

以旧换新政策 持续撬动电商平台GMV增长

行业研究 · 海外市场专题

互联网 · 互联网 II

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张伦可

0755-81982651

zhanglunke@guosen.com.cn

S0980521120004

联系人：王颖婕

0755-81983057

wangyingjie1@guosen.com.cn

国补政策实施效果和持续性

- **实施效果：**1) 中央1500亿元“真金白银”补贴消费者，实施细节各省市自由度高；2) 国补短期刺激效应显著，9-11月家电零售同比增速明显拉升。
- **政策持续性及销售拉动情况：**1) 预计政策将持续扩围，不断提高补贴支持力度，11月8日财政部部长表示2025年将“扩大消费品以旧换新的品种和规模”，预计2025年以旧换新品类和支持将进一步扩充，未来家电等补贴品类增速有望保持较快增速；2) 我们测算得24/25年以旧换新有望撬动家电品类846/1482亿增量，撬动品类yoy+9%/15%，预计家纺纳入国补后25年撬动296亿增量，撬动品类yoy+12%。

电商平台国补参与情况及增量预测

- **家电线上大盘概况：**据奥维云网，2023年家电销售规模8498亿，yoy+3.6%，线上化率约50%，其中京东、淘天、拼抖快合计约占线上渠道销售60%；分平台看，家电品类中京东平台占44%市占率最大，用户心智最强。其次淘天占32%，拼多多占比17%，抖音在家电品类用户心智较弱。
- **电商平台国补参与情况：**1) 自营平台参与国补优势明显，京东自营占比过半领先其他平台，平台电商与政府合作链条长流程复杂，淘天多多平台模式为主，合作进程缓慢；3) 目前拼多多、抖音电商国补参与SKU较少，综合考虑国补以及平台补贴等情况，家电品类下拼多多售价更低。
- **未来预测：**1) 我们预计2025年国补政策撬动家电线上GMV 786亿元，yoy+15%；2) 预计2025年京东/淘天/拼多多家电GMV分别为1624/1173/632亿，家电品类yoy分别为18%/13%/18%，家电品类对平台整体GMV增量贡献为1.1%/0.2%/0.3%。

投资建议：推荐家电占比高、以旧换新覆盖地区最多的**京东集团**，与品牌合作密切、快速跟进地方政策进展的**阿里巴巴**。

风险提示：政策推行不达预期风险、消费者需求不及预期风险、竞争加剧风险、政府监管风险等。

- [01] 以旧换新国补显著拉动相关品类销售增长
- [02] 电商平台参与国补模式及现状
- [03] 预计24/25年国补带动线上平台家电yoy+8%/15%
- [04] 投资建议

国补政策：2024年7月政策推行，显著拉动耐用品消费

- 2024年国补政策自7月陆续启动至12月底结束，覆盖家电、汽车、电动自行车、家装家居及消费电子产品等。中央安排1500亿元超长期特别国债“真金白银”补贴消费者，耐用消费品补贴带动效应强，旨在扩大内需提振经济。
- 对比过往2024年国补品类更多、补贴比例更高、门槛更低。2022年以旧换新缺乏中央资金支持未能显著促进家电零售增长，2024年中央提供远超以往的资金支持，力度更大。
- 以往以旧换新正常在消费疲软背景下推行，退出后增速小幅回落。如2009年政策启动后短期内大幅拉动零售增速至50%，高增长维持近两年，但退出后明显回落。

图：2024年以旧换新政策推出节奏

时间	行动
2月23日	中财委第四次会议提出要推动新一轮消费品以旧换新
3月	国务院印发《行动方案》 14部门联合发布《推动消费品以旧换新行动方案》
7月24日	国家发改委和财政部联合印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，明确直接向全国各地安排1500亿元超长期特别国债资金。
8-9月	地方各省市陆续出台实施细则，扩充补贴品类
9月23日	国家发展改革委专题发布会说明消费品以旧换新领域1500亿元国债资金已于8月初开始全部下达到地方。

资料来源：中国政府网，国信证券经济研究所整理

表：历次以旧换新政策对比

政策	持续期	补贴品类	补贴比例	补贴形式	补贴金额
家电下乡	2009.2 - 2013.1	9类家电	13%	仅农民，每类限购2台	年均247亿；央地8:2承担
绿色智能家电下乡	2022.7 - 2023	废旧家电回收、绿色智能家电	地方政府自主行动		
以旧换新	2024.7 - 2024.12	8+N类家电、汽车、电动自行车、家居、3C	15%-20%	个人，每类限购1台	1500亿；央地9:1承担

资料来源：中国政府网，国信证券经济研究所整理

图：历次以旧换新政策前后家电零售同比增速

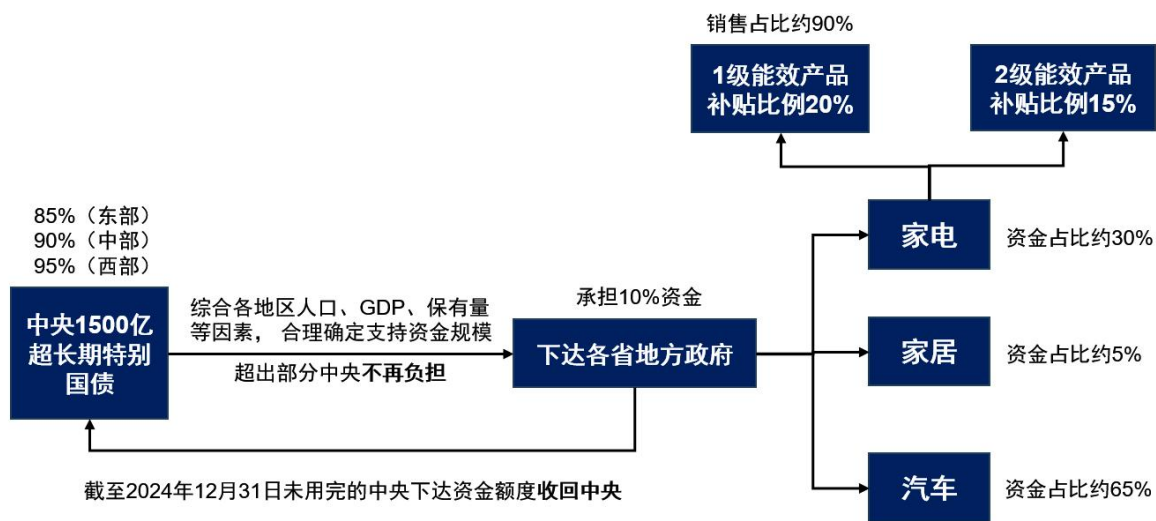


资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

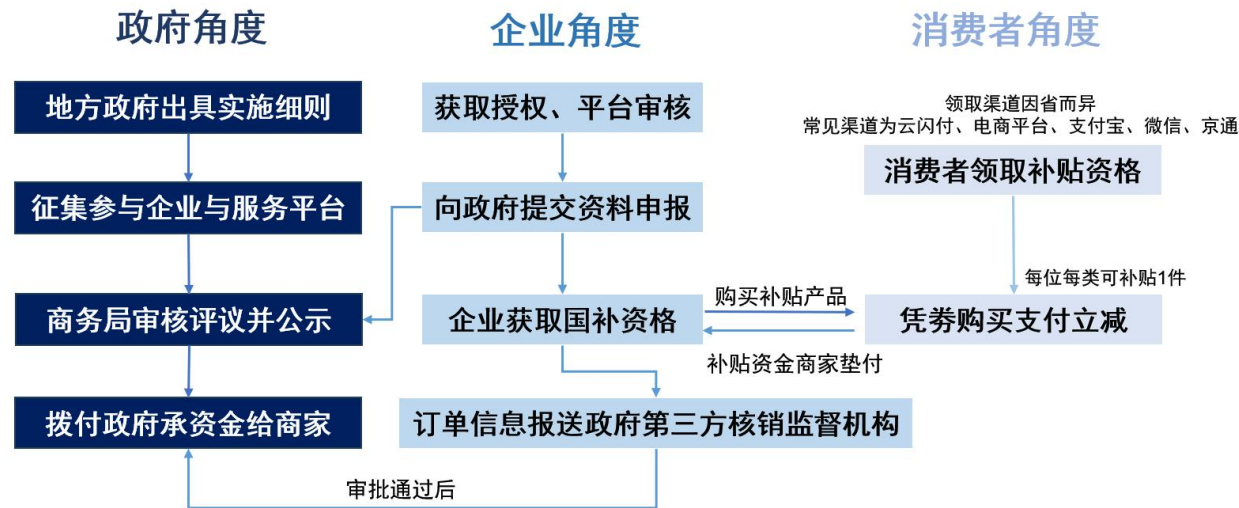
国补流程：央地政府、企业、消费者协同参与

- 补贴资金分配流程上，中央1500亿资金综合各地区人口、GDP、保有量等多重因素确定下达地方的资金规模，补贴金额由中央和地方政府9:1承担，东中西部地区承担比例有小幅差异。据多省披露补贴额度测算得家电家居类目占补贴资金约占整体35%，补贴主要流向一级能效产品。
- 国补流程需政府、企业和消费者三方协同参与。地方政府制定实施细则，由地方商务局征集并审核参与企业以及向企业拨付补贴资金。参与企业需向政府申报获取补贴资格并向消费者提供补贴产品。消费者在指定渠道领取补贴资格后购买产品即可支付立减，补贴资金多为企业垫付并报送给政府核销机构，审批后拨付资金。

图：以旧换新补贴资金分配流程



图：国补政策政府、企业、消费者所处环节和职能



资料来源：中国政府网，陕西省商务厅，四川省商务厅，海南省商务厅，国信证券经济研究所整理 注：家电等资金占比由陕西、四川、海南商务厅已披露数据计算得出

资料来源：中国政府网，商务部，国信证券经济研究所整理

国补实施细则：各省市自由度高，大多补贴仅限本地使用

- 品类覆盖家电和家居且呈高客单价特点，各省市可自主扩充品类，补贴比例集中在15%-20%。
- 参与商家需具备开具发票和“送新换旧”运营能力，当地存在较多家电家居与电商企业的地方政府开展时间早积极程度高。
- 消费者需到电商平台或京通（北京）、云闪付等指定平台申领资格，大多补贴限制IP或收货地址，部分补贴可全国使用。

图：部分省市以旧换新补贴实施细则与情况

地区	省份	时间	品类和补贴比例	商家参与资质及方式	消费者参与资质及方式	补贴金额规划
全国			中央8大品类为冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机； 购买2级及以上能效/水效补贴15%、1级及以上能效或水效补贴20%，每件补贴不超过2000元			
华北	北京	5.31-12.31	8大类家电，10类智能家居商品	14家自营类企业、5家平台类企业及入驻商户、5家生产商在京机构及经销商； 需在京注册且年主营业务收入销售额500万元以上的纳统企业	在京个人消费者京通小程序领取，支付立减	
华中	湖北	6.8-12.31	家电8类，厨卫51类补贴20%，家装23类补贴200-20000元	线上电商平台京东92家、苏宁、淘天223家、拼多多40家、快手2家等；线下企业超6000家	全国可用，个人消费者和 住宿经营团购企业（电视终端）	家电补贴资金约17亿，家装厨卫7亿
华东	上海	9.7-12.31	8+类家电，家装建材、适老化、家居、家纺、家用照明、康复辅具共93个品类补贴15%	线上电商平台苏宁易购、天猫、京东、拼多多、抖音、小红书、抖音、得物等；线下企业近1000家	限制IP和收货地，支付立减	统筹资金超过40亿
华南	广州	9.30-12.31	家电17类，家装家具20类、智能家居27类、适老化6类，手机补贴10%不超过1000元；平板、智能穿戴设备补贴15%	线上电商平台京东、淘天、唯品会、苏宁易购、抖音、快手、南粤分享汇；线下企业近2000家	全国可用 ，无领取平台限制，支付立减	统筹资金共43.7亿
西北	陕西	9.10-12.31	家电8类，智能家居4类，家具、卫浴，适老化7类，厨卫局部改造5类补贴20%	线上电商平台苏宁易购、京东、淘天、唯品会、美的智慧家会员店、海信爱家微信小程序等	限制收货地，领券立减	下达40亿元超长期特别国债资金
西南	四川	8.26-12.31	家电16类，智能家居9类，适老化6类，旧房装修、厨卫局部改造12类	线上电商平台京东、苏宁易购、唯品会、天猫；线下企业达6466家； 参与企业没有设置税收和进入门槛	限制IP，消费立减	11月25日四川家电补贴资金31亿元

资料来源：中国政府网，北京市商务局，湖北省商务厅，上海市商务委员会，广州市商务局，陕西省商务厅，四川省商务厅，国信证券经济研究所整理

国补效果：政策显著拉动零售增长，已撬动家电品类2000亿销售额



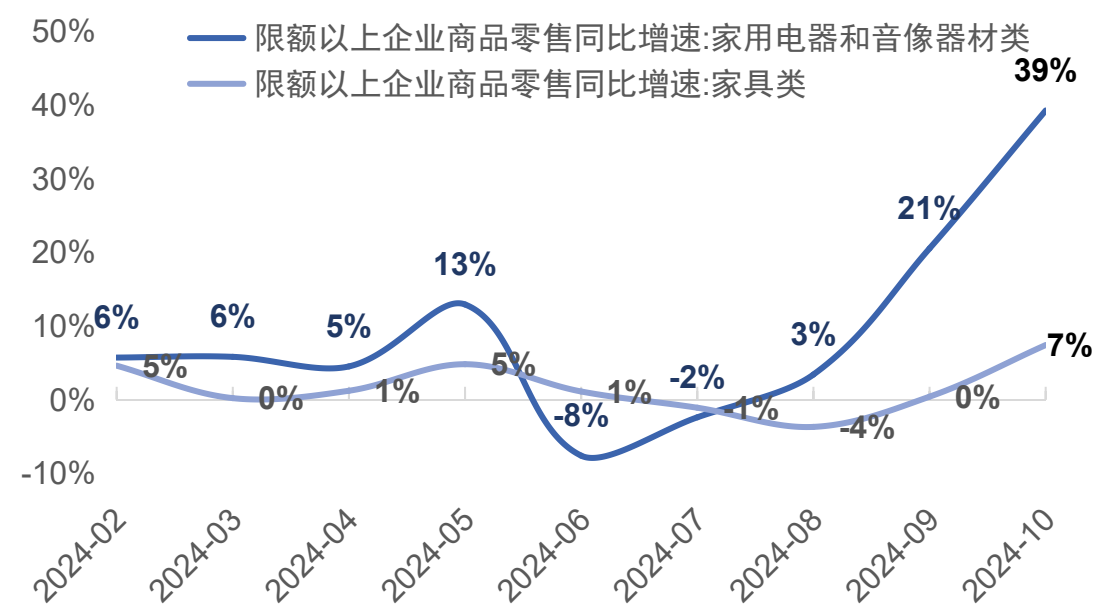
- 2024年8月底以来，国补已撬动家电品类2000亿销售额。截至12月6日，单个消费者使用国补政策购买的家电数量为1.5台，已产生较好连带效应，商务部表示将继续指导地方抢抓岁末年末消费旺季，充分释放家电以旧换新补贴杠杆效应。
- 以旧换新显著拉动家电零售额提升，9-10月家电家居增速同环比明显拉升。家电家具类目零售额6月yoy-7.6%，7月为-2.4%，国补政策落地后9月和10月大幅改善，10月家电同比增速高达39%，家具类目因其比家电类目政策落实时间慢增速仅略有增长。10月家电家具零售同比增速均达到2024年以来新峰值。

表：家电补贴使用情况和实施效果（万人、万件、亿元）

披露时间	参与人数	销售件数	撬动销售额	中央补贴使用率
9月25日	386	520	243	9%
10月16日	1,082.6	1,564	733.6	28%
11月8日	2,025.7	3,045.8	1,377.9	53%
12月6日	2,963.8	4,585	2,019.7	-

资料来源：中国政府网，国信证券经济研究所整理
 注：假设家电补贴共计500亿（占比30%）；补贴使用率=补贴金额/500亿
 请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：国补提振10月家电零售同比增长39%，增速创今年新高

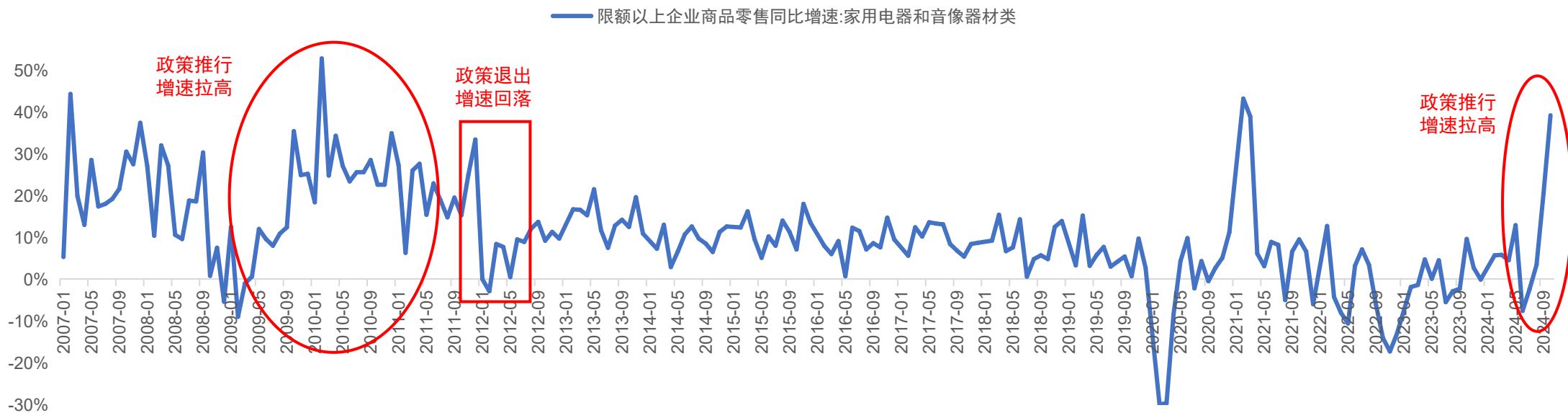


资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

国补持续性：预计政策将持续扩围，不断提高补贴支持力度

- 预计明年品类和范围将进一步扩充，仍以“住”“行”相关大件耐用品为主，叠加更多“吃”“穿”相关品类进一步刺激消费。11月8日财政部部长表示2025年将“扩大消费品以旧换新的品种和规模”。2025年1月3日国家发改委负责人表示要加力扩围“两新”政策，对个人消费者购买手机、平板、智能手表手环等3类数码产品给予补贴，加大家装消费品换新的支持力度。江苏、安徽、云南等地已增加了智能家居、家装家纺等补贴品类，我们预计消费品以旧换新政策未来有望延续，线上渠道、补贴对象与补贴力度将持续扩大。
- 短期刺激效应显著，预计未来稳定在两位数增长。对比2009年家电下乡国补政策，启动初期快速拉动增长，两年补贴期间仍保持较快增长。若本次国补持续时间延长，2025年初可能出现季节性增速回落，预计政策持续期内仍将保持较快增长。

图：历次以旧换新政策前后家电零售同比增速



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

国补效果：预计24/25年撬动家电增量846/1482亿，撬动增长9%/15%



- 预计2024年中央家电补贴金额500亿可撬动2600亿销售额，有效增量846亿。9月以来国家多次披露补贴资金使用情况，假设杠杆系数维持在5.2，测算得出2024年家电中央补贴金额约500亿，可拉动销售2600亿，撬动品类yoy+31%，预计实际yoy+9%；
- 预计2025年撬动家电销售额可达到4555亿，有效增量1482亿。1) 假设2024年补贴落地实行自8月10日开始，日均补贴金额3亿元；2) 假设2025年悲观/中性/乐观情景日均补贴金额为24年的60%/80%/100%，3) 假设杠杆系数维持不变，国补带来有效销售增量与2024年一样为33%，测算得2025年补贴分别为657/876/1095亿元，不同情景下2025年实际撬动销售额1112/1482/1853亿元，国补带动yoy+11%/15%/19%；

表：家电补贴资金累计使用情况和效果（万人、万件、亿元）

披露时间	参与消费者数	销售件数	累计中央补贴金额	日补贴金额	撬动销售额	杠杆系数	中央补贴使用率
9月25日	386	520	46.7	-	243	5.20	9%
10月16日	1,082.6	1,564	139.6	4.42	733.6	5.25	28%
11月8日	2,025	3,045	265	5.44	1,377.9	5.20	53%
12月6日	2,963	4,585	-	-	2,019.7		

资料来源：中国政府网，国信证券经济研究所整理 注：12月6日未披露补贴金额

图：2025年预计家电品类补贴金额和撬动销售额（亿元）

	2024	2025E (悲观)	2025E (中性)	2025E (乐观)
日均补贴金额	3	1.8	2.4	3
全年补贴金额	500	657	876	1095
杠杆系数	5.2			
国补撬动销售额	2600	3416	4555	5694
实际销售增量	846	1112	1482	1853
国补有效增量占比	33%	33%	33%	33%
实际增速	9%	11%	15%	19%

资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理及测算 注：假设24年12月家电品类增速为15%算得24年家电规模为9866亿元。

国补效果：预计25年撬动家纺增量296亿，撬动增长12%

- 结合国家统计局与欧睿数据，我们估算2023年国内家纺类销售额接近2500亿元，yoy-5-0%，主要场景为结婚、搬家以及日常更新，与房地产联系密切；
- 渠道看，家纺线上化率较高，据欧睿数据，估算2023年线上化率35%，预计纳入国补后将有效带动线上渠道购买。2023年水星家纺/富安娜/罗莱生活/梦洁股份四家上市公司的线上营收占比分别为57%/40%/30%/23%；
- 假设：1) 家纺与家电需求场景类似，假设国补撬动家纺杠杆系数与家电相同（均为5.2，有效增量占比33%），2) 由于家纺总规模小且货值低，假设家纺国补金额为家电20%共计100亿元（家纺规模为家电1/4），
- 测算得2025年悲观/中性/乐观预期下国补带来家纺增量222/296/371亿元，撬动增长9%/12%/15%。

表：鞋帽、针纺织类规上社会零售额及增速（亿元，%）



图：2025年预计家纺品类补贴金额和撬动销售额（亿元）

	2024	2025E (悲观)	2025E (基本)	2025E (乐观)
家纺补贴金额	-	131	175	219
预计杠杆系数		5.2		
国补有效增量占比	33%	33%	33%	33%
国补实际销售增量	-	222	296	371
总销售额	2500	2722	2796	2871
实际增速	-	9%	12%	15%

- [01] 以旧换新国补显著拉动相关品类销售增长
- [02] 电商平台参与国补模式及现状
- [03] 预计24/25年国补带动线上平台家电yoy+8%/15%
- [04] 投资建议

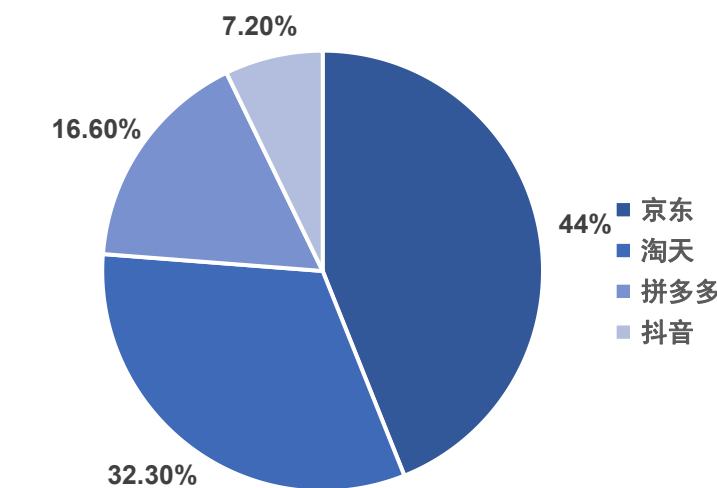
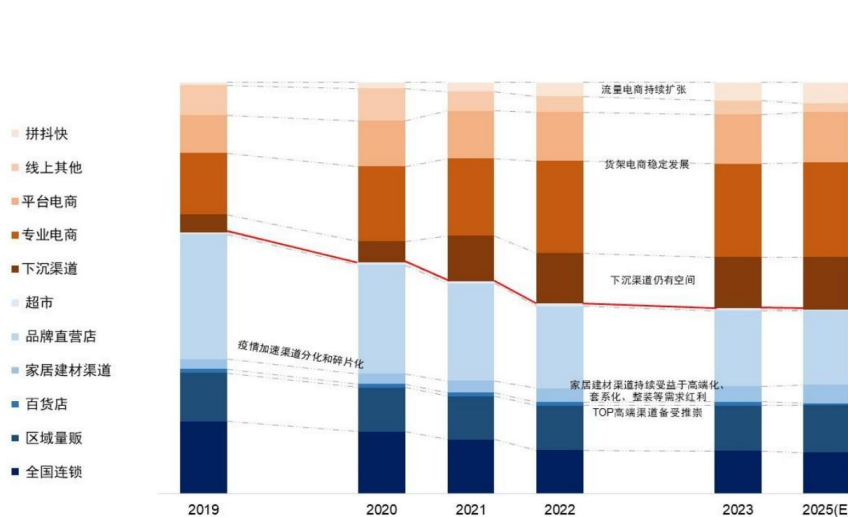
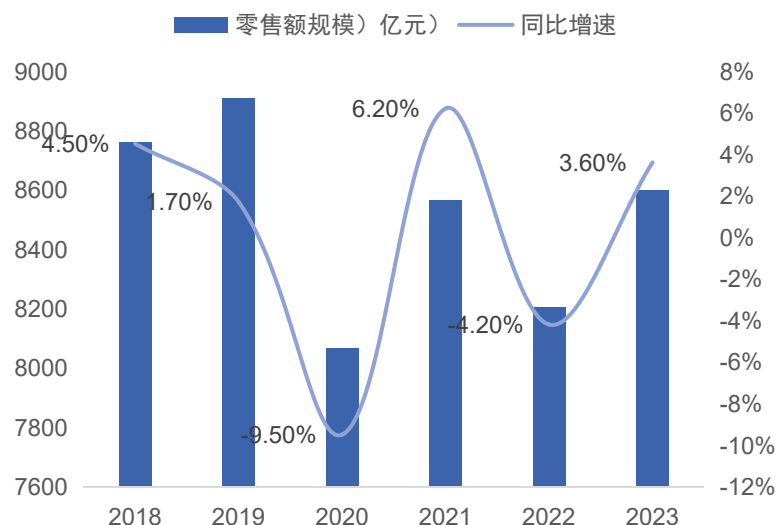
线上渠道：家电品类线上化率持续提升，京东市占率最高

- 目前各地区家居领域补贴资金分配额相对占比较少，电商平台补贴以家电品类为主，后文主要围绕家电品类展开：截至10月底,陕西家电/家装厨卫累计核销补贴3.16/0.62亿元；四川地区家电/家居品类补贴15亿/2.4亿。
- 据奥维云网，2023年家电销售规模8498亿，yoy+3.6%，线上化率约50%，其中京东、淘天、拼抖快合计约占线上渠道销售60%，线上电商平台逐渐成为重要销售渠道。
- 分平台看，家电品类中京东平台市占率44%最高，用户心智最强。其次淘天占32%，拼多多占比17%，抖音在家电品类心智较弱。

图：中国家电零售额规模及增长情况（亿元，%）

图：2019-2025家电分渠道零售结构变化趋势

图：2024年双11电商平台家电销售额占比



资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

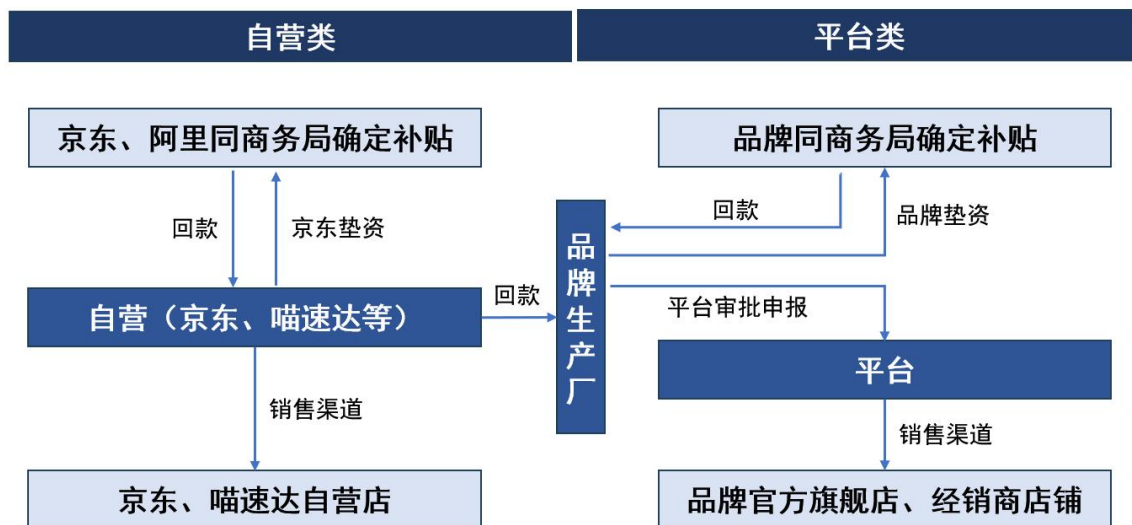
资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

资料来源：复旦消费大数据实验室，国信证券经济研究所整理

电商平台合作模式：国补参与多为自营模式，平台电商与政府合作链条长 流程复杂

- 电商平台分为自营和平台模式，自营平台参与国补中间环节少且各地有分公司，便于与政府洽谈补贴。如京东自营可通过各地分公司与政府商务厅商谈国补合作确定补贴，与品牌商合作较通畅，获取品牌商授权较为容易，且平台协助推广较快。通过电商平台上的自营店铺销售补贴商品，补贴金额由京东垫资后政府回款。自营模式优势在于本地不具有大型家电企业的政府可借助当地自营平台补贴本地企业、实现拉动本地经济的目标。
- 平台电商仅可审核并申报平台入驻的第三方商家，无法直接与政府洽谈合作开展国补。具体补贴由各品牌与品牌所在地政府商务厅协商确定。平台通过官方品牌旗舰店和经销店铺销售商品，经销商需向品牌方获取国补授权，补贴金额由商家垫资，后期由政府拨付款项。

图：自营与平台类合作模式流程图



资料来源：各地商务局，国信证券经济研究所整理

图：自营与平台类合作模式特点及合作政府模式

平台	举例	与政府合作	与品牌商合作
自营模式	京东自营、阿里喵速达	地区分公司与各地方政府商谈确定补贴	品牌商直接合作，获取授权容易，平台推广快
平台模式	淘天、京东POP、拼多多、抖音	补贴由各品牌与品牌所在地政府协商	平台审核并申报第三方商家信息

资料来源：各地商务局，国信证券经济研究所整理

电商国补参与情况：京东自营占比大优势明显，淘天多多主要为平台合作参与度较低

- 参与情况看，京东覆盖地区最全，开始时间最早；淘天覆盖地区和开始时间紧跟京东，有自营但业务占比较小；拼多多、抖音参与程度较低，上线时间晚且覆盖省市少。
- 京东家电自营GMV占比超50%优势明显，完善的自营体系和强大供应链能力便于与政府合作，且京东在家电领域拥有庞大用户基础，取旧、换新服务完善；淘天自营业务占比小，主要有喵速达等；拼多多、抖音电商均为平台模式，合作政府获取补贴较难，且拼多多窜货破价品较多，与品牌商直接合作少、合作阻碍大。

图：各电商平台参与国补情况（截止2024.12.13）

平台	开始时间	覆盖地区	覆盖商家类型
京东	8.26	14个省、11个市（6省）、4个自治区、4个直辖市	自营、第三方商家
淘天	8.31	15个省、14个市（3省）、2个自治区、3个直辖市	自营、第三方商家（天猫优品自营、喵速达官方自营）
拼多多	10.22	4个省、2个市（1省）、1个直辖市	第三方商家
抖音	10.10	17个市（6省）、2个直辖市	第三方商家

资料来源：京东APP，淘宝APP，拼多多APP，抖音APP，国信证券经济研究所整理

图：各电商平台参与国补优劣势

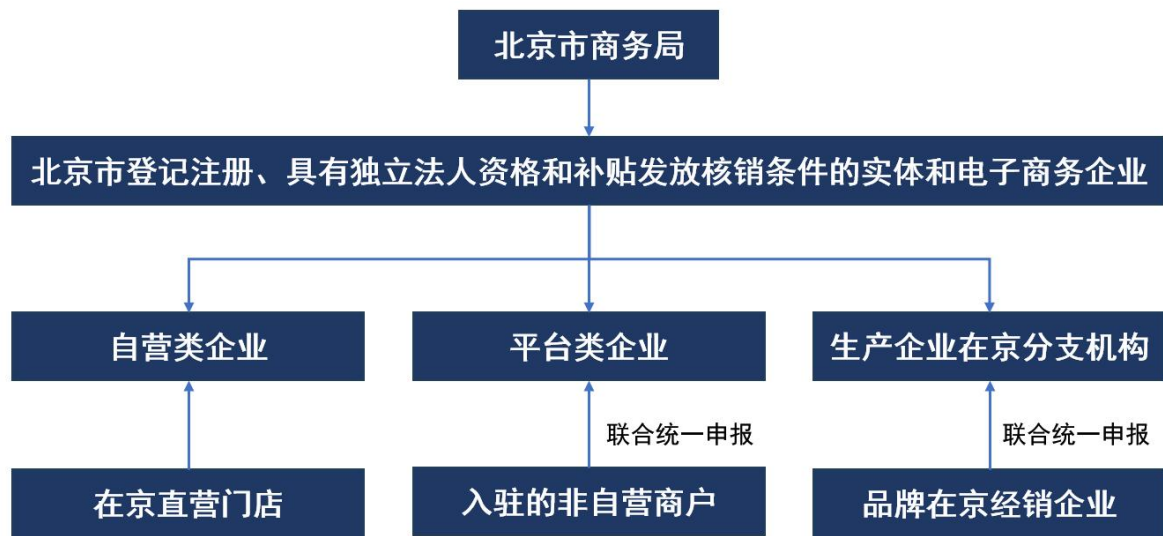
平台	优势	劣势
京东	自营体系完善；与政府对接合作较紧密；拥有强大家电用户份额；具备供应链能力和履行基础设施	对商家审核较严格；价格管控严格
淘天	商家审核较宽松	自营业务占比较小
拼多多	价格管控较宽松	无自营业务较难获取地方政府资金；因平台特性与品牌商家合作不佳
抖音	推广能力强	无自营业务较难获取地方政府资金

资料来源：京东APP，淘宝APP，拼多多APP，抖音APP，国信证券经济研究所整理

以北京为例看国补合作模式：平台与入驻商户联合申报参与国补

- 政府征集参与国补的企业包含自营类企业、平台类企业、生产商，其中平台联合入驻商户统一申报，生产商联合品牌在京经销企业统一申报。自营类企业为京东自营等，平台类企业包含淘天、抖音、快手等电商平台和其入驻商户，经销商需向生产商申请授权确认补贴地区和品类型号。
- 北京市商务厅要求平台类企业需建立“北京家电以旧换新”专区，为入驻商户提供统一服务。京东通过自营店铺参与北京市国补，淘天/抖音等平台及其入驻商户通过申报平台类参与国补，入驻商家分别为16/17家。

图：北京市各电商平台国补参与情况



资料来源：北京市商务厅，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：北京市以旧换新补贴参与企业类型和情况

企业类型	具体类型	申报方式	参与企业数量	具体企业及入驻商家
自营类	家居建材零售企业、超市、家电零售企业、百货及电子商务企业	自主申报	14家	京东、苏宁易购、联想、小米、物美、三星等
平台类及入驻商户	实体连锁平台类企业及电子商务企业	联合平台入驻商户统一申报	5家	线上、线下企业（快手7家、阿里巴巴16家、抖音17、居然之家38、红星美凯龙26家）
生产商在京机构及经销商		联合品牌在京经销企业统一申报	5家	格力8家、美的11家、海尔16家、小米2家、索尼1家

资料来源：北京市商务厅，国信证券经济研究所整理

线上国补效果：双11多重补贴叠加，增长显著

- 京东、淘天等平台政策早期即开展行动辅助国补，包括健全平台供应链体系和“送新取旧”服务体系，投入资金支持补贴叠加和服务升级。以淘宝天猫为例，今年淘宝百亿补贴支持与各地政府补贴叠加，家电、家装、手机、数码等品类补上加补后，双重优惠后低至4-6折。
- “双11”国补撬动效应明显，各平台家电家居品类成交额皆大幅增长，支持补贴商家增速较高。根据京东第三季度财报因国补政策助力，电子和家电品类收入增长逆跌且逐月提高，通电类产品的收入从24Q2 yoy-4.6%回暖到yoy+2.7%，国补拉动效果体现明显。

图：各电商平台国补期间投入准备及“双11”效果

平台	行动	效果
京东	3月14日宣布将投入 30亿元 用于以旧换新补贴及服务升级	<ul style="list-style-type: none">➤ 家电成交额5分钟破20亿元，519个家电家居品类成交额同比增长200%。➤ 全国超过90%县域农村地区均有消费者通过京东以旧换新➤ 扫地机器人、烘干机等在内的519个家电家居品类成交额同比增长200%，AI电脑、AI手机等多个AI硬件品类成交额均超100%。
淘天	<ul style="list-style-type: none">➤ 5月16日天猫宣布将打造行业首个可溯源的以旧换新数字化绿色循环体系，提供从销售、回收、拆解到再利用全链路一站式服务。首次支持跨品类以旧换新，支持全国1800个区县实现大件商品上门“送新取旧”➤ 10月12日透露联合众多商家共同投入60亿元，发放品类券、品牌官方让利等，支持政府补贴将与双11优惠叠加使用	<ul style="list-style-type: none">➤ 国补核心品类为首日成交增速最快7大品类，同比增长4倍以上；➤ 双11开启一小时后，天猫大家电成交同比大涨765%；➤ 开售4小时参与政府补贴叠加双11优惠的品牌商家对比家电家装家居行业增速要高102%。新增补贴的小家电品类品牌商家增长领先家电家装家居行业424%，家装品牌增幅领先146%。
拼多多	10月22日拼多多百亿补贴上线首个国家换新补贴专区	10月28日至11月4日，平台百亿补贴第二轮“超级加倍补”活动期间，包含家电产品在内的相关订单量突破4500万单，较首轮活动增长了1.7倍。
抖音	3月20日启动抖音电商大家电行业“3年 10亿 绿电补贴计划”，三年内针对大家电类目投入10亿换新补贴	“双11”期间抖音平台上“国补”家电商品累计直播场次超6.09万场，其中，洗烘机成交额同比增长202%，电烤箱成交额同比增长141%。

资料来源：京东、淘天、拼多多、抖音电商平台“双11”战报，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

各平台国补情况：拼多多、抖音电商国补参与SKU较少，拼多多售价偏低

- 京东与淘天均受价格管控影响金额基本一致，拼多多价格普遍较低，推测可能由于窜货或者平台加大补贴力度所致。
- 国补参与SKU情况：京东淘天品牌与型号较全，拼多多抖音存在型号缺失，尤其是抖音电商，较多商品并未参与国补。

图：各电商平台家电产品补贴后价格对比（比价时间12.19，单位：元）

品类	型号	京东	淘天	拼多多	抖音	京东/拼多多	淘天/拼多多	抖音/拼多多
空调	格力大1匹云佳	2079.2	2079	-	-			
	华凌大1.5匹	1599.2	1599.2	1411.2	1599.2	113%	113%	113%
	TCL大1.5匹	1519.2	1519.2	1376（无国补）	-	110%	110%	
电视	VIDDA	4799	4799	4959	4319	97%	97%	87%
	雷鸟鹤6pro 65英寸	2799	2799	2479	2799	113%	113%	113%
	TCL电视超旗舰 75英寸	13879	13879	12998	15999（无国补）	107%	107%	123%
洗碗机	华凌VIE6PRO	1839	1839	1783	1839	103%	103%	103%
	美的GX1000max	5279	5039	4371	5609	121%	115%	128%
	海尔W30pro	3199	2398（无国补）	2250	3399（无国补）	142%	107%	151%
微波炉	美的寻味pro2.0	3199.2	3199.2	2799（无国补）	3999（无国补）	114%	114%	143%
	小米P1	479	479	479	564（无国补）	100%	100%	118%
	松下四合一	3959	3959	3535.1	3999（无国补）	112%	112%	113%
饮水机	美的1000pro	1892	1439	1279	1879	148%	113%	147%
	华凌800G	1118	1039	952	1365（无国补）	117%	109%	143%
	沁园UR-A51041	1679	1679	1435	1679	117%	117%	117%

资料来源：京东APP，淘天APP，拼多多APP，抖音APP，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

- [01] 以旧换新国补显著拉动相关品类销售增长
- [02] 电商平台参与国补模式及现状
- [03] 预计24/25年国补带动线上平台家电yoy+8%/15%
- [04] 投资建议

线上家电GMV预测：预计2025年撬动家电线上GMV 786亿元，yoy+15%



国信证券
GUOSEN SECURITIES

- 假设：1) 假设2025年家电线上化率为53%，参考21-22年上一轮补贴期间线上化率增长3pct；
- 测算逻辑：线上家电增量GMV = 国补实际销售增量*线上化率；
- 结论：测算2025年国补撬动线上电商平台GMV为589/786/982亿元，yoy+11%/15%/19%。

图：国补撬动电商平台线上家电品类整体GMV（亿元）

	2024	2025E (悲观)	2025E (基本)	2025E (乐观)
总销售额	9866	10978	11348	11719
国补实际撬动销售额	846	1112	1482	1853
线上化率	50%		53%	
线上撬动GMV增量	423	589	786	982
线上GMV	5229	5818	6015	6211
线上GMV YoY	8%	11%	15%	19%

资料来源：奥维云网，国家统计局，国信证券经济研究所整理及测算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

电商平台家电GMV预测：预计2025年京东/淘天/拼多多家电GMV分别为1624/1173/632亿, yoy+18%/13%/18%



- 假设：1) 假设平台电商GMV占比保持在60%；2) 我们认为在考虑买大件高货值商品时消费者除价格因素外也会考虑售后保证和官方背书，平台电商中京东国补优势明显，结合2024年平台家电品类占比，假设家电国补政策下平台GMV占比分别为京东45%，淘天32.5%，拼多多17.5%，其他6pct，份额分别提升1pct/-0.5pct/+0.5pct/-1pct；
- 测算逻辑：平台GMV=整体GMV*平台占比；
- 结论：测算得中性假设下2025年京东/淘天/拼多多家电GMV分别为1624/1173/632亿，家电yoy分别为18%/13%/18%，家电品类对平台整体GMV增量贡献为1.1%/0.2%/0.3%。

图：国补撬动各电商平台家电品类GMV测算（亿元）

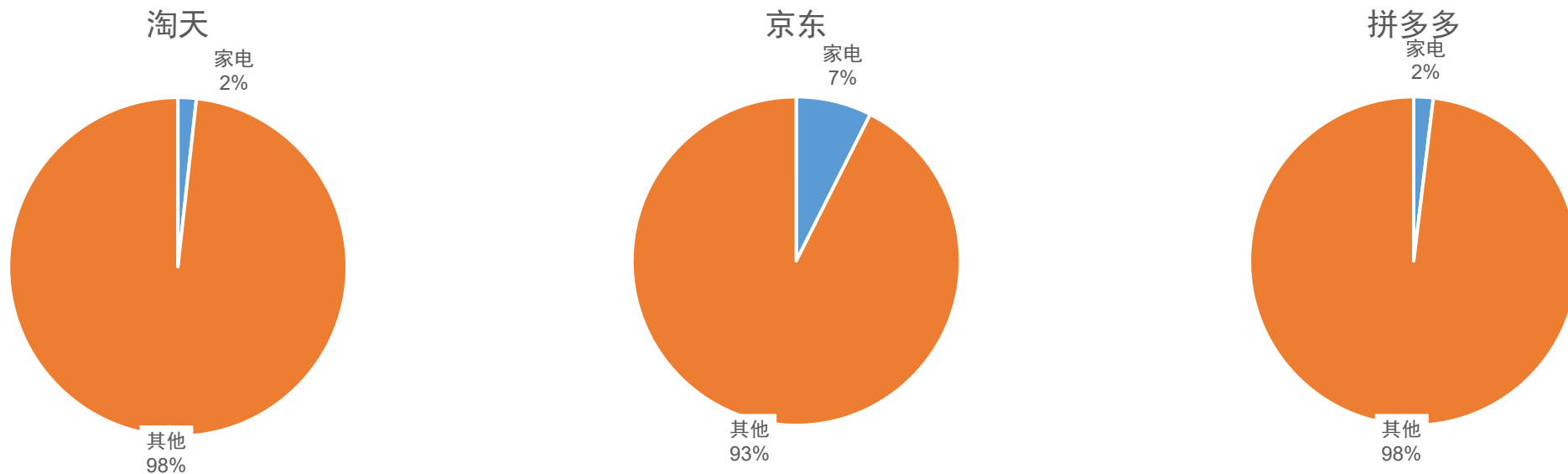
平台	2025E (悲观)			2025E (中性)			2025E (乐观)		
	京东	淘天	拼多多	京东	淘天	拼多多	京东	淘天	拼多多
平台GMV总额	3491			3491			3609		
平台占比	45.0%	32.5%	17.5%	45.0%	32.5%	17.5%	45.0%	32.5%	17.5%
平台家电GMV	1571	1135	611	1624	1173	632	1677	1211	652
平台家电yoy	14%	10%	15%	18%	13%	18%	21%	17%	22%
撬动平台全品类增速	0.9%	0.1%	0.2%	1.1%	0.2%	0.3%	1.4%	0.3%	0.4%

资料来源：复旦消费大数据实验室，公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

电商平台家电GMV预测：预计2025年京东/淘天/拼多多家电GMV分别为1624/1173/632亿, yoy+18%/13%/18%

- 假设：1) 假设平台电商GMV占比保持在60%；2) 我们认为在考虑买大件高货值商品时消费者除价格因素外也会考虑售后保证和官方背书，平台电商中京东国补优势明显，结合2024年平台家电品类占比，假设家电国补政策下平台GMV占比分别为京东45%，淘天32.5%，拼多多17.5%，其他6pct，份额分别提升1pct/-0.5pct/+0.5pct/-1pct；
- 测算逻辑：平台GMV=整体GMV*平台占比；
- 结论：测算得中性假设下2025年京东/淘天/拼多多家电GMV分别为1624/1173/632亿，家电yoy分别为18%/13%/18%，家电品类对平台整体GMV增量贡献为1.1%/0.2%/0.3%。

图：各电商平台家电品类GMV占比测算



- 【 01 】 以旧换新国补显著拉动相关品类销售增长
- 【 02 】 电商平台参与国补模式及现状
- 【 03 】 预计24/25年国补带动线上平台家电yoy+8%/15%
- 【 04 】 投资建议

- **电商板块推荐顺序为京东集团、阿里巴巴。** 2024年下半年国补以旧换新政策落地以来有效提振需求，为线上平台带来可观GMV增量，据国家发改委披露，8月26日至9月21日，京东平台冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑等家电产品销售额同比分别增长128.8%、86.3%、130.6%、240.5%、52.2%，**推荐家电占比高、以旧换新覆盖地区最多的京东集团，与品牌合作密切、快速跟进地方政策进展的阿里巴巴。**

图：相关公司估值情况

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (港元/美元)	EPS (人民币)			PE		PB (MRQ)
				2023	2024E	2025E	2024E	2025E	
9618.HK	京东集团-SW	优于大市	140.9	11.1	14.1	15.7	9	8	1.8
9988.HK	阿里巴巴-W	优于大市	83.2	8.1	7.8	8.5	10	9	1.5
PDD.O	拼多多	优于大市	99.7	11.9	21.7	23.5	8	8	3.5

- 政策推行不达预期的风险。国家政策可能会发生变化，补贴的金额、条件和时间都可能调整，如果后续国家补贴资金大幅减少将使得线上平台相关品类销售增速回落到正常水平。
- 消费者需求不及预期的风险。长期补贴可能会造成消费者依赖，补贴结束可能会影响消费者的购买意愿，最终消费者购买需求将回落到正常水平。
- 竞争加剧风险。平台/商家为吸引消费者可能会压低价格压缩利润空间，甚至导致价格战，影响行业健康发展。
- 政府监管风险。以旧换新国补涉及资格核销、税务等监管问题，若平台不符合相关政策要求，可能会被责令整改、罚款等，影响平台的正常运营。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032