



家电行业研究

买入（维持评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

国金证券研究所

分析师：王刚（执业 S1130524080001）
wang_g@gjzq.com.cn

分析师：赵中平（执业 S1130524050003）
zhaozhongping@gjzq.com.cn

联系人：蔡润泽
cairunze@gjzq.com.cn

25 年国补开启，家电补贴效果如何判断

24 年家电国补政策回顾：

◆ **家电整体表现：**国补以来家电社零增速持续领跑，24 年 12 月单月增长创全年新高

在以旧换新政策的拉动下，家电社零增速持续领跑，12 月家电社零总额 1133 亿元，同比+39.3%，年内创单月增幅新高，环比 11 月提速 17pct，全年累计超万亿。

◆ **细分行业表现：**扫地机、空调量增更明显，黑电量、价均有显著提升

扫地机、空调国补前后销量增速提升较大，其中扫地机最为突出，据奥维云网，9-12 月期间扫地机线上销量同比提升接近 70%，空调在淡季表现依旧亮眼，同比增长 35%；黑电量、价上都有明显提振，期间量、价同比分别+20%、+12%。

25 年家电国补该关注什么：

◆ **关注新一轮细则的差异：**中央品类扩充&支持力度加码

25 年补贴有以下几点重要变化：1) 家电品类扩充至 12 类，新增微波炉、净水器、洗碗机、电饭煲，空调补贴数量增至 3 件。2) 延续 24 年补贴标准，已享受过的消费者可重复。3) 财政已预下达 810 亿元，向实施较好的地区倾斜。

◆ **关注下沉市场的潜力：**门槛降低&中小商家参与度提升，下沉市场潜力有望激活

通过统计，我们发现经济发展相对偏慢的省份在国补的中后期增速提升更快，可能系：1) 国补早期以信息建设更成熟的地区为主，乡镇多在中后期接入，2) 随着对政策理解的提升、对回款担忧的消除，中小商家参与意愿上升。25 年国补强调优化参与门槛问题，随着参与商家数量提升、乡镇覆盖范围扩大，我们看好下沉市场的消费潜力释放。

◆ **关注 25 年补贴刺激效果：**我们测算 25 年家电内销整体有望实现个位数增长

家电具备换新潜力的产品规模庞大，政策引导下有望回归正常释放节奏，对于 25 年的补贴效果，我们的思路如下：

家电整体：以 24 年国补的撬动比例为参考，通过补贴总规模估算 25 年家电社零的增量，为此我们需要确定，

1) 24 年补贴撬动比例：以 2024 年 1-8 月的家电社零增速推算无补贴情况下的家电全年社零总额，以实际值与推算值计算撬动比例，我们测算 24 年 8 类家电国补补贴对应社零的撬动比例约为 1.2 倍。

2) 25 年家电补贴总量及效果：25 年补贴的总规模可能会随着终端消费表现而调整、补贴的撬动效果较 24 年也会有所波动，我们对此进行敏感性测算，中性假设下，我们预计 25 年家电补贴规模 800 亿元、补贴撬动效果为 24 年的 90%，对应 25 年家电整体有望实现 5% 的增长。

细分行业：我们将家电需求分为新房需求+换新需求（其中家空额外考虑添置需求+库存变化），假设 24 年 Q1-Q3 的出货增速为无补贴情况下的自然增速，依此计算 24Q4 的补贴拉动量，并推算 25 年的补贴拉动量，考虑到补贴周期拉长后实际拉动效果可能会弱于 24Q4，我们假设 25 年效果为 24 年的 90%，据我们的测算，预计 25 年家空/冰箱/洗衣机内销出货量分别有望实现+6.7%/+3.1%/+4.2% 的增长，其中电视在国补刺激下结构提升明显，我们额外考虑均价变化对出货额的拉动效果，预计 25 年电视内销额有望实现+3.9% 的增长。

投资建议

24 年家电社零维持高增，25 年国补刺激下内销高景气延续可期，我们建议以白电、黑电为主要布局方向，白电“业绩稳健+高股息”的优势凸显，黑电则在“大尺寸+新技术”拉动下持续优化出货结构，建议关注以下主线：1) 业绩稳健+高股息回报的白电龙头，2) 具备高业绩弹性的黑电龙头。

风险提示

海内外需求波动的风险，行业竞争加剧，汇率波动风险，关税风险，原材料价格波动风险



内容目录

1、24 年国补结束，实际表现如何？	4
1.1、家电整体表现：国补以来家电社零增速持续领跑，24 年 12 月单月增长创全年新高	4
1.2、细分行业表现：扫地机、空调销量提升更明显，黑电量、价均有显著提升	5
1.3、品牌竞争：补贴规则及国补对资金、资质门槛的要求加速了份额向龙头的集中	7
2、25 年国补启动，我们该关注什么？	8
2.1、关注新一轮细则的差异：中央品类扩充&支持力度加码、针对痛点问题进行优化	8
2.2、关注下沉市场的潜力：25 年参与门槛降低、中小商家参与度提升，下沉市场潜力有望激活	10
2.3、关注 25 年家电的补贴刺激效果：我们测算 25 年家电整体仍有望实现个位数增长，其中家空最具增长潜力	11
3. 投资建议与估值	14
4. 风险提示	14

图表目录

图表 1：2023 年以来家电社零及同比	4
图表 2：2023 年以来整体社零及同比	4
图表 3：国补前后家电线上终端零售表现	4
图表 4：国补前后家电线下终端零售表现	4
图表 5：24 年家电以旧换新补贴消耗进程回顾	5
图表 6：2024 年家电主要品类线上表现拆解	5
图表 7：空调线上销额增速 8 月转正	6
图表 8：9 月以来空调内销出货增速向零售靠拢	6
图表 9：冰箱线上销额增速 9 月转正	6
图表 10：9-11 月冰箱内销出货增长约 6.1%	6
图表 11：洗衣机线上销额增速 9 月转正	6
图表 12：9-11 月洗衣机内销出货增长约 10.6%	6
图表 13：电视线上销额增速 9 月转正	7
图表 14：9-11 月电视内销出货基本持平	7
图表 15：国补以来家电线上集中度有所提升	7
图表 16：国补以来油烟机、扫地机线上集中度提升最大	7
图表 17：2023 年以来空调龙头线上零售量份额变化	7
图表 18：2023 年以来冰箱龙头线上零售量份额变化	7
图表 19：2023 年以来洗衣机龙头线上零售量份额变化	8
图表 20：2023 年以来电视龙头线上零售额份额变化	8



图表 21: 部分省份以旧换新续作通知梳理.....	8
图表 22: 2025 年中央以旧换新换新政策针对痛点问题进行优化.....	10
图表 23: 国补期间家电七大品类线下零售总额增速情况.....	11
图表 24: 我国有换新潜力的大家电产品规模庞大.....	12
图表 25: 我们测算 2024 年 8 大类家电补贴对应社零的撬动比例约为 1.2 倍.....	12
图表 26: 25 年家电享受 800 亿元补贴、撬动效果为 24 年 90%的情境下对应增长约为 5%.....	12
图表 27: 我们测算 2025 年空调内销出货量有望实现 6.7%的增长.....	13
图表 28: 我们测算 2025 年冰箱内销出货量有望实现 3.1%的增长.....	13
图表 29: 我们测算 2025 年洗衣机内销出货量有望实现 4.2%的增长.....	14
图表 30: 我们测算 2025 年电视内销出货量、额同比分别有望实现-3.6%、+3.9%的增长.....	14



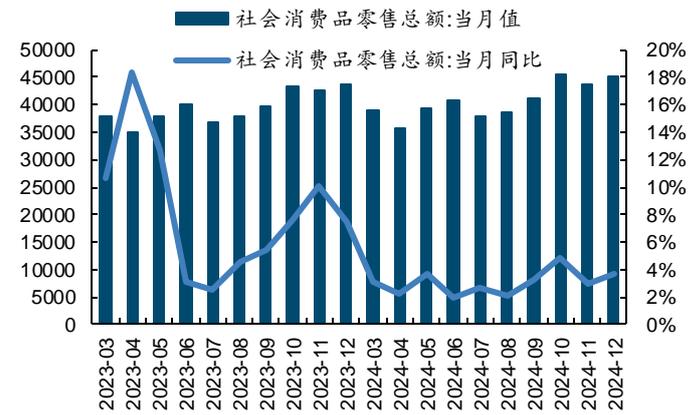
1、24年国补结束，实际表现如何？

1.1、家电整体表现：国补以来家电社零增速持续领跑，24年12月单月增长创全年新高

24年12月家用电器社零单月增长创全年新高，全年累计超万亿。在以旧换新政策的拉动下，家电社零增速持续领跑，12月家电社零总额1133亿元，同比+39.3%，年内创单月增幅新高，环比11月提速17pct，24全年家电社零总额10307亿元，累计同比+12.3%。

图表1：2023年以来家电社零及同比

图表2：2023年以来整体社零及同比



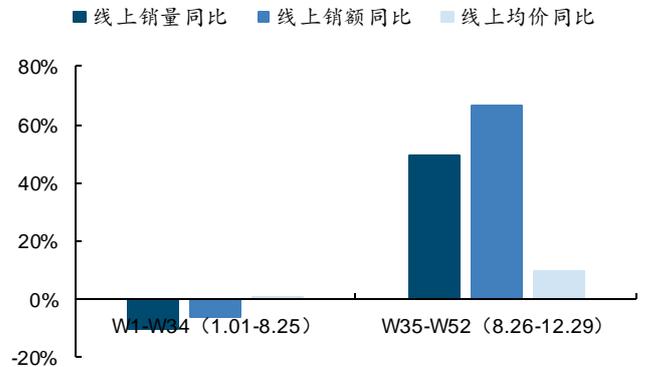
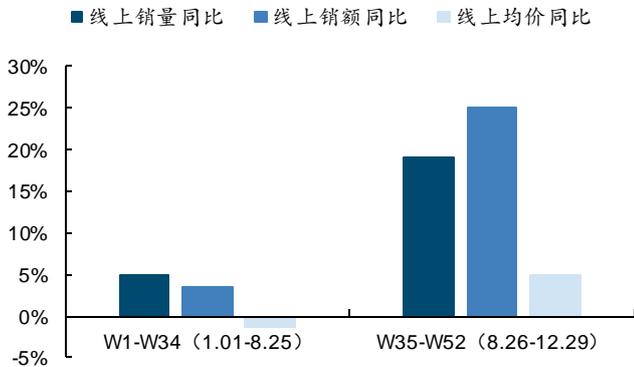
来源：国家统计局，国金证券研究所

来源：国家统计局，国金证券研究所

24年国补期间家电零售保持高增长，据奥维云网，W35-W52（2024年8月26日-12月29日）期间，国家七大类线上零售量、均价、零售额同比分别+19.1%、+4.9%、+25.0%，线下零售量、均价、零售额同比分别+49.1%、+9.9%、+66.5%。

图表3：国补前后家电线上终端零售表现

图表4：国补前后家电线下终端零售表现



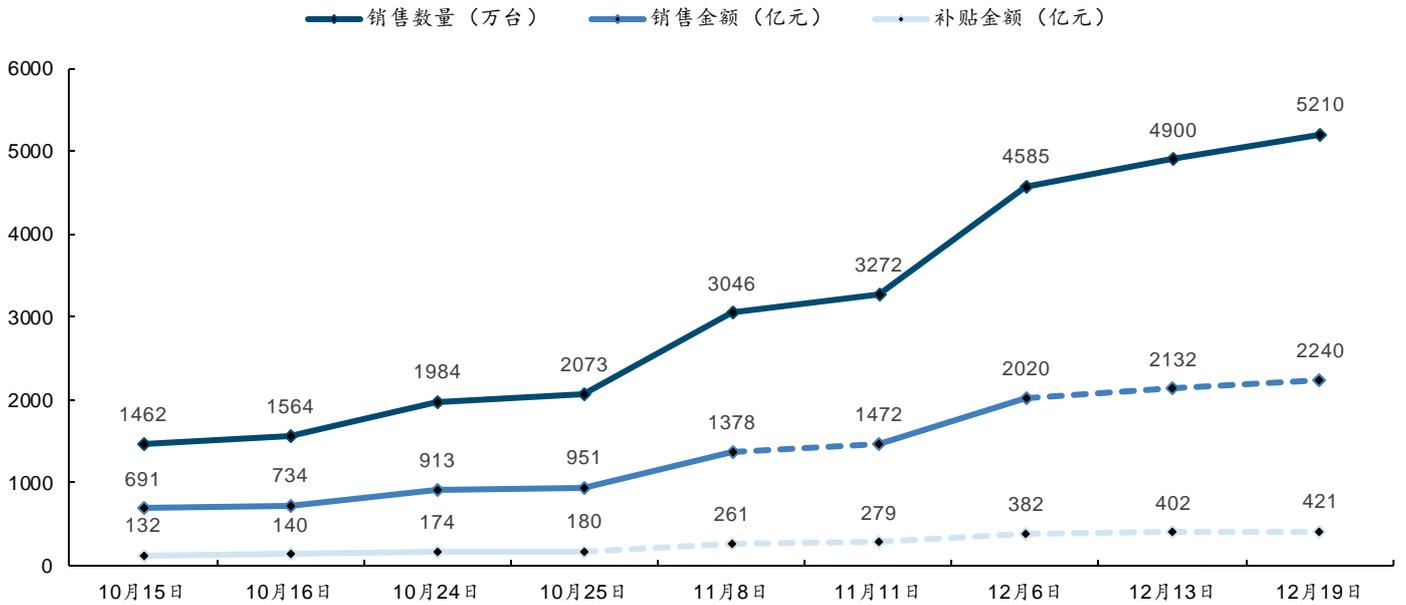
来源：奥维云网，国金证券研究所

来源：奥维云网，国金证券研究所

国补周期内消耗总补贴预计超过450亿元。据商务部以旧换新平台，截至12月19日，国补带动8大类产品销售量超5200万台，我们推算至24年末累计消耗补贴超过450亿元。



图表5: 24年家电以旧换新补贴消耗进程回顾



来源: 商务部, 国金证券研究所

1.2、细分行业表现: 扫地机、空调销量提升更明显, 黑电量、价均有显著提升

家电主要品类在 2024 年国补拉动下均实现了不错的增长。细分来看, 补贴对于扫地机器人、空调等品类的拉动在销量层面更明显, 国补前后销量增速提升较大, 其中扫地机最为突出, 根据奥维云网, 9-12 月期间扫地机线上销量同比提升接近 70%, 空调在淡季表现依旧亮眼, 同比增长 35%, 对于黑电则在量、价上都有比较明显提振效果, 期间量、价同比分别+20%、+12%。

图表6: 2024年家电主要品类线上表现拆解

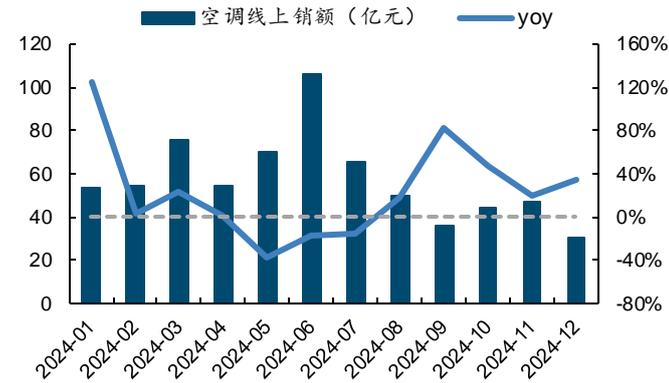
	2024年1-8月		2024年9-12月		2024全年	
	线上销量同比	线上均价同比	线上销量同比	线上均价同比	线上销量同比	线上均价同比
空调	-1%	-3%	35%	4%	5%	-2%
冰箱	0%	-1%	18%	5%	5%	3%
洗衣机	9%	4%	16%	-3%	12%	-3%
电视	-11%	-13%	20%	12%	-1%	16%
油烟机	-1%	-2%	53%	24%	19%	13%
扫地机器人	18%	-3%	69%	6%	41%	5%

来源: 奥维云网, 国金证券研究所

空调仍然是潜在需求最旺盛的品类, 从月度终端动销节奏看, 空调在各家电品类中反弹速度最快, 8月份空调线上销额增速已经实现转正, 较7月环比提升 30pct 以上, 9月线上销额增速达到 80%以上。从出货口径看, 24上半年空调备货情绪旺盛, 但旺季销售遇冷的情况下积压了较多库存, 国补前期渠道以消化库存为主, 因此 8-10月出货端增速虽有改善, 但幅度弱于零售端, 随着渠道库存回落, 出货增速进一步向零售端靠拢, 考虑到订单到生产存在一定滞后期, 25Q1 空调出货或已有不错的支撑。

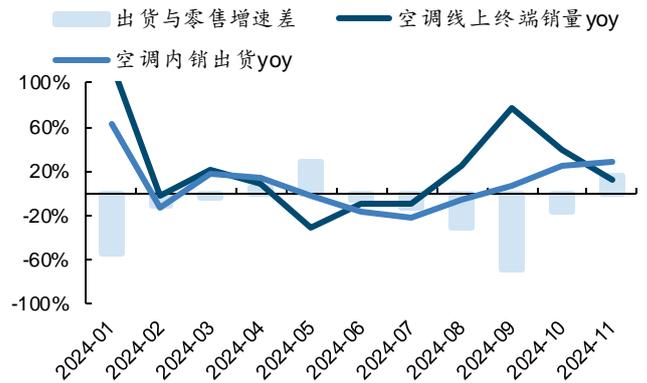


图表7: 空调线上销售额增速8月转正



来源: 奥维云网, 国金证券研究所

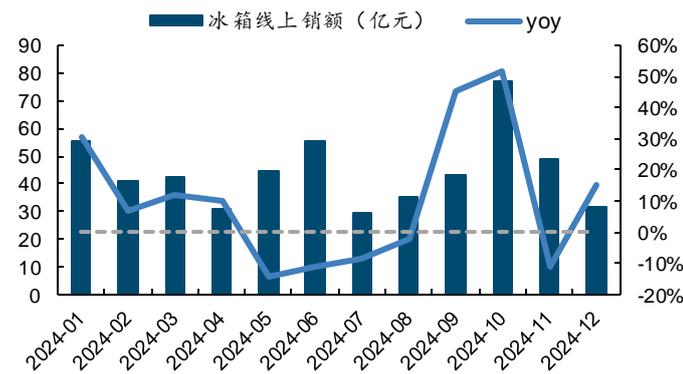
图表8: 9月以来空调内销出货增速向零售靠拢



来源: 奥维云网, 产业在线, 国金证券研究所

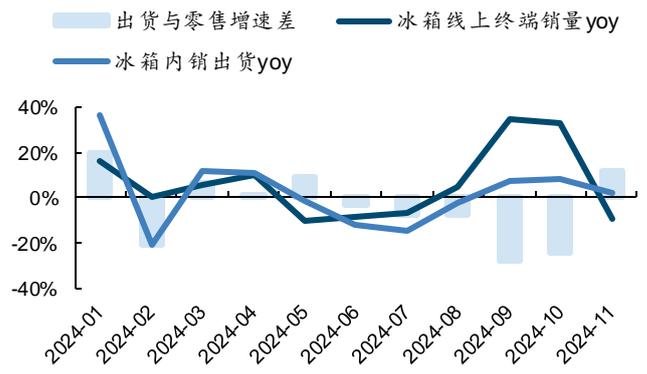
终端动销方面, 冰箱、洗衣机两类产品动销节奏类似, 终端销售反弹速度略慢于空调, 8月线上销售额增速基本持平于7月, 9月国补政策大范围铺开, 冰、洗线上销售额同比分别+45%、+27%。出货方面, 24年国补期间冰洗出货增速相对平稳, 洗衣机10月内销出货虽有提速至17%, 但11月再次回落至国补期间的中枢水平, 整体看仍以消耗渠道库存为主, 生产端态度相对谨慎。

图表9: 冰箱线上销售额增速9月转正



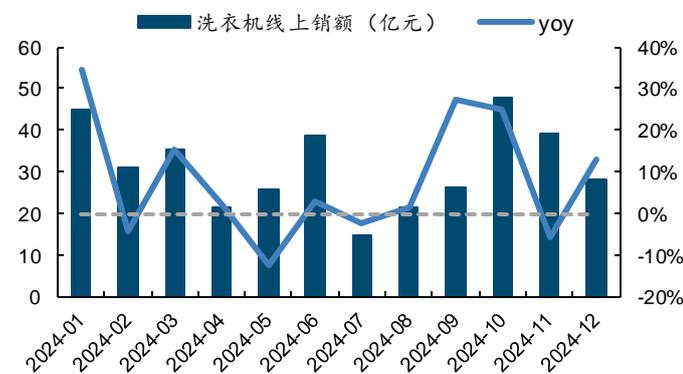
来源: 奥维云网, 国金证券研究所

图表10: 9-11月冰箱内销出货增长约6.1%



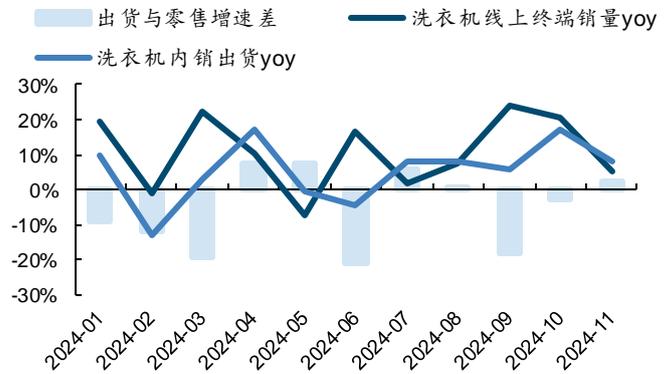
来源: 奥维云网, 产业在线, 国金证券研究所

图表11: 洗衣机线上销售额增速9月转正



来源: 奥维云网, 国金证券研究所

图表12: 9-11月洗衣机内销出货增长约10.6%



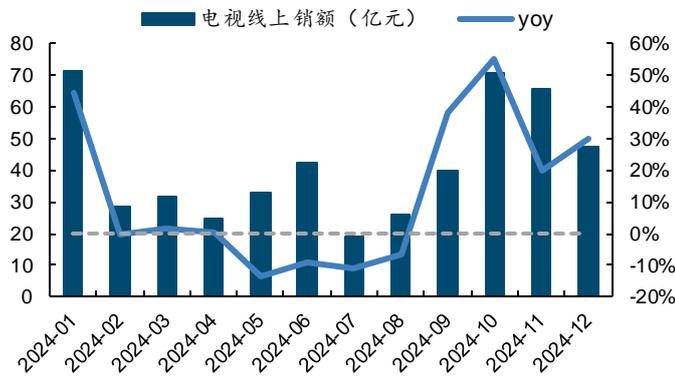
来源: 奥维云网, 产业在线, 国金证券研究所

终端动销方面, 在 Mini LED 新产品的带动下电视消费表现出不错的持续性, 双 11 “透支”后的 12 月线上销售额同比依然有 30% 左右的增长。从出货端看, 24 年国补期间, 产业在线统计的电视出货增速与奥维统计的销售增速差距仍然偏大, 我们估计可能受到以下因素影响: 1) 24 年初电视内销仍以结构升级的主调演绎, 大尺寸产品备货较多, 但 Q2 消费情绪大幅低于预期下大尺寸产品库存有所积压, 2) 国补前电视一二级能效产品 sku 较少, 厂商需要更多的时间调



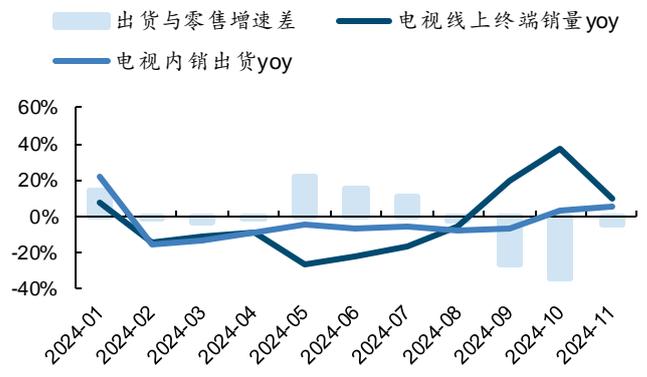
整产品矩阵并处理非一二级能效产品的库存。

图表13: 电视线上销额增速 9月转正



来源: 奥维云网, 国金证券研究所

图表14: 9-11月电视内销出货基本持平

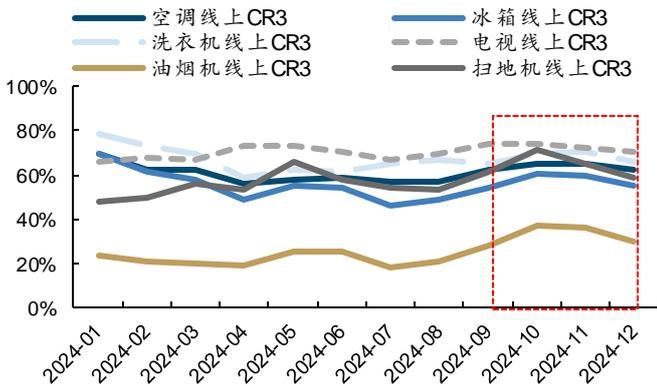


来源: 奥维云网, 产业在线, 国金证券研究所

1.3、品牌竞争: 补贴规则及国补对资金、资质门槛的要求加速了份额向龙头的集中

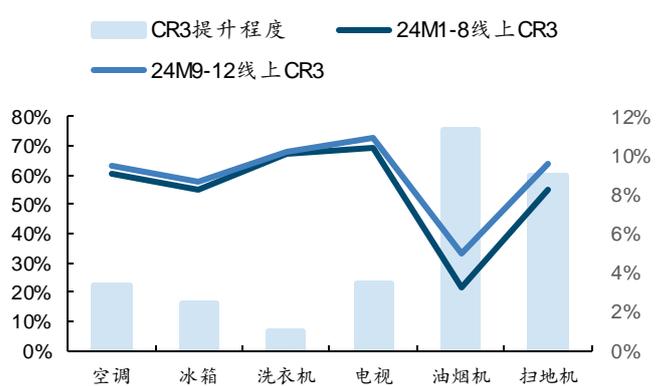
从品牌竞争的角度看, 龙头品牌产品定价本就高于二三线品牌, 在国补的补贴规则下消费者希望能够使用“全额补贴”, 份额自然性的向龙头集中。此外, 24年国补对参与的商家资格要求偏高, 且各地方政策落地细节规定有所不同, 线上、线下开放参与的时间节点也不一, 龙头公司的经销网络更密集、资金更雄厚、O2O体系的建设更完善, 在本轮补贴中充分受益。

图表15: 国补以来家电线上集中度有所提升



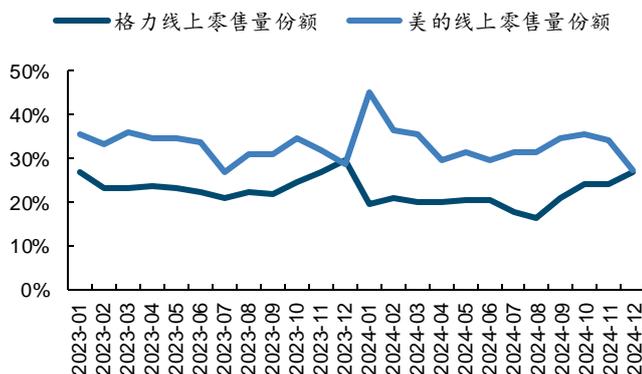
来源: 奥维云网, 国金证券研究所

图表16: 国补以来油烟机、扫地机线上集中度提升最大



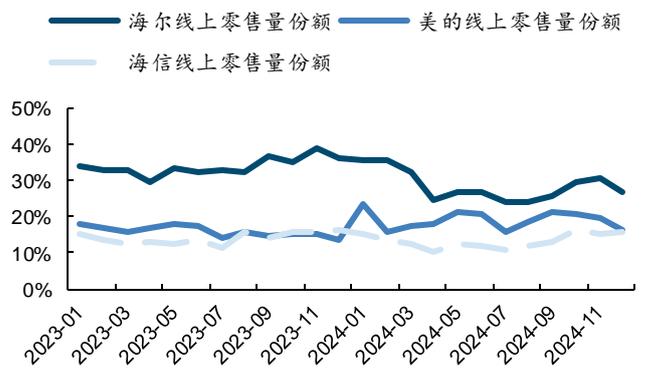
来源: 奥维云网, 国金证券研究所

图表17: 2023年以来空调龙头线上零售量份额变化



来源: 奥维云网, 国金证券研究所

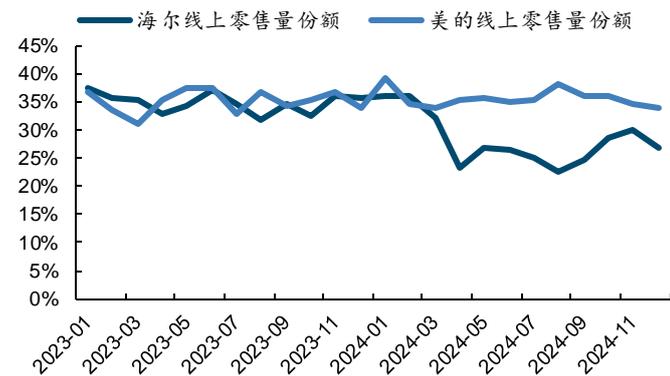
图表18: 2023年以来冰箱龙头线上零售量份额变化



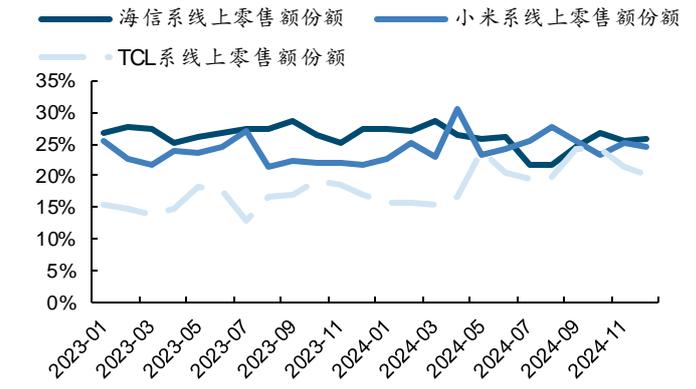
来源: 奥维云网, 国金证券研究所



图表19: 2023年以来洗衣机龙头线上零售量份额变化



图表20: 2023年以来电视龙头线上零售额份额变化



来源: 奥维云网, 国金证券研究所

来源: 奥维云网, 国金证券研究所

2、25年国补启动, 我们该关注什么?

2.1、关注新一轮细则的差异: 中央品类扩充&支持力度加码、针对痛点问题进行优化

地方层面, 各地省政府已陆续发布公告“无缝衔接”国补政策, 目前大多省份暂时延续 24 年规则, 少数省份明确扩大范围, 预计其他省份更新 25 年细则后将纳入更多品类。

图表21: 部分省份以旧换新续作通知梳理

地点	各省关于延续家电以旧换新通知的重点表述摘录
湖北省	2024年12月31日, 据湖北省商务厅, 2025年湖北省家电以旧换新将于2025年1月1日正式上线, 智能家电补贴品类再扩容, 涵盖12类大家电、N类其他家电, 单件/单次最高补贴2000元。
江苏省	在全省开展2025年苏新消费·家电以旧换新专项活动, 补贴适用时间2025年1月1日至12月31日。涵盖8(国家规定品类)+36(江苏增加品类)类家电产品。
陕西省	自2025年1月1日起, 在国务院明确新的消费品以旧换新政策前, 各市区商务主管部门要按照加力支持消费品以旧换新政策标准, 继续开展消费品以旧换新工作。
吉林省	按照吉林省商务厅发布的《关于2025年吉林省家电以旧换新工作政策衔接的通知》要求, 各市将于2025年1月1日起正式启动2025年家电以旧换新第一批活动。长春市、四平市、白城市、辽源市第一批活动自2025年1月1日13:00—12月31日24:00, 视商务部政策下达情况随时调整。长春市第二批自2025年1月2日3:00—12月31日24:00, 视商务部政策下达情况随时调整。
四川省	从2025年1月1日起, 四川家电以旧换新国补继续实施, 电视、空调、冰箱、洗衣机、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机等8大品类均继续在列其中。补贴标准方面, 将延续2024年相关政策(如单台家电至高20%补贴, 至高2000元等)。2025年, 全省将统一采取“补贴立减”方式, 不再需要消费者先申请后等待补贴。
广西壮族自治区	从2025年1月1日起, 启动实施2025年广西家电家居以旧换新跨年度衔接政策, 对2024年已纳入明确的家电以旧换新政策支持范围的产品, 继续给予以旧换新补贴, 在国家2025年家电以旧换新政策发布前, 衔接政策实施范围、补贴标准等按照《自治区商务厅等5部门关于印发〈广西加力支持家电家居以旧换新补贴工作方案〉的通知》(桂商运发〔2024〕82号)执行。
上海市	2024年已纳入国家家电以旧换新政策支持范围的冰箱(含冰柜)、洗衣机、电视、空调(含中央空调)、电脑(含台式和便携式计算机)、热水器(含壁挂炉)、家用灶具(含集成灶)、吸油烟机等8大类产品, 自2025年1月1日起继续实施以旧换新补贴政策。
湖南省	从2025年1月1日起, 启动实施2025年湖南省家电以旧换新跨年度衔接政策, 对2024年已纳入国家明确的家电以旧换新政策支持范围的产品, 继续给予以旧换新补贴。在国家2025年家电以旧换新政策发布前, 衔接政策实施范围、补贴标准等按照现有标准执行。



河北省	2025年消费品以旧换新工作将与2024年接续实施，政策衔接时间为2025年1月1日0时至河北省2025年消费品以旧换新政策文件正式印发。政策衔接期内，汽车、家装、电动自行车三个品类补贴范围延续2024年已经参与以旧换新补贴的商品，家电品类补贴范围为商务部规定的“八类”家电产品，相关补贴标准延续2024年补贴标准。
贵州省	从2025年1月1日起至2025年家电以旧换新政策出台前，具体补贴品类、补贴标准暂按2024年政策执行。
海南省	2025年1月1日至2025年相关政策文件发布之日期间，家电、家装家居补贴品类范围和标准按照2024年政策执行，消费者享受补贴操作方式与2024年一致，参与补贴活动的市场主体应在消费购物交易结算后3天内开具订单发票。
山东省	自2025年1月1日起至山东省2025年消费品以旧换新正式文件印发之日为政策衔接期，衔接期内汽车、家电、电动自行车、家装厨卫类补贴政策延续实施，各品类补贴标准延续2024年标准不变，补贴申领时间、方式不变。
新疆维吾尔自治区	2025年消费品以旧换新政策自2025年1月1日开始覆盖全年。待国家相关文件和补贴资金到位后，自治区统一安排组织实施。2025年1月1日至自治区相关政策文件发布期间，购买相关领域产品的消费者，可参照2024年政策条件，保留相关凭证，待2025年自治区政策发布后申领相应的以旧换新补贴资金。
江西省	2025年1月1日15:00起，江西省家电八大类产品以旧换新补贴政策延续实施，补贴标准不变、参与流程不变、商户范围不变。新扩围的家电产品补贴活动待2025年政策出台后实施。
广东省	广东省2025年将继续开展汽车报废更新、汽车置换更新、家电以旧换新、家装厨卫焕新、电动自行车以旧换新和手机等3C数码产品购新补贴。从2025年1月1日起至2025年家电以旧换新政策出台前，具体补贴品类、补贴标准暂按2024年政策执行。个人消费者购买冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机8类家电产品可享受优惠补贴。
福建省	为做好2025年消费品以旧换新跨年政策接续工作，根据福建省商务厅《消费品以旧换新业务工作指引单》（第6期）文件精神，龙岩市在2025年“消费品以旧换新”实施文件正式发布前，延续实施2024年家电以旧换新、家装厨卫“焕新”补贴政策，继续沿用2024年家电、家装厨卫企业库。平台仍为银联云闪付。
内蒙古自治区	按照自治区《关于通报2025年家电及电动自行车以旧换新政策衔接工作安排的函》要求，在商务部2025年消费品（家电）以旧换新专项政策出台前，各地延续2024年政策。活动时间：2025年1月1日—2025年12月31日。
辽宁省	2024年已纳入国家家电以旧换新政策支持范围的冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机等8类家电产品，自2025年1月1日起继续实施以旧换新补贴政策，补贴标准同2024年。具体补贴流程、参与规则和活动详情以各市后续公告为准。
北京市	2024年已纳入国家家电以旧换新政策支持范围的冰箱(含冰柜)、洗衣机(含洗烘一体机)、电视、空调、电脑(含学习机)、热水器(含壁挂炉)、家用灶具(含集成灶)、吸油烟机等8类产品，自2025年1月1日起继续实施以旧换新补贴政策，补贴标准与2024年保持一致。
黑龙江省	黑龙江省绿色智能家电消费补贴政策2025年1月1日起延续实施，补贴商品品类为冰箱(含冰柜、冷柜)、洗衣机(含干衣机)、电视、空调、电脑(含台式、便携式、一体式电脑，不含组装电脑)、热水器(含壁挂炉)、燃气灶(含集成灶)、吸油烟机，补贴标准与2024年度政策相同。
安徽省	根据安徽省2025年家电“焕新”工作统一安排，为切实做好消费品以旧换新衔接工作，加力政策落实，合肥市商务局拟开展2025年合肥市家电“焕新”补贴发放工作，自2025年1月5日开始，对个人消费者购买冰箱、洗衣机、电视等7类家电产品给予以旧换新补贴，每件补贴不超过2000元。(十余市)
重庆市	国家发改委1月3日指出，2025年要加力扩围实施“两新”政策，重庆明确新年度绿色智能家电“焕新”补贴政策将于1月8日启动至重庆市2025年家居以旧换新文件正式印发之日。家居补贴品类、补贴方式、补贴标准接续2024年政策不变。
青海省	2025年消费品以旧换新活动执行时间，自2025年1月1日起至2025年12月31日止。2025年消费品以旧换新补贴申领端口开放时间为2025年1月20日0时(如有调整，另行通知)，1月1日至1月19日购买相关产品的消费者可在端口开放后，提交补贴申请资料。

来源：国家统计局，各省市公众号，国金证券研究所 注：表格中梳理仅包含发布公告的部分省级行政单位

中央层面，25年国家补贴细则已明确，以下几点变化值得重点关注：

- 1) 家电品类扩充：由24年的8类扩充至12类，除24年的冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机等8类家电产品之外，新增微波炉、净水器、洗碗机、电饭煲纳入补贴范围。
- 2) 补贴比例延续，资格刷新：整体延续24年的补贴标准，2级能效产品补贴15%，1级能效补贴20%。每位消费者每类产品可补贴1件(空调产品最多可补贴3件)，每件补贴不超过2000元。2024年已享受某类家电产品以旧换新补贴



的个人消费者，2025 年购买同类家电产品可继续享受补贴。

3) 中央资金已经到位，将向实施较好的地区倾斜：中央财政已预下达 2025 年消费品以旧换新资金 810 亿元支持各地做好政策持续实施的衔接工作，2025 年将把各地执行情况纳入分配机制，向实施较好的地区倾斜。

25 年国补政策中针对痛点问题做出了调整，预计参与企业数量、下沉市场覆盖度有望提升：

1) 中小商户参与门槛问题：国补早期对商户资质要求较高，以湖北为例，24 年国补落地前早期要求经销商年流水在 500 万以上、拥有一般纳税人资质、具备一定垫资周转能力。后续随着国补在全国铺开，参与门槛有所降低，如重庆 11 次增补政策参与企业，销售门店由 1318 家增至 9053 家，我们预计 25 年国补将会进一步降低参与门槛，下沉市场参与度提升，有望贡献更多增长。

2) 垫资回款问题：地方政府已调整、简化资金审核环节，优化补贴申领方式，减轻政策参与企业垫资压力。如湖北，按照“每天一审核、两天一公示、一周一拨付”要求，确保企业垫资时间最长不超过 7 天。

3) 旧机回收问题：一方面部分省份实际补贴中，消费者不需要提供旧机即可享受优惠，另一方面商务部也强调、推动各地方改造提升废旧家电回收网络，推动形成“去旧更容易、换新更便利”的机制。

图表 22：2025 年中央以旧换新政策针对痛点问题进行优化

2025 年中央以旧换新重点内容梳理	
家电补贴品类	继续支持冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机等 8 类家电产品以旧换新， 将微波炉、净水器、洗碗机、电饭煲等 4 类家电产品纳入补贴范围
家电补贴比例	个人消费者购买上述 12 类家电中 2 级能效或水效标准的产品，补贴标准为产品销售价格的 15%；1 级能效或水效标准的产品，补贴标准为产品销售价格的 20%。每位消费者每类产品可补贴 1 件（ 空调产品最多可补贴 3 件 ），每件补贴不超过 2000 元。
家电补贴资格	2024 年已享受某类家电产品以旧换新补贴的个人消费者，2025 年购买同类家电产品可继续享受补贴。
资金分配优化	国家发展改革委商财政部综合各地区常住人口数量、地区生产总值、汽车和家电保有量、2024 年消费品以旧换新政策及资金执行情况等因素，合理确定对各地区支持资金规模， 资金分配向 2024 年消费品以旧换新工作成效较好的地区适度倾斜。
参与门槛优化	各地区要合理确定、及时更新参与消费品以旧换新活动的经营主体名单， 不得以销售额、垫资能力等为由限制经营主体参与，要一视同仁支持线上、线下经营主体 ，以及不同所有制、不同注册地、不同规模经营主体参与活动。在做好风险防控的前提下，各地区结合实际预拨部分资金到相应支付平台或经营主体， 提高资金清算效率，降低企业垫资和经营压力。
补贴流程优化	各地区要以便民、惠民为宗旨，通过群众广泛知晓、日常使用频次较高的政务平台、手机应用程序等发放消费品以旧换新补贴资格，从源头上减少信息多头重复填报。不得限制消费者付款方式和支付凭证类型，不得以参加活动为由要求经营主体采购新的支付设备。优化汽车、家电等消费品以旧换新补贴审核流程，加强跨部门数据联通共享，推动机动车回收证明等凭证电子化，实行多部门联审联批，减少非必要审批层级和环节。在做好资金监管的前提下，各地区要明确从审核通过到资金拨付消费者的时限要求，力求及时高效兑现补贴优惠。

来源：国家发展改革委，国金证券研究所

2.2、关注下沉市场的潜力：25 年参与门槛降低、中小商家参与度提升，下沉市场潜力有望激活

补贴落地时间、渠道跟进的情况不同，各省份在家电的消费节奏上也表现出一定差异。通过统计国补期间，在不同时间段各个省份的家电线下零售增速数据，我们发现经济发展相对偏慢的省份在国补的中后期往往增速提升更快，我们以 W43 为界限，以 W35~W52（24 年国补全周期）与 W35~W43（24 年 9 月至 10 月底）线下家电销额增速作差、排序，发现增速提升最明显的前 10 省份分别为山西、青海、新疆、江苏、北京、甘肃、四川、山东、内蒙古，其中经济发展较缓的省份居多。

我们推测可能与以下原因相关：1) 国补在落地的早期以经济发展更快、信息系统建设更成熟的地区为主，后续才逐步触达了更多地区，早期未参与补贴的乡镇多在中后期接入，2) 随着商家对政策的理解提升、对回款担忧的消除，偏远省份的中小商家也在主动加大国补的参与度。24 年国补效果显著，预计 25 年各地区商家参与度将会进一步提升，新一轮国补明确强调关注中小商户的参与门槛问题，随着参与商家数量提升、覆盖区域面积的扩大，我们看好下沉市场的消费潜力释放。


图表23：国补期间家电七大品类线下零售总额增速情况

国补期间七大品类 线下零售增速情况	~W38	~W40	~W43	~W46	~W52	W35~W52 增速与 W35~W43 增速差
山西	29%	73%	105%	118%	139%	34%
青海	47%	32%	47%	57%	77%	30%
新疆	22%	35%	42%	51%	70%	28%
江苏	72%	31%	39%	38%	59%	20%
北京	39%	19%	23%	32%	39%	16%
甘肃	34%	58%	98%	113%	114%	16%
四川	49%	56%	79%	85%	92%	14%
山东	12%	37%	62%	68%	76%	13%
内蒙古	16%	21%	45%	49%	58%	12%
重庆	102%	60%	67%	69%	78%	11%
吉林	66%	46%	60%	65%	69%	10%
海南	22%	25%	41%	44%	48%	7%
江西	12%	26%	50%	61%	57%	7%
黑龙江	52%	44%	53%	53%	59%	6%
湖北	55%	39%	61%	70%	66%	6%
云南	72%	53%	77%	76%	83%	5%
贵州	111%	63%	85%	68%	90%	5%
福建	31%	72%	105%	116%	110%	5%
上海	36%	15%	28%	34%	32%	5%
广西	51%	49%	70%	75%	71%	1%
安徽	5%	32%	56%	62%	56%	0%
河北	34%	58%	83%	92%	83%	-1%
陕西	43%	42%	75%	72%	74%	-1%
湖南	39%	64%	79%	73%	73%	-6%
宁夏	90%	33%	56%	58%	48%	-7%
辽宁	73%	54%	68%	60%	58%	-10%
广东	44%	41%	66%	67%	48%	-17%
天津	82%	54%	64%	48%	42%	-23%
河南	68%	80%	120%	119%	93%	-27%
浙江	92%	90%	103%	78%	76%	-28%
全国	45%	45%	64%	66%	67%	3%

来源：奥维云网，国金证券研究所 注：起始日期为 W35，对应 2024 年 8 月 26 日单周

2.3、关注 25 年家电的补贴刺激效果：我们测算 25 年家电整体仍有望实现个位数增长，其中家空最具增长潜力

2.3.1、待更新的家电数量庞大，25 年家电换新需求有支撑

我们在家电年度策略报告《精选优质出口龙头，把握内销政策变化》中，针对家电近年积累的“具备换新潜力”的产品规模数量进行了测算，假定将 8 年以上的大家电产品定义为“具备换新潜力”：①以 2023 年末统计局公布的保有量为基数，减去过去 8 年销售的家电总量，得到 8 年以上机龄产品的存量规模，②结合产业在线及商务部的数据计算出 2024 年销售的家电数量，作差即可得到目前存量市场中仍有待更新的家电产品总量。

我们测算家电具备换新潜力的老旧产品规模依然庞大，政策引导下积压的换新需求有望回归正常释放节奏，我们预计 25 家电仍有望实现个位数增长。



图表24: 我国有换新潜力的大家电产品规模庞大

单位: 万台	空调	冰箱	洗衣机	电视	油烟机	合计
2023年总保有量	67755	48018	45603	50061	30868	242305
过去8年内销出货合计	66078	34337	33920	38183	13307	185825
8年以上产品累计数量	1677	13681	11683	11878	17561	56480
24年前8个月累计内销量	7766	2780	2673	2256	901	16376
以旧换新以来						5739
8类家电购买总量						
截至24年12月底						22115
家电内销总量估算						

来源: wind, 商务部, 产业在线, 国金证券研究所测算 注: 以旧换新以来8类家电购买总量为根据商务部公布的数据推算所得

2.3.2、中性情景下, 25年家电整体有望实现个位数增长

对于25年家电国补的整体拉动效果, 我们提供以下测算思路: 以24年国补对8类家电社零增量的拉动乘数为参考, 通过补贴总规模估算2025年家电社零的增长总额, 为此我们需要确定两个核心参数: ①24年补贴对于家电的“额外”撬动比例, ②25年家电可能会消耗的补贴总量。

1) 24年补贴撬动比例: 以2024年1-8月的社零增速推算自然情况下的全年家电社零总额, 以24年的实际值与推算值作差得到今年国补带来的增量, 按照商务部公布的国补期间8类家电销售总规模占比推算其中8类家电的增量规模, 对比24年家电享受的补贴总量即可得到实际的撬动比例, 根据我们的测算24年8类家电补贴对应社零的撬动比例约为1.2倍。

图表25: 我们测算2024年8大类家电补贴对应社零的撬动比例约为1.2倍

2024年家电补贴撬动社零比例测算 (亿元)	
2024年家电社零 (无补贴情景)	9184
2024年家电社零 (实际情况)	10107
国补额外拉动家电总规模①	923
国补期间8类家电占家电整体社零比重②	59%
国补额外拉动的8类家电社零规模③=①*②	540
消耗补贴总额④	459
撬动比例③/④	1.2

来源: 国家统计局, 商务部, 国金证券研究所测算 注: 国补期间消耗的补贴总额为根据商务部发布的数据推算而来

2) 25年家电可能会消耗的补贴总量: 考虑到补贴的总规模可能会随着终端消费表现而调整, 补贴的实际拉动效果也会有所波动, 我们对此进行敏感性测算, 中性假设下, 我们预计25年家电可以享受到的补贴规模800亿元、家电补贴撬动效果为24年的90%, 对应25年家电社零增长为5%。

图表26: 25年家电享受800亿元补贴、撬动效果为24年90%的情境下对应增长约为5%

		2025年国补家电拉动效果测算						
		25年国补撬动比例 (注: 100%指25年效果等同于24年, 即上文测算的1.2x)						
		110%	105%	100%	95%	90%	85%	80%
2025年家电 补贴规模假设 (亿元)	1100	11%	10%	10%	9%	9%	8%	7%
	1000	10%	9%	9%	8%	8%	7%	6%
	900	9%	8%	8%	7%	6%	6%	5%
	800	7%	7%	6%	6%	5%	5%	4%
	700	6%	6%	5%	5%	4%	4%	4%
	600	5%	4%	4%	4%	3%	3%	3%
	500	3%	3%	3%	3%	2%	2%	2%

来源: 国金证券研究所测算

2.3.3、分品类看, 我们预计25年家空/冰箱/洗衣机/电视内销分别有望实现+6.7%/+3.1%/+4.2%/-3.6%的增长



家电经过多年发展普及率已较高，主要品类中除空调外保有量基本已经见顶，因此我们将冰箱、洗衣机、电视需求拆分为新房+换新需求，空调在此基础上还需考虑添置需求及库存变化，我们的整体测算思路如下：

- 1) **对于新房需求：**考虑到新房交付一般在 1-2 年、装修+通风一般在半年左右完成，我们采用滞后两年的商品住宅销售套数作为对新房需求的预测。
- 2) **对于换新需求：**除空调外，我们选择以内销出货量减去新房需求作为测算依据，其中考虑到国内电视开机率近年有所下降，短视频、手机、投影等发展对电视需求有一定负面影响，我们假设 2015-2019 年新房配置率为 100%，2020-2021 配置率为 80%，2022 后配置率为 60%；对于空调，我们假设平均换新周期 9 年（根据中国家用电器协会发布的《家用电器安全使用年限》系列团体标准，空调的安全使用年限为 10 年，考虑到期间存在能效升级等因素，因此我们假设实际更新节奏更快），以保有量为基数测算每年的换新需求。
- 3) **库存变化：**由于空调存在淡旺季之分，渠道一般在上半年大量备货，夏季集中出货，因此相较于其他品类渠道库存规模更大、变动更频繁，对空调厂商的出货节奏也会有一定影响，我们在空调测算中加入这一指标予以反应。
- 4) **25 年需求弹性假设：**我们假设 24 年 Q1-Q3 的出货增速为无补贴情况下的自然增速，依此计算在无补贴情况下 24Q4 的出货量，以实际值与理论值的差额外推至全年测算 25 年的补贴增量，考虑到补贴周期拉长后实际拉动效果可能会弱于 24Q4，我们以假设 25 年效果为 24 年的 90%。

基于以上假设及思路，我们测算 2025 年空调/冰箱/洗衣机内销出货端分别有望实现+6.7%/+3.1%/+4.2%的增长，其中电视在国补刺激下结构提升明显，我们额外考虑均价变化对出货额的拉动效果，预计 25 年电视内销量、额有望实现-3.6%、+3.9%的增长。

图表27：我们测算 2025 年空调内销出货量有望实现 6.7%的增长

空调销售情况推演 (万套、万台)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
新房销售 (万套, 滞后两年)	1061	968	1004	1194	1233	1217	1205	1231	1240	906	826
渠道库存变化	-162	214	121	272	217	344	241	-307	-154	27	0
新房需求	1061	968	1004	1194	1233	1217	1205	1231	1240	906	826
yoy		-8.8%	3.7%	18.9%	3.3%	-1.3%	-1.0%	2.2%	0.8%	-26.9%	-8.9%
换新+添置合计	5227	5081	7872	7390	7979	6811	7265	7199	8719	9505	10282.9
yoy		-2.8%	54.9%	-6.1%	8.0%	-14.6%	6.7%	-0.9%	21.1%	9.0%	8.2%
添置需求	1378	1039	3337	2549	2438	928	1248	447	1810	1686	1686
换新需求	3848	4042	4535	4841	5541	5883	6017	6752	6909	7819	8596.7
yoy		5.0%	12.2%	6.7%	14.5%	6.2%	2.3%	12.2%	2.3%	13.2%	9.9%
空调内销量 (万台)	6288	6049	8875	8584	9212	8028	8470	8430	9960	10412	11109
yoy		-3.8%	46.7%	-3.3%	7.3%	-12.9%	5.5%	-0.5%	18.1%	4.5%	6.7%

来源：wind, CEIC, 产业在线, 国家统计局, 国金证券研究所测算

图表28：我们测算 2025 年冰箱内销出货量有望实现 3.1%的增长

冰箱销售情况推演 (万套、万台)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
新房需求	1061	968	1004	1194	1233	1217	1205	1231	1240	906	826
Yoy		-8.8%	3.7%	18.9%	3.3%	-1.3%	-1.0%	2.2%	0.8%	-26.9%	-8.9%
换新需求	3833	3796	3476	2781	3106	3053	3060	2892	3108	3541	3756.9
Yoy		-1.0%	-8.4%	-20.0%	11.7%	-1.7%	0.2%	-5.5%	7.5%	13.9%	6.1%
冰箱内销量	4894	4763	4480	3975	4338	4270	4265	4123	4348	4447	4583
yoy		-2.7%	-5.9%	-11.3%	9.1%	-1.6%	-0.1%	-3.3%	5.5%	2.3%	3.1%

来源：wind, CEIC, 产业在线, 国家统计局, 国金证券研究所测算


图表29：我们测算 2025 年洗衣机内销出货量有望实现 4.2% 的增长

洗衣机销售情况推演 (万套、万台)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
新房需求	1061	968	1004	1194	1233	1217	1205	1231	1240	906	826
Yoy		-8.8%	3.7%	18.9%	3.3%	-1.3%	-1.0%	2.2%	0.8%	-26.9%	-8.9%
换新需求	2844	3147	3410	2896	3260	3074	3248	2802	2960	3538	3805.7
Yoy		10.7%	8.3%	-15.1%	12.6%	-5.7%	5.7%	-13.7%	5.6%	19.6%	7.6%
洗衣机内销量	3905	4115	4414	4089	4493	4291	4453	4033	4200	4445	4632
yoy		5.4%	7.3%	-7.3%	9.9%	-4.5%	3.8%	-9.4%	4.1%	5.8%	4.2%

来源：wind，CEIC，产业在线，国家统计局，国金证券研究所测算

图表30：我们测算 2025 年电视内销出货量、额同比分别有望实现-3.6%、+3.9% 的增长

电视销售情况推演 (万套、万台)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
新房需求	1061	968	1004	1194	1233	974	964	739	744	544	496
Yoy		-8.8%	3.7%	18.9%	3.3%	-21.0%	-1.0%	-23.4%	0.8%	-26.9%	-8.9%
换新需求	4066	4552	4273	4194	4108	3861	3118	3188	3072	3264	3174.4
Yoy		12.0%	-6.1%	-1.9%	-2.0%	-6.0%	-19.2%	2.2%	-3.6%	6.3%	-2.8%
电视内销量	5127	5520	5277	5387	5340	4835	4082	3926	3816	3808	3670
yoy		7.7%	-4.4%	2.1%	-0.9%	-9.5%	-15.6%	-3.8%	-2.8%	-0.2%	-3.6%
电视内销均价（元）	3365	3066	3430	3121	2808	2717	3361	3090	3495	4119	4438.3
yoy		-8.9%	11.9%	-9.0%	-10.0%	-3.2%	23.7%	-8.1%	13.1%	17.9%	7.8%
电视内销额	1725	1692	1810	1681	1500	1314	1372	1213	1334	1568	1629
yoy		-1.9%	7.0%	-7.1%	-10.8%	-12.4%	4.4%	-11.6%	9.9%	17.6%	3.9%

来源：wind，CEIC，产业在线，国家统计局，国金证券研究所测算

3. 投资建议与估值

24 年家电社零维持高增，25 年国补刺激下内销高景气延续可期，我们建议以白电、黑电为主要布局方向，白电“业绩稳健+高股息”的优势凸显，黑电则在“大尺寸+新技术”拉动下持续优化出货结构，建议关注以下主线：1) 业绩稳健+高股息回报的白电龙头，2) 具备高业绩弹性的黑电龙头，推荐海信视像、TCL 电子，建议关注美的集团、格力电器、海尔智家、海信家电。

4. 风险提示

海内外需求波动的风险：供给端新品推新力度不足、叠加下游需求在宏观环境影响下转弱，行业有可能出现增长不及预期甚至下滑的风险，进而影响上市公司的盈利状况。

行业竞争加剧：若行业发生价格战等情况，或对公司经营情况产生负面影响，进而影响公司利润水平。

汇率波动风险：汇率的大幅波动会导致公司产生汇兑损益变动与外销毛利率变动，进而影响公司利润水平。

关税风险：当前全球宏观经济环境复杂，如果海外国家关税政策出现变化，会对我国出口企业利润产生一定影响。

原材料价格波动风险：如果未来原材料价格出现大幅波动，可能导致企业的毛利率出现大幅波动，对企业的盈利能力造成不利影响。



行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究