

政策效果显著，稳健向好可期

——家电以旧换新政策专题

分析师：吴东炬

E-mail: wudongju@yongxingsec.com SAC编号：S1760524060001



主要观点

- 受以旧换新政策拉动，24年8月以来家电终端销售迎来明显增长，同时终端向好已逐步向企业出货端传导，随着政策效果持续显现，预计24Q4家电板块业绩将迎来改善。
- 展望未来，预计25年家电板块基本面向好趋势不变：第一，内销方面财政部表示支持推动房地产市场止跌回稳，并将激发消费潜能、扩大国内需求，明年消费政策有望继续出台；第二，北美需求有望改善、新兴市场需求或继续释放，明年出口有望保持韧性。
- 家电板块建议关注：海尔智家、美的集团、格力电器、华帝股份、老板电器、石头科技、飞科电器。
- 风险提示：国内政策不及预期、海外需求不及预期、关税/汇率/运费不及预期。

目录/Contents

01

补贴政策落地，拉动作用显著

02

业绩改善可期，政策或将延续

03

明年出口有望保持韧性

04

投资建议

05

风险提示

- 7月24日，国家发改委、财政部印发《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》，安排3000亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新；
- 其中家电方面，此次政策对空调、冰箱、洗衣机等7类家电产品以及电脑给予以旧换新补贴，其中对二级能效产品补贴15%、一级能效及以上补贴20%，每件补贴不超过2000元；
- 8月开始湖北、浙江等省市率先推进政策落地，目前31个省（区、市）和新疆生产建设兵团均已启动家电以旧换新加力支持政策、制定与中央政策相衔接的实施方案（据新京报）；

- 以旧换新政策发布之后，消费者关注度较高，根据奥维云网，政策激发了近90%消费者的换新想法，从小红书10月10日近30天搜索热词来看，家电以旧换新补贴以及地方补贴搜索热度较高；

图1:以旧换新政策激发近9成消费者换新想法



资料来源：奥维云网，甬兴证券研究所

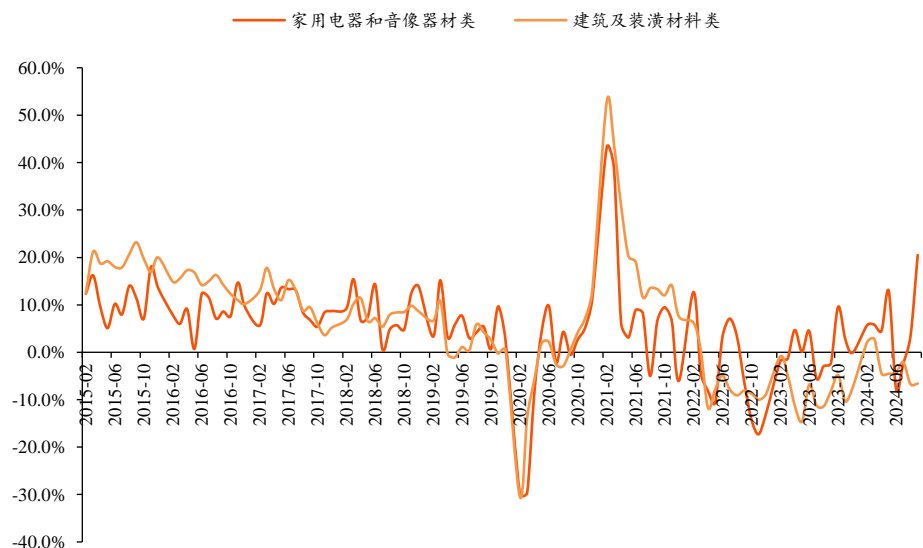
图2:家电“以旧换新”小红书相关搜索热词



资料来源：奥维云网，甬兴证券研究所

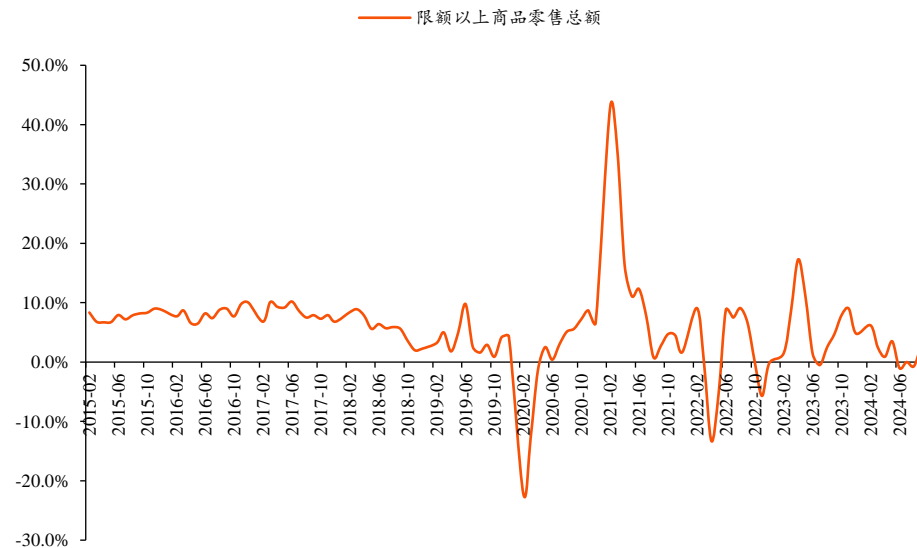
- 政策效果逐步显现，根据商务部，截至10月15日，2066.7万名消费者申请，1013.4万名消费者购买8大类家电产品1462.4万台，享受131.7亿元中央补贴，带动销售690.9亿元（据新京报援引自商务部信息）；
- 在政策拉动下，根据国家统计局，9月限额以上家用电器和音像器材类销售额同比增长20.5%，增速环比上月提升17.1个百分点，1-9月限额以上家用电器和音像器材类销售额累计增长4.4%；同时商品销售整体也有改善，9月限额以上商品零售总额同比增长2.8%、增速环比上月提升3.5个百分点；

图3: 9月限额以上家用电器和音像器材类销售额同比增长20.5%



资料来源: Wind, 国家统计局, 甬兴证券研究所

图4: 9月限额以上商品零售总额同比增长2.8%



资料来源: Wind, 国家统计局, 甬兴证券研究所

- 根据奥维云网，政策出台之前国内家电总体表现相对低迷，2024Q1、Q2中国家电市场（不含3C）全渠道零售额同比增速分别为4.3%、-8.5%，其中2024Q2承压明显，2024Q3中国家电市场（不含3C）全渠道零售额同比增速提升至7.5%，其中24年7/8/9月增速分别为-9.2%、3.7%、28.6%，7月增速与二季度较为接近，在各地陆续落实政策之后，8-9月迎来加速改善趋势。

图5:2024Q3中国家电市场（不含3C）全渠道零售额同比增速提升至7.5%



资料来源：奥维云网，甬兴证券研究所

- 分地区来看，根据奥维云网监测口径，2024年8-9月，全国有14个地区实现彩电、空调、冰箱冰柜、洗（干）衣机、油烟机、燃气灶、热水器7大品类合计零售额同比增长30%以上，其中江西、云南、内蒙古、天津、贵州24年8-9月增速排名全国前五，广东、河南、浙江、湖北、吉林、安徽24年8-9月增速排名全国后五名。

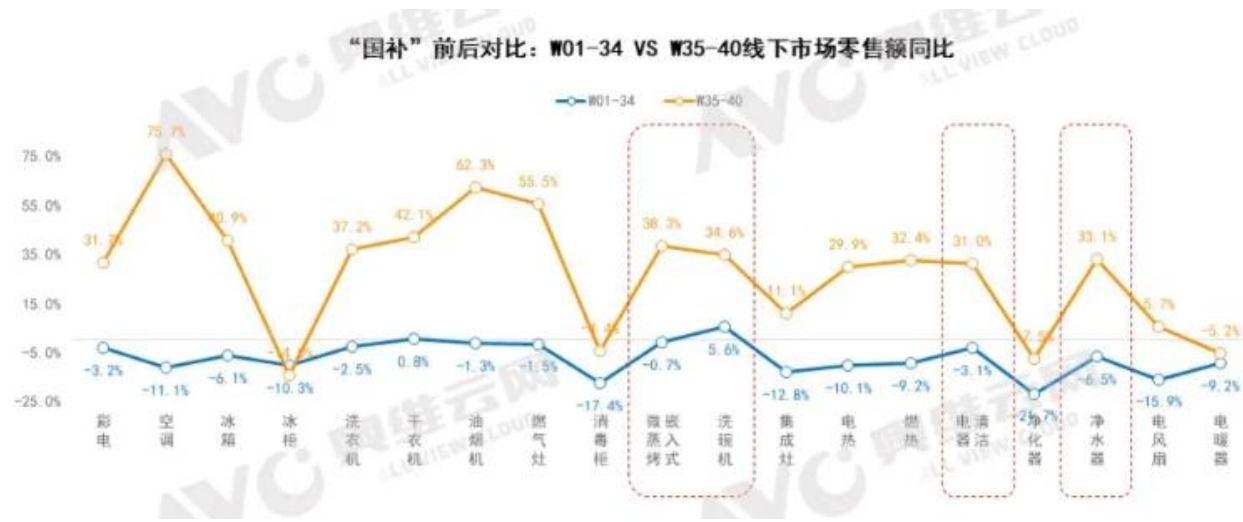
图6:各地区1-7月与8-9月七大品类合计零售额同比增长情况



资料来源：奥维云网，甬兴证券研究所

- 具体品类来看，政策之前7大品类线下均呈下滑态势，根据奥维云网，24年1-34周（1月1日-8月25日）空调/冰箱/洗衣机/彩电/油烟机/燃气灶/燃气热水器线下零售额同比增速分别为-11.1%/-6.1%/-2.5%/-3.2%/-1.3%/-1.5%/-9.2%；24年35-40周（8月26日-10月6日）线下零售额同比增速分别为75.7%/40.9%/37.2%/31.7%/62.3%/55.5%/32.4%，其中空调改善最为明显、24年35-40周其线下零售额增速较1-34周提升86.8个百分点，其次是油烟机，24年35-40周其线下零售额增速较1-34周提升63.6个百分点。

图7: 24年1-34周与35-40周各品类线下零售额增长情况对比



资料来源：奥维云网，甬兴证券研究所

- 从线上渠道来看，政策对空调拉动最为明显、24年9月空调线上零售额同比增长81.6%，此外，油烟机、燃气灶两大品类9月线上零售额均实现50%以上增长；
- 具体来看，根据奥维云网线上数据，大家电方面，9月当月空调/冰箱/洗衣机/彩电零售额同比分别增长81.6%/45.0%/27.4%/38.3%，1-9月累计零售额同比增速分别为6.3%/6.2%/7.3%/8.9%，厨卫方面，9月油烟机/燃气灶/燃气热水器零售额同比分别增长53.9%/52.2%/43.0%，1-9月累计零售额同比增速分别为4.2%/7.9%/4.0%；9月单月上述品类线上渠道表现均明显好于1-9月累计情况，政策效果显著；

图8:9月各品类线上零售额及其同比增速



资料来源：奥维云网，甬兴证券研究所

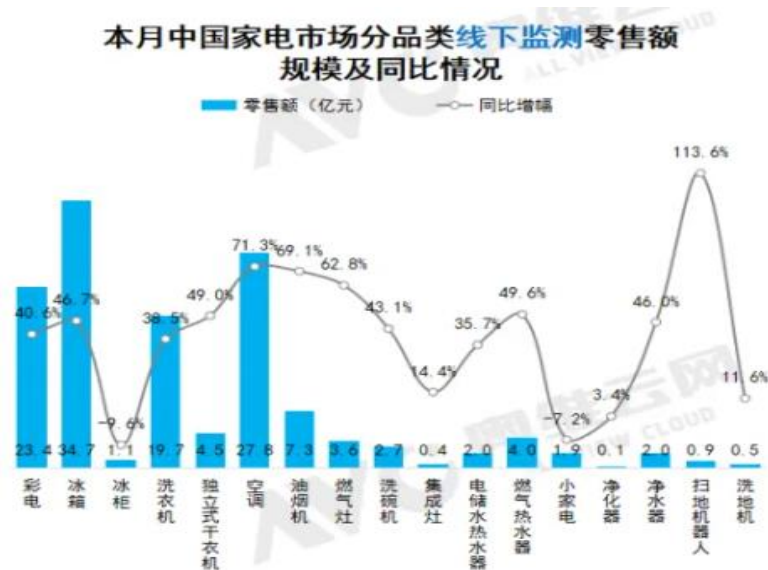
图9:1-9月各品类线上零售额及其同比增速



资料来源：奥维云网，甬兴证券研究所

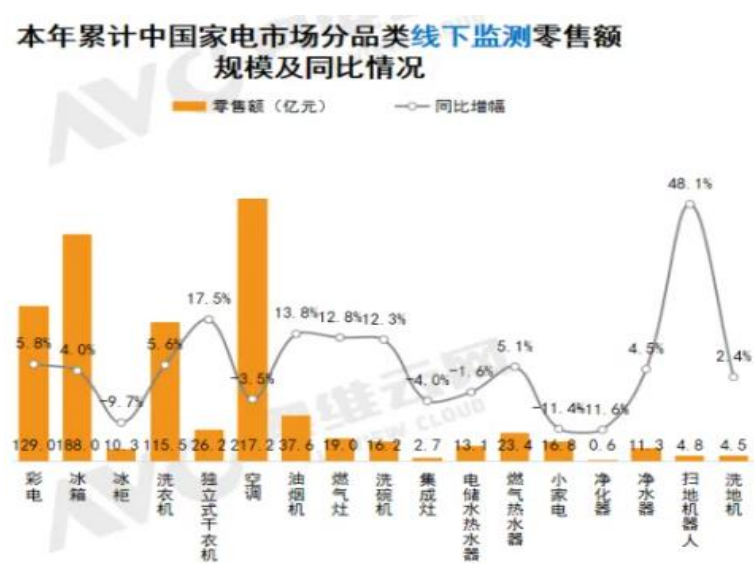
- 从线下渠道来看，政策同样对空调拉动最为明显、24年9月空调线下零售额同比增长71.3%，此外，油烟机、燃气灶24年9月线下零售额实现60%以上增长；
- 具体来看，根据奥维云网线下数据，大家电方面，9月当月空调/冰箱/洗衣机/彩电零售额同比分别增长71.3%/46.7%/38.5%/40.6%，1-9月累计零售额同比增速分别为-3.5%/4.0%/5.6%/5.8%，厨卫方面，9月油烟机/燃气灶/燃气热水器零售额同比分别增长69.1%/62.8%/49.6%，1-9月累计零售额同比增速分别为13.8%/12.8%/5.1%；同样，9月上述品类线下渠道表现均明显好于1-9月累计情况，显示政策较好的作用；

图10:9月各品类线下零售额及其同比增速



资料来源：奥维云网，甬兴证券研究所

图11:1-9月各品类线下零售额及其同比增速



资料来源：奥维云网，甬兴证券研究所

- 由于此次补贴是按照产品销售价格补贴15%/20%，政策推动产品结构明显改善，根据奥维云网，线上渠道，大家电方面，9月空调/冰箱/洗衣机/彩电均价同比分别上涨3.0%/7.4%/2.8%/15.8%，1-9月累计均价涨幅分别为-4.6%/1.3%/-3.7%/12.0%，厨卫方面，9月油烟机/燃气灶/燃气热水器均价同比分别上涨1.8%/-8.7%/3.8%，1-9月累计均价涨幅分别为0.6%/-7.1%/-3.5%。

图12:9月各品类线上均价及其同比增速



资料来源：奥维云网，甬兴证券研究所

图13: 1-9月各品类线上均价及其同比增速



资料来源：奥维云网，甬兴证券研究所

- 线下渠道，根据奥维云网，大家电方面，9月空调/冰箱/洗衣机/彩电均价同比分别上涨5.4%/14.0%/19.3%/29.7%，1-9月累计均价涨幅分别为-0.9%/6.9%/4.8%/15.1%，厨卫方面，9月油烟机/燃气灶/燃气热水器均价同比分别上涨8.8%/16.6%/5.9%，1-9月累计均价涨幅分别为4.2%/5.4%/1.0%。

图14: 9月各品类线下均价及其同比增速



资料来源：奥维云网，甬兴证券研究所

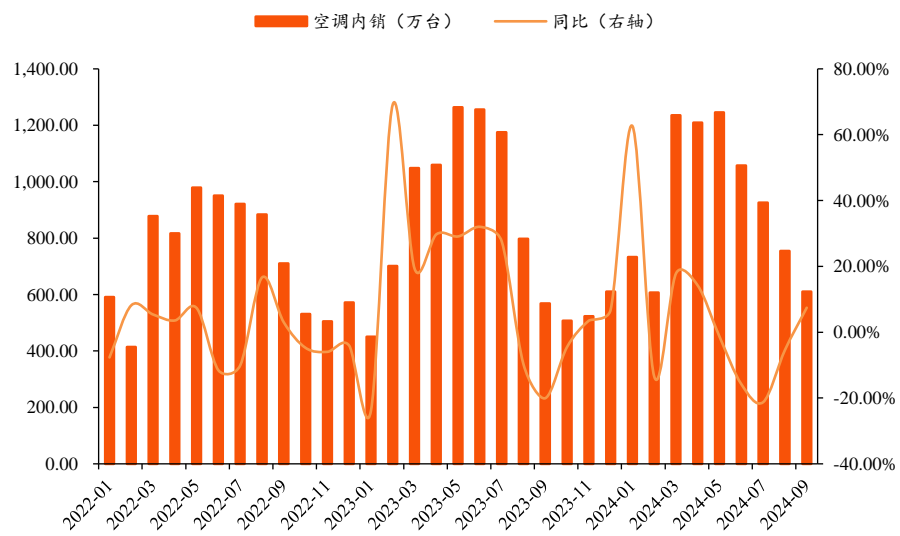
图15: 1-9月各品类线下均价及其同比增速



资料来源：奥维云网，甬兴证券研究所

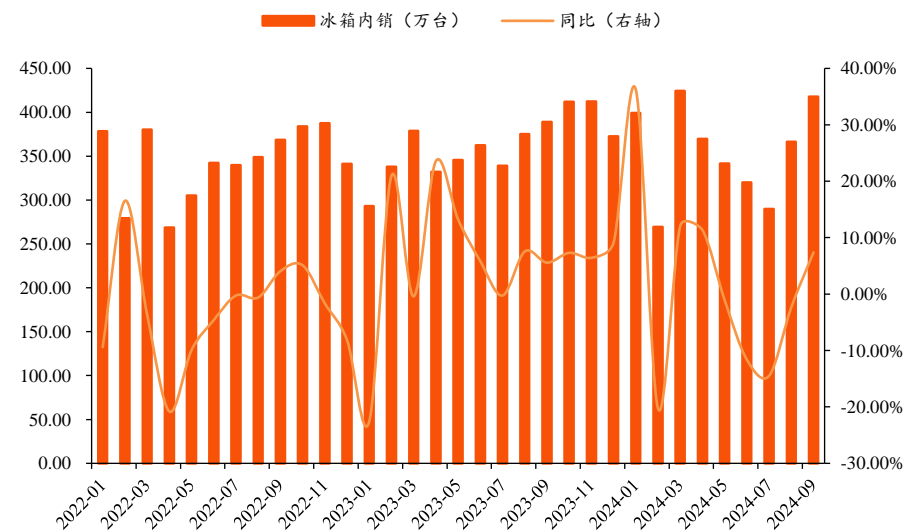
- 随着政策刺激终端需求大幅改善，政策开始逐步传导至企业出货层面，9月空调、冰箱内销出货迎来改善，根据产业在线，9月空调行业内销出货610万台、同比增长7.4%，冰箱行业内销出货418万台、同比增长7.4%，9月空调冰箱内销出货增速环比8月分别提升12.8、9.7个百分点。

图16: 9月空调行业内销出货同比增长7.4%



资料来源：产业在线，甬兴证券研究所

图17: 9月冰箱行业内销出货同比增长7.4%



资料来源：产业在线，甬兴证券研究所

- 此外，排产口径也显示出企业端对后市展望乐观，根据产业在线，24年10-12月空调内销排产较去年同期内销实绩分别增长5.2%、18.5%、21.0%，24年10-12月冰箱内销排产较去年同期内销实绩分别增长15.1%、13.5%、18.1%，空调、冰箱内销排产增长情况环比三季度均有较好改善。

图18: 24年10-12月空调内销排产情况 (万台)



资料来源：产业在线，甬兴证券研究所

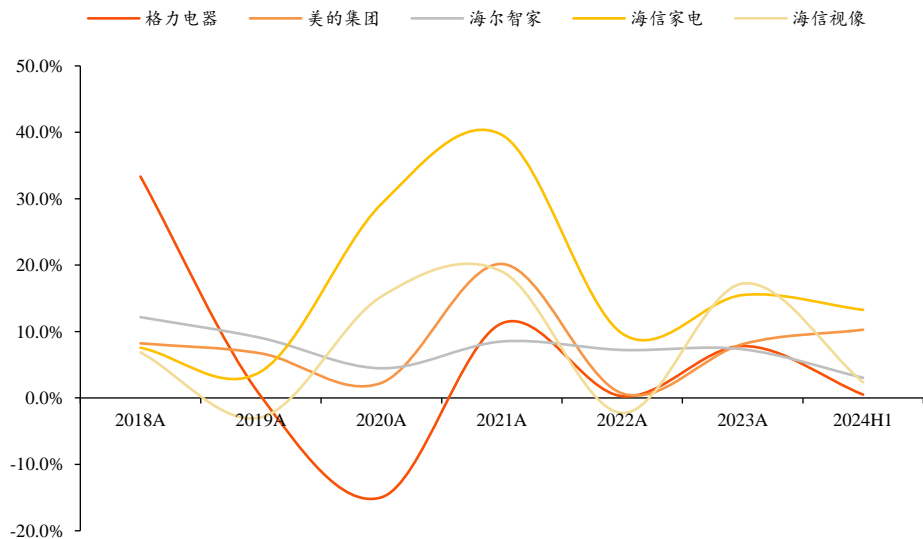
图19: 24年10-12月冰箱内销排产情况 (万台)



资料来源：产业在线，甬兴证券研究所

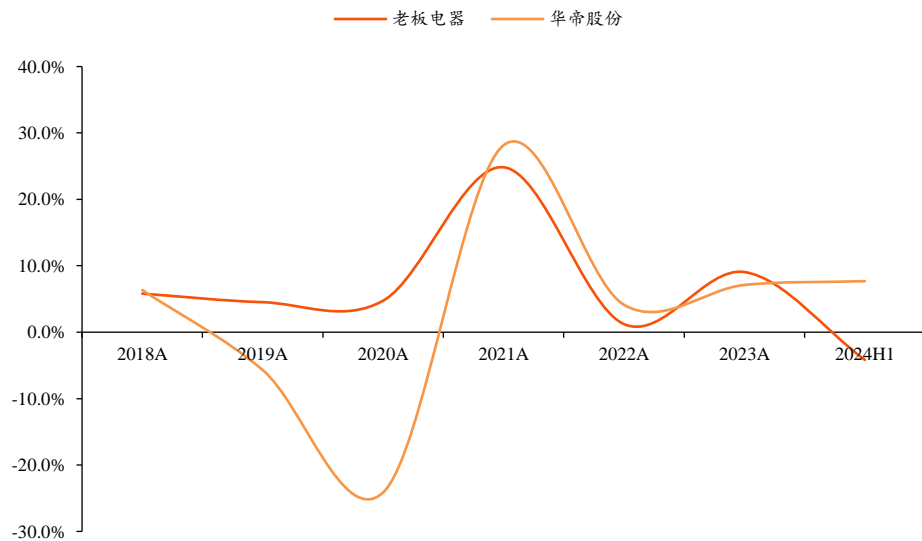
- 随着家电终端销售的持续向好，上市公司业绩也将随之迎来改善，产业在线数据显示24年9月空调冰箱企业端内销出货已较8月下月有所改善并实现高个位数增长，同时24年10-12月空调冰箱内销排产也给出持续改善指引，综上，预计2024Q4以及2025年家电板块上市公司业绩有望迎来改善。

图20:大家电龙头公司营收增速表现



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图21:厨电龙头公司营收增速表现

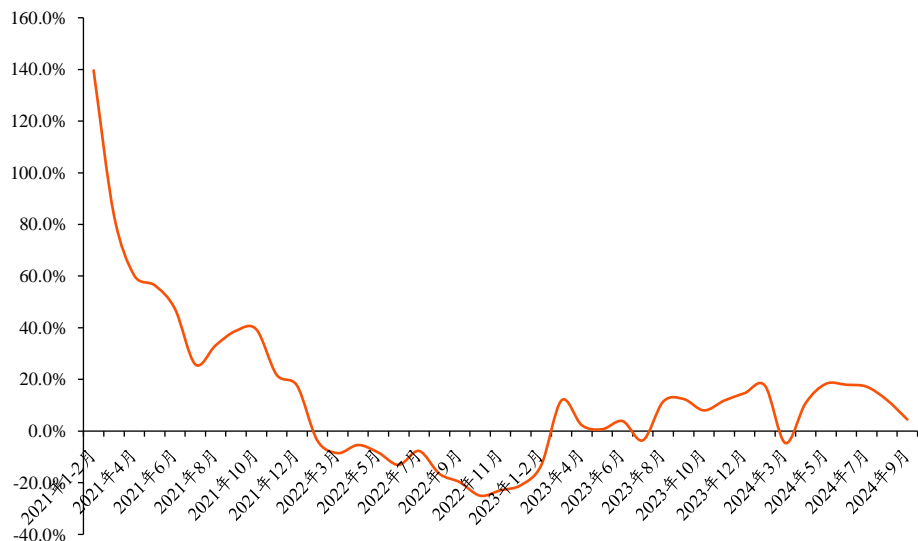


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

- 此轮消费品以旧换新政策将于24年底结束，根据发改委、财政部《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》，截至2024年12月31日未用完的中央下达资金额度收回中央；
- 展望未来，25年消费刺激政策有望继续出台。根据24年10月12日财政部发布会，一方面，财政部将叠加运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具，支持推动房地产市场止跌回稳，地产市场改善有望为家电行业提供较好支撑。另一方面，下一步财政部将继续坚持精准施策、靶向发力，优化基础性政策机制安排，改善居民收入预期，激发消费潜能；用好专项资金、贷款贴息等工具，完善商贸流通体系，改善消费环境；发挥政府债券牵引作用，带动有效投资，扩大国内需求；综上，25年家电等消费品刺激政策有望继续出台。

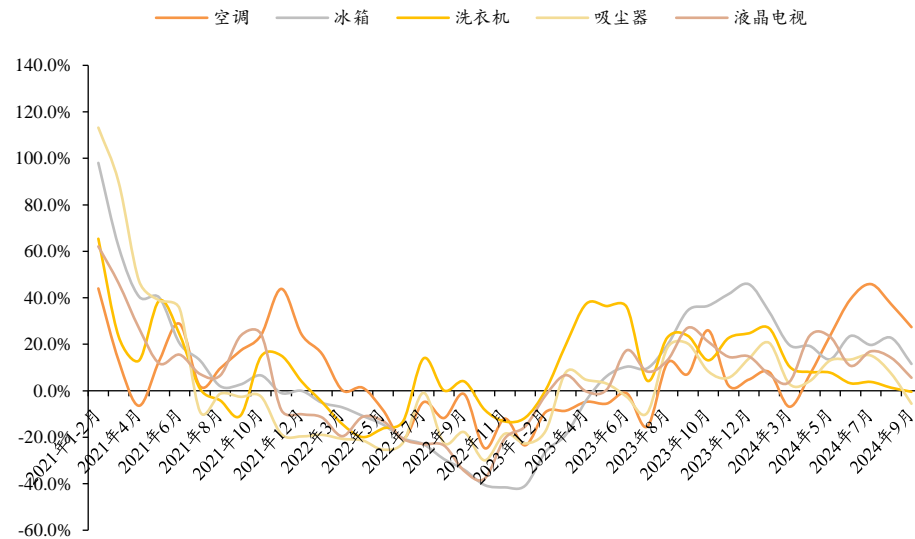
- 此外，从出口方面来看，近期家电出口增长有所放缓，但依旧保持个位数稳健增长，展望明年，预计家电出口将依旧保持韧性；
- 根据海关总署，24年9月家电整体出口实现收入85.6亿美元，同比增长4.5%，较2024年4-8月份的两位数增长有所放缓；累计来看，24年1-9月家电整体出口实现收入752.7亿美元，同比增长11.8%；

图22: 9月家电整体出口实现收入85.6亿美元，同比增长4.5%



资料来源: iFinD, 海关总署, 甬兴证券研究所

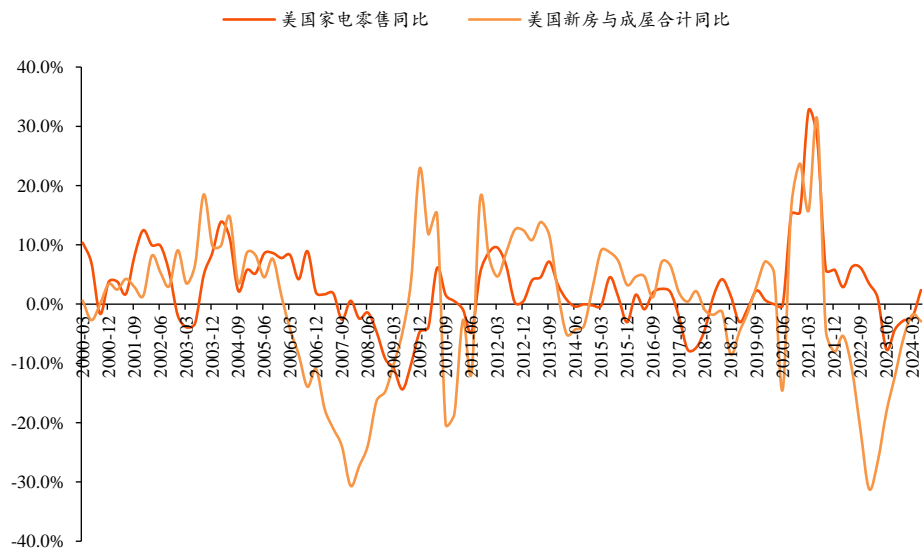
图23: 主要家电品类出口增长情况



资料来源: iFinD, 海关总署, 甬兴证券研究所

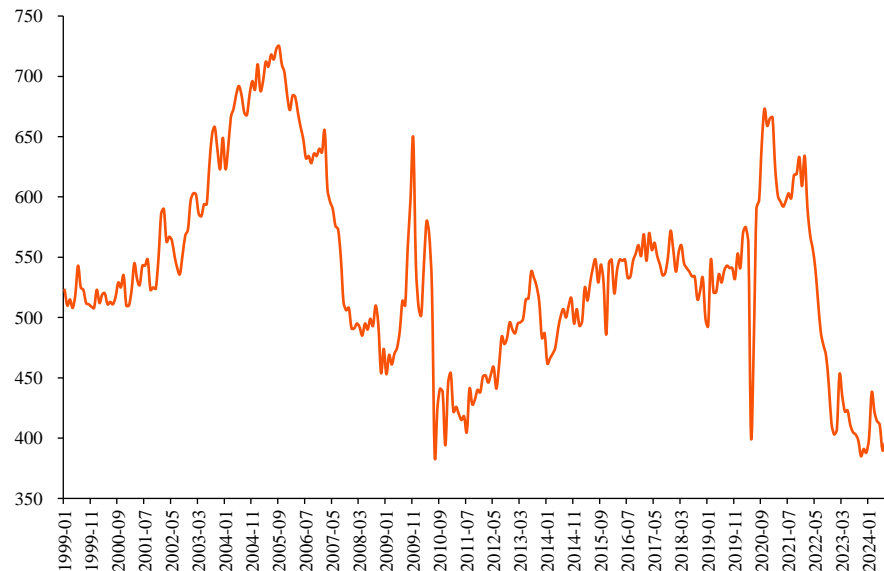
- 通过对比2000年以来美国家电零售、新房与成屋销售，美国家电与地产之间存在一定相关度。
- 近年来美国地产销售持续低迷，美国成屋销售折年数从20年10月673万套降至24年9月384万套，降幅42.94%，而2010年以来美国成屋折年数均值为507万台，当前成屋销售低于均值24.24%，美国地产低迷主要是受加息影响，21年以来美国持续加息，美国30年期抵押贷款固定利率从此前2.65%一度上升至7.79%，压制美国地产；而近期美联储降息周期打开，24年9月18日美联储宣布将利率下调50BP至4.75%-5.00%，为20年3月以来首次降息，预计美国30年期抵押贷款固定利率也将随之下降，有望带动美国新房住宅与成屋销售迎来改善，提振美国家电需求，进而为中国家电出口提供一定支撑；

图24:美国家电与地产具备一定相关性



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

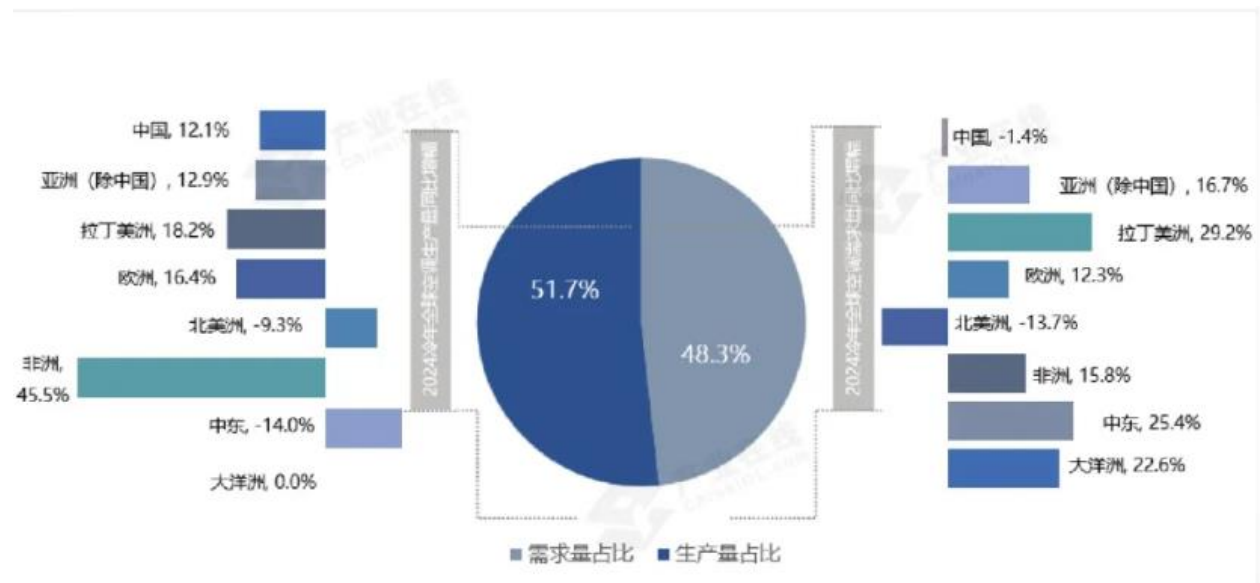
图25: 24年9月美国成屋销售已降至较低水平(万套)



资料来源: iFinD, 甬兴证券研究所

- 此外，新兴市场也有望为出口提供助力。2024冷年全球新兴市场空调需求增长明显，根据产业在线，2024冷年亚洲（不含中国）、中东地区、非洲、拉美地区空调销量同比分别增长16.7%、25.4%、15.8%、29.2%。展望明年，新兴市场特别是东南亚和拉美地区的快速增长潜力有望为中国空调出口持续提供增长点。
- 整体来看，在北美需求有望提振、新兴市场需求有望继续释放带动下，预计明年家电出口依旧保持韧性。

图26:2024冷年全球新兴市场空调需求增长明显



资料来源：产业在线，甬兴证券研究所

投资建议

- 受以旧换新政策拉动，24年8月以来家电终端销售迎来明显增长，同时终端向好已逐步向企业出货端传导，随着政策效果持续显现，预计24Q4家电板块业绩将迎来改善。
- 展望未来，预计25年家电板块基本面向好趋势不变：第一，内销方面财政部表示支持推动房地产市场止跌回稳，并将激发消费潜能、扩大国内需求，明年消费政策有望继续出台；第二，北美需求有望改善、新兴市场需求或继续释放，明年出口有望保持韧性。
- 家电板块建议关注：海尔智家、美的集团、格力电器、华帝股份、老板电器、石头科技、飞科电器。

风险提示

- 国内政策不及预期：若明年消费支持政策不及预期，则会导致家电终端需求减弱，进而影响家电板块上市公司业绩；
- 海外需求不及预期：若明年北美、新兴市场等海外地区经济增长放缓、需求不及预期，则会影响家电整体出口表现；
- 关税、汇率、运费不及预期：若明年海外国家关税、人民币汇率、海运费表现不及预期，则会影响家电出口规模以及盈利水平。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	买入	股价表现将强于基准指数20%以上
	增持	股价表现将强于基准指数5-20%
	中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
	减持	股价表现将弱于基准指数5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
	中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
	减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司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。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。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。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、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，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，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、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或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。