品；小家电中双净均在 340 亿清单内，2000 亿清单涉及吸尘器（含扫地机）/电热类厨电/厨余处理器，3000 亿清单 A 涉及剃须刀/干手器/咖啡茶壶及录像机。

**图表7：2018 年美国 301 调查案 4 批关税清单覆盖家电品类情况**

清单	HTS 8 位码	品类	产品描述
340 亿	84212100	净水器	Machinery and apparatus for filtering or purifying water/用于净水的机械及设备
	84213940	空净器	Catalytic converters/催化处理器
	84213980		Filtering or purifying machinery and apparatus for gases, other than intake air filters for internal combustion engines or catalytic conv./气体过滤及净化设备（除用于内燃机排气的处理器或催化转换装置）
160 亿	-	-	-
2000 亿	84158101	空调	Air conditioning machines incorporating a refrigerating unit and valve for reversal of cooling/heat cycle, nesoi/包含制冷单元及换向阀的空调（未在其他条目下列示）
	84158201		Air conditioning machines incorporating a refrigerating unit, nesoi/包含制冷单元的空调（未在其他条目下列示）
	84181000	冰箱	Combined refrigerator-freezers, fitted with separate external doors, electric or other/冷冻冷藏组合机，含独立外门，电动或其他
	84182100		Refrigerators, household compression-type, electric or other, other than those of subheading 8418.10/冰柜，家用压缩机式，电动或其他，除条目 8418.10 下产品
	84182910		Refrigerators, household absorption-type, electrical, other than those of subheading 8418.10/冰柜，家用吸收式，电动或其他，除条目 8418.10 下产品
	84182920		Refrigerators, household type, electric or other, other than those of subheading 8418.10, nesoi/冰柜，电动或其他，除条目 8418.10 下产品
	84183000	冰柜	Freezers of the chest type, not exceeding 800 liters capacity, electric or other/冰柜，电动或其他，除条目 8418.10 下产品
	84184000		Freezers of the upright type, not exceeding 900 liters capacity, electric or other/立式冷冻柜，容量不超 900L，电动或其他
	84512100	干衣机	Drying machines, each of a dry linen capacity not exceeding 10 kg/干衣机，干衣量不超 10kg
	85081100	吸尘器	Vacuum cleaners with self-contained electric motor, of a power not exceeding 1,500 W and having a dust bag or other receptacle capacity not exceeding 20L/吸尘器，吸力不超 1500 W 且尘袋容积不超 10L
	85098020	厨余处理器	Electromechanical kitchen waste disposers (disposals), with self-contained electric motor, for domestic uses/家用电动厨余处理器
	85162100	电暖器	Electric storage heating radiators/电热储热式电暖器
	85162900		Electric space heating apparatus and electric soil heating apparatus, other than storage heating radiators/电热空间/土壤加热装置，除储热式电暖器外
	85166040		Electrothermic cooking stoves, ranges and ovens (excluding microwave ovens) of a kind used for domestic purposes/家用电热烹饪炉、灶具和烤箱（除微波炉）

	85287204		Incomplete or unfinished color tv reception apparatus, presented w/o a display device, incorp. VCR or player/彩电部件, 无显示设备, 含 VCR 或播放器	
	85287212		Non-high definition color television reception apparatus, nonprojection, w/CRT, video display diag. not ov 34.29 em, incorp. a VCR or player/非高清彩电, 非投影, CRT, 直径不超 34.29 像素, 含 VCR 或播放器	
	85287220		Non-high def. color television reception app., non projection, w/CRT, video display diag. not ov 34.29 em, not incorporating VCR or player/非高清彩电, 非投影, CRT, 直径≤34.29 像素, 不含 VCR 或播放器	
	85287224	电视	Non-high def. color tv reception app., non proj., w/CRT, display diag. ov 34.29 em but n/ov 35.56 em, n/incorp. VCR or player/非高清彩电, 非投影, CRT, 34.29 像素≤直径≤35.56 像素, 不含 VCR/播放器	
	85287228		Non-high definition color television reception app., nonprojection, w/CRT, video display diag. ov 35.56 em, incorporating a VCR or player/非高清彩电, 非投影, CRT, 画面直径≥35.56 像素, 含 VCR 或播放器	
	85287236		Non-high definition color television reception apparatus, projection type, with a cathode-ray tube, incorporating a VCR or player/非高清彩电, 投影式, 带 CRT 显示器, 含 VCR 或播放器	
	85287240		Non-high definition color television reception apparatus, projection type, with a cathode-ray tube, not incorporating a VCR or player/非高清彩电, 投影式, 带 CRT 显示器, 不含 VCR 或播放器	
	85287244		High definition color television reception apparatus, non projection, with cathode-ray tube, incorporating a VCR or player/高清彩电, 非投影, CRT, 含 VCR 或播放器	
	84211200		干衣机	Centrifugal clothes dryers/离心干衣机
	84221100		洗碗机	Dishwashing machines of the household type/家用洗碗机
	84501100	洗衣机	Household-or laundry-type washing machines, each of a dry linen capacity not exceeding 10 kg, fully automatic/家用/洗衣房用洗衣机, 干衣量不超 10kg	
	85101000	剃须刀	Shavers, with self-contained electric motor/剃须刀, 自含电动机	
	85161000	热水器	Electric instantaneous or storage water heaters and immersion heaters/电即热式/储水式热水器或浸入式加热器	
	85163300	干手器	Electrothermic hand drying apparatus/电热干手装置	
	85167100	咖啡茶壶	Electrothermic coffee or tea makers, for domestic purposes/家用电热咖啡机/茶壶	
	85219000	录像机	Video recording or reproducing apparatus, other than magnetic tape-type/非磁带型录像机	
3000 亿 List A	85287208		Incomplete or unfinished color tv reception apparatus, presented w/o a display device, n/incorp. VCR or player/彩电部件, 无显示设备, 不含 VCR 或播放器	
	85287232		Non-high definition color television reception apparatus, non projection, w/CRT, video display diag. ov 35.56 em, not incorp. a VCR or player/非高清彩电, 非投影, CRT, 直径≥35.56 像素, 不含 VCR 或播放器	
	85287248		High definition color television reception apparatus, nonprojection, with cathode-ray tube, not incorporating a VCR or player/高清彩电, 非投影式, CRT, 不含 VCR 或播放器	
	85287252		High definition color television reception apparatus, projection type, with cathode-ray tube, incorporating a VCR or player/高清彩电, 投影式, CRT, 含 VCR 或播放器	
	85287256		High definition color television reception apparatus, projection type, with cathode-ray tube, not incorporating a VCR or player/高清彩电, 投影式, CRT, 不含 VCR 或播放器	
	85287262	电视	Color television reception apparatus w/flat panel screen, video display diagonal n/ov 34.29 em, incorporating a VCR or player/平板彩电, 画面直径≤34.29 像素, 含 VCR 或播放器	
	85287264		Color television reception apparatus w/flat panel screen, video display diagonal over 34.29 em, incorporating a VCR or player/平板彩电, 画面直径>34.29 像素, 含 VCR 或播放器	
	85287268		Color television reception apparatus w/flat panel screen, video display diagonal n/o 34.29 em, not incorporating a VCR or player/平板彩电, 画面直径≤34.29 像素, 不含 VCR 或播放器	
	85287272		Color television reception apparatus w/flat panel screen, video display diagonal over 34.29 em, not incorporating a VCR or player/平板彩电, 画面直径>34.29 像素, 不含 VCR 或播放器	
	85287276		Color television reception apparatus nesoi, video display diagonal not over 34.29 em, incorporating a VCR or player/未在其他条目下列示的彩电, 画面直径≤34.29 像素, 含 VCR 或播放器	
	85287280		Color television reception apparatus nesoi, video display diagonal over 34.29 em, incorporating a VCR or player/未在其他条目下列示的彩电, 画面直径>34.29 像素, 含 VCR 或播放器	
	85287284		Color television reception apparatus nesoi, video display diagonal not over 34.29 em, not incorporating a VCR or player/未在其他条目下列示的彩电, 画面直径≤34.29 像素, 不含 VCR 或播放器	
	85287297		Color television reception apparatus nesoi, video display diagonal over 34.29 em, not incorporating a VCR or player, nesoi/未在其他条目下列示的彩电, 画面直径>34.29 像素, 不含 VCR 或播放器	

资料来源: USTR, 国联证券研究所

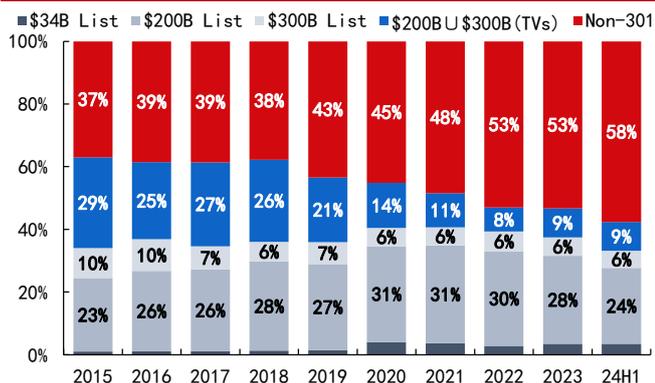
从覆盖面看, ITC 数据显示 2018 年中美商品贸易总额约 5627 亿美元, 按清单发布先后累计, 340 亿清单/160 亿清单/2000 亿清单/3000 亿清单 A<sup>2</sup>执行后 301 关税对中美贸易总额的覆盖率分别达 6%/9%/44%/66%; 就家电而言, 2018 年中国海关口径家电对美出口总额 194 亿美元, 其中四批清单产品合计出口额 121 亿/覆盖率约 62%<sup>3</sup>, 与大盘差异不大。税率方面, 340 亿清单的双净、2000 亿的空调、冰箱、吸尘器、大厨电及部分非高清彩电均为 25%, 3000 亿清单中的洗衣机、热水器、剃须刀及高清&

<sup>2</sup> 据中美第一阶段经贸协议文本, 3000 亿清单 A 对应规模约 1200 亿美元, 余下 1800 亿最终未加征, 详见: <https://ustr.gov/about-us/policy-offices/press-office/press-releases/2019/december/united-states-and-china-reach>。

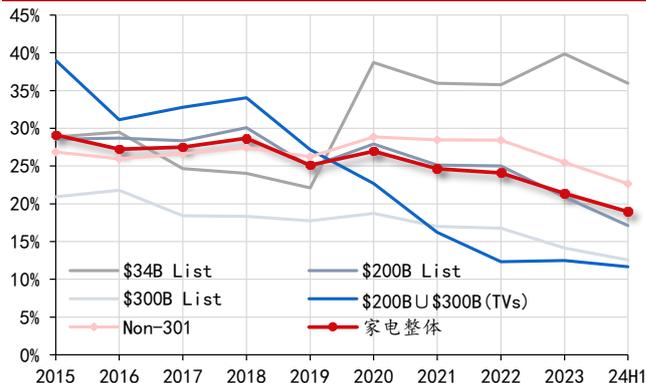
<sup>3</sup> 关税清单条目均为 HTSUS 8 位码, 与中国海关口径 8 位码末 2 位编制方法不同, 映射类型包含 1:1/1:N/N:N, 此处涉税产品规模基于 6 位码及商品描述对应至海关代码统计加总, 具有一定主观性, 谨慎参考。

平板为主的余下彩电为 7.5%；而 3000 亿中未落地的 1800 亿，政策文本描述为“中国占美进口份额 75%以上”商品，电热毯、风扇及多数电动（榨汁机/搅拌机/电吹风）/电热（微波炉/面包机/电熨斗）类小家电、部分非全自动洗衣机均在此列。

若以 2018 年为起点向前后看，关税是中国家电出口市场结构与对美出口商品结构变化的主要推力。一方面，除需求受疫情拉动且豁免滚动进行的双净产品（340 亿清单），美国在其余品类家电出口总额中的占比均趋于下降，其中彩电对美依赖度下行最为明显，2024H1 美国占比较 2018 年-22pct，2000 亿清单/3000 亿清单 A 分别-13/-6pct，而不涉税品类对美依赖度自 2023 年由平稳转降，从时间节奏上看，应更多归因于 2023 年以来的需求端压力而非关税，与本轮出口景气周期中的区域结构特征相呼应。另一方面，家电对美出口中，涉税品类关税前年度规模中枢在百亿美元左右，2023 年降至 88 亿，在中国对美家电出口中占比由 62%逐年降至 2024H1 的 42%。

**图表8：2018 年 301 涉税品类约占家电对美出口额的 62%**


资料来源：USTR，海关总署，国联证券研究所

**图表9：各关税属性家电产品中国出口对美依赖度**


资料来源：USTR，海关总署，国联证券研究所

340 亿清单生效后，2018Q4 中美贸易谈判取得阶段性进展，首批豁免清单在 2018 年 12 月发布，此后豁免程序常态化滚动进行，截至 2020Q3 对四批清单累计共 33 批大规模排除清单通过，多数豁免条款有效期在 1 年左右并可追溯至清单生效日，前期关税可申请退还，豁免清单到期后经复审可获延长。2020 年末，多数豁免到期且新增发布中止；2021 年 9 月，新一轮豁免重启，对部分早前通过的豁免商品条目给予统一延长，并滚动展期至 2024 年 6 月（覆盖税目有调整），近 2 月 USTR 无豁免展期公告。就家电而言，三批清单中 340 亿清单所涉净水器及空净器于 2019-2020 年均有关税豁免，2000 亿清单所涉豁免集中在吸尘器、电暖器及空气炸锅、烤箱，重启后多数延长至 2024 年 6 月，3000 亿清单豁免较少。从涉及豁免的 10 位码商品贸易额占比来看，340 亿清单家电豁免覆盖率接近 100%，2000 亿清单约 60%（吸尘器为主），3000 亿清单税率较低，豁免较少且期间较短。需要注意的是，此处“豁免覆盖率”

仅在品类层面而不含时间维度，2021年初至9月多数豁免均处于暂停状态。

图表10：301 调查案中家电品类受豁免及延长情况

关税条目	豁免条目	发布时间	初始豁免	延长期间	描述
<b>340 亿清单</b>					
84212100	8421210000	2019/3/25	自发布日起 1年	2020/03/25-2021/03/25	用于净化家用洗衣机电的电子水氧化器
	8421210000	2019/3/25		2020/03/25-2021/03/25 2021/10/12-2024/06/14	由电池供电的手持式紫外线净水器
	8421210000	2019/9/19		-	家用碱性水电离过滤装置
	8421210000	2019/9/19		-	家用滤水器滤芯
	8421210000	2019/9/19		2020/09/19-2020/12/31	电离过滤器，\$35≤价值≤\$45
84213980	8421398015	2019/5/14		2020/05/14-2020/12/31	电动空气净化设备，重量<36kg
				2021/10/12-2024/06/14	
<b>2000 亿清单</b>					
85081100	8508110000	2019/11/26	自发布日至 2020/08/07	2021/10/12-2024/06/14	立式无袋吸尘器，干湿两用，配有功率不超 1500w 的独立电动机，尘箱容量≤4L
	8508110000	2019/11/26			立式无袋吸尘器，配有功率不超 1500w，尘箱容量≤4L
	8508110000	2020/4/22			家用扫地机，配有功率不超过 50w 的独立电动机及容量不超过 1 升的尘箱
85162900	8516290030	2019/10/24	-	2021/10/12-2024/06/14	风扇驱动便携式空间电暖器，功率不超 1500w，1.5kg≤重量≤17kg
	8516290030	2019/10/24			风扇驱动便携式空间电暖器，900w≤功率≤1600w，1.5kg≤重量≤17kg
	8516290090	2019/10/24			独立式电壁炉及其配件，额定 5000BTU
	8516290090	2019/10/24			电壁炉，重量≤21kg
	8516290030	2020/4/22			风扇驱动便携式电暖器，含陶瓷加热元件
85166040	8516290030	2020/4/22	-	2021/10/12-2024/06/14	风扇驱动便携式电暖器，含电阻加热元件
	8516290090	2021/10/22			电壁炉，重量≤55kg
	8516604070	2020/4/22			家用便携式空气炸锅
	8516604074	2020/5/22			不锈钢/塑料台面烤箱，容量≤23 升，宽/深/高不超 48/32/30cm，重量≤10kg，手动或无线控制
<b>3000 亿清单</b>					
85167100	8516710020	2020/7/20	自发布日至	-	家用咖啡机，通过 USB 线直流供电，重量不超 0.5kg
85287264	8528726420	2020/3/26	2020/09/01	-	平板彩电，显示对角线≥34.29 像素，含 VCR 或播放器

资料来源：USTR，国联证券研究所

图表11：各关税清单家电品类粗算豁免覆盖率<sup>4</sup>

清单	关税 8 位码	豁免 10 位码	涉及品类	8 位码覆盖率	清单覆盖率	豁免期间
340 亿 <sup>5</sup>	84212100	8421210000	净水器	100%	53%	2018/12-2019/09 陆续公告，最早于 2019/12 终止；部分 2021/10 重启，延长至 2024/06
	84213980	8421398015	空净器	76%	36%	2019/05 公告，最早于 2020/05 终止；部分 2021/10 重启，延长至 2024/06
	84213980	8421398090	医用过滤器	17%	8%	2019/09 公告，最早于 2020/10 终止；部分 2021/10 重启，延长至 2024/06
	84213980	8421398040	工业气体处理装置	4%	2%	
<b>合计</b>				<b>98%</b>		
2000 亿	85081100	8508110000	吸尘器	100%	40%	2019/10-2020/04 公告（扫地机于 2020/04），2020/08 终止；2021/10 重启，延长至 2024/06
	85162900	8516290030	电暖器	50%	5%	
	85162900	8516290090	电壁炉	36%	3%	
	85166040	8516604070	家用空气炸锅	73%	8%	
	85166040	8516604074	分体式烤箱	16%	2%	
<b>合计</b>				<b>59%</b>		
3000 亿 A	85167100	8516710020	家用咖啡机	82%	10%	2020/07 公告，2020/09 终止
	85287264	8528726420	特定规格彩电	4%	2%	2020/03 公告，2020/09 终止
	<b>合计</b>				<b>12%</b>	

资料来源：USTR，USITC，国联证券研究所

<sup>4</sup> 豁免覆盖率计算方法为涉豁免产品所属 10 位码 2017 年贸易额/所属 8 位码或清单 2017 年贸易总额；因豁免多基于产品描述，口径小于 10 位码，而覆盖率计算精度限于 10 位码，谨慎参考。

<sup>5</sup> 清单基于 HTSUS 8 位码，含部分非家用产品（集中于 340 亿清单），计算清单豁免率包含在内。

### 3. 产业：政策中的节奏和份额

暂且跳出份额转移和供应链重塑的宏大叙事，作为刻画政策周期之中产业中微观节奏与预期变化的基础，对上一轮全面关税周期演进时间线做简要梳理：

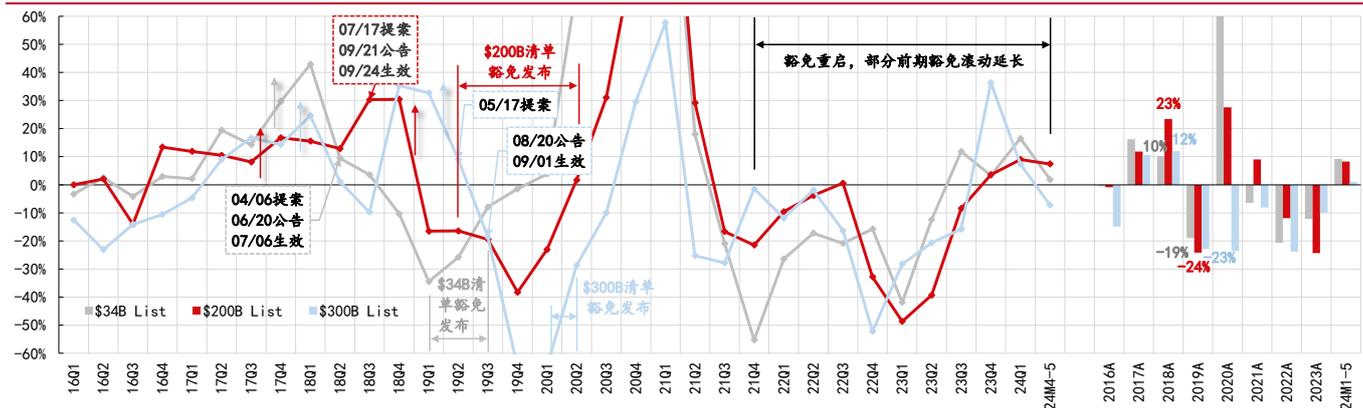
- **2017年4月**，美国商务部应总统备忘录要求先后对中国出口钢铁及铝制品启动 232 调查，**同年8月19日 USTR 对中国发起 301 调查**；
- 2018年2月，商务部出具 232 调查报告，并于次月起对钢铁及铝制品分别采取加征 25%及 10%关税，同月 USTR 发布 301 调查结果；
- 2018年4月，USTR 发布对中国出口约 500 亿美元产品加征 25%惩罚性关税的建议清单，**其中 340 亿清单随即提案**；5月23日，商务部及白宫声明拟对中国出口汽车启动 232 调查，4-6 月制裁与磋商持续胶着，预期反复；
- **2018年6月**，USTR 宣布 500 亿美元关税正式清单，**其中 340 亿清单随即公告并将于 7 月执行**，就余下 160 亿征求公众意见；**同月，白宫披露总统已指示 USTR 拟定加征 10%关税 2000 亿美元清单**；
- 2018年7月，USTR 宣布 2000 亿美元关税正式清单并随即提案，**8月初宣布拟将 10%税率提升至 25%**，同月 500 亿清单余下 160 亿正式公告并随即执行；**9月18日 2000 亿加征方案出台，随即以 10%税率执行并拟于次年提升至 25%**；
- 2018年12月，中美会谈取得阶段性进展，**同月 USTR 宣布将 2000 亿美元清单税率提升推迟至次年 3 月**；2019年5月，USTR 宣布将 2000 亿清单税率提升至 25% 并立即执行，**同月 USTR 披露拟定 3000 亿美元关税清单并随即提案**；
- 2019年8月，USTR 宣布对 3000 亿美元清单加征 10%关税（随后上调至 15%），其中 List A/B 分别拟于当年 9 月/12 月执行；9 月 3000 亿清单 A 执行，**USTR 就将已征收 25%关税的 2000+500 亿美元商品关税提升至 30%征求意见**；
- 2019年10月，中美磋商取得进展，**2500 亿商品关税提升终止，豁免清单持续发布**；12 月第一阶段协议达成，USTR 宣布 3000 亿清单 B 暂不执行，次年 1 月清单 A 税率由 15%下调至 7.5%。<sup>6</sup>

简要归纳上轮政策周期中政策与预期的博弈演进，首轮“关税预期升温”可追溯至 2017Q3，以 232 及 301 调查案启动为开端，历经半年预期落地、制裁与谈判的徘徊之后，于 2018 年 7 月随 USTR 公告 2000 亿美元清单再度发酵，当年年终短暂缓和，在 2019 年中随 2500 亿提税预期与 3000 亿清单提案时再次升级，至 2019 年末第一阶段协议落地归于平稳；预期“靴子落地”分别在：1) 340 亿/160 亿清单公告的 2018 年 6 月/8 月；2) 2000 亿清单公告的 2018 年 9 月；3) 3000 亿清单公告/税

<sup>6</sup> 本段中红色/蓝色字体标注分别表示关税预期升温/阶段性缓和节点。

率提升的 2019 年 8 月；“关税加征执行”均发生在清单正式公告的一个月内。着眼当下，距 11 月大选、次年 1 月总统就任仍有季度以上的时间窗口，政策拟定至落地也尚需时日，基于上一轮政策周期的复盘，更多是对 2025 年悲观情形下的推演，当前时点在上一轮可对标的政策阶段，大概率在关税预期升温前期或更早。

图表12：2016 年以来各关税清单家电产品中国对美出口美元额季度增速



资料来源：USTR, USITC, 国联证券研究所

关税政策的产业影响首先体现在节奏。逻辑上“抢出口”或“订单前置”发生在关税预期升温阶段，结合政策实践与季度出口增速，可由数据识别且有政策背景印证的提速包括：1) **2017Q4-2018Q1**，在 2017 年 8 月 301 调查启动、2018 年初钢铁及铝制品关税落地及 301 报告发布的背景下，普遍性的关税风险情绪持续升温，USITC<sup>7</sup>及海关口径对美出口增速均有明显抬升，2017Q3 至 2018Q2 海关口径家电整体对美出口额增速分别为 6%/13%/16%/7%，2018Q2 首批 500 亿清单落地后明显回落；2) **2018Q3-2018Q4**，2000 亿美元清单 7 月出台/9 月执行，期内关税预期主要来源于 8 月 USTR 宣布拟于次年初将税率由 10%提升至 25%，确定性的税率抬升之前，2000 亿清单内家电出口额增速提升至 30%，且对此时尚未进入加征范畴的 3000 亿清单产品有明显的溢出效应，而作为对照组，加征已执行且豁免尚未开始的 340 亿清单商品明显走弱。

关税之外，外需及汇率是影响出口短期走势的重要变量。一方面，历经 2014-2016 年 QE 退出、加息开启带来的放缓之后，2017 年美国经济增长在积极财政带动下逐季提速，复苏周期之中的需求改善，是 2017 年中国对美出口总额增速扭转 2 年放缓回升至双位数的宏观背景；另一方面，2017H2 中国央行向汇率中间价引入逆周期因子，此后至 2018 年中人民币汇率持续升值，而 2018H2 在贸易摩擦与中美货币政策周期错位影响下人民币再度大幅走贬，对多以美元计价/结算的出口而言，汇率

<sup>7</sup> USITC 未对“家用电器”代码做界定，此处数据参考各关税清单涉税家电商品出口额增速。

大幅波动带来的价格竞争力提升也不可忽略。以“中国对美出口增速-对第三方出口增速”剔除汇率波动，以“美国自中进口增速-自第三方进口增速”剔除需求影响，2017Q4-2018Q1 及 2018H2 家电出口增速的相对提升依旧明显，由此关税预期落地前 1-2 个季度中出口的前置效应可以确认，期间绝对增速高点在 30%左右，由相对第三方国家增速反映的阶段性提振幅度在高个位数至 20pct，个别品类/季度波动较大。

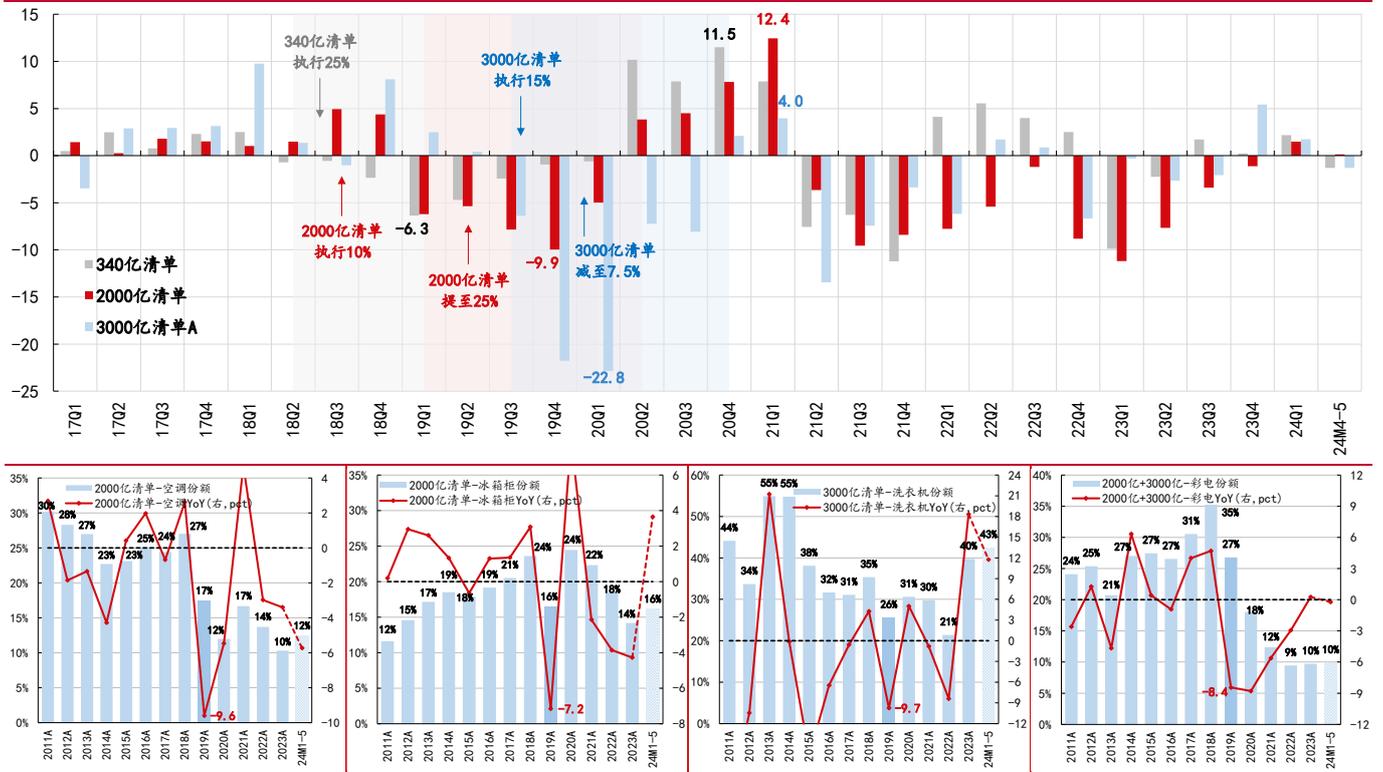
**图表13：2017-2019 年中国对美家电出口额同比及相对第三方贸易额增速**

数据	清单	口径	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	2017A	2018A	2019A	
中国海关出口增速	\$34B	对美出口	-15%	9%	8%	32%	60%	30%	32%	9%	-16%	-2%	6%	23%	9%	29%	4%	
		非美出口	11%	38%	54%	52%	55%	50%	27%	16%	31%	8%	9%	15%	39%	34%	16%	
	\$200B ex. TVs	对美出口	7%	13%	4%	24%	26%	25%	26%	22%	-11%	-14%	-11%	-26%	12%	25%	-16%	
		非美出口	11%	15%	13%	16%	15%	12%	15%	17%	16%	10%	10%	2%	14%	15%	9%	
	\$300B ex. TVs	对美出口	-41%	-21%	-17%	-1%	15%	-5%	-11%	-4%	13%	12%	-5%	-21%	-19%	-4%	-2%	
		非美出口	-2%	3%	-1%	-1%	-1%	-3%	-3%	-5%	4%	2%	2%	0%	0%	-3%	2%	
	Televisions	对美出口	4%	18%	19%	30%	34%	-4%	-11%	43%	30%	2%	-39%	-70%	19%	12%	-31%	
		非美出口	13%	7%	7%	16%	28%	10%	-1%	-6%	-5%	-9%	-3%	-4%	10%	6%	-5%	
	USITC进口增速	\$34B	中国进口	2%	19%	14%	30%	43%	9%	4%	-10%	-35%	-26%	-8%	-1%	16%	10%	-19%
			非中进口	-2%	0%	7%	8%	19%	15%	8%	8%	11%	9%	14%	7%	3%	12%	10%
\$200B		中国进口	12%	10%	8%	17%	16%	13%	30%	30%	-17%	-16%	-19%	-38%	12%	23%	-24%	
		非中进口	5%	9%	0%	9%	10%	6%	6%	9%	11%	6%	12%	-6%	6%	8%	5%	
\$300B		中国进口	-5%	9%	17%	14%	25%	1%	-10%	35%	33%	9%	-19%	-65%	11%	12%	-23%	
		非中进口	12%	-4%	3%	-1%	-20%	-5%	-6%	-4%	20%	7%	8%	1%	2%	-8%	7%	
对美出口相对增速 (pct)	\$34B	对美-非美	(26.9)	(28.7)	(45.6)	(20.5)	4.7	(19.9)	5.5	(7.8)	(46.8)	(10.4)	(3.1)	8.5	(30.2)	(4.6)	(11.9)	
			(3.6)	(2.8)	(8.8)	8.1	11.6	12.7	10.6	5.8	(26.4)	(24.2)	(20.3)	(28.8)	(2.0)	10.0	(25.0)	
	\$200B ex. TVs	(38.8)	(23.1)	(16.2)	0.0	16.3	(1.5)	(8.8)	1.2	9.3	10.0	(7.3)	(20.5)	(18.9)	(0.5)	(3.9)		
	电视	(9.1)	11.8	11.3	14.3	6.2	(13.3)	(10.0)	48.6	34.8	11.7	(36.0)	(65.6)	8.8	6.1	(26.3)		
自中进口相对增速 (pct)	\$300B ex. TVs	中国-非中	4.0	19.9	6.9	22.0	24.1	(5.6)	(4.8)	(18.8)	(45.4)	(34.4)	(22.2)	(8.6)	13.0	(2.3)	(29.3)	
	\$200B List		6.9	1.2	7.9	7.3	5.1	7.0	24.0	21.6	(27.6)	(22.7)	(31.3)	(32.4)	5.9	15.7	(29.5)	
	Televisions		(17.1)	13.5	13.8	15.4	44.6	5.9	(4.0)	39.6	13.1	2.0	(26.8)	(65.8)	9.0	19.8	(30.1)	

资料来源：海关总署，USTR，USITC，国联证券研究所

沿着政策演进路径，“预期”的影响体现在订单前置，而“执行”的核心影响则在于中长期的份额下行，表观贸易额回落则是前期节奏与份额趋势的共同结果。从季度序列看，各清单所覆盖中国家电产品在美国进口中的份额转折点与清单执行或税率提升高度相关，数据反映时差前后不超 1 个季度：340 亿清单于 2018 年 7 月执行，份额自 2018Q2 转降；2000 亿清单节奏特殊，首次执行与税率提升预期重叠，份额拐点在临近正式提税的 2019Q1；3000 亿清单 A 于 2019 年 9 月执行，份额同期转降。执行层面尘埃落定的 2020 年，疫情带来的产能恢复错期影响下，份额下行趋势被本土供需错配带来的进口需求高涨打断，历经 1 年好转之后，至 2021Q2 再度回落。值得一提的是，压力最大的 2019 年极限降幅仅在大个位数，时至 2024 各清单产品份额波动已明显向 0 收敛，核心品类中冰洗份额有回升之势，彩电、空调已基本企稳。

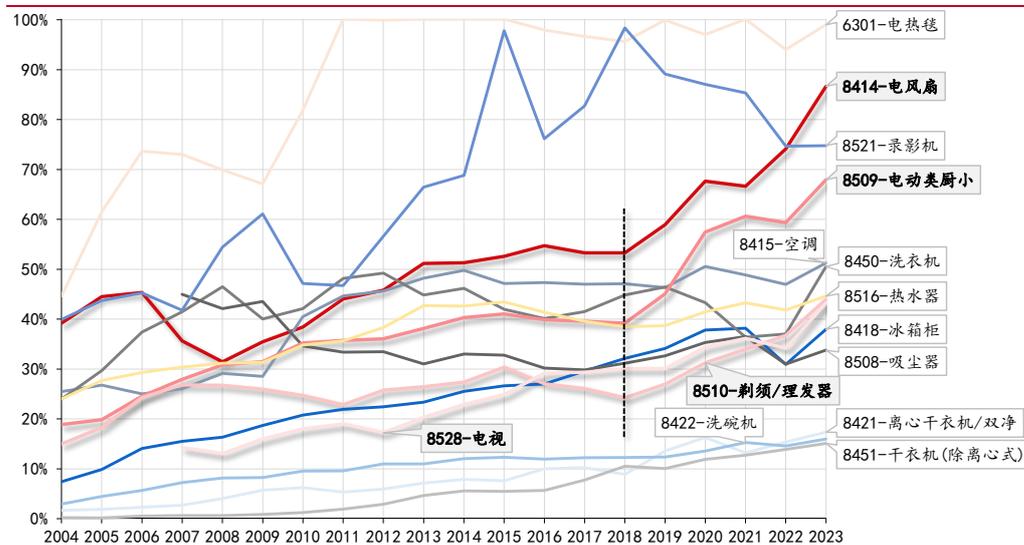
图表14：关税执行/税率抬升与涉税家电中国在美进口份额变动高度相关



资料来源：USTR, USITC, 国联证券研究所

对美份额压力之外，局部贸易壁垒提升驱动市场转移，关税成为中国家电出口在第三方市场份额提升的推力；贸易格局宏大叙事之外，企业寻求利润最大化进程中，在“集约边际”收缩之时寻求“广延边际”扩张的韧性，是政策逆风之下产业微观变迁的底色。ITC 数据<sup>8</sup>显示，以 5 年为分界，2018 年恰是中国家电向美国以外第三方国家出口份额与增速的向上拐点：家电品类加总，2019-2023 年中国家电对非美国国家/地区出口的份额累计+9pct，环比上一个 5 年提速 7pct；绝对额复合增速+7%，环比提速 4pct。分品类看，2019-2023 年 14 个加总至四位码品类中 10 个份额提升/绝对额增长提速，8 个品类份额提升已是近 15 年最快。历史不曾重复却有相似的逻辑，曾在世纪初作为产能输出先锋的电风扇、电动类小电，在保护主义日渐成为政策基调的近年在第三方市场表现抢眼；受关税直接影响的核心品类中，空调/冰箱/洗衣机份额均有中个位数提升，环比前期均有明显提速，彩电份额提升更快，近 5 年累计+13pct。

<sup>8</sup> 估算方法为（中国出口-对美出口）/（全球进口-美国进口），各指标均为直接统计非镜面数据，进出口数据非完全对应，仅作参考；估算份额超 100%作 100%处理。

**图表15：2018年后中国出口占非美市场各家电品类进口额中的份额多有提升**


资料来源：ITC，国联证券研究所

**图表16：2018年至今的5年中国家电对非美出口规模增长与份额提升多有提速**

	份额变化 (pot)			2023 年美元 额份额	美元额 CAGR			2023 年出口额 (亿美元)
	2009-2013	2014-2018	2019-2023		2009-2013	2014-2018	2019-2023	
<b>家电整体</b>	<b>7.8</b>	<b>2.1</b>	<b>9.3</b>	<b>42%</b>	<b>6%</b>	<b>3%</b>	<b>7%</b>	<b>769</b>
6301-电热毯	30.2	-4.5	3.4	99%	12%	-2%	15%	3
8414-电风扇	19.7	2.1	33.4	87%	12%	5%	11%	47
8415-空调	19.1	-1.1	4.2	51%	10%	1%	6%	119
8418-冰箱柜	7.0	8.8	5.8	38%	8%	6%	7%	70
8421-离心干衣机/双净	3.1	1.8	8.4	17%	17%	10%	15%	47
8422-洗碗机	2.8	1.3	3.7	16%	6%	4%	9%	7
8450-洗衣机	-1.7	0.0	5.7	50%	1%	-4%	1%	3
8451-干衣机(除离心式)	4.0	5.9	4.6	15%	59%	26%	12%	4
8508-吸尘器	-11.1	0.1	2.6	34%	5%	17%	10%	42
8509-电动类厨小	7.3	1.1	28.7	68%	14%	5%	15%	75
8510-剃须/理发器	-0.2	-2.2	19.7	44%	5%	5%	13%	17
8516-热水器	11.5	-4.2	6.1	44%	9%	1%	8%	193
8521-录影机	12.0	31.9	-23.6	75%	-11%	-5%	-10%	19
8528-电视	7.2	9.7	13.2	43%	4%	6%	4%	122

资料来源：ITC，国联证券研究所

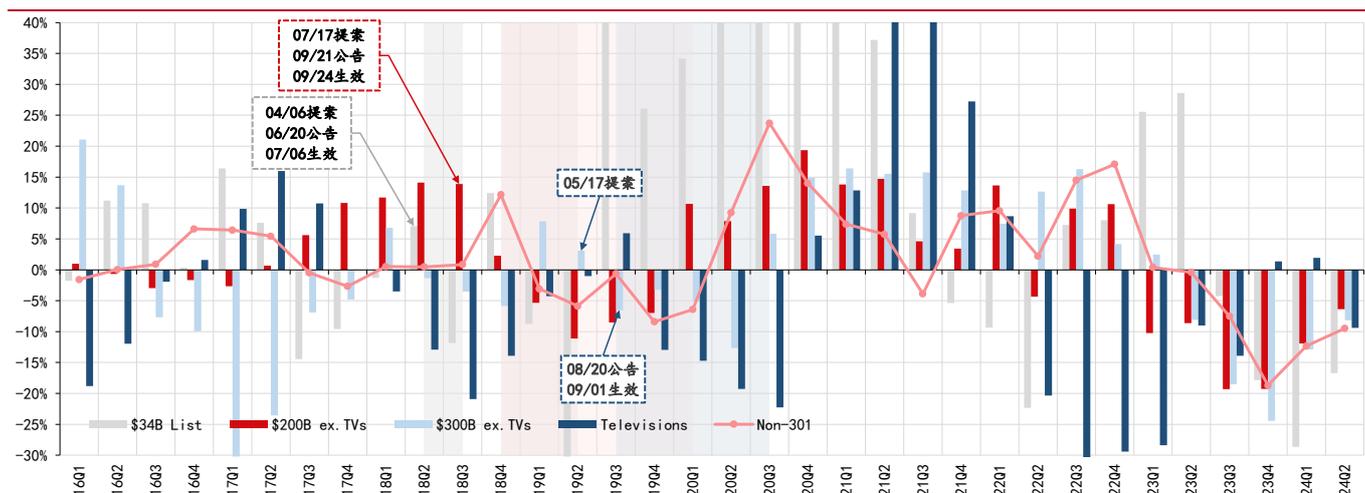
增速与节奏之外，盈利影响是关税命题的应有之义。企业外贸实践中，买卖双方以行程中的特定节点为分界划定义务及风险，由此衍生出的“贸易术语”成为贸易协议的签订基础，不同术语下运输、保险及清关义务在交易对手之间的分配不同。具体而言，国际商会2020年版11种贸易术语中，仅有DDP (Delivered Duty Paid) 1种要求卖方承担进口关税，而在中国企业出口中使用频率最高的FOB及CIF，进口关税均为进口商承担，二者差异在于运费义务的归属。由此，对于向品牌客户出货的代工与非自建渠道而由平台/零售商入仓的自主品牌出口业务，进口国关税在绝大多数情形下由客户直接承担；基于合作关系与议价能力的价格折让，是关税对厂商盈利能力的唯一影响渠道，也是从中观“价格”变量观察微观盈利影响的基础。

**图表17：企业外贸业务实践中高频使用的贸易术语下买方承担进口关税**

适用运输 贸易术语	任意运输方式		仅海运/内陆水运				任意运输方式				
	EXW	FCA	FAS	FOB	CFR	CIF	CPT	CIP	DAP	DPU	DDP
打包	卖方	卖方	卖方	卖方	卖方	卖方	卖方	卖方	卖方	卖方	卖方
装费	买方	卖方	卖方	卖方	卖方	卖方	卖方	卖方	卖方	卖方	卖方
到港/站运输	买方	卖方	卖方	卖方	卖方	卖方	卖方	卖方	卖方	卖方	卖方
出口关税/费	买方	卖方	卖方	卖方	卖方	卖方	卖方	卖方	卖方	卖方	卖方
起点港/站费	买方	买方	卖方	卖方	卖方	卖方	卖方	卖方	卖方	卖方	卖方
装箱/装运	买方	买方	买方	卖方	卖方	卖方	卖方	卖方	卖方	卖方	卖方
运费	买方	买方	买方	买方	卖方	卖方	卖方	卖方	卖方	卖方	卖方
保险	-	-	-	-	-	卖方	-	卖方	-	-	-
终点港/站费	买方	买方	买方	买方	买方	买方	卖方	卖方	卖方	卖方	卖方
到仓运输	买方	买方	买方	买方	买方	买方	买方	买方	卖方	卖方	卖方
进口关税/费	买方	买方	买方	买方	买方	买方	买方	买方	买方	买方	卖方

资料来源：ICC Incoterm 2020，国联证券研究所

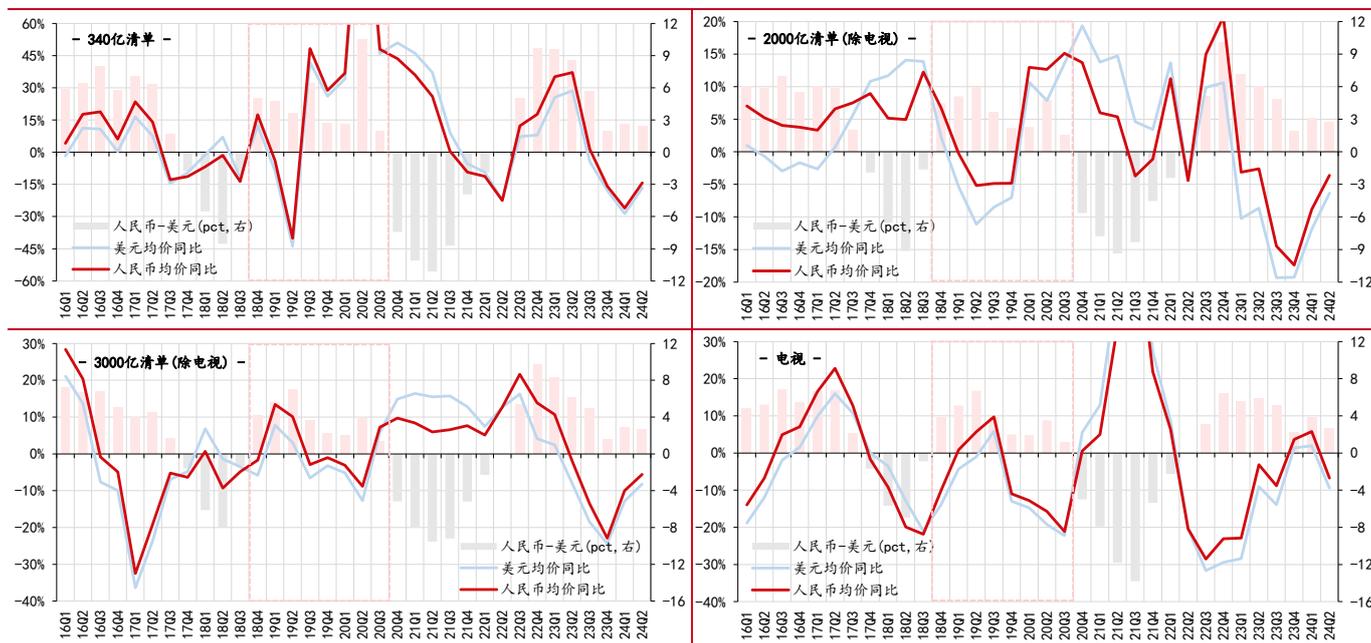
从海关口径季度序列看，关税节点前后的出口均价波动与需求基本同步，价格在关税预期阶段短期上涨后，随关税执行增速回落转降，美元均价普遍有持续 4-6 个季度的压力，除个别品类及季度，极限降幅多在 15% 内。除 340 亿清单节奏波动较大，2000 亿清单于 2018Q3 执行，清单内除电视外的家电均价同比于 2019Q1 转负并持续至 2020Q1，期间降幅中枢约 10%；3000 亿清单于 2019Q3 执行、2020Q2 税率抬升，清单内彩电与其他产品价格于 2019H2 先后转降，彩电价格压力大于整体。需要注意的是，2019 年成本及汇率环境均利好美元出口价格竞争力，与 2000 亿清单执行初期重合，若考虑基于成本/汇率变动的调价，均价降幅中与关税存在因果关系的部分或远小于此；引入不涉税品类作为对照组，2019 年涉税品类均价的“相对降幅”大致可框定在中个位数左右，而在受疫情影响的 2020H1，3000 亿清单价格下行相对明显。

**图表18：2016 年至今各清单及不涉税家电产品中国对美出口季度均价同比**


资料来源：USTR，海关总署，国联证券研究所

进入 2020H2，需求高涨带动的景气支撑下，净化相关/居家刚需属性较强的双净及 2000 亿(除电视)清单产品(空调/冰箱柜/吸尘器/电热类厨电)均价同比于 2020Q1

首先转正，前者涨幅明显超过周期波动范畴；3000 亿清单（除电视）及 2000 亿与 3000 亿清单共同覆盖的彩电则于 2020Q3-Q4 先后转正。考虑贸易摩擦中汇率内生贬值<sup>9</sup>带来的价格调整空间，同时更好地对应至公司报表，以人民币均价剔除汇率影响：2016 年以来，人民币汇率共三轮贬值周期，关税后的 2018Q4-2020Q3 汇率对涉税家电人民币口径出口均价同比有 3-5pct 正贡献，除多有豁免的 340 亿清单，其余涉税品类的人民币均价降幅在 5%-10%；考虑成本影响，由关税引致的部分仅在小个位数。

**图表19：2016Q1 以来各清单家电对美出口美元/人民币均价同比及汇率影响**


资料来源：USTR，海关总署，国联证券研究所

## 4. 微观：逆风下的增长与盈利

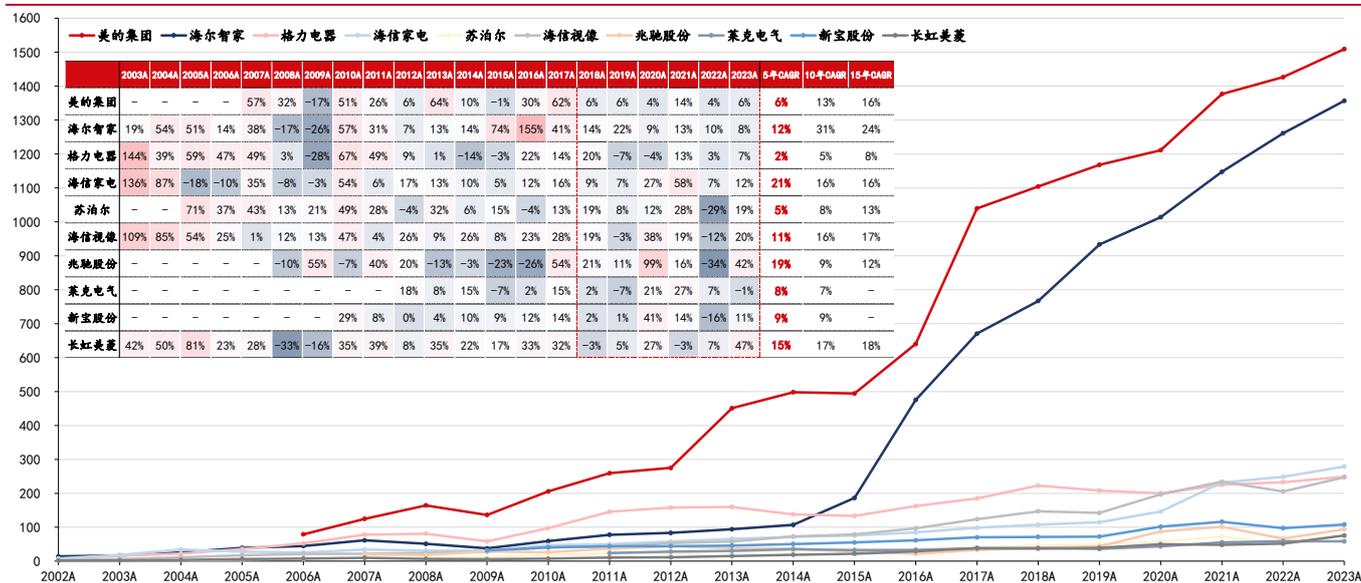
复盘企业表现之前，自上而下做一个简单的逻辑梳理：美国关税提升，中国企业经营的收入端风险敞口来自本土对美出口业务，可归纳为“外销收入比例×外销中美国占比×中国产能供应比”，潜在影响因素包括转口贸易与全球产能供应关系的机动调整；利润端风险需分业务模式讨论，一是入仓第三方的代工业务和非自建渠道自主品牌，关税由买方承担，风险可归纳为“收入敞口×代工/三方渠道品牌业务占比×价格调整幅度”，报表端直接体现于外销毛利率；二是自有渠道品牌业务，关税影响费用率，净利润风险来自“收入敞口×自有渠道品牌业务占比×加征税率”，就家电公司

<sup>9</sup> Jeanne, Olivier & Son, Jeongwon, 2024. "To what extent are tariffs offset by exchange rates?," Journal of International Money and Finance, Elsevier, vol. 142(C).

而言，品牌业务比例与海外产能供应比例存在正相关，对盈利风险形成对冲。

在中国家电企业出海的历史进程中定位 2018 年以来的政策周期，走过出口黄金时代的中国家电龙头，外销业务的成长曲线并未在关税周期中陡然向下，与过去 5 年/10 年相比，外销营收在千亿级以上的公司多表现为规模上台阶带来的自然放缓，样本中海信家电、兆驰股份仍有提速，长虹美菱增长趋势基本延续。暂不论背后是收并购、市场开拓、转口贸易或模式转变，统计意义上的结论是，在年度级别的长时间序列上，不论对于产业层面上的“出口”还是微观报表端的“外销”，美国关税都未能打断中国家电出海的自然生命周期，也未能对中期维度产业节奏形成实质扰动。

图表20：2002 年至今主要家电公司海外收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告，国联证券研究所

为理解关税为何未能主导中微观产业变迁，首先对核心家电公司外销业务模式及区域结构做简要梳理。权重龙头中海尔美国收入占比高且均为品牌，本土+拉美供应为主，实际风险敞口<sup>10</sup>仅小个位数。此外，按敞口由高至低来看：品类需求以欧美为主的清洁/电动工具/电视代工公司对美收入敞口预计较高，典型如德昌股份/富佳股份（吸尘器）、欧圣电器（电动工具）、兆驰股份（电视），厨小代工龙头新宝股份、比依股份次之，近 3 年德昌/富佳在越南、欧圣在马来西亚、比依在泰国均有产能扩张规划，2023 年新宝在印尼收购首座海外工厂，兆驰在美国本土已有产能基础上拟于越南投资建厂；其次为黑电龙头海信视像、扫地机龙头石头科技、科沃斯及冰箱代

<sup>10</sup> 本段“对美收入敞口”均指公司对美销售收入/营业总收入；外销整体数据来源公司公告，区域结构定性信息结合公告表述及公司跟踪判断，具有一定主观性，谨慎参考。

工龙头 TCL 智家，其中海信视像于墨西哥/南非/捷克均有产能，海外产能供应预计已占主导，TCL 电子与之相近；空调龙头及其余二线白电美国收入占比较低，包括美的、格力及海信家电、长虹美菱等，其中美的东南亚产能布局较早且仍在扩张，区域间供应关系有调整空间，海信家电拉美/南非有少量产能；格力及长虹美菱海外业务均以中东非/拉美/欧洲为重，美国敞口极低。从业务模式看，除海尔外，对美收入敞口较高的家电公司中仅格力博品牌占比较高，龙头中美的外销 OBM 约占 4 成。综上，收入端关税风险敞口集中在白电以外的二线代工，龙头收购为主要的品牌出海模式、起步较早的海外建厂与区域开拓，使得关税冲击仅在收入环节已被明显削弱。

**图表21：主要家电公司外销占比、业务模式及区域结构**

公司	子行业	外销占比 <sup>11</sup>	业务模式	区域覆盖
美的集团	白电	40%	OEM→OBM, 2023A 海外 OBM 占比 40%+	欧洲/北美/亚太/中东北非/南美
海尔智家	白电	52%	收购+自有, 100%自主品牌	2023 年美洲 58%/欧洲 21%/亚洲 14%/澳洲 5%/中东非 1%
格力电器	白电	12%	自主品牌+OEM, 2023 年自主品牌占比近 70%	中东/欧洲为主, 美国较少
三花智控	家电上游	45%	家用+汽车制冷阀件	汽零北美、欧洲为主, 家用东南亚、日本为主
苏泊尔	小家电	29%	OEM, 承接母公司 SEB 订单	欧洲为主
海信家电	白电	33%	OEM→OBM, 品牌为主	欧洲/美洲/中东非/东南亚/日本/澳洲
石头科技	智能家居	70%	自主品牌清洁电器, 外协生产	欧洲/北美/亚太
兆驰股份	黑电	55%	ODM 电视为主	北美为主, 拓展东南亚、拉美欧洲等
科沃斯	智能家居	42%	自主品牌清洁电器为主	欧洲/北美/亚太/其他各 15%
海信视像	黑电	46%	自主品牌电视为主	北美/欧洲/中东非/日本
莱克电气	小家电	66%	OEM/ODM 清洁/园林类小电, 少量品牌跨境电商	北美/欧洲代工为主, 品牌集中东南亚及东欧
新宝股份	小家电	74%	OEM/ODM, 厨小为主	欧洲/北美为主
TCL 智家	白电	67%	ODM 冰箱	欧洲为主, 覆盖亚洲/美洲
长虹美菱	白电	31%	ODM, 估算外销冰箱及空调体量相近	欧洲/拉美/中东非为主, 美国极少
九阳股份	小家电	23%	ODM 占 90%, 少量自主品牌	欧美为主, 少量亚太(品牌)
富佳股份	小家电	72%	ODM 清洁电器	北美/欧洲为主
格力博	小家电	98%	自主品牌+代工电动工具, 2023 年品牌占 75%	北美为主, 欧洲多于国内
德昌股份	家电上游	78%	OEM/ODM 吸尘器	北美/欧洲为主
奥佳华	小家电	68%	ODM→品牌, 估算品牌占比过半, 集中于东南亚	亚洲为主, 其次北美、欧洲
欧圣电气	小家电	99%	代工+品牌授权电动工具, 少量自主品牌	美国为主
比依股份	小家电	92%	OEM/ODM 空炸/烤箱等电热类厨小	欧洲/美国占比较高, 覆盖南美/东南亚/中东非
荣泰健康	小家电	55%	OEM/ODM 按摩小电	韩国为主, 覆盖美国/东南亚/欧洲

资料来源：公司公告，国联证券研究所

回顾关税周期中家电公司海外业务的增长表现，结论与出口节奏复盘基本一致。2016-2017 年，发达经济体引领下的全球经济复苏周期中，家电出口与龙头公司出海均有明显提速，美的 2016Q3/2017Q1 分别并表东芝白电及库卡，海尔 2016Q2 并表 GEA，此外多数家电公司外销收入均环比提速，样本公司外销收入合计同比<sup>12</sup>连续 2 年实现 40%以上高增；从节奏上看，2017 年末至 2018 年初关税引致的季度级节奏波动，与家电公司外销收入增速拟合度并不高，同期外销增长表现毋宁说是外需景气周期与

<sup>11</sup> 2023 年数据，口径为报表附注披露境外收入/营业总收入，转引自 Wind。

<sup>12</sup> 剔除基数年份无数据样本。

龙头出海动作耦合的结果。2018年，首轮关税预期逐步落地，贸易谈判进程一波三折，上半年家电公司外销环比多有放缓，而随着2000亿清单“立即执行10%+次年提至25%”的加征方案于8月落地，**2018H2 家电外销收入的阶段性提速，是此轮关税预期在报表端的可循之迹**，剔除基数偏低的样本，格力、海信家电、兆驰及TCL智家均有明显提速。2019年，除年初并表Candy的海尔、受SN代工业务放量影响的九阳及部分基数较低的二线/上游外，家电外销多有放缓，其中龙头表现相对稳健，美的2018/2019年外销收入均+6%。此后，疫情与货币宽松中的需求周期主导了2020年至今的外销节奏，关税以来的五年间，样本公司外销收入合计复合增速+10%。

图表22：2016H1至今主要家电公司外销收入增速

公司	2016H1	2016H2	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2
美的集团	15%	48%	77%	48%	5%	8%	7%	5%	0%	8%	20%	8%	5%	2%	3%	9%
海尔智家	159%	153%	150%	-5%	2%	29%	30%	14%	9%		13%		10%		9%	6%
格力电器	25%	17%	15%	12%	12%	37%	1%	-18%	-14%	17%	7%	21%	8%	-3%	-7%	27%
三花智控	64%	-7%	16%	29%	10%	2%	12%	18%	-2%	22%	40%	16%	24%	27%	17%	8%
石头科技	-	-	-	-	-	-	-	-	221%		80%		4%		21%	
海信家电	13%	11%	30%	0%	0%	24%	5%	9%	6%	54%	59%	57%	35%	-16%	-1%	30%
苏泊尔	-14%	5%	16%	11%	17%	21%	11%	6%	-7%	26%	69%	6%	-17%	-40%	-13%	58%
海信视像	-4%	53%	28%		19%		-3%		38%		19%		-12%		20%	
科沃斯	13%		59%		29%		-14%		35%		40%		10%		26%	
兆驰股份	-3%	-38%	43%	64%	13%	26%	2%	17%	81%	110%	43%	2%	-35%	-34%	43%	41%
莱克电气	-13%	15%	15%		2%		-7%		21%		27%		7%		-1%	
新宝股份	4%	18%	26%	6%	-6%	9%	5%	-2%	8%	68%	43%	-1%	7%	-35%	-14%	43%
TCL智家	8%	2%	32%	45%	6%	39%	30%	-5%	2%	53%	36%	10%	-22%	-42%	31%	122%
富佳股份	-	-	-		45%		-24%		83%		48%	4%	2%	4%	-30%	-3%
长虹美菱	25%	46%	30%	34%	3%	-11%	-2%	16%	10%	49%	15%	-20%	-1%	18%	46%	48%
九阳股份	62%	41%	3%	-9%	-65%	248%	1307%	-25%	-42%	277%	243%	6%	-6%	-8%	53%	82%
格力博	-	-	-		-		19%		16%		16%		11%	-4%	-21%	2%
德昌股份	-	-	-		20%		-2%		74%		33%		-31%		16%	
惠而浦	18%	321%	13%		20%		-2%		16%		13%		-9%		0%	
长虹华意	-8%	6%	6%	16%	7%	11%	19%	5%	-14%	18%	38%	20%	24%	-2%	-12%	5%
汉宇集团	17%	13%	-3%	-3%	-12%	2%	17%	-2%	-20%	14%	35%	-9%	-14%	-4%	11%	4%
欧圣电气	-	-	-		20%		-4%		65%		32%		-1%		-5%	
奥佳华	13%	44%	34%	9%	15%	16%	12%	-9%	14%	53%	43%	-8%	-19%	-28%	-38%	-14%
荣泰健康	22%		2%	17%	-2%		13%		-6%	3%	32%		-19%		-9%	
比依股份	-	-	-		-		16%		48%		49%		-21%	-17%	39%	-6%

资料来源：公司公告，Wind，国联证券研究所

代工业务天花板可见、近期本土龙头经营承压的背景下，OBM转型是家电龙头北美经营的普遍趋势，品牌份额提升也将是龙头出海下一个十年增量的主要来源。参考欧睿，2018至今的五年中，龙头品牌业务在美表现可圈可点：受益本土产能、GEA经营进入向上周期的海尔，冰箱/洗衣机/厨电/家用空调份额分别累计+4.7/+7.9/+7.7/+2.8pct，冰洗及厨电销量复合增速均达5%+；近2-3年着力发展平台电商的美的，家用空调份额快速提升，4年内实现了从0至10%的突破；彩电龙头近5年份额也有不俗表现，TCL电子、海信视像累计均有7pct以上提升。对于连锁零售占据渠道主导的美国市场，暂不考虑自建渠道的税费风险，关税对于品牌份额提升并无显见阻力，代工订单转移的风险之下，甚或成为OBM转型加速的潜在驱动。

**图表23：2014年至今主要大家电品类及公司美国零售量及份额变化情况**

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
冰箱	海尔	零售量份额	9.9%	9.7%	19.2%	19.2%	20.7%	23.5%	24.5%	26.3%	26.6%	25.4%
		份额 YoY(pct)	-	(0.2)	9.5	0.0	1.5	2.8	1.0	1.8	0.3	(1.2)
		零售量(万台)	145	148	310	318	349	387	406	464	461	437
	美的	零售量 YoY	-	2.6%	108.9%	2.6%	9.7%	10.9%	4.9%	14.3%	-0.7%	-5.2%
		零售量份额	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
		份额 YoY(pct)	-	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	(0.1)	0.0	0.0
	海信	零售量(万台)	10	11	12	13	13	13	13	12	13	12
		零售量 YoY	-	5.2%	11.6%	7.3%	2.0%	-3.2%	-0.1%	-1.4%	1.3%	-4.2%
		零售量份额	-	0.4%	0.8%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%	1.5%	1.4%
美的	份额 YoY(pct)	-	0.4	0.4	0.7	0.1	0.0	0.0	(0.1)	0.0	(0.1)	
	零售量(万台)	-	6	12	24	27	27	26	26	26	25	
	零售量 YoY	-	-	111.3%	97.1%	13.3%	-2.0%	-2.3%	-1.3%	-0.2%	-3.8%	
洗衣机	海尔	零售量份额	0.9%	0.4%	13.7%	13.6%	16.7%	19.1%	20.9%	21.5%	23.1%	24.6%
		份额 YoY(pct)	-	(0.5)	13.3	(0.1)	3.1	2.4	1.8	0.6	1.6	1.5
		零售量(万台)	14	7	231	235	275	312	343	399	407	408
	美的	零售量 YoY	-	-52.1%	3268.6%	1.7%	17.0%	13.7%	9.7%	16.4%	1.9%	0.3%
		零售量份额	-	-	-	-	-	-	0.2%	1.6%	5.6%	9.9%
		份额 YoY(pct)	-	-	-	-	-	-	0.2	1.4	4.0	4.3
	美的	零售量(万台)	-	-	-	-	-	-	2	16	54	99
		零售量 YoY	-	-	-	-	-	-	-	762.8%	225.1%	83.9%
		零售量份额	12.9%	11.6%	27.1%	29.0%	38.6%	36.8%	40.1%	40.0%	43.0%	41.4%
海尔	份额 YoY(pct)	-	(1.3)	15.5	1.9	9.6	(1.8)	3.3	(0.1)	3.0	(1.6)	
	零售量(万台)	113	92	241	275	374	340	355	410	413	413	
	零售量 YoY	-	-18.0%	161.0%	14.0%	36.1%	-9.2%	4.4%	15.4%	0.8%	0.1%	
海信	零售量份额	0.6%	1.6%	2.2%	2.9%	3.1%	3.1%	3.2%	2.9%	3.0%	3.0%	
	份额 YoY(pct)	-	1.0	0.6	0.7	0.2	0.0	0.1	(0.3)	0.1	0.0	
	零售量(万台)	5	13	19	27	30	29	28	30	29	30	
格力	零售量 YoY	-	145.1%	48.5%	40.9%	11.9%	-4.7%	-2.6%	4.9%	-1.1%	3.0%	
	零售量份额	-	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.4%	0.6%	0.5%	0.6%	
	份额 YoY(pct)	-	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	0.2	(0.1)	0.1	
格力	零售量(万台)	-	1	1	1	1	2	3	6	5	6	
	零售量 YoY	-	-	21.3%	29.7%	47.9%	31.0%	69.9%	100.0%	-20.3%	14.1%	
	零售量份额	-	0.1%	22.9%	23.8%	24.7%	27.5%	30.8%	32.5%	32.1%	32.4%	
海尔	份额 YoY(pct)	-	0.1	22.8	0.9	0.9	2.8	3.3	1.7	(0.4)	0.3	
	零售量(万台)	-	1	270	286	309	336	367	400	398	401	
	零售量 YoY	-	-	27451.0%	6.0%	7.8%	9.0%	9.0%	9.0%	-0.4%	0.6%	
彩电	TCL	零售量份额	-	3.9%	4.7%	7.0%	10.1%	15.2%	14.5%	15.4%	16.6%	18.0%
		份额 YoY(pct)	-	-	0.8	2.3	3.1	5.1	(0.7)	0.9	1.2	1.4
		零售量(万台)	-	146	174	273	397	612	626	614	573	612
	海信	零售量 YoY	-	-	19.8%	56.6%	45.4%	54.1%	2.2%	-1.8%	-6.7%	6.7%
		零售量份额	-	1.8%	1.9%	2.3%	4.5%	4.9%	7.0%	8.8%	10.3%	11.7%
		份额 YoY(pct)	-	-	0.1	0.4	2.2	0.4	2.1	1.8	1.5	1.4
海信	零售量(万台)	-	68	71	88	175	197	300	352	357	397	
	零售量 YoY	-	-	4.2%	24.7%	98.6%	12.1%	52.6%	17.3%	1.3%	11.2%	

资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

盈利方面，除近地供应比例较高的海尔，在自建渠道品牌业务敞口不大的基础上，关税对家电公司外销业务盈利的影响集中体现于毛利率。盈利讨论无法脱离原材料成本周期，2018H1 家电相关大宗处于自 2017 年起的一轮上涨周期后半程，同比涨幅中枢在 15%-20%，2018Q3 环比回落、Q4 同比转负，2019 年降幅在 10%-15%；若关税对外销盈利有负面影响，节奏上大致对应此轮大宗价格周期的下行阶段，成本红利形成一定对冲。以内销毛利率为参照系定性剥离成本周期影响：剔除 2018 受会计准则调整影响的海尔、2019H2 受库卡拖累的美的，2018-2019 年间外销毛利率持续承压

<sup>13</sup> 欧睿空调数据仅含分体式/窗机/便携式，不含家用中央空调。

且幅度明显大于内销的样本仅有莱克及九阳，其中九阳或以外销业务结构影响为主；节奏上看，此轮政策成本叠加的周期之中，家电公司外销毛利率极限跌幅多在 2017A-2018H1，2018H2 格力、海信家电、苏泊尔、新宝、TCL 智家、长虹华意等均已转正，2019H1 改善趋势普遍延续，H2 除库卡影响的美的、基数偏高的格力外，龙头外销毛利率基本保持升势，部分二线与内销毛利率同时承压，受个体因素影响为主。由是，毛利率波动与关税执行、出口价格节奏均无明显相关；即便在政策冲击之中，成本、汇率波动与个体性的业务/区域结构变化，仍是外销盈利短期波动的主导因素。

**图表24：2016H1 至今主要家电公司主营外销/内销毛利率<sup>14</sup>同比 (pct)**

外销																
公司	2016H1	2016H2	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2
美的集团	3.7	5.6	(4.6)	(4.8)	1.2	5.8	4.6	(1.0)	0.1	(0.1)	(4.3)	(1.8)	0.9	2.9	3.3	3.8
海尔智家	-	-	-	-	(4.2)	-	1.4	2.1	(0.3)	1.3	2.4	0.2	0.3	(0.7)	(0.2)	-
格力电器	5.7	(9.4)	(8.1)	(3.8)	(5.8)	17.7	2.9	(2.9)	2.4	(8.7)	(2.6)	(1.8)	6.2	2.2	3.8	15.9
三花智控	(0.1)	4.8	0.1	2.2	(1.8)	(2.8)	0.6	2.5	(2.1)	1.8	(0.4)	(3.5)	0.7	1.4	2.4	0.6
石头科技	-	-	-	-	-	-	-	-	3.1	-	(7.2)	-	4.7	-	-	8.5
海信家电	5.2	(0.1)	(9.1)	(7.5)	(2.5)	2.5	3.8	0.3	1.0	(0.8)	(2.4)	0.7	1.7	0.7	1.3	(0.0)
苏泊尔	0.5	0.9	(0.9)	(3.1)	(0.1)	1.3	0.7	0.3	(0.2)	1.3	(3.6)	(5.2)	2.0	5.6	0.2	1.9
海信视像	1.4	-	(2.0)	-	5.1	-	3.8	-	0.7	-	(1.1)	-	2.0	-	(0.1)	-
科沃斯	-	-	-	-	-	-	3.0	-	7.2	-	2.1	-	1.4	-	-	7.2
兆驰股份	6.0	9.3	(5.6)	(4.1)	(1.3)	(1.1)	1.2	(2.0)	(1.5)	21.3	(0.8)	(22.6)	3.8	12.4	4.0	(6.0)
莱克电气	-	-	(4.6)	-	(0.8)	-	(0.6)	-	(0.1)	-	(2.4)	-	4.6	-	-	1.7
新宝股份	3.0	0.9	(0.3)	(1.9)	(2.3)	3.6	2.7	2.3	3.2	(3.1)	(6.4)	(5.1)	2.5	6.0	3.9	0.0
TCL 智家	-	-	(10.3)	(9.2)	(0.1)	9.1	(0.1)	(1.4)	2.8	3.7	(1.6)	(2.4)	(2.0)	9.9	9.9	(1.8)
富佳股份	-	-	-	-	-	-	(0.4)	-	(2.1)	-	(2.4)	-	2.8	-	-	2.4
长虹美菱	1.4	(1.7)	(4.8)	(4.9)	1.6	12.0	5.1	(2.3)	1.9	(1.9)	(7.4)	(7.1)	0.9	10.9	3.6	(1.9)
九阳股份	4.9	2.9	(0.3)	(3.8)	(6.6)	(7.2)	(6.8)	(4.0)	(1.8)	3.2	(0.4)	4.6	1.5	(7.2)	(1.0)	3.3
格力博	-	-	-	-	-	-	-	-	0.6	-	(7.5)	-	(1.9)	-	-	(2.9)
德昌股份	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(9.0)	-	(1.6)	-	-	2.8
惠而浦	-	-	-	-	(0.6)	-	0.7	-	(1.4)	-	(9.2)	-	5.6	-	-	2.8
长虹华意	1.2	8.9	0.1	(9.9)	(1.1)	1.2	2.0	(3.2)	1.8	2.0	(6.1)	(11.1)	0.5	11.0	7.4	4.8
汉宇集团	4.0	5.9	3.5	(2.3)	(6.0)	2.1	0.7	(2.8)	1.8	0.2	(4.0)	(7.5)	(4.3)	3.4	6.9	7.3
欧圣电气	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(8.8)	-	6.2	-	-	6.0
奥佳华	6.8	2.5	1.7	0.7	(1.2)	1.5	(0.2)	1.8	0.8	(2.8)	(6.0)	(7.1)	(1.3)	7.9	9.1	1.5
荣泰健康	7.4	-	0.1	(1.8)	(3.4)	-	(3.0)	-	5.3	(11.5)	(4.2)	-	(0.7)	-	-	6.7
比依股份	-	-	-	-	-	-	5.0	-	(2.1)	-	(5.6)	-	(0.6)	8.6	7.6	(3.5)

内销																
公司	2016H1	2016H2	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2
美的集团	3.1	0.9	(2.9)	1.5	1.7	1.2	0.7	0.9	(6.8)	(6.1)	(0.8)	0.7	1.4	2.2	1.3	1.4
海尔智家	-	-	-	-	(0.4)	-	(0.3)	1.5	(4.1)	4.3	0.9	(0.3)	0.9	1.8	-	0.5
格力电器	10.1	(2.6)	(2.1)	(0.5)	(3.0)	(2.6)	1.3	(2.2)	(7.0)	4.3	0.3	(3.5)	(1.5)	1.5	4.9	0.9
三花智控	1.1	(2.1)	0.6	2.3	(0.9)	(4.8)	0.8	(0.2)	1.3	(0.8)	(1.3)	(2.8)	(2.8)	2.2	1.0	3.6
石头科技	-	-	-	-	-	-	-	-	13.4	-	1.7	-	(2.7)	-	-	3.8
海信家电	2.8	1.9	(1.9)	(2.0)	(0.6)	(0.6)	2.1	3.4	3.6	5.1	(0.9)	(8.8)	(3.3)	3.6	2.4	2.4
苏泊尔	0.4	4.9	(0.2)	(1.4)	(0.1)	(1.0)	(0.6)	0.7	(6.9)	(5.3)	4.2	(8.4)	(2.4)	4.6	(1.0)	1.7
海信视像	1.2	-	(2.5)	-	0.1	-	3.0	-	2.1	-	(3.9)	-	4.0	-	(3.1)	-
科沃斯	-	-	-	-	-	-	(2.8)	-	2.2	-	11.7	-	(0.8)	-	(10.8)	-
兆驰股份	3.1	(4.4)	1.6	(7.6)	(7.6)	2.3	0.5	13.5	8.0	(21.2)	(0.7)	24.0	(0.6)	(10.5)	1.7	10.1
莱克电气	-	-	(3.9)	-	1.8	-	4.0	-	2.8	-	(7.4)	-	(7.9)	-	-	5.2
新宝股份	12.5	(8.7)	(2.3)	2.5	0.7	2.4	0.9	2.2	3.4	(5.7)	(1.6)	(8.4)	(4.8)	3.1	0.9	0.1
TCL 智家	-	-	3.0	4.8	11.5	(6.8)	(6.1)	(3.5)	(7.0)	(40.8)	(8.0)	15.0	(1.5)	4.4	3.2	1.6
富佳股份	-	-	-	-	-	-	(1.1)	-	0.7	-	3.3	-	4.8	-	-	(5.8)
长虹美菱	0.2	0.2	(2.0)	(0.0)	(2.7)	1.6	0.9	(0.8)	(3.4)	(2.1)	1.0	(11.3)	(6.4)	6.7	1.1	(1.0)

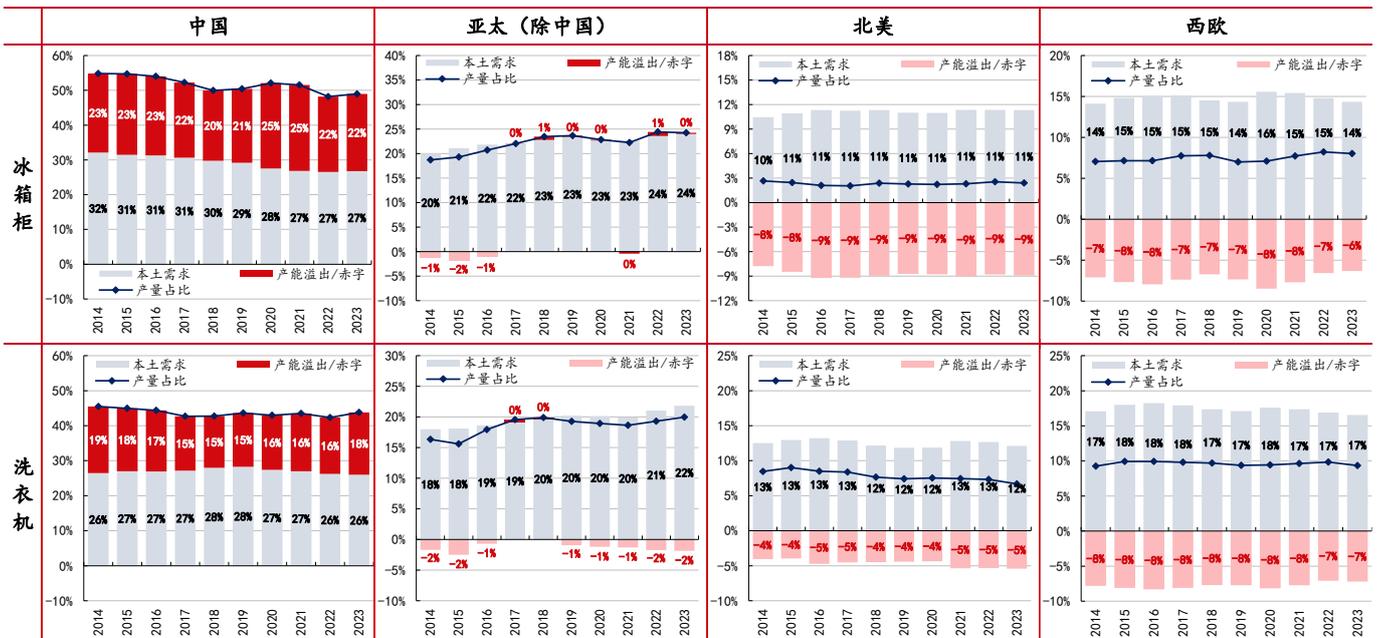
<sup>14</sup> 经报表追溯调整，均为当期披露可比口径；海尔智家 2018-2019 年及 2023 年为主营分地区毛利率，2020-2022 年为国内/海外智慧家庭分部经营利润率；下表同。

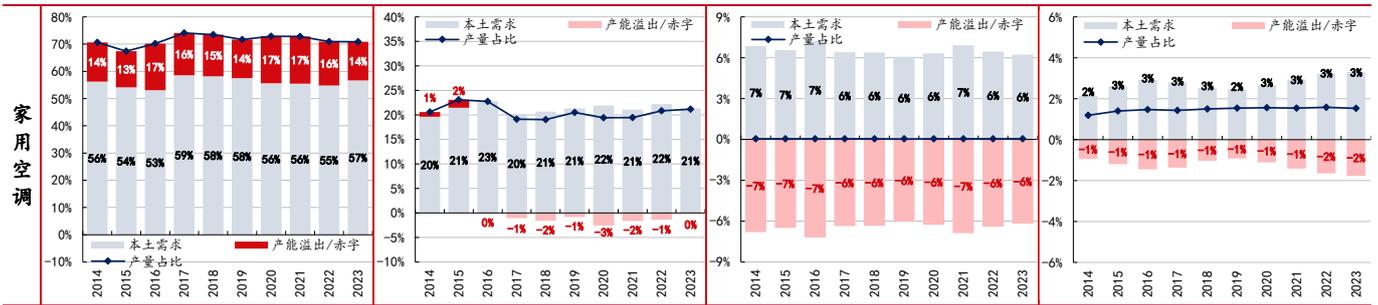
九阳股份	0.8	0.9	(0.6)	1.3	0.8	(1.2)	1.1	0.6	(0.4)	(0.3)	0.2	(6.3)	(2.9)	5.8	0.3	(2.8)
格力博	-	-	-	-	-	-	-	-	(4.9)	(11.1)	8.5	(21.1)				
德昌股份	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(1.4)	(28.9)	29.2				
惠而浦	-	-	-	7.4	(2.8)	(8.7)	2.2	0.3	7.4							
长虹华意	(3.1)	(7.1)	(2.7)	1.5	(1.2)	2.4	(2.8)	(1.3)	0.0	1.0	(0.0)	0.7	(2.1)	2.6	(0.1)	3.1
汉宇集团	4.0	(4.2)	(2.3)	(6.4)	(7.5)	0.2	(0.3)	(2.2)	(0.1)	5.2	0.4	(15.1)	(8.5)	8.4	2.1	(4.1)
欧圣电气	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4.4	(2.7)		
奥佳华	(3.3)	(4.8)	(3.3)	2.6	(2.6)	(3.4)	0.5	2.7	(0.2)	(4.2)	3.0	(0.8)	(7.3)	3.4	8.6	0.1
荣泰健康	0.3	(2.2)	(4.0)	(6.1)	(2.1)	2.5	(2.7)	0.9	1.4	0.5						
比依股份	-	-	-	-	(4.0)	3.7	(5.3)	1.7	1.3	(0.1)	(5.9)					

资料来源：公司公告，Wind，国联证券研究所

循着风险拆解公式看，模式与区域结构之外，产能是第三个关键变量。贸易格局变迁是各国经济发展曲线此起彼伏、互相成就的结果；去工业化后半程，寻求制造回流以利国内就业和供应链稳定，正是“本国利益优先”导向贸易保护的逻辑所在。参考欧睿对白电供应格局作大致感知，中国几乎是全球白电产能溢出的主要来源，冰洗产能中40%-50%、家用空调中约1/5为对外供应；发达市场多为“赤字”，其中北美冰箱/洗衣机外部供应比例约80%/45%，家用空调接近100%。产业层面的产能格局结论有二：其一，对于美国家电进口依赖度，关税至少在中期没有显著影响；其二，供应格局长期稳定，反映的是中国家电制造上的“显示性优势”，以此为稳态对标微观，即便考虑关税，家电公司对美本土/近地供应比例提升，仍隐含着对效率/成本等制造优势一定程度的牺牲，能力能否、如何嫁接则是长时间维度上更宏大的命题。

图表25：近十年主要国家/地区白电产能溢出及外部依赖情况

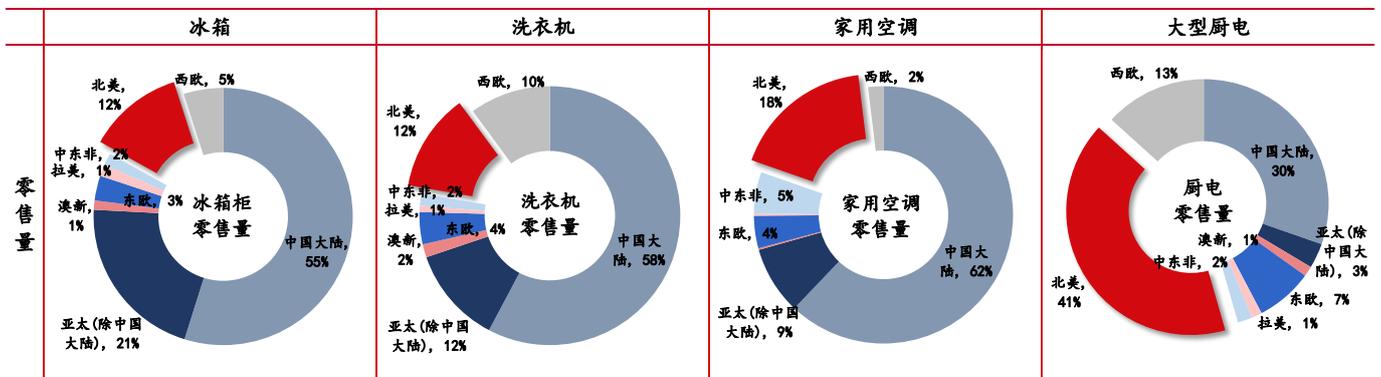




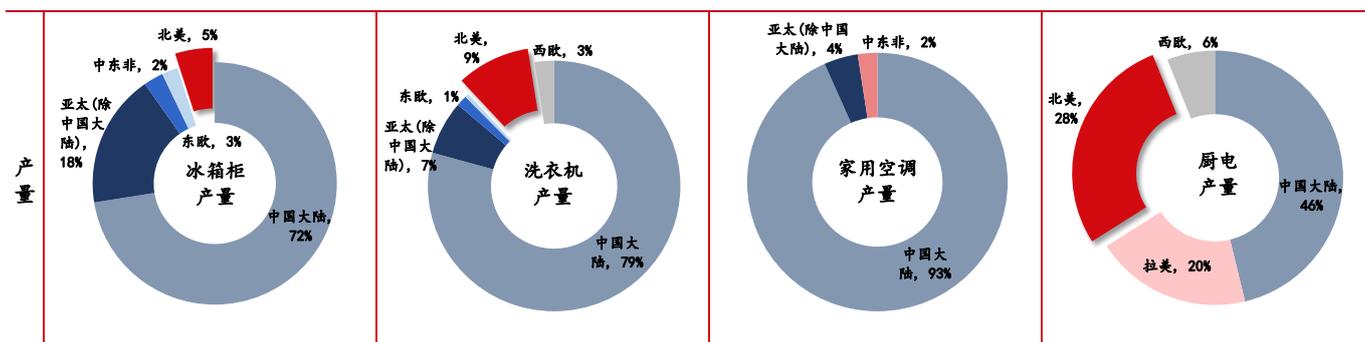
资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

公司层面，家电的海外产能往往伴生于出口向出海转型、代工向品牌转型，龙头布局领先。从海尔核心品类供需区域结构看：1) 中国大陆，白电零售量占比均在 60% 左右，厨电偏低约 30%，冰洗产量占比在 7-8 成，家用空调 90% 以上；2) 北美，冰洗零售量占 15%-20%，家用空调接近 20%，厨电较高约 40%，若仅考虑北美本土，按当前产量估算本土产能可满足冰箱零售量的 3 成左右，洗衣机、厨电 5-6 成；若考虑全球产能供应关系的调整空间，中国大陆以外的现有产能，除空调外均已能够实现北美零售量的完全覆盖，供应链风险控制在较低水平。欧睿口径 2023 年美的空调中国大陆以外产量 385 万台，同年产业在线美的空调外销出货 2310 万台，口径虽非完全对应，假设北美占比 20% 估算海外产能可满足北美品牌+代工需求 7 成左右<sup>15</sup>，冰洗海外产能相对较少；海信家电拉美+中东非有空调及冰箱产能各约 50 万台。此外，黑电龙头海外均有 1200-1400 万台左右产能，当前海外供应比例已处较高水平。值得注意的是，拉长序列来看，除 2019 海尔洗衣机受 Candy 影响海外产量+19%，2018-2019 美的海外空调产量增长较快之外，关税后至今的 5 年间，龙头海外产能扩张并未明显提速，当下的产能结构优势更多来源于历史收并购与先发且持续的海外投入；从产能这一侧面来看，关税对家电龙头的中长期经营决策与执行节奏并无显著影响。

图表26：海尔智家主要品类全球零售量及产量区域结构



<sup>15</sup> 假设 1) 海外产能全部供应海外，海外总量=海外生产 385+外销 2310=2695 万台；2) 空调北美占比与外销整体一致（忽略金额差异）设为 20%，北美代工+品牌总量=2695×20%=539 万台；综上，海外产能 385/北美销量 539≈71%。



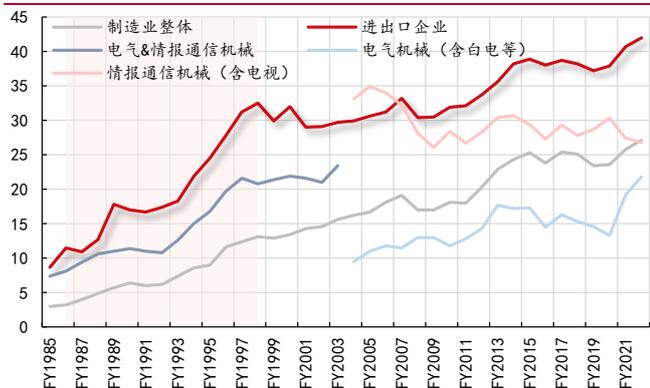
资料来源: 欧睿国际, 国联证券研究所

**图表27: 2014年至今美的白电全球产量规模及增速 (万台)**

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
家用空调	中国大陆	3000	2628	2470	3539	3790	4476	4942	5392	5109	5343
	中国 YoY	-	-12%	-6%	43%	7%	18%	10%	9%	-5%	5%
	亚太(除中国)	18	16	269	183	193	224	194	200	203	203
	拉美	155	174	89	125	156	186	171	176	177	182
	中东非	-	-	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
	海外加总	173	191	358	309	350	410	365	377	380	385
海外 YoY	-	10%	88%	-14%	13%	17%	-11%	3%	1%	1%	
冰箱柜	中国大陆	1062	1172	1383	1537	1591	1679	1586	1638	1446	1509
	中国 YoY	-	10%	18%	11%	4%	6%	-6%	3%	-12%	4%
	中东非	-	-	47	51	54	54	50	48	47	49
	海外加总	-	-	47	51	54	54	50	48	47	49
海外 YoY	-	-	-	8%	5%	0%	-8%	-3%	-1%	3%	
洗衣机	中国大陆	1168	1472	1750	1883	1979	2083	1935	2015	1931	1941
	中国 YoY	-	26%	19%	8%	5%	5%	-7%	4%	-4%	1%
	亚太(除中国)	-	-	23	29	30	25	24	26	22	25
	中东非	-	-	4.7	5.0	8.3	8.3	9.1	9.3	8.8	9.3
	海外加总	-	-	28	34	38	33	33	35	31	34
海外 YoY	-	-	-	22%	12%	-12%	1%	5%	-12%	13%	

资料来源: 欧睿国际, 国联证券研究所

回到眼下, 关税引致的脉冲与节奏可以参照 2018-2019 年做沙盘推演, 然而作为一个累进的历史进程, 在当前多数品类不超 25% 的税率基础上, **进一步提升的远期影响却无法线性叠加**。由买方承担并引致出口商价格折让的关税抬升, **最终意味着价格竞争力的削弱**, 在贸易语境下与《广场协议》后的日元单边升值周期中, 日本制造业企业的境况颇为类同; **差异在于前者点对点, 而后者不仅意味着价格竞争力全面削弱, 还伴随着海外投资成本的降低**。暂且不论宏观环境、产业阶段与成本环境的异同, 一个显见的特征事实是, 自 1986 年广场协议签订至 2000 年代初的十余年, 恰恰是日本制造业产能海外转移的高峰: 期间日元汇率累计升值幅度超 60%, 对出口业务而言效果基本相当于同比例关税, 而 1985-1998 年制造业出口企业的海外生产比例由 9% 提升至 30% 以上, 是过去 40 年中提升最快的阶段。由此, **极端情形下价格竞争力的全面弱化, 指向产能的海外转移**。而这一阶段集中扩张的海外产能, 在汇率中枢调整结束的“后升值时代”, 继续对日本家电产业甚至经济结构产生着深远影响。

**图表28：1985-2022年度日本制造业海外生产比例（%）**


资料来源：日本经济产业省、日本财务省，国联证券研究所

**图表29：1980年至今美元兑日元季度汇率及同比**


资料来源：日本央行，国联证券研究所

大选行至中途，关税担忧再起。鉴往知今，上一轮家电对美出口贸易保护政策周期始于2017年特朗普政府对洗衣机的201调查，在随后的301调查中达到高峰，本土强势产业与龙头利益与总统执政理念是影响关税走向的两股力量。2018年301案落地的四批关税清单，对中国对美出口大盘及家电品类覆盖率均在6-7成。复盘上一轮周期中的政策与预期演进：**1) 节奏上**，两个具备“抢出口”特征的时间段分别在调查案启动后（2017Q4-2018Q1）及2000亿清单税率抬升前（2018Q3-2018Q4），对应关税预期落地前的1-2个季度；**2) 份额上**，执行后1年内极限降幅多在几个位数，2024年多数份额波动向0收敛，核心品类均已企稳/改善迹象，关税刺激微观主体市场拓展能动性，近5年中国家电出口在非美市场份额加速提升；**3) 价格上**，买方承担进口关税义务的贸易实践中，出口商往往通过价格折让实现产业链共担，考虑同期贬值，上一轮关税周期中人民币均价降幅在5%-10%，量价节奏相近。从企业表现上看，当前权重龙头关税风险敞口不高，上一轮301关税也未能对中国家电公司海外业务成长与经营决策形成实质影响，品牌份额表现可圈可点，而成本/汇率波动与业务模式变化仍是外销盈利能力短期波动的主导因素。此外，出海较早的龙头基于海外产能先发优势与供应关系调整能力，应对关税冲击尚显游刃有余，这也是上一轮关税中企业海外产能扩张未有显著提速的主要原因；若参照广场协议后面对汇率中枢调整的日本制造业，产能海外转移是极端价格竞争力下降主要的中长期影响之一。

最后重申行业观点，2024年以旧换新中央资金落地，补贴力度比肩家电下乡，内销正逢更新大周期，政策兑现弹性可期，内销预期或迎来反转。分子行业看：**1) 白电** 2024H1出货节奏前高后低，空调全年展望稳中有增，冰洗产品刚性更新需求支撑内需；龙头出口订单保持较快增长，外销景气有望延续；**2) 黑电** 受益于赛事带动，龙头份额提升势能强劲，面板价格压力或趋减轻；**3) 清洁电器** 内销预计弱复苏，需

要重点关注国产龙头品牌出海节奏；4) 后周期估值均处历史最底部，需关注地产政策预期变化；5) 小家电整体景气短期承压，需结合跟踪挖掘结构性机会，新兴品类、渠道及出海带来的结构性机遇持续涌现。建议关注：一是份额企稳回升、高质量的高股息公司代表白电龙头，推荐美的集团、海尔智家、格力电器；二是品类首次纳入补贴名录的厨电龙头，推荐华帝股份、老板电器；三是格局优化及产品升级的黑电龙头，推荐海信视像；此外关注海信家电、石头科技等标的。

## 5. 风险提示

- 1) 政策兑现不及预期。以旧换新落地以来板块情绪虽有提振，当前家电股价中包含的政策预期仍不高，若后续持续走高，政策兑现有不及预期的风险。
- 2) 关税预期引起出口节奏波动。7月家电出口表现好于大盘，关税预期升温阶段出口订单或有前置，若虹吸效应持续，可能造成后续出口节奏大幅波动。
- 3) 原材料成本大幅上涨。原材料占主要家电公司营业成本80%以上，目前盈利预期建立在原材料价格总体平稳假设上，若大宗价格持续普涨，盈利有不达预期的可能。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层  
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层  
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼