

复盘本轮家电国补之下的行业趋势和机会

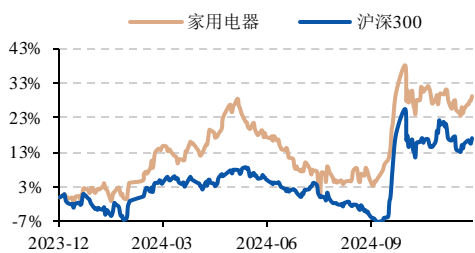
2024年12月08日

评级

同步大市

评级变动: 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
家用电器	-0.19	20.51	30.07
沪深300	-1.77	21.96	17.05

袁玮志

分析师

执业证书编号:S0530522050002
yuanweizhi@hncasing.com

周心怡

分析师

执业证书编号:S0530524030001
zhouxinyi67@hncasing.com

相关报告

- 1 家用电器行业点评: 9月家用空调产销高增, 家电国补刺激需求恢复 2024-10-25
- 2 家用电器行业 2024 年中报总结: 外销保持增长, 政策加码刺激内销, 家电景气度持续向好 2024-10-08
- 3 家用电器行业点评: 家电以旧换新措施发布, 刺激存量更新和结构升级 2024-07-29

重点股票	2023A		2024E		2025E		评级
	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	
海尔智家	1.77	16.53	1.95	15.01	2.16	13.56	买入
萤石网络	0.71	46.16	0.73	45.48	0.89	37.13	买入
苏泊尔	2.72	19.83	2.90	18.61	3.08	17.52	买入
石头科技	11.10	20.36	11.51	19.64	13.66	16.55	买入

资料来源: iFinD, 财信证券

投资要点:

- 家电行业前三季度维持稳健增长, 2024Q3表现相对较弱, Q4在内外销同时发力作用下, 预计表现将环比Q3改善: 家用电器行业2024年前三季度分别实现营业收入/归母净利润为11878/927亿元, 同比增速分别为4.63%/5.48%, 整体维持稳健增长。2024Q3出口端有所承压, 出口月度同比增速从5月的19.6%回落至9月的5.20%, 为预防海外可能会面临更加严苛的关税政策, 2024Q4起家电企业加快抢出口, 出口集中力度加强, 10月家电出口增速回升至23.20%; 内销端从8月以旧换新政策执行以来, 2024Q3全渠道家电零售规模同比+7.6%, 单10月零售额同比+35.5%, 预计叠加Q4多重消费大促影响, 环比Q3表现改善。
- 本轮家电补贴政策相比2008-2013年补贴期间: 1) 本轮家电以旧换新覆盖家电范围更广。除了中央规定的固定的8大类补贴产品之外, 各地方在此基础上增加了厨房、个护、清洁小家电和3C等多个品类。2) 本轮补贴力度更大, 政策重点倾斜在高能效产品。本轮家电补贴标准为产品销售价格的15%, 对购买1级及以上能效或水效标准的产品, 额外再给予产品销售价格5%的补贴。对比2008年的家电下乡补贴政策最大力度为按产品销售价格给予13%的补贴。3) 本轮补贴对企业参与的实际门槛要求更高。更倾向于支持具有一定规模和实力的企业, 促进企业在产品研发和技术创新方面加大投入, 提高产品的能效水平和性能质量, 以满足政策要求和消费者对节能环保产品的需求。4) 本轮中央出资力度更大。本轮家电补贴支持资金按照9:1的原则实行央地共担, 上一轮中央和地方分别承担8:2。
- 家电财政补贴的必要性: 据我们测算, 得出空调/冰箱/洗衣机/彩电的当前全国保有量分别为7.03/4.86/4.61/5.06亿台, 存在巨大的家电存量换新空间。家电作为家庭耐用消费品, 在供给端技术进步和功能创新驱动下, 消费者对其品质要求提高, 产品结构升级的趋势明显。
- 国补期间的家电消费趋势: 1) 线下渠道销售表现优于线上, 且线下销售情况周度环比走高。2) 空调、吸油烟机和燃气灶的增速表现领先, 厨电支持力度加大情况下, 销售情况得到明显改善。3) 地方增加的其他家电品类中, 劳动替代型家电更受青睐。4) 内陆地区的家电消费热

度高于沿海地区，下沉市场同样具备消费潜力。

- **家电行业投资建议:**当前家电外销景气有望延续,内销在今年上半年家电内销的低基数效应下,家电更新需求叠加国补政策的持续刺激,存在较大改善空间,我们维持行业的“同步大市”评级,主线逻辑为寻找业绩稳健,内外销成长确定性均较高的标的,建议关注海尔智家、萤石网络、苏泊尔和石头科技。
- **风险提示:**政策力度不及预期,原材料价格波动风险,汇率波动风险,市场竞争加剧。

内容目录

1 行业数据跟踪	5
1.1 家电行业整体经营稳健，持续催化行情.....	5
1.2 外销：Q3 出口增速承压，长期景气度佳.....	7
1.3 内销：以旧换新政策修复家电内销乏力.....	9
2 家电补贴政策对比复盘	11
2.1 政策历史复盘.....	11
2.2 家电补贴政策的必要性.....	14
2.2.1 家电当前保有量和更新需求巨大.....	14
2.2.2 供给端，家电产品技术进步和功能创新.....	15
2.2.3 需求端，消费者对品质要求提高，产品结构升级.....	16
3 本轮国补政策下的行业趋势和机会	17
3.1 激活潜在需求，线下渠道和新兴品类迎来新机遇.....	17
3.2 家电行业投资建议.....	20
4 风险提示	21

图表目录

图 1：家电行业 2024 年前三季度营收情况（亿元）.....	5
图 2：家电行业 2024 年前三季度归母净利润情况（亿元）.....	5
图 3：家电各细分行业分季度的营收情况（亿元）.....	5
图 4：家电各细分行业分季度的归母净利润情况（亿元）.....	5
图 5：家用电器二级指数和沪深 300 涨跌幅（2024.1.1-2024.12.6）.....	6
图 6：家电细分板块的 PE 估值（2020.1.2-2024.12.6）.....	7
图 7：我国家电月度出口金额及同比增速.....	8
图 8：我国家电分品类出口量同比增速（%）.....	8
图 9：我国家电出口结构分布.....	9
图 10：我国家电社零规模及其同比增速.....	10
图 11：空冰洗的内、外销同比增速情况.....	10
图 12：中国家电市场（不含 3C）全渠道零售额及同比增速.....	11
图 13：城镇部分家电每百户保有量（台）.....	11
图 14：农村部分家电每百户保有量（台）.....	11
图 15：受 2008-2013 年的家电补贴政策刺激，空冰洗销量快速提升.....	12
图 16：我国当前 Mini LED 销量和渗透率较低，仍有待提升.....	15
图 17：国补执行前后，线上和线下渠道的家电零售额同比增速.....	16
图 18：家电国补资金消耗情况和带动销售金额.....	17
图 19：线上渠道分时间段的家电规模和均价同比增速.....	18
图 20：线下渠道分时间段的家电规模和均价同比增速.....	18
图 21：分品类按周度家电线上渠道零售额同比增速.....	19
图 22：分品类按周度家电线下渠道零售额同比增速.....	19
图 23：分品类其他补贴家电的线上渠道零售额同比增速.....	19
图 24：分品类其他补贴家电的线下渠道零售额同比增速.....	19
图 25：各地方 7 大家电品类的线下渠道零售额同比增速.....	20

表 1: 家电行业及各细分板块的营收及利润表现.....	6
表 2: 本轮家电以旧换新政策与首轮补贴政策对比	13
表 3: 当前我国大家电保有量规模巨大.....	14
表 4: 我国家电年度更新需求量较大, 更新需求占比较高.....	15

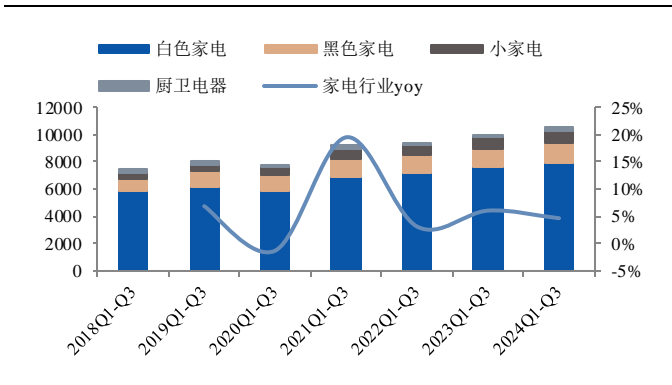
1 行业数据跟踪

1.1 家电行业整体经营稳健，持续催化行情

基于去年同期高基数,2024Q3家用电器行业增速放缓。家用电器行业2024年前三季度分别实现营业收入/归母净利润为11878/927亿元,同比增速分别为4.63%/5.48%,2023Q3起海外家电补库需求支撑我国家电出口进入高景气周期,因此存在高基数效应,随着海外市场家电需求边际放缓,今年Q3家电板块营收增速也有所放缓。

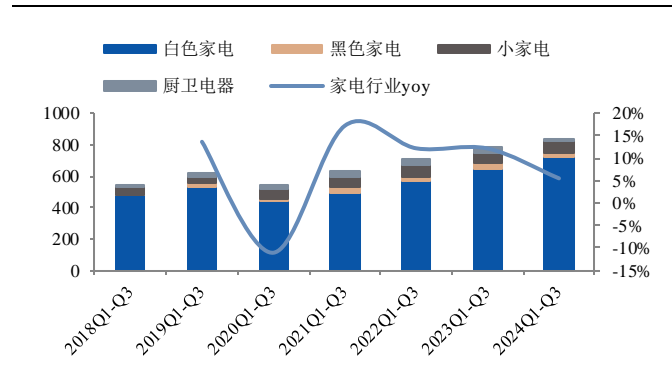
单季度来看,2024Q1/Q2/Q3的营收同比增速分别为8.13%/4.71%/1.40%,归母净利润同比增速分别为10.07%/6.30%/0.89%。成本方面,由于行业竞争加剧、原材料价格波动、汇率波动、海运费涨价等因素,家电公司毛利率普遍承压,其中以黑电、厨电、小家电公司表现更为明显。

图1: 家电行业2024年前三季度营收情况(亿元)



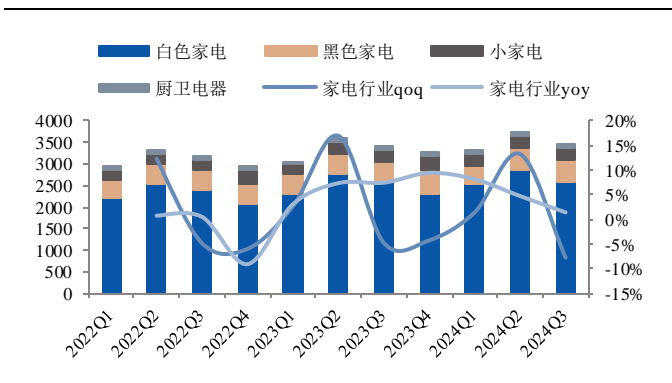
资料来源: 同花顺 iFind, 财信证券

图2: 家电行业2024年前三季度归母净利润情况(亿元)



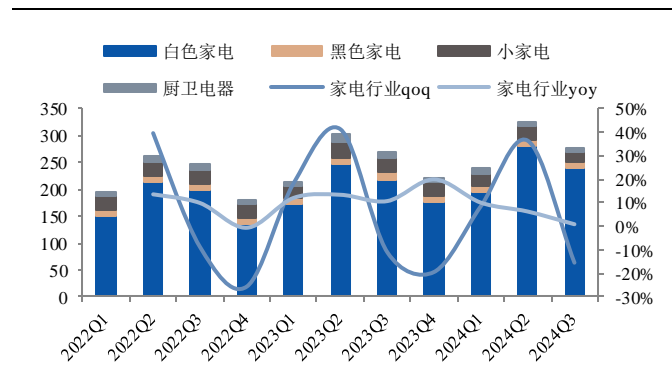
资料来源: 同花顺 iFind, 财信证券

图3: 家电各细分行业分季度的营收情况(亿元)



资料来源: 同花顺 iFind, 财信证券

图4: 家电各细分行业分季度的归母净利润情况(亿元)



资料来源: 同花顺 iFind, 财信证券

Q3白电板块维持营利双增,其他家电板块业绩承压。2024Q3白电/黑电/小家电/厨电板块的营收同比增速分别为0.14%/10.30%/3.96%/-16.35%,在去年同期较高基数影响

下，除了以内销市场为主的厨电板块之外，其他家电板块仍实现了正增长；业绩端，白电/黑电/小家电/厨电板块的归母净利润同比增速分别为 10.03%/-32.66%/-21.48%/-45.57%，白电企业通过当地化生产和降费提效等方式，Q3 业绩端增速大幅高于营收，其他家电板块业绩增速均呈现负增长。

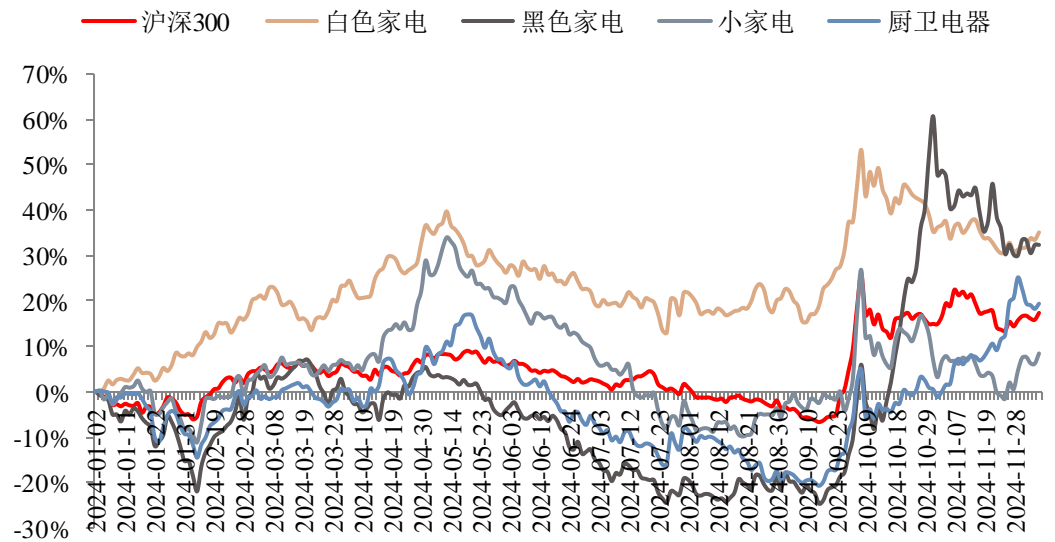
表 1：家电行业及各细分板块的营收及利润表现

	营业收入（亿元）				归母净利润（亿元）			
	2024Q1-Q3	yoy	2024Q3	yoy	2024Q1-Q3	yoy	2024Q3	yoy
家电行业	11878.08	4.63%	3904.68	1.40%	927.15	5.48%	304.02	0.89%
白电	7943.81	4.02%	2565.49	0.14%	714.67	11.69%	240.84	10.03%
黑电	1485.99	8.19%	524.82	10.30%	31.88	-18.98%	10.10	-32.66%
小家电	832.00	7.69%	288.78	3.96%	69.74	-2.76%	18.71	-21.48%
厨电	241.92	-7.08%	78.31	-16.35%	24.68	-31.03%	6.78	-45.57%

资料来源：同花顺 iFind，财信证券

稳健基本面驱动白电指数显著上涨。今年以来，截至 2024 年 12 月 6 日，申万家电指数的累计涨幅为 26.50%，涨幅位居 31 个申万子行业前列。家电中表现最好的二级指数为白电，行情表现亮眼且走势稳定，实现累计涨幅 35.05%，跑赢沪深 300 指数的 17.33%，黑电/小家电/厨电指数的累计涨幅分别为 32.29%/8.40%/19.36%，黑电指数主要受益于个股四川长虹的强势拉动作用，而小家电和厨电指数的表现则相对平淡。

图 5：家用电器二级指数和沪深 300 涨跌幅（2024.1.1-2024.12.6）

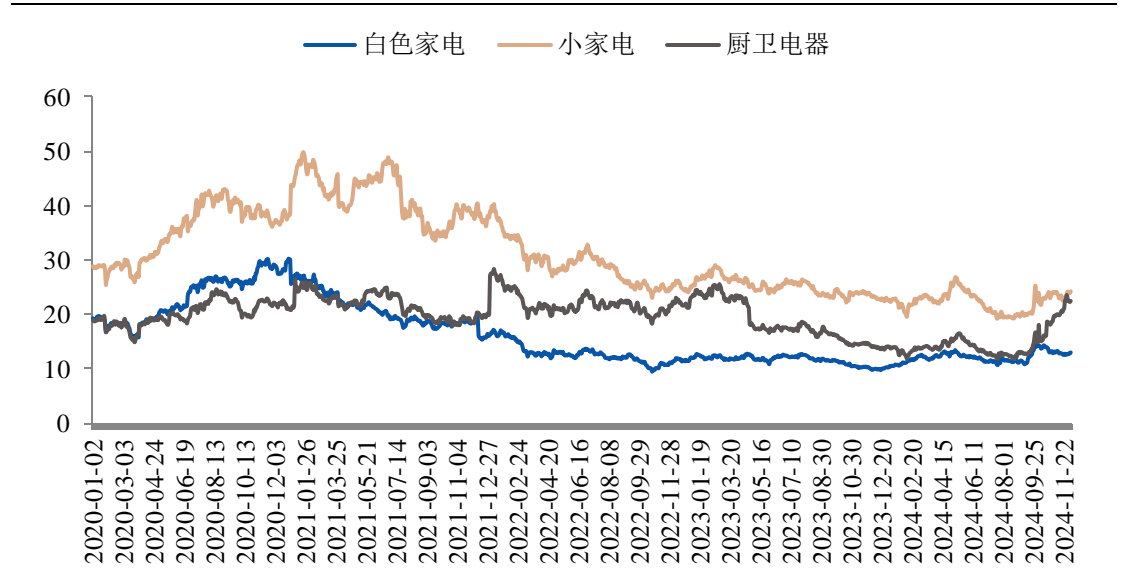


资料来源：同花顺 iFind，财信证券

出口高景气支撑了白电估值上修，当前估值位置整体仍处于低位。白电板块估值在 23 年底触底，随着白电出口持续走高，市场高股息策略拉动，以及国内以旧换新政策出台等因素推动，白电板块估值从今年初的 10.0X 修复至 9 月的 15.1X 附近，12 月 6 日白电板块估值落于 13.0X 的位置，但相比 2020 年以来的白电板块 PE 均值 16.1X，仍有较

大提升空间，估值的相对低位提供了充分安全垫。厨电板块由于地产关联度较高，地产景气度未显著回升前，板块估值和业绩都将有所承压；小家电板块当中，由于内需尚未完全修复，外销占比较高的小家电龙头率先实现了业绩和估值的双修复。

图 6：家电细分板块的 PE 估值（2020.1.2-2024.12.6）



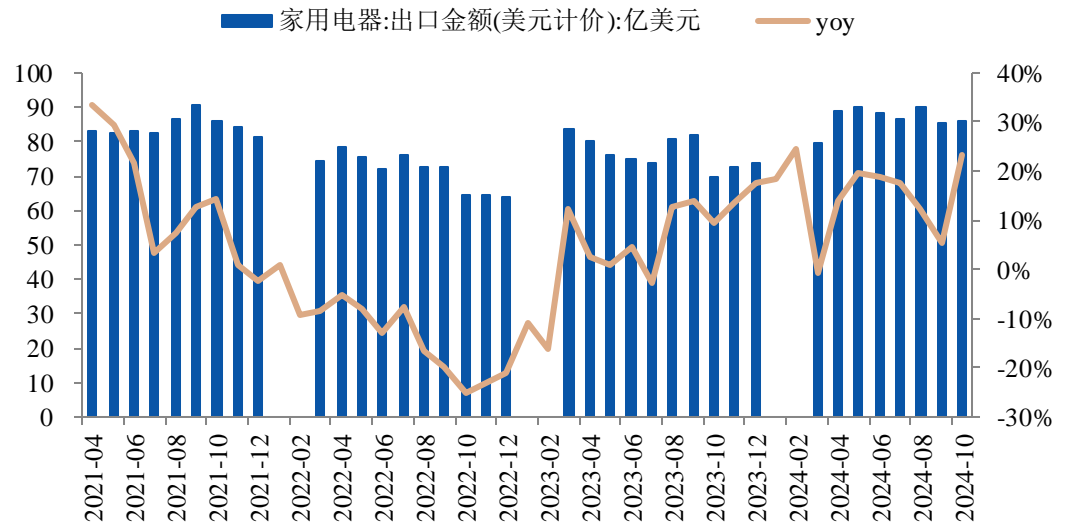
资料来源：同花顺 iFind，财信证券

1.2 外销：Q3 出口增速承压，长期景气度佳

2024Q3 出口增速有所承压，面临加征关税风险，Q4 家电企业抢出口推动外销回暖。 2024 年 1-10 月我国家电累计出口金额为 694.95 亿美元，同比增长 11.95%，出口维持快速增长。2024Q3 出口端有所承压，月度同比增速从 5 月的 19.6% 回落至 9 月的 5.20%，为预防海外可能会面临更加严苛的关税政策，Q4 起家电企业加快抢出口，出口集中力度加强，10 月家电出口增速回升至 23.20%。

分品类来看，全年出口景气度表现为白电 > 厨电 > 彩电 > 小家电，白电中尤其以空调外销景气度最佳，在去年同期高基数基础上，今年 6-10 月均延续了双位数的高增长；厨电的烟灶品类同样维持了较高的外销增速；彩电出口增速水平与 Q2 基本保持一致；小家电外销保持增长，但因基数走高，增速环比 Q2 呈现走弱趋势。

图 7：我国家电月度出口金额及同比增速



资料来源：同花顺 iFind，财信证券

图 8：我国家电分品类出口量同比增速 (%)

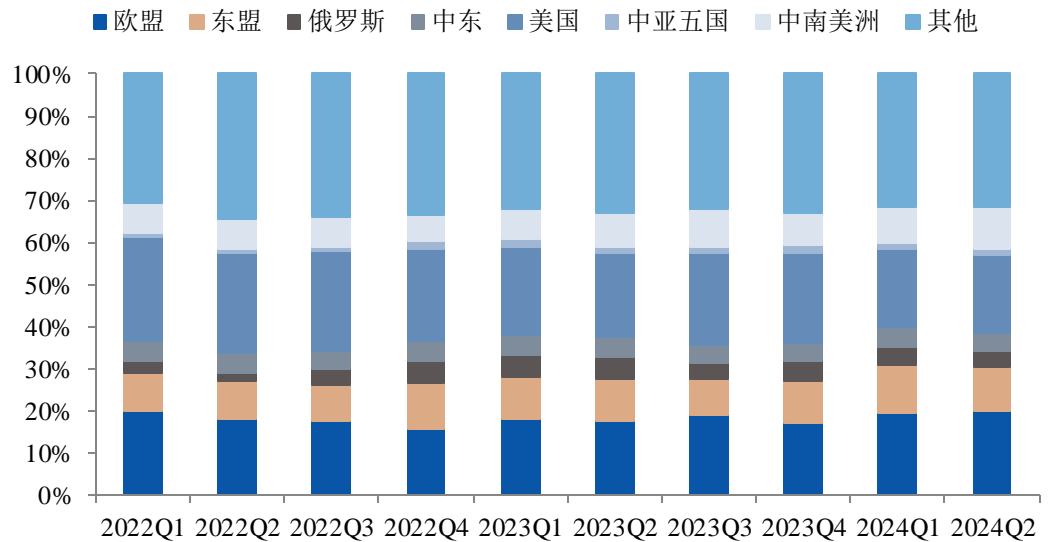
	空调	冰箱	洗衣机	彩电	电热水器	抽油烟机	燃气灶	微波炉	净水器	吸尘器	咖啡机
2022-06	-33.40	-22.70	-15.60	28.01	-25.20	-9.61	-1.90	-14.00	13.41	-19.76	-6.00
2022-07	-12.30	-21.70	16.20	30.36	-10.61	-23.71	-6.67	-23.89	34.96	1.00	-3.40
2022-08	-16.50	-23.30	8.10	21.15	-24.58	-32.90	-14.88	-23.28	43.48	-28.15	-21.20
2022-09	-4.00	-34.70	11.50	5.52	1.99	-40.06	-5.16	-36.63	52.04	-27.50	-23.50
2022-10	-25.00	-39.80	5.50	-5.82	-27.77	-51.05	-12.92	-34.94	51.46	-31.96	-28.00
2022-11	-12.80	-37.40	1.80	1.75	-8.92	-40.46	-7.57	-27.78	53.44	-18.24	-25.50
2022-12	-22.50	-37.20	8.80	-3.73	5.47	-29.79	-11.35	-30.77	-17.60	-32.19	-27.30
2023-01	1.50	-15.50	13.20	7.70	15.51	-22.59	-19.64	-19.66	30.10	-15.19	-18.40
2023-02	-13.80	-20.60	17.60	4.05	5.07	-18.85	-27.95	-6.67	23.12	-20.64	-31.70
2023-03	-4.60	-8.20	45.20	25.38	44.48	13.57	1.00	2.32	26.41	10.35	10.40
2023-04	1.20	3.20	57.40	6.41	51.97	-19.57	-11.52	-14.42	39.73	24.01	-14.80
2023-05	-0.20	21.10	56.90	1.79	20.43	-10.32	-9.51	4.76	18.37	13.42	-2.20
2023-06	13.20	28.10	60.60	12.84	41.24	-2.31	-6.18	14.97	66.67	42.77	2.20
2023-07	1.30	28.60	25.00	0.81	27.96	1.91	-10.21	23.05	24.59	9.36	-2.40
2023-08	35.50	35.50	48.90	5.19	46.56	18.81	25.83	16.80	39.06	38.65	22.30
2023-09	21.10	55.80	50.20	11.92	33.44	40.77	18.03	27.52	0.10	56.64	19.20
2023-10	39.80	58.30	37.50	6.05	40.84	61.36	3.02	37.11	3.70	32.10	13.70
2023-11	17.10	65.80	42.40	0.43	14.10	39.07	7.57	18.74	-23.93	27.08	14.20
2023-12	14.90	67.90	33.30	5.91	16.85	37.67	-6.01	26.20	78.99	83.26	35.10
2024-01	19.40	40.70	50.30	-5.36	31.59	18.93	5.93	11.07	14.89	32.21	25.00
2024-02	14.90	43.50	27.50	7.28	37.52	25.15	50.90	2.84	216.50	34.64	54.40
2024-03	1.70	23.10	14.30	-6.85	12.81	0.32	-11.13	0.27	44.33	11.45	-11.80
2024-04	15.30	21.00	18.70	14.37	-0.34	28.84	6.62	12.99	139.45	-0.40	6.60
2024-05	39.50	15.40	18.30	19.07	18.72	31.64	41.64	2.99	133.01	27.08	18.60
2024-06	49.40	22.00	12.30	4.71	-13.07	17.82	10.60	13.25	-2.75	-4.04	21.70
2024-07	52.80	14.70	9.60	18.24	18.72	36.33	19.64	12.40	39.94	23.21	14.20
2024-08	40.10	20.70	7.80	11.66	1.49	30.46	22.24	16.04	22.22	15.64	5.30
2024-09	29.50	9.90	0.00	4.05	-2.84	0.57	12.99	7.87	-13.52	0.40	0.40
2024-10	58.90	22.60	12.50								

资料来源：同花顺 iFind，财信证券

非美出口重要性提高,新兴市场潜力有望拉动出口持续增长。就家电行业的出口结构来说,近年来对美出口占比呈下滑趋势,家电对美出口占比从 2022Q1 的 24.84% 下降

至 2024Q2 的 18.53%；而东盟和中南美洲地区的出口占比则快速提升，当前新兴市场的家电渗透率并不充分，随着家电企业的全球化不断深入，不断创新的产品供给和性价比优势，将有效刺激新兴市场的活力持续释放，新兴市场的增长潜力也有望支撑我国家电出口的良好增长。

图 9：我国家电出口结构分布



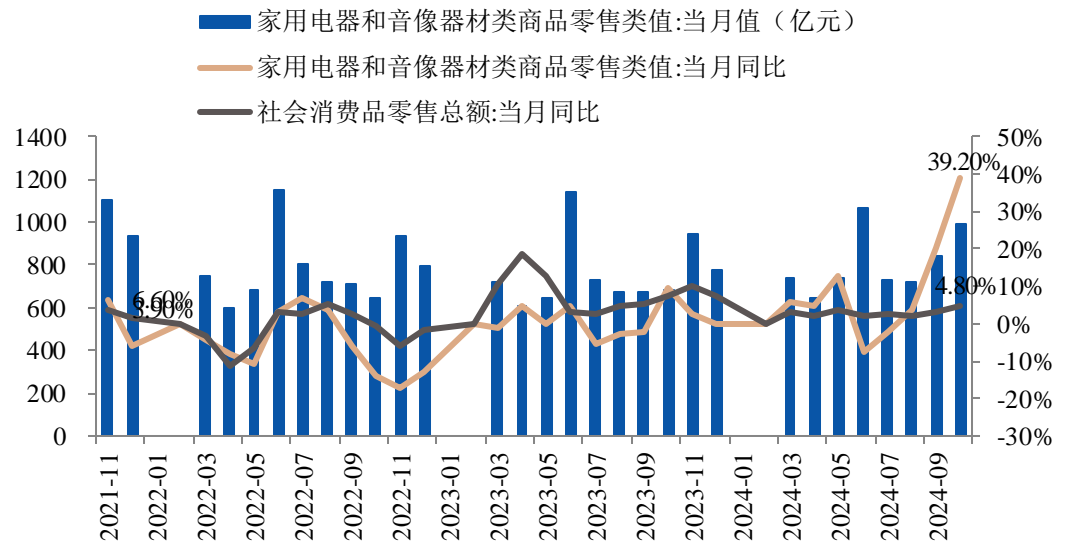
资料来源：Datayes，财信证券

1.3 内销：以旧换新政策修复家电内销乏力

以旧换新政策出台，对我国耐用消费形成有效支撑。今年以来，社零表现普遍偏弱，国家政策引导支持下，将消费刺激的领域率先对准家电和汽车，2024年3月，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》，为家电以旧换新政策的推进提供了宏观指导和政策依据；2024年8月，商务部等4部门办公厅发布《关于进一步做好家电以旧换新工作的通知》，明确各地可自主确定补贴“8+N”类家电品种，每件最高补贴2000元，正式推动了今年家电以旧换新政策在各地的实施。

根据 iFind 数据，今年 1-7 月家电社零累计同比增速为 2.30%，而从 9 月以来，各地方全面参与执行家电以旧换新政策，家电社零增速实现了明显修复，2024 年 1-10 月家电社零累计总值 7907.70 亿元，同比+7.80%，其中 8/9/10 月家电社零同比增速分别为 +3.40%/20.5%/39.2%，9 月家电社零开始明显提速，带动了整体耐用消费增长，我国社零总额增速也有所提振。

图 10：我国家电社零规模及其同比增速

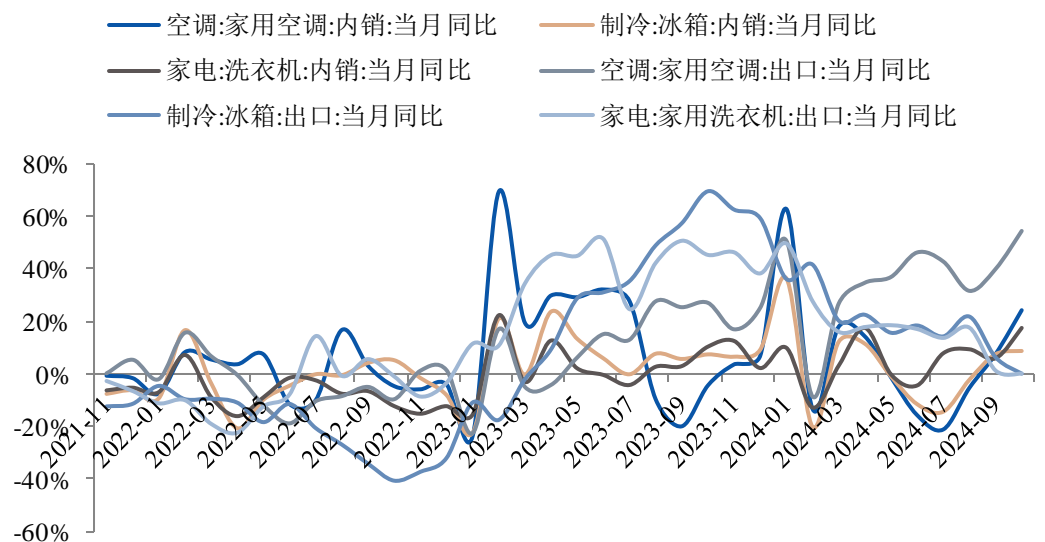


资料来源：同花顺 iFind，财信证券

家电上下游共振，Q4 内销环比 Q3 将明显改善。首先从家电的上游排产端来看，2023 年至 2024 年 8 月的区间里，空冰洗品类的出口增速明显快于内销增速，出口是拉动家电行业增长的主动力，伴随着本轮海外家电补库周期走向中后段，空冰洗的出口增速也呈现放缓趋势；与此同时，内销市场通过以旧换新政策刺激，空冰洗的内销从 8 月开始有所改善，9 月的内销同比增速由负转正，反映了家电厂商对家电内销市场的信心恢复。

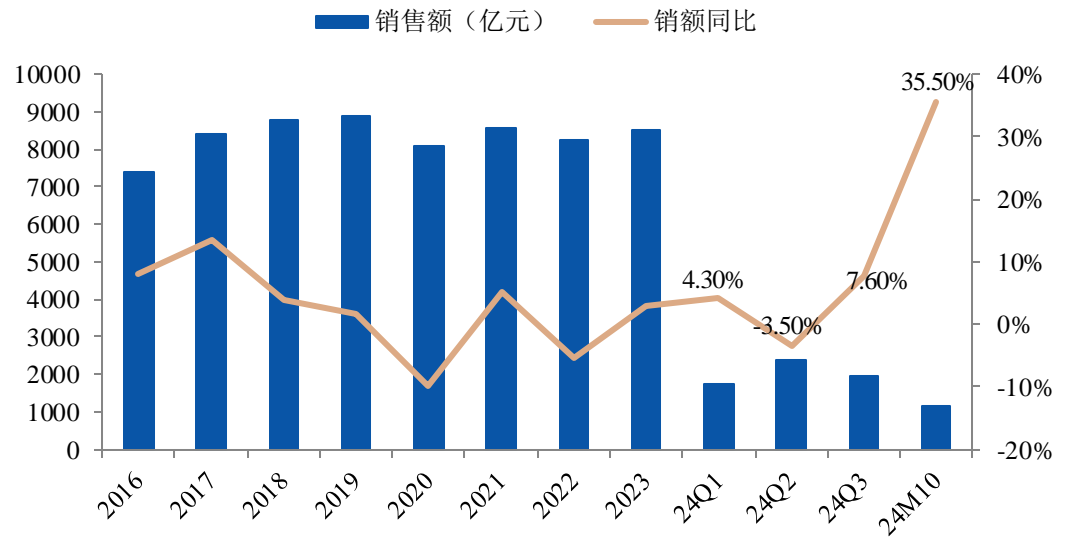
零售端来看，根据奥维云网数据，2024Q1 和 Q2 的家电零售整体表现乏力，2024 年 Q3 全渠道家电零售额规模同比+7.6%，2024 年 10 月零售额同比增长 35.5%，预计叠加 Q4 的多重消费大促影响，表现环比 Q3 改善更佳，家电市场的潜在需求得到了有效释放。

图 11：空冰洗的内、外销同比增速情况



资料来源：同花顺 iFind，财信证券

图 12：中国家电市场（不含 3C）全渠道零售额及同比增速



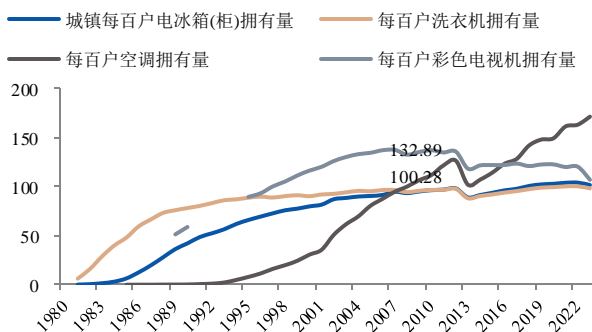
资料来源：奥维云网，财信证券

2 家电补贴政策对比复盘

2.1 政策历史复盘

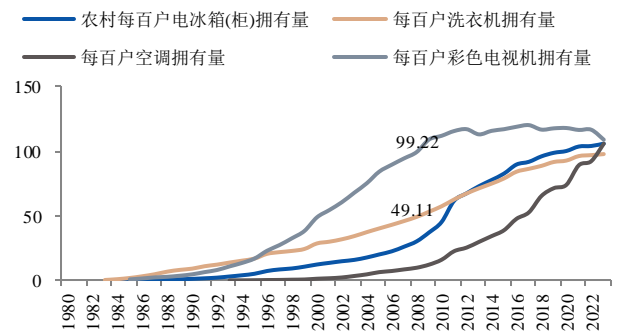
2008-2009 年出口受阻背景下，拉动内需必要性提升，爆发首轮家电下乡和惠民补贴。在 2007-2013 年期间，我国各部门开始密集推出家电消费相关政策，回顾当时的背景情况，国际金融危机导致外需市场萎缩，我国出口受阻，经济增长面临较大压力，开始更多地需要依靠内需等其他因素来驱动。在当时，空调、冰箱、洗衣机和彩电在城镇的每百户保有量均已接近 100 台，四大家电种类在城镇的渗透已十分充分，而农村地区除了彩电的百户保有量接近 100 台，空冰洗的每百户保有量都还不足 50 台，渗透率提升还存在很大空间，农村市场具有庞大的消费潜力，家电下乡政策通过给予农民购买家电产品一定的财政补贴，大大降低了农民的购买成本，激发了农村市场的消费活力，有效拉动了内需，成为推动经济增长的重要力量。

图 13：城镇部分家电每百户保有量（台）



资料来源：同花顺 iFind，财信证券

图 14：农村部分家电每百户保有量（台）

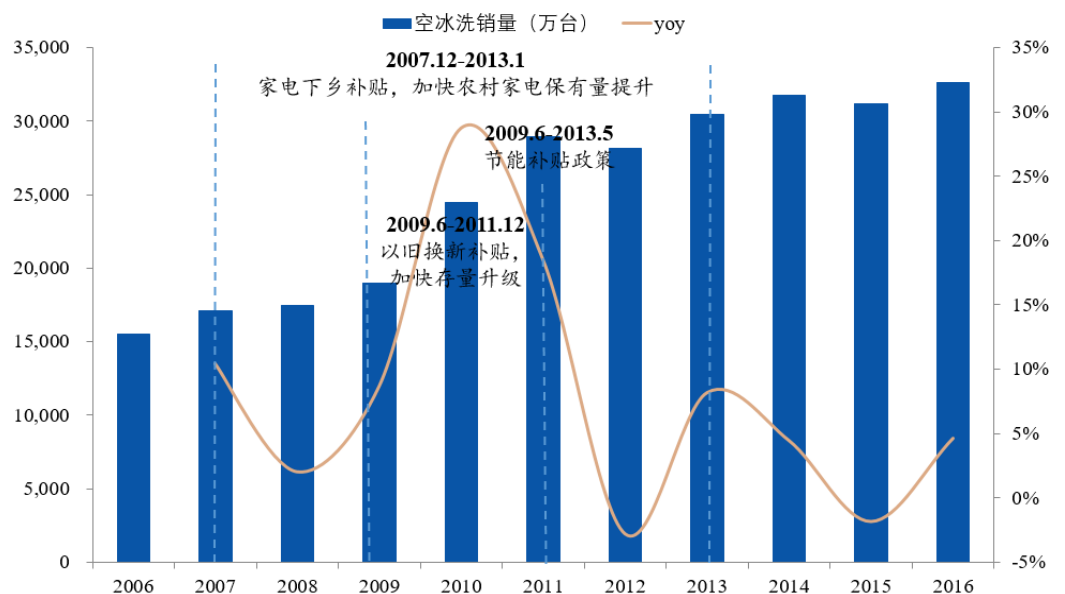


资料来源：同花顺 iFind，财信证券

从政策具体细则来说，**家电下乡政策**从2007年12月在部分省会开始试点，2008年12月正式实施，至2013年1月结束。最初补贴产品为冰箱、彩电、手机和洗衣机，后增加了空调、电脑等品类。政策面向非城镇户口居民，按产品售价13%给予补贴，最高补贴上限各有不同。**以旧换新补贴政策**自2009年6月起，经历了部分城市试点到全国推广的过程，至2011年结束。消费者购买新家电时，可将旧家电交给中标回收企业，再凭回收凭证到中标销售企业购买新家电，享受销售价格10%的补贴，中央财政承担80%，地方财政承担20%。**节能惠民补贴政策**始于2009年6月，于2013年5月结束，主要针对节能产品，补贴标准根据产品能效等级而定，比如补贴重点为2级及以上能效标准的空调产品，给予300-850元不等的补贴，补贴资金主要由中央财政承担，该政策旨在推动节能产品的推广和消费，促进节能减排。

三大政策推出和执行时间有所重叠，带动当时空冰洗的总销量迅速增长，从2008年的17463万台增长至2013年的30438万台，年均复合增长率高达11.75%，促进了当时的经济增长，同时提高了居民生活质量和推动家电产业升级。

图 15：受 2008-2013 年的家电补贴政策刺激，空冰洗销量快速提升



资料来源：同花顺 iFind, 财信证券

本轮家电补贴政策正式起始于今年8月，由商务部等四部门办公厅发布了《关于进一步做好家电以旧换新工作的通知》，其中再次明确了补贴品种和补贴标准。对个人消费者购买2级及以上能效或水效标准的冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机8类家电产品给予以旧换新补贴。此轮家电以旧换新政策相比2008-2013年的家电补贴政策，整体刺激力度和规模更大，具体有以下不同：

1) 本轮家电以旧换新覆盖更多家电品类范围。除了中央规定的固定的8大类补贴产

品之外，各地方在此基础上增加了厨房、个护、清洁小家电和 3C 等多个品类。

2) 本轮补贴力度更大, 政策重点倾斜在高效产品。此轮家电补贴标准为产品销售价格的 15%，对购买 1 级及以上能效或水效标准的产品，额外再给予产品销售价格 5% 的补贴，单件产品补贴上限为 2000 元。对比 2008 年的家电下乡补贴政策最大力度为按产品销售价格给予 13% 的补贴。

3) 本轮补贴对企业参与的实际门槛要求更高。本轮补贴政策明确规定了对 2 级及以上能效或水效标准的家电产品给予以旧换新补贴，购买 1 级及以上能效或水效的产品，还可额外再给予 5% 补贴。从政策推动家电行业的高质量发展和结构优化的导向来看，更倾向于支持具有一定规模和实力的企业，促进企业在产品研发和技术创新方面加大投入，提高产品的能效水平和性能质量，以满足政策要求和消费者对节能环保产品的需求，并且提升整个行业的集中度和竞争力，加速促进产业的升级和可持续发展。

4) 本轮中央出资力度更大。本轮家电补贴支持资金按照总体 9:1 的原则实行央地共担，上一轮的补贴资金，中央和地方分别承担 8:2。根据商务部和财政部预测，2008 年家电下乡补贴资金达到 104 亿元；而本次家电以旧换新政策活动中，从 8 月开始执行补贴政策以来，截至 11 月 11 日，已享受 281 亿元中央补贴。

表 2：本轮家电以旧换新政策与首轮补贴政策对比

	家电下乡	首轮以旧换新	节能惠民补贴	本轮以旧换新
补贴品类	首年包括彩电、冰箱、洗衣机、手机 4 大类，2009 年增加摩托车、电脑、热水器（含太阳能、燃气、电力类）和空调 4 类	主要包括空调、冰箱、洗衣机、彩电、电脑 5 大类	能效等级达到 1 级或 2 级的空调、冰箱、洗衣机、平板电视、热水器、电机等 10 类产品	冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、灶具、吸油烟机 8 类大家电+N 类其他家电品类
补贴力度	按家电销售价格的 13% 给予补贴	按家电销售价格的 10% 给予补贴，补贴上限为：电视机 400 元/台，冰箱（冰柜）300 元/台，洗衣机 250 元/台，空调 350 元/台，电脑 400 元/台	2009 年对 2 级及以上能效标准定频空调产品给予 300 元至 850 元能效补贴	15%-20%，单件补贴不超过 2000 元。
补贴金额	2008 年补贴资金预计为 104 亿元			今年 8 月-11 月 11 日，已使用 281 亿元中央补贴

资料来源：中国政府网，央视网，国家发展和改革委员会官网，奥维云网，财信证券

2.2 家电补贴政策的必要性

2.2.1 家电当前保有量和更新需求巨大

我国当前家电的保有量巨大。从渗透率角度来说，经历了 2007-2013 年我国家电保有量快速提升的阶段后，2023 年我国空调/冰箱/洗衣机/彩电的每百户保有量已经分别达到 172/102/98/107 台，农村的空调/冰箱/洗衣机/彩电的每百户保有量分别为 106/106/98/109 台，保有量相当之大。

根据 iFind 的人口统计调查数据，2023 年年底，我国城镇人口为 9.33 亿人，农村人口为 4.77 亿人，我们粗略按照每户 3 人来计算，对应全国的城镇/农村户数分别为 3.11/1.59 万户，然后再分别乘以当前主要大家电的城镇/农村每户保有量，得出空调/冰箱/洗衣机/彩电的全国保有量分别为 7.03/4.86/4.61/5.06 亿台，这四类大家电的全国保有量总共为 21.56 亿台。

表 3：当前我国大家电保有量规模巨大

		2023 年每户保有量 (台)	当前保有量 (万台)	全国保有量 (万台)
空调	城镇	1.72	53492	70346
	农村	1.06	16854	
冰箱	城镇	1.02	31722	48576
	农村	1.06	16854	
洗衣机	城镇	0.98	30478	46060
	农村	0.98	15582	
彩电	城镇	1.07	33277	50608
	农村	1.09	17331	
总计				215590

资料来源：同花顺 iFind,，财信证券

家电的潜在更新需求量大，补贴政策能够加速释放家电产品的更新需求。大家电的更新周期一般在 8-12 年，使用时间久了会出现制冷效果减弱、能耗增加、噪音增大等问题，并且存在着安全隐患。我们根据上表中测算的大家电当前保有量，假设产品更新周期为 10 年，并且以旧换新政策将拉动 10% 的潜在家电年更新需求，可以计算出本次以旧换新政策将拉动空冰洗和彩电的总需求量为 2156 万台，该部分换新需求占各自内销的比例为 7%-13%。

表 4：我国家电年度更新需求量较大，更新需求占比较高

	测算保有量(万台)	2023 年内销量(万台)	更新周期(年)	潜在更新需求的10%(万台)	换新需求占23年内销比例
空调	70346	9960	10	703.46	7.06%
冰箱	48576	5949	10	485.76	8.17%
洗衣机	46060	4200	10	460.60	10.97%
彩电	50608	3880	10	506.08	13.04%
合计	215590			2155.90	

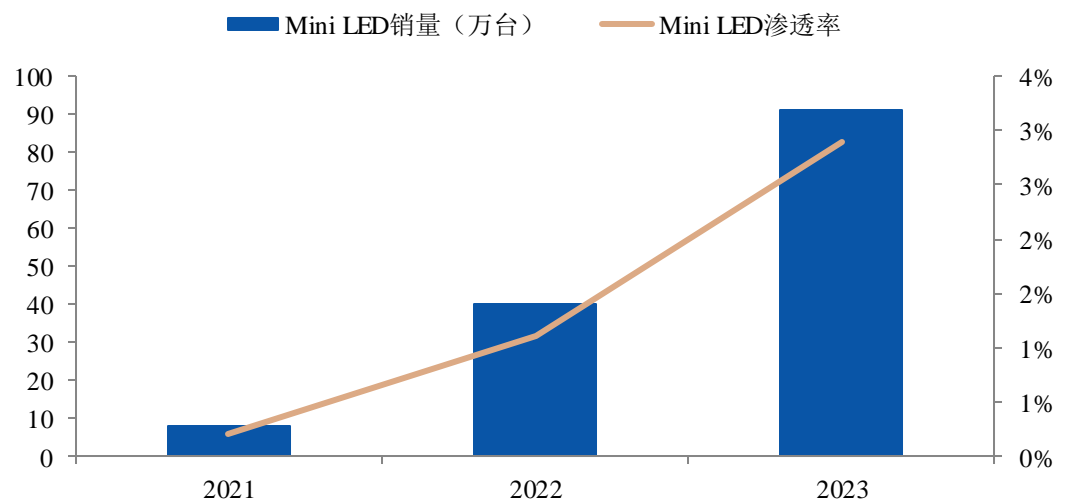
资料来源：同花顺 iFind，财信证券

2.2.2 供给端，家电产品技术进步和功能创新

家电供给端，技术创新和产品功能不断迭代升级，推动行业快速发展。技术方面，例如彩电的液晶显示技术，一些新型显示技术如 OLED、QLED、Mini LED 等逐渐走向市场。OLED 电视具有自发光、对比度高、色域广、响应速度快等优点，能够呈现出更加鲜艳、逼真的色彩和深邃的黑色；QLED 电视则在量子点材料的应用上取得突破，提高了色彩表现和亮度；Mini LED 显示技术的综合优势较高，在中高端显示市场中得到广泛应用，如高端电视、显示器、笔记本电脑等，随着技术的不断升级和成本的降低，Mini LED 有望逐渐普及，成为主流的显示技术之一。

在产品功能方面，随着人工智能技术的发展，AI 在家电领域的应用不断深化，带动智能单品向全屋智能生态的转变，实现家电设备之间的互联互通和协同工作。如海尔的三翼鸟、小米的米家等品牌，通过一个中控设备或手机应用，用户可以集中控制家中的各类智能家电，实现场景化的智能联动。例如，回家模式下，智能门锁识别开门后，自动打开灯光、空调、窗帘等设备；睡眠模式下，一键关闭所有不必要的电器，并启动安防监控设备。部分解决了用户痛点，且集合了多种智能化功能的产品，如扫地机器人、智能家用投影仪和家用智能摄像头等产品，收到全球用户的认可，从国内市场普及至海外市场。

图 16：我国当前 Mini LED 销量和渗透率较低，仍有待提升



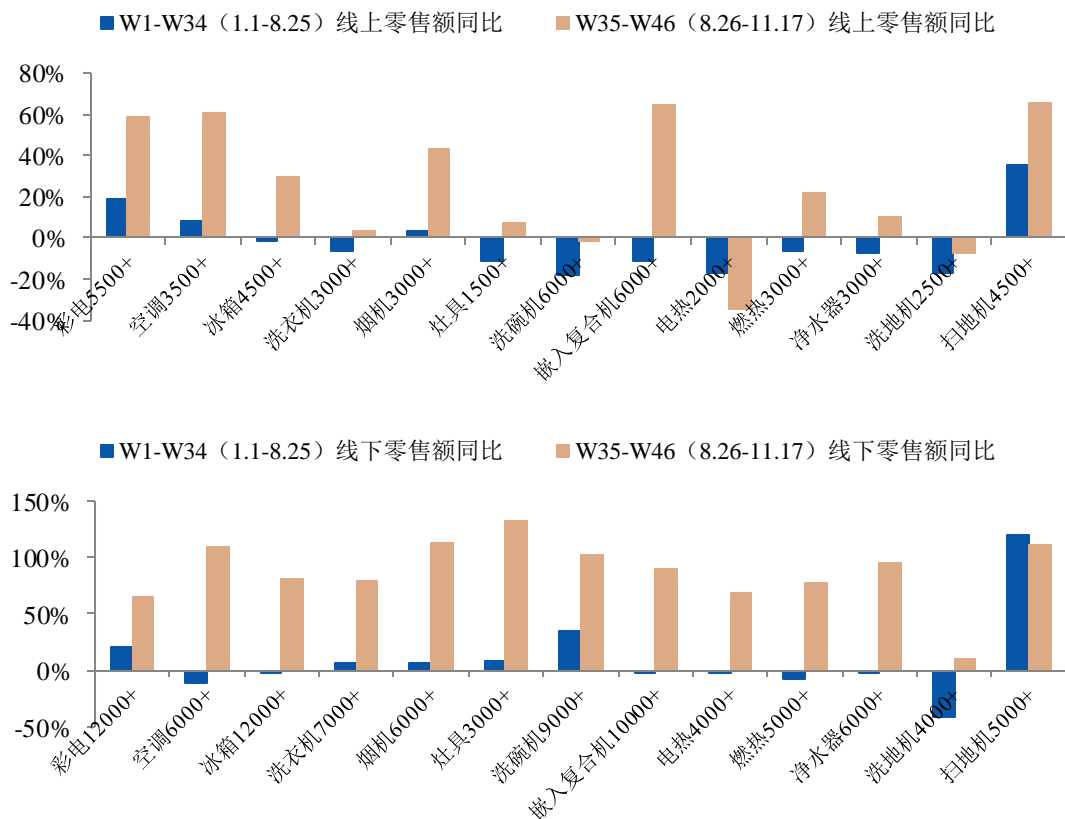
资料来源：奥维云网，财信证券

2.2.3 需求端，消费者对品质要求提高，产品结构升级

家电作为耐用消费品，用户对其品质要求较高，高端需求有待刺激和释放，行业存在结构升级空间。从高端家电的发展历程来看，2010年之前，家电尚未完成全国的普及，家电行业供给端同质化程度较高，只需要满足用户的基础功能需求即可。随着消费者物质生活逐渐丰富，用户开始追求消费能力范围内的品质要求，对高端家电的需求也逐渐提升。

由于家电以旧换新政策主要对二级能效及以上的家电产品给予补贴，消费者高端家电消费意愿增强，带动了家电的中高端市场增长，根据奥维云网数据，国补政策执行后，家电品类在线上 and 线下高端市场的零售额同比均有大幅增长，尤其线下渠道的高端家电市场反应热烈，销售额迅速增长。

图 17：国补执行前后，线上和线下渠道的家电零售额同比增速



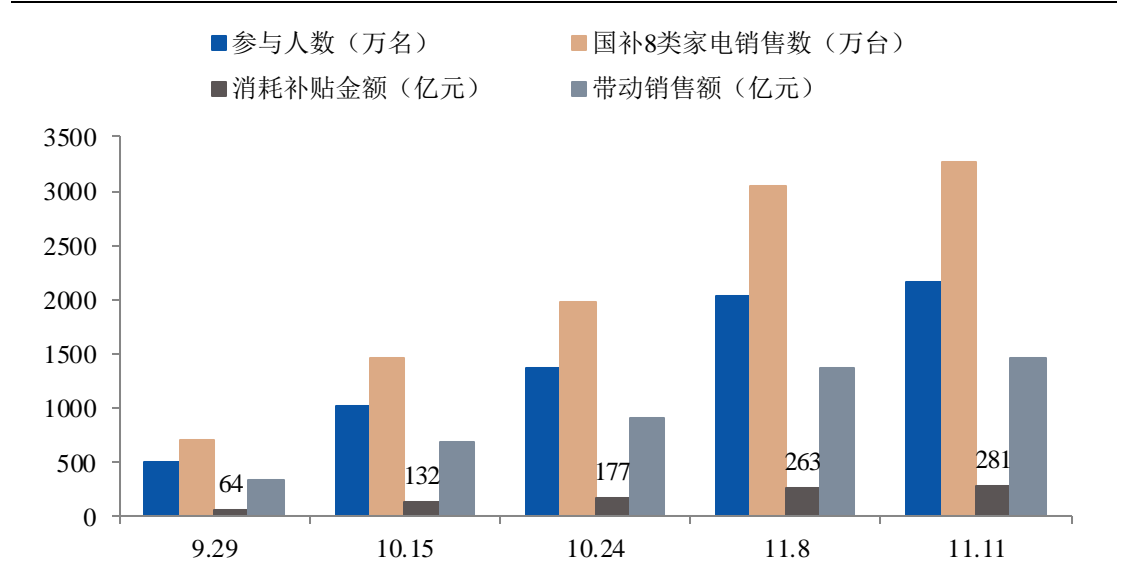
资料来源：奥维云网，财信证券（注：W35后全国各地陆续参与执行国补政策）

国补政策叠加 Q4 的消费大促，带动国内家电大盘恢复。从国补政策执行进度来看，由于国补政策从 8 月开始陆续在全国各地执行，叠加 Q3 相对为全年消费淡季，截至 9 月 29 日，国补参与人数为 511 万名，Q4 期间国庆十一黄金周叠加全年消费大促双重刺激，参与人数在 10 月 15 日增加至 1013 万名，到 11 月 11 日翻倍达到 2161 万名，共购买 8

大类家电产品 3272 万台。

家电国补平均补贴比例为 19%，产品结构升级趋势明显。2024 年以旧换新政策带动家电行业量价齐升，截至 11 月 11 日，国补资金已使用 281 亿元，带动相应家电销售额为 1470 亿元，对应平均补贴比例为 19%。由于在本轮国补中，对一级能效产品补贴 20%，二级能效补贴 15%，因此本轮销售的家电产品中以一级能效产品为主，整体的产品结构升级趋势较为明显。

图 18：家电国补资金消耗情况和带动销售金额



资料来源：奥维云网，财信证券

消费市场反响超预期，部分地市首批补贴金额提前用完，家电国补活动预计延续至明年。2024 年 11 月初，财政部部长蓝佛安公开表示要实施更加给力的财政政策，加大对大规模设备更新的支持力度，扩大消费品以旧换新品种与规模。基于此，基本确定了对明年相关补贴政策的预期，后续家电行业有望在政策推动下迎来更多机会，进一步促进消费市场的活跃与升级，我们认为明年家电内销将实现良好修复和增长。

3 本轮国补政策下的行业趋势和机会

3.1 激活潜在需求，线下渠道和新兴品类迎来新机遇

首先根据两个时间节点，商务部等四部门办公厅发布《关于进一步做好家电以旧换新工作的通知》的 8 月 24 日，以及今年双十一大促开始的时间 10 月 15 日，我们将时间段按照周度分别划分为：

- 1) W1-W34 (1.1-8.25)，即国补政策推行展开之前，基本不受国补政策影响的阶段；

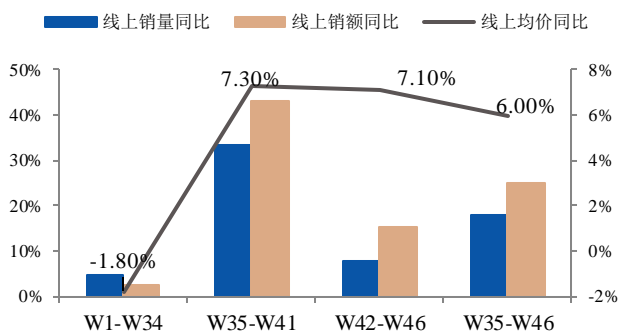
2) W35-W41 (8.26-10.13), 即未受大促刺激影响下的国补政策推行阶段;

3) W42-W46 (10.14-11.17), 即国补叠加双十一大促的阶段;

4) W35-W46 (8.26-11.17), 即国补政策全国实行以来, 直到 11 月 17 日的家电销售情况。

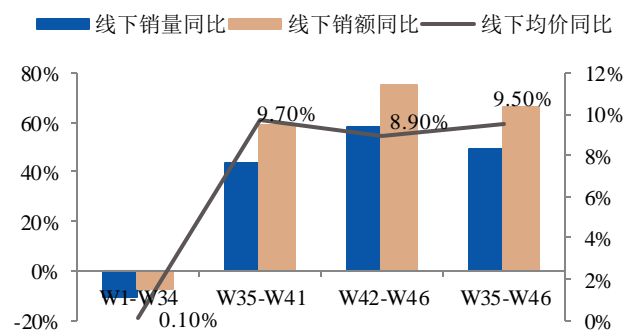
渠道方面, 线下渠道销售表现优于线上, 且线下销售情况呈周度环比走高。W35-W46 期间, 线上家电销量同比+18.0%, 销额同比+25.2%; 线下家电销量同比+49.5%, 销额同比+65.9%, 国补政策对线下渠道的刺激拉动作用更强。另外, 线下的周度销售情况环比走高, 线下渠道的消费需求持续激发情况更好, 线下的整体表现更加稳健。

图 19: 线上渠道分时间段的家电规模和均价同比增速



资料来源: 奥维云网, 财信证券

图 20: 线下渠道分时间段的家电规模和均价同比增速

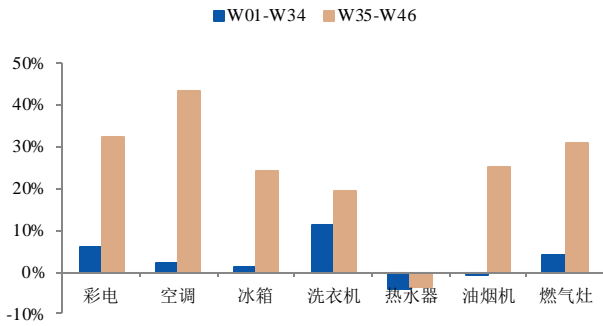


资料来源: 奥维云网, 财信证券

8大规定补贴家电品类里面, 空调、吸油烟机和燃气灶的增速表现领先, 厨电支持力度加大, 销售情况得到明显改善。本轮国补明确要求对冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机 8 类家电产品给予以旧换新补贴, 并强调了对旧房装修、厨卫等局部改造、居家适老化改造所用物品和材料购置的支持, 促进智能家居消费。烟灶两个品类相比之前的国补政策下, 优惠补贴力度加大, 终端销售层面上也取得了一定成效, 较好地改善了在我国地产景气度下滑的局面下, 厨电表现较弱的情况。

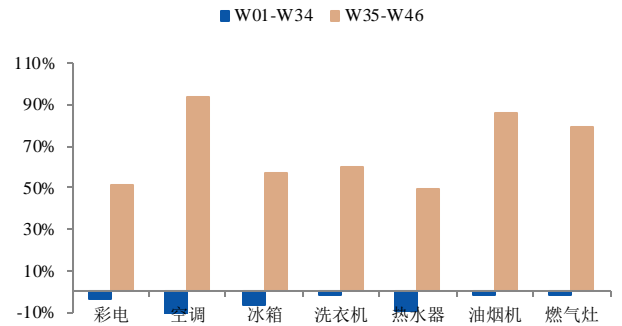
全国执行国补政策以来, 强制要求参与补贴的 7 类大家电的线下渠道零售表现都大幅改善, 整体上表现最佳的为空调、灶具和吸油烟机。W35-W46 的空调线上和线下渠道零售额增速分别为 43.5%和 93.5%, 吸油烟机的线上和线下渠道零售额同比增速分别为 25.0%和 86.2%, 家用灶具的线上和线下渠道零售额同比增速分别为 30.7%和 79.8%。

图 21：分品类按周度家电线上渠道零售额同比增速



资料来源：奥维云网，财信证券

图 22：分品类按周度家电线下渠道零售额同比增速

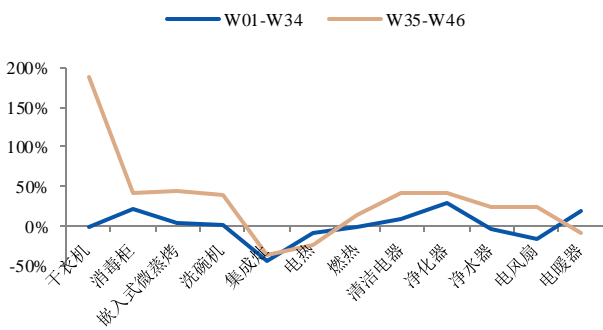


资料来源：奥维云网，财信证券

各地方增加的“N”类可选家电中，劳动替代型家电更受青睐，释放更多潜在消费力。为更好地刺激家电消费，各地方结合当地实际，在中央要求的8类大家电基础上，大幅扩展了补贴范围，涵盖了更多大家电种类和长尾小家电品类，刺激消费者对家电以旧换新、家装改造、购新产品的需求。

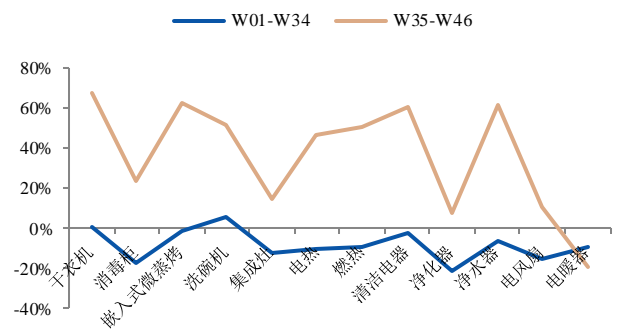
从这补贴的“N”类可选家电来看，干衣机/洗碗机/微蒸烤/清洁电器表现相对更好，线上零售额同比增速分别为 189.1%/40.4%/45.3%/40.5%，线下零售额同比增速分别为 66.9%/51.4%/62.2%/60.0%，这些品类的共同特征为能够实现部分人工替代，能够侧面反映消费者在可选家电里，对这类能够实现人工替代的家电品种消费意愿更强，在叠加国补的大幅优惠下，需求得到明显提振，家电产品结构也得到升级改善。

图 23：分品类其他补贴家电的线上渠道零售额同比增速



资料来源：奥维云网，财信证券

图 24：分品类其他补贴家电的线下渠道零售额同比增速

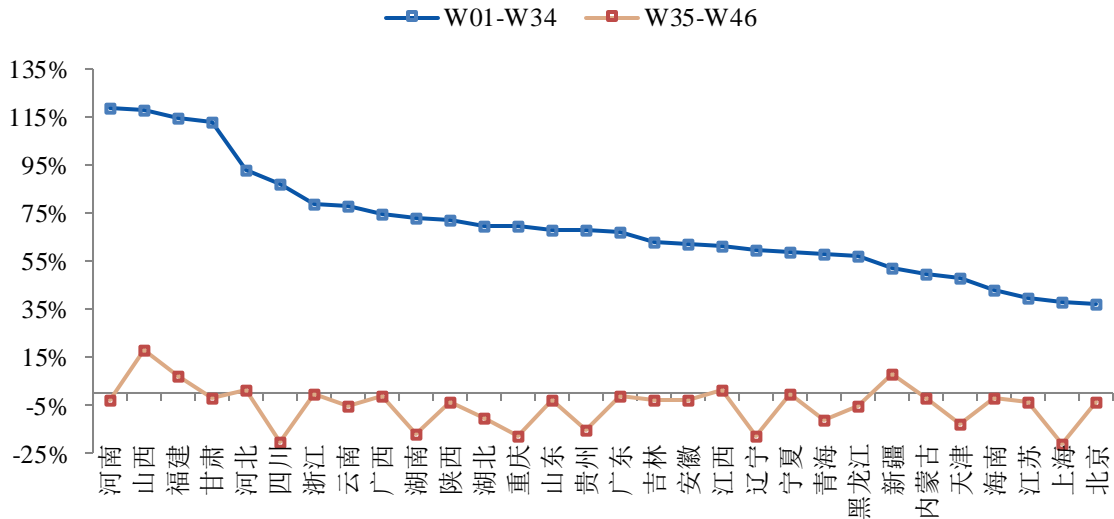


资料来源：奥维云网，财信证券

分区域来看，国补期间，内陆地区的家电消费潜力得到进一步释放，增速快于沿海地区。通过对下图的分析，对比国补前后各省份家电零售额同比增速的变化情况，能够发现内陆省份的消费潜力相对得到了更充分的释放，我们认为原因主要来自两方面，一是以往内陆地区的家电保有量相对沿海地区可能较低，随着生活水平提高和消费观念转变，在有补贴政策刺激时，内陆地区消费者更倾向于购买新的家电产品来提升生活品质，从而释放出较大的消费潜力；二是沿海地区家电普及较早，许多家庭的家电可能已经在

期完成了一轮更新换代。而内陆地区部分家庭的家电可能已到需要更换的周期，在补贴政策推动下，更有动力进行家电更新。

图 25：各地方 7 大家电品类的线下渠道零售额同比增速



资料来源：奥维云网，财信证券（注：7 大家电包括国补政策规定的冰箱、洗衣机、电视、空调、热水器、家用灶具、吸油烟机）

3.2 家电行业投资建议

受益于国补政策，上半年以来的家电内销乏力情况得到大幅改善，企业经营压力也有效缓解，展望至明年，关于市场较为担忧的家电补贴力度是否会延续，以及更新需求是否集中提前释放等问题，也将导致公司业绩存在一定波动性。回顾 2008-2013 年期间，由于三大家电国补政策的叠加，空冰洗在 2008-2011 年之间，每年销量都有所增长，2012 年由于需求的提前透支，当年的空冰洗销量同比-2.82%，形成了 815 万台的销量缺口，经过一年的消化和政策持续刺激，2013 年在低基数效应下重回正增长。

我们认为相比上一轮 08-13 年期间，家电行业渗透率仍处于上升通道，而当前家电保有量见顶，更新需求主导的市场局面下，则更需要关注家电行业结构性的机会，如何提升渗透率、打破行业内卷、持续不断创新等，成为行业可持续健康良性发展的关键所在，成熟型家电仍存在着大量更新换代和结构升级的机会，新兴家电也可以通过识别消费者痛点和产品创新抢占消费者心智，赢得先机。

当前家电外销景气有望延续，内销在今年上半年家电内销的低基数效应下，家电更新需求叠加国补政策的持续刺激，存在较大改善空间，我们维持行业的“同步大市”评级，主线逻辑为寻找业绩稳健，内外销成长确定性均较高的标的，建议关注海尔智家、萤石网络、苏泊尔和石头科技。

4 风险提示

政策力度不及预期，
原材料价格波动风险，
汇率波动风险，
市场竞争加剧。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438