

家电行业 2025 年度投资策略

内外双韧，补贴出口延续下的白银一年

- 2024 是家电板块黄金一年，在防守胜出基础上，2025 我们更关注在对内以旧换新补贴延续、出口链调整后的有效增长及在 24 年承压改善的赛道机会。
- 复盘：防守胜出，以旧换新提振行业景气。**年初至今中信家电板块涨幅 25.0%，跑赢沪深 300 指数 10.0pcts，位列涨跌前三且大消费居首，如以 9 月下旬为界则前期更优。政策加码下的行业高景气度是板块走强的核心驱动，叠加年内市场风格更加偏好防守红利策略下的核心资产。一方面家电龙头资产具备兼具业绩确定性与高股息率的稀缺性，以日本验证在消费偏弱背景下防守属性凸显；另一方面优势寡头格局下现金流也更加健康保障经营稳健性。
- 政策补贴探讨：**本轮补贴行至中程，相较于上轮 09 年家电补贴规律，可分纯估值期、产业验证期、财报验证期三阶段。本轮自 725 中央补贴文件落地至 9 月初，与 09 年 5-7 月节奏相似即纯估值预期驱动，板块波动最终与沪深 300 趋同，缺乏验证锚点；09 年 8-10 月为产业验证期，空冰洗内销高增使板块具备独立行情，与 24 年 9 月初以来相似，以 8 月湖北、9 月上旬各省普及为节点，同样家电板块于 9 月上旬走出独立行情；09 年 Q3 财报高增使补贴验证闭环，本轮需至 24Q4 落地业绩兑现。09 年底三轮验证后格美海 PE(TTM)达 23/36/34 倍，即将后续两三年政策增量预期打满。因此当下探讨补贴二期成为板块后续驱动力。11 月上旬《货币政策报告》、财政部积极表态扩大消费品以旧换新，对明年是否补贴预期基本定调。**若补贴延续，则对补贴力度情景假设具备预研意义。**24H2 以 400 亿补贴测算撬动零售额 4211 亿元，社零增量有望突破 900 亿级别。按中性二期假设后续补贴持续 2 年，年化补贴额 800 亿，则 26 年国内家电社零较 23 年 CAGR 约 10%，其他口径增速均高于此值，这一期待在二期补贴规模正式落地时于板块估值上应有提前体现。
- 海外：新兴增量凸显，家电韧性极强。**2020 年以来家电外销周期历经订单国内集中→运输吃紧堆高→22Q3 到达港高位去库→23H2 低位温和补库，其库存周期波动不可复制。至 24H1 出口高增 12.3%，去除基数 3.4pcts 影响，实增可观。**且真实增量以新兴为主：**24H1 白电出口北美占比仅 14%，而以 24H1 出口增量贡献看，北美仅贡献了 7%，南美/拉美、亚洲、欧洲、非洲等才是 5 年来持续增量主力。由此判断中国家电出口中期可保持 5-8%级别增速。面对特朗普大选落地加征关税担忧，中国家电以“不能、不值、不惧”可称中国出海最具供给壁垒的产业，体现极强韧性：**1) 不能：**美国难以剥离中国系供给，23 年北美空冰洗剩产能仅 0.3%/5.6%/4.8%，大半白电依赖进口，中泰越联合在美进口份额近十年不降反增保持 90%+。**2) 不值：**美国家电产业微末，本地投产回本盈利艰难，拆解美国 GDP 中家电制造业占比估算低于 0.1%。**3) 不惧：**加关税类比上游涨价传导，寡头价值传递能力已于 18-19 年验证，大部分家电龙头中产美销比例有限，高美国权重则筛选品牌价值传递强的龙头。
- 工具行业：降息拉动美国地产及工具需求修复。**美国地产 24 年初以来修复，24 年 9 月美国成屋销量同比-4%、降幅较 23 年同期收窄 12%，工具作为地产后周期品类，有望进入新景气周期。成屋销量与抵押贷款利率呈明显负相关性，当前再贷款利率锁定效应未打破，成屋销量增速仍未转正。伴随后续美联储降息，有望打开再融资贷款利率锁定效应，驱动成屋销量及工具需求复苏增长。
- 电动两轮车：政策扰动消除，低基数释放高增弹性。**国标政策切换及门店抽检影响，雅迪爱玛 24 年增长基数较低；雅迪 24H1 销量同比下滑 22%，爱玛前三季度营收同比增长 0.1%。24Q4 产品认证切换过程中短期渠道库存低位，预计 25 年初将释放补库需求。25 年伴随新国标落地执行，供给侧政策监管清晰后，短期扰动结束，新标产品补充带来需求修复。需求端伴随以旧换新刺激政策若延续，有望刺激换车需求增长，释放低基数下增长弹性。叠加供给出清加速龙头集中，及渠道利润向品牌集中趋势，预期 25 年有龙头利润修复契机。
- 风险提示：**终端需求、补贴力度不及预期，国际关系大幅变化，汇兑波动影响。

推荐 (维持)

华创证券研究所

证券分析师：秦一超

邮箱：qinyichao@hcyjs.com
执业编号：S0360520100002

证券分析师：田思琦

邮箱：tiansiqi@hcyjs.com
执业编号：S0360522090002

证券分析师：樊翼辰

邮箱：fanyichen@hcyjs.com
执业编号：S0360523080004

证券分析师：杨家琛

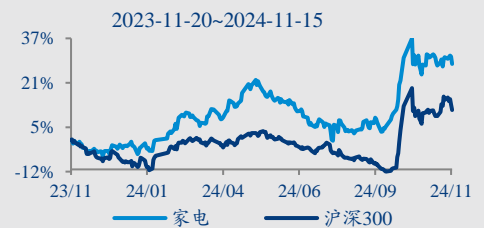
邮箱：yangjiachen@hcyjs.com
执业编号：S0360524070005

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	80	0.01
总市值(亿元)	18,701.51	1.91
流通市值(亿元)	16,502.72	2.13

相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现		0.5%	5.2%	29.1%
相对表现		-2.5%	-4.2%	19.0%



相关研究报告

- 《家电行业周报 (20241111-20241115)：国补叠加平台优惠，双十家电销售高增》 2024-11-18
- 《家电行业周报 (20241104-20241108)：降息有望拉动美国地产及工具市场复苏》 2024-11-11
- 《家电行业周报 (20241028-20241101)：家电板块估值上修，行业涨幅排名靠前》 2024-11-06

投资主题

报告亮点

本次报告系统性复盘了年内家电高光的原因与节奏，尤其对以旧换新的复盘推演与今年对应节点印证上，形成了连贯性研究和闭环验证。针对市场关注的补贴后续可能性，我们以溢出式研究的方式给出不同情景下的规模释放，以待政策规模落地后的市场反应。同时针对美国关税担忧，明确拆解既有出口增量的真实来源，由此证明以新兴市场带动的真实增量将保障家电出口的中期支撑。并针对中美家电贸易重申“不能、不值、不惧”的产业状态。也梳理了在 2024 年未受益（甚至承压低位）但有望在 2025 年明显拐点修复的电动工具和电动两轮车赛道逻辑。

投资逻辑

在 24 年家电板块黄金大年背景下，我们分别以内销中央财政补贴信号明确加大支持、外销新兴区域增量确定以及中小赛道低基数条件下寻找 25 年投资机遇。

- **内销：以旧换新复盘及补贴延续。** 复盘对比上轮 09 年家电补贴规律，可分纯估值期、产业验证期、财报验证期三阶段。本轮家电板块已于 9 月上旬走出产业验证独立行情，需至 24Q4 落地业绩兑现。11 月上旬《货币政策报告》、财政部积极表态扩大消费品以旧换新，对明年是否补贴预期基本定调。若补贴延续，按中性二期假设后续补贴持续 2 年，年化补贴额 800 亿，则 26 年国内家电社零较 23 年 CAGR 约 10%，其他口径增速均高于此值，落地时板块估值应有提前体现。
- **外销：新兴增量凸显。** 24H1 家电出口高增 12.3%，北美补库低基数影响仅 3.4pcts，实际增量以新兴市场为主。24H1 白电出口增速中北美仅 7%，南美/拉美、亚洲、非洲才是增量主力。面对特朗普大选落地加征关税担忧，中国家电“不能、不值、不惧”可称中国出海最具供给壁垒的产业，由此判断中国家电出口中期可保持 5-8% 增速。
- **工具行业：降息拉动美国地产及工具需求修复。** 美国地产 24 年初以来修复，工具作为地产后周期品类，有望进入新景气周期。伴随后续美联储降息，有望打开再融资贷款利率锁定效应，驱动成屋销量及工具需求。
- **电动两轮车：政策扰动消除，低基数释放高增弹性。** 国标政策切换及门店抽检影响，雅迪爱玛 24 年增长基数较低；25 年伴随新国标落地执行，供给侧政策监管清晰后带来需求修复。叠加供给出清加速龙头集中，及渠道利润向品牌集中趋势，预期 25 年有龙头利润修复契机。

目 录

一、 24 年板块回顾与思考	6
(一) 以旧换新提振行业景气，家电板块涨幅居前	6
(二) 龙头稳健与产销预期偏差下的行情归因	7
1、 防守属性凸显的家电胜手	7
2、 优势寡头格局下的现金流保障	9
二、 政策补贴探讨	10
(一) 今年补贴复盘	10
(二) 2025 年内销的情景假设	12
三、 海外：新兴增量凸显，家电韧性极强	18
(一) 家电出口高增，新兴区域贡献居首	18
(二) 家电为中国出海优势产业，美国关税影响有限	20
(三) 工具行业：降息拉动美国地产及工具需求修复	24
四、 电动两轮车：政策扰动消除，低基数释放高增弹性	26
五、 风险提示	29

图表目录

图表 1	年初至今家电板块涨幅居前	6
图表 2	家电板块行情走势复盘	7
图表 3	24H1 家电内销在高基数压力下仍有较好增长 (万台)	7
图表 4	主要消费品公司中家电企业财报表现更为稳健	8
图表 5	1991 年后日本耐用品购买意愿显著高于整体消费者信心指数	8
图表 6	日本居民耐用品支出占商品比例持续提升	8
图表 7	消费行业中家电品类 CR3 集中度更高	9
图表 8	白电公司经营现金流净额长期领先其他消费板块 (亿元) (中信指数)	9
图表 9	国内空调排产预期与实际销售同比增速情况对比	10
图表 10	本轮家电政策落地节点及上轮验证节奏对比 (Wind 指数)	10
图表 11	2009 年政策落地初期对应的家电指数及估值	11
图表 12	2024 年政策落地初期对应的家电指数及估值	11
图表 13	国家政策补贴品类的全国线下零售额同比增速	12
图表 14	家电以旧换新补贴已用金额 (亿元)	13
图表 15	家电补贴带动销售金额 (亿元)	13
图表 16	家电补贴后续额度及周期情景假设	13
图表 17	上轮政策期空冰洗三大品类内销量合计变化 (万台)	14
图表 18	上轮政策期间白电销量下行对应的同期龙头股价表现	15
图表 19	销量下滑期间白电企业季度收入增速	15
图表 20	销量下滑期间白电企业季度归母净利润增速	15
图表 21	三大白电需求结构对比 (内: 2009 年, 外: 2022 年)	16
图表 22	2022 年空冰洗及烟机全国保有量按年限拆分测算	16
图表 23	2011-2013 年三大白电品类内销量复合增速	17
图表 24	假设 25 年无补贴, 后续对应家电零售规模及增速测算	17
图表 25	复盘 2020 年以来中国家电外销变化趋势	18
图表 26	分品类出口额同比 (美元口径)	18
图表 27	2024H1 我国白电出口同比增长 14%	19
图表 28	非北美区域白电出口占比持续提升	19
图表 29	欧洲/北美洲白电出口规模 (亿美元)	19
图表 30	亚洲/非洲/拉美/南美白电出口 (亿美元)	19
图表 31	24H1 北美洲白电出口额占比已较小	20
图表 32	24H1 北美洲白电出口额增速贡献仅 7%	20
图表 33	全球白电 2023 年产能分布	20

图表 34	中国白电上游核心部件产量占比全球主导	21
图表 35	中国彩电上游面板产能占比全球 6 成	21
图表 36	中国占美国家电进口比重有所下降	21
图表 37	美国 GDP 中家电相关产业占比极低 (2022)	22
图表 38	2018、2019 海外业务收入增速受部分影响	22
图表 39	2018、2019 海外业务毛利率未受影响	22
图表 40	出口链相关标的受美国业务影响比例估算	23
图表 41	极端假设下公司提价 15%或基本能够抵消关税加征成本 (亿元)	23
图表 42	对于相似商品,海外消费者更倾向于选择知名品牌	24
图表 43	美国工具品类有明显地产后周期属性	24
图表 44	专业级施工及汽修覆盖下游 68%需求场景	25
图表 45	24 年美国成屋/新屋销量开始回暖	25
图表 46	美国成屋销量增速与抵押贷款利率负相关性	25
图表 47	泉峰 23 年受商超库存去化影响	26
图表 48	巨星 23 年受商超库存去化影响	26
图表 49	雅迪控股营收及增速	26
图表 50	爱玛科技营收及增速	26
图表 51	2019 年和 2024 年电动两轮车新国标政策对比	27
图表 52	部分省市电动两轮车以旧换新细则	27
图表 53	行业内仍有接近 600 家企业	28
图表 54	公告入选白名单品牌生产主体数量 (单位:家)	28
图表 55	头部品牌份额仍有提升空间	29

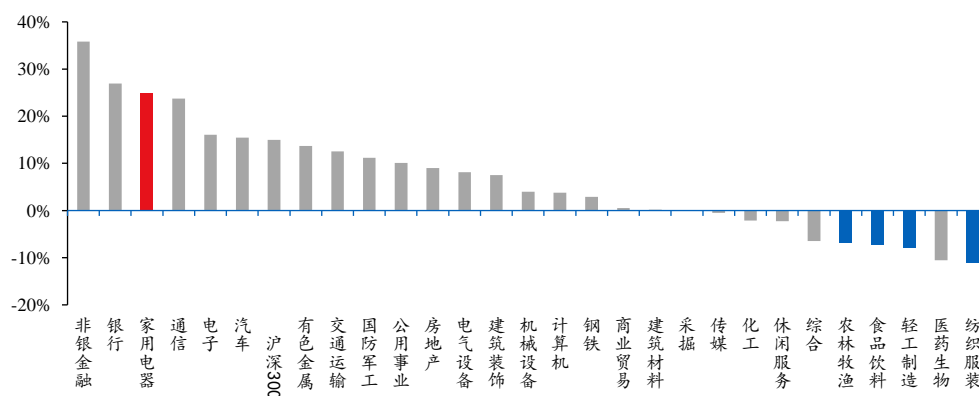
2024 年是家电板块黄金大年，从年初的高股息高红利受益倾向，随后出口链的高增需求及强话语权，到坚挺的各季报优异表现（相对其他消费），历经年中盘整后，725 开启补贴序幕，24H2 如火如荼的以旧换新补贴刺激有目共睹。站在当下时点再看 2025，中央财政明确信号的对补贴规模加大支持、新兴区域市场增量下的出口确定性、以及 24 年内低基数而正处变革调整的中小赛道，均彰显着 2025 年家电仍具较高配置价值，而内销补贴延续逻辑、出口增幅稳定，让我们期待黄金 2024 后的白银 2025。

一、24 年板块回顾与思考

（一）以旧换新提振行业景气，家电板块涨幅居前

年初以来家电涨幅名列前三，居消费板块涨幅首位。年初至今中信家电板块累计涨幅 25.0%，跑赢沪深 300 指数 10.0pcts，在中信行业涨跌幅名列前三，仅次于非银金融与银行板块。若以大消费为范畴则家电涨幅最大，相较商贸/农业/餐饮/轻工/纺服分别跑赢 24.4/31.9/32.2/32.9/36.0pcts，家电板块跑出显著超额收益。

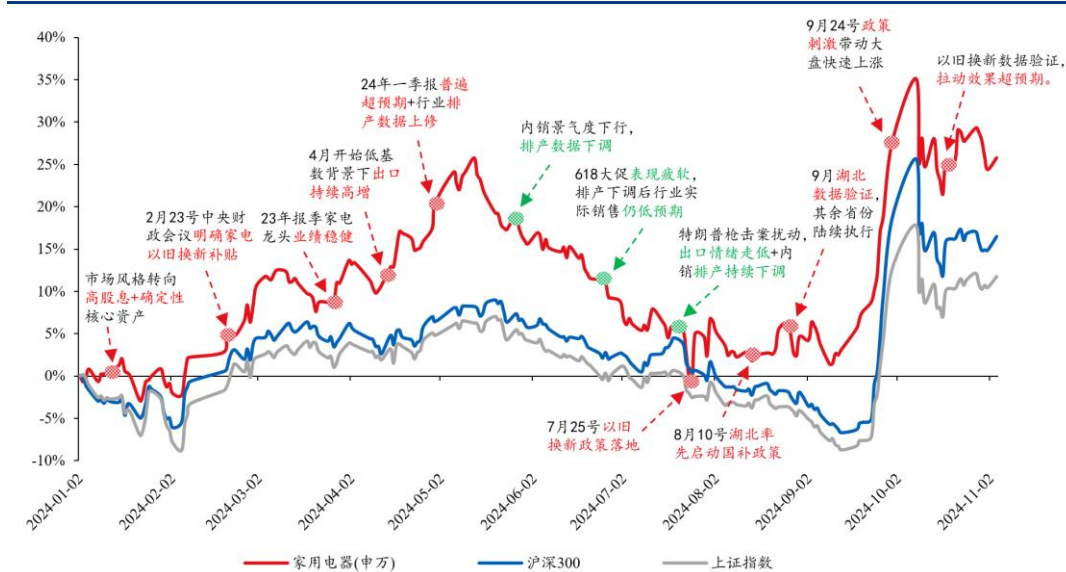
图表 1 年初至今家电板块涨幅居前



资料来源: Wind, 华创证券 注: 时间截至 24 年 11 月 5 号

政策加码下的行业高景气度是板块走强的核心驱动。从全年波动节点看，自年初中央财经会议明确以旧换新补贴起，家电板块表现持续走强。一方面得益于政策拉动下的板块修复估值，另一方面则是龙头业绩稳健与行业排产数据不断上修带来的高景气度，叠加市场风格转换更加偏好红利策略下的核心资产，使得家电板块涨幅大幅领先整体市场，相较沪深 300/上证指数一度跑赢 19.5/17.6pcts。

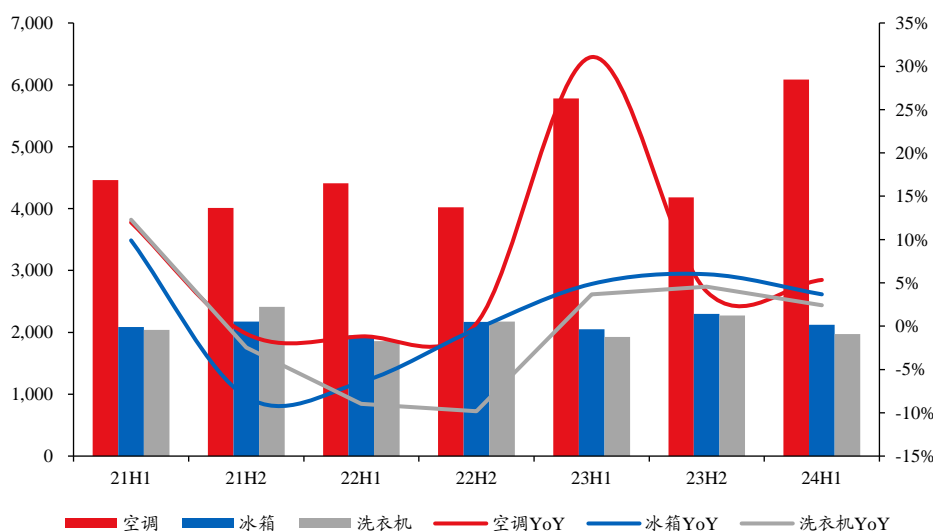
图表 2 家电板块行情走势复盘



资料来源: Wind, 华创证券

行业实际销售良好，同期高基数下空调仍然实现较好增长。以旧换新政策催化不仅拔高了整体行业的排产预期，同时也拉动了各地经销商的备货热情。从产业出货量数据情况看，尽管以空调为代表的白电品类在去年热夏高温因素带动下表现亮眼，但 24H1 同期高基数压力下仍然实现较好增长，空调同比+5.3%且销量达到 6087 万台创近年新高。

图表 3 24H1 家电内销在高基数压力下仍有较好增长（万台）



资料来源: 产业在线, 华创证券

(二) 龙头稳健与产销预期偏差下的行情归因

1、防守属性凸显的家电胜手

财报节点表现稳健，家电企业防守属性凸显。从主要公司财报看，由于宏观消费需求相对偏弱，多数消费品公司 24 年收入业绩均出现明显降速，而部分表现较为坚挺的企业股

息率又相对偏低。家电龙头则在各财报节点持续稳健并未出现明显降幅，作为少数兼具业绩稳健与高股息率的确定性优质资产，在消费板块中防守属性凸显，得到以红利策略风格主导下的市场青睐。

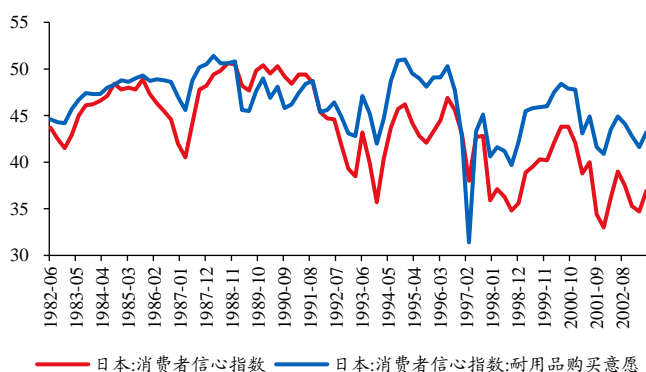
图表 4 主要消费品公司中家电企业财报表现更为稳健

板块	公司	营收 (亿元)		营收 YoY		业绩 (亿元)		业绩 YoY		股息率
		2023	24H1	2023	24H1	2023	24H1	2023	24H1	
家电	格力电器	2,050	1,003	7.8%	0.5%	290	141	18.4%	11.5%	5.4%
	美的集团	3,737	2,181	8.1%	10.3%	337	208	14.1%	14.1%	4.1%
	海信家电	856	486	15.5%	13.3%	28	20	97.7%	34.6%	3.5%
	海尔智家	2,614	1,356	7.3%	3.0%	166	104	12.8%	16.3%	2.7%
其他消费	伊利股份	1,262	599	2.4%	-9.5%	104	75	10.6%	19.4%	4.2%
	欧派家居	228	86	1.3%	-12.8%	30	10	12.9%	-12.6%	4.0%
	泸州老窖	302	169	20.3%	15.8%	132	80	27.8%	13.2%	3.9%
	安井食品	140	75	15.3%	9.4%	15	8	34.2%	9.2%	3.5%
	贵州茅台	1,506	835	18.0%	17.6%	747	417	19.2%	15.9%	3.2%
	五粮液	833	506	12.6%	11.3%	302	191	13.2%	11.9%	3.1%
	青岛啤酒	339	201	5.5%	-7.1%	43	36	15.0%	6.3%	2.9%
	公牛集团	157	84	11.5%	10.5%	39	22	21.4%	22.9%	2.9%
	山西汾酒	319	227	21.8%	19.6%	104	84	28.9%	24.3%	2.1%
	东鹏饮料	113	79	32.4%	44.2%	20	17	41.6%	56.2%	1.8%
海天味业	246	142	-4.1%	9.2%	56	35	-9.2%	11.5%	1.5%	

资料来源: Wind, 华创证券 注: 股息率取 11 月 4 号股价接近 12 个月计算

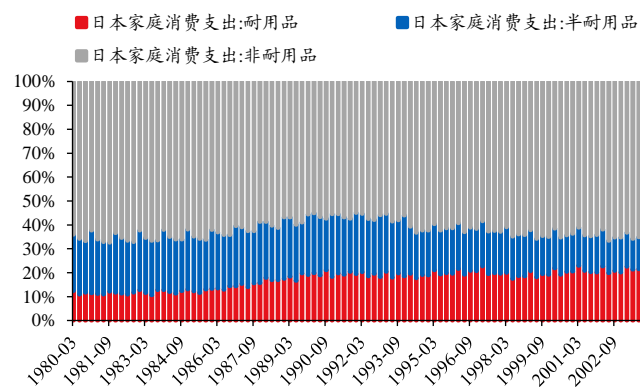
消费相对疲软时期，耐用消费品类表现占优。我们曾在此前的研究中指出，尽管 80 年代-90 年代初日本经济陷入“失去的三十年”，但期间日本耐用消费品的购买意愿显著高于整体消费者信心指数，对应居民耐用品的消费支出占比由 10%持续攀升至 20%，而非耐用、半耐用品的消费支出占比明显收窄。因此短期消费力疲软，耐用消费、刚性消费品的支出或将相对占优，家电兼具消费赛道防守和确定性属性，凸显消费板块配置价值。

图表 5 1991 年后日本耐用品购买意愿显著高于整体消费者信心指数



资料来源: Wind, 华创证券

图表 6 日本居民耐用品支出占商品比例持续提升



资料来源: Wind, 华创证券 (消费支出中还有一项为“服务”，这一图表是去除了软性的服务后，仅看商品维度的支出变化)

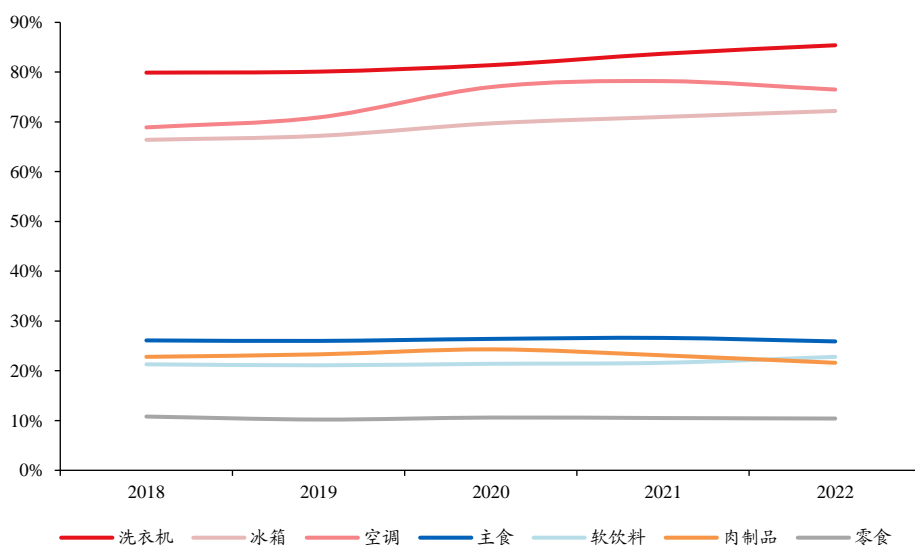
因此，在消费信心疲弱的短期背景下，国内呈现消费降级趋势，多数用户转而更为强调性价比，同时伴随居民富裕财产买向更长使用周期的刚需产品，我们认为以家电为代表的耐用消费品在此期间表现更优。

2、优势寡头格局下的现金流保障

从家电行业属性来看，较为集中的寡头竞争格局使得家电龙头在产业上下游均拥有更强话语权，相较其他消费品企业而言其现金流表现也更加健康，不仅保障了经营业务的稳健性，同时在需求相对承压悲观预期下，龙头也拥有更为稳健的业绩表现。

- **家电核心赛道格局呈寡头化趋势。** 存量竞争下国内家电市场规模较为稳定，以空冰洗为代表的核心品类赛道呈寡头化趋势，CR3 普遍维持在 70%以上，而饮料、零食、肉制品等其他消费赛道 CR3 基本在 25%以下，市场份额较为分散，其对上下游的话语权也相对较弱。

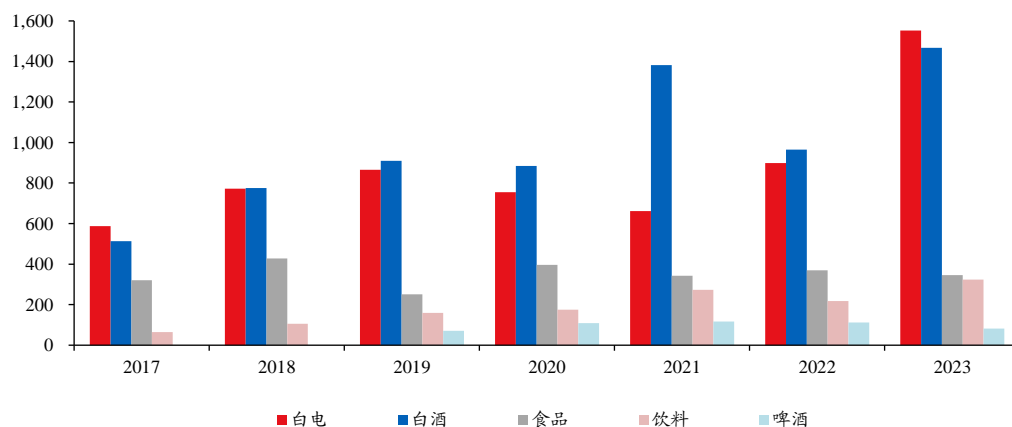
图表 7 消费行业中家电品类 CR3 集中度更高



资料来源: Euromonitor, 华创证券

- **家电经营现金流健康，长期领先大多数消费板块。** 高度集中的行业格局使得龙头对产业链上下游具备更强的资金腾挪能力，企业经营现金流持续健康向好。与其他消费公司相比，白电企业经营现金流净额情况基本与白酒板块相当，并长期大幅领先其他消费板块，家电龙头经营的稳健性得到充分保障。

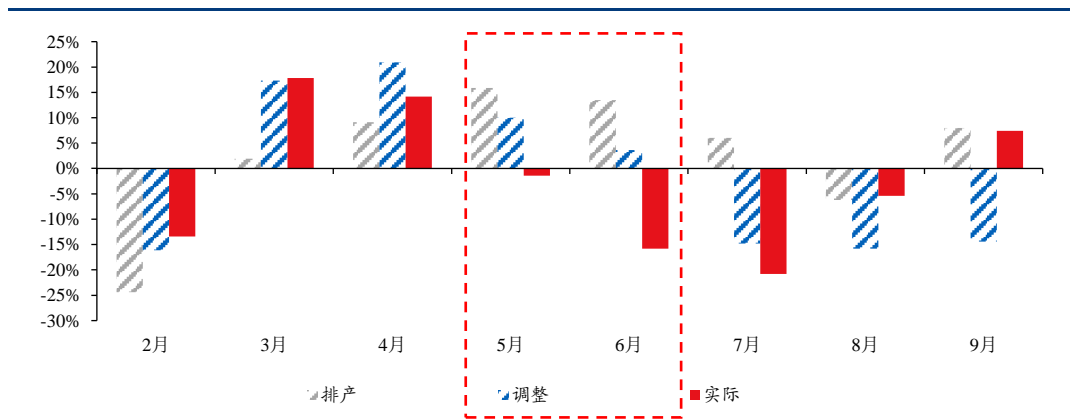
图表 8 白电公司经营现金流净额长期领先其他消费板块（亿元）（中信指数）



资料来源: Wind, 华创证券

值得注意的是，年中板块大幅回落，是为行业过高预期与实际销售落差所致。以空调为例，3-4 月的产销高涨使得市场信心乐观化，尽管 5-6 月预排产数据有所下调但仍然维持正向增长，已远高年初判断，然而期间实际销售情况远低于排产预期。这主要源于热夏刺激下 23 冷年基数偏高，而厂商 24 冷年要求经销在同期基础上做更多增量，生产端提前备货致使表观排产数据虚高。至 6 月实际排产同比增速大幅下修至-15.8%，但终端表现在此基数上仍进一步走弱，因此 5-8 月家电板块出现逾 20% 的大幅回调。

图表 9 国内空调排产预期与实际销售同比增速情况对比



资料来源：产业在线，华创证券

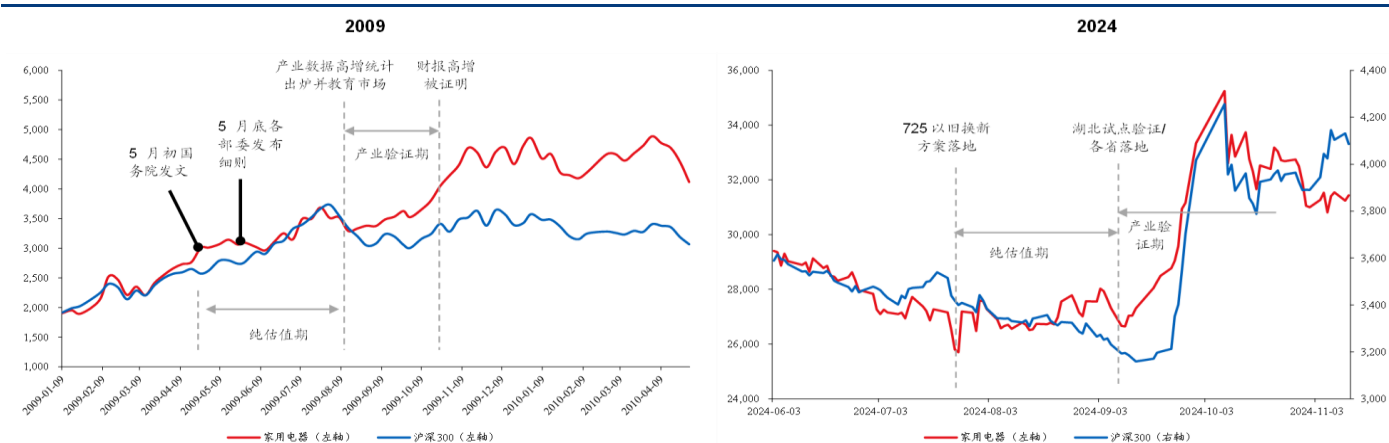
二、政策补贴探讨

(一) 今年补贴复盘

年初家电行情实则因基本面及市场风格驱动居多，对于政策的期待经历“过山车”。最早于 24 年 2 月总书记提出中央财政支持以旧换新为起点，至 3 月国务院级别的行动方案落地但未明确补贴形式，表述口径并不乐观叠加补贴金额不详，使得市场对财政支持信心转弱。直至 7 月 25 日发改委、财政部明确安排超长期国债直接作为中央补贴，我们于年初期待的“真金白银”才算正式落地。

以当下行情对比上轮政策验证，(复盘细节参考年初专题《真金白银，家电以旧换新补贴启动在即》) 主要分为估值期、产业验证期、财报验证期三个阶段：

图表 10 本轮家电政策落地节点及上轮验证节奏对比 (Wind 指数)

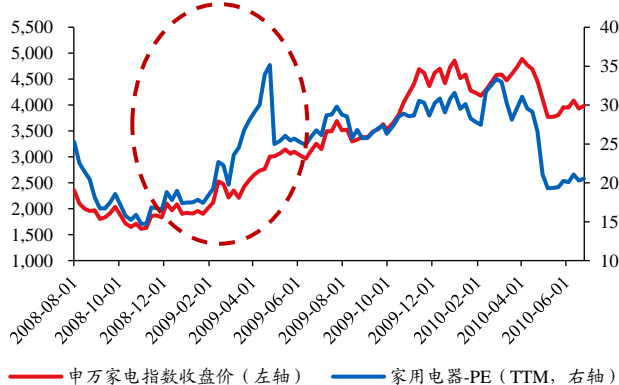


资料来源：Wind，华创证券整理

估值期: 自 725 中央补贴文件落地至 9 月初, 家电板块行情处于纯估值预期驱动, 与 09 年同期比较节奏极为相似。

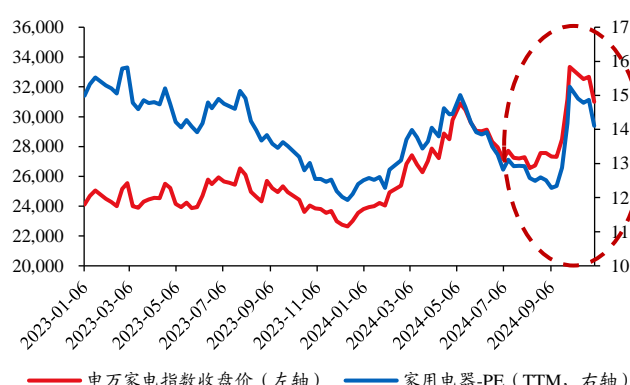
- 2009 年上半年开始有政策将出的探讨, 5 月初国务院正式发文, 5 月底商务部公布细则。从政策落地到验证数据出炉之前, 即 09 年 5 到 7 月之间, 可称纯估值期, 这一阶段因情绪而板块上涨, 但后续板块变化回落至与沪深 300 节奏相同。主因没有验证的锚点, 难以纯凭预期支撑数月高位。
- 本轮行情中, 自 725 政策落地到 9 月初, 同样是纯估值期行情, 表现为, 725 出炉随后板块短幅大涨, 但随后板块变化基本仍与沪深 300 节奏相同。因此在 8 月会有家电板块未受补贴激励的错觉, 实际是 09 年大盘有四万亿地产支持的大背景, 而 24 年 7-8 月份整体宏观并未改善。

图表 11 2009 年政策落地初期对应的家电指数及估值



资料来源: Wind, 华创证券

图表 12 2024 年政策落地初期对应的家电指数及估值



资料来源: Wind, 华创证券

产业验证期: 09 年 8 月上旬开始至 10 月中旬之间, 对应 24 年 9 月初以后板块变化, 有了产业端的高频数据证明补贴效果。

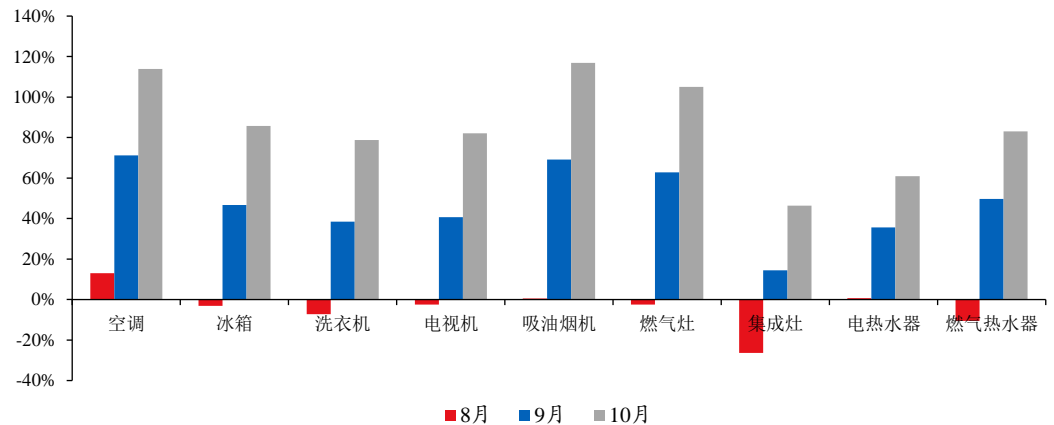
- 09 年 6 月份产业数据出现高增, 空冰洗内销增速+50.4%/+52.5%/+29%, 统计数据出炉在 7 月下旬, 产业变化教育市场, 至 8 月上旬家电板块开始走出独立于大盘之外的强势行情。
- 24 年产业验证期在 9 月初, 奥维云网零售高频口径最早验证了, “试点”的 8 月湖北表现(参见 9 月 5 日重大点评《“以旧换新湖北成功打响第一枪”》); 至 9 月 11 日, 全国各省(除三自治区)补贴普及完毕完整启动, 随后全国陆续出现边际数据验证, 因此在 9 月上旬节点, 家电板块再次走出独立于大盘的强势行情。
- 事实上, 随后 10 月中旬出炉的 9 月零售数据, 空、冰、洗线下零售额增速达 71%、47%、38%; 10 月国庆假期线下销售爆发; 双十一促销带动线上零售数据大涨; 10 月数据再度加速, 空、冰、洗线下零售额增速分别加速至 114%、86%、79%。这一系列变化都是产业验证期持续右侧强化的体现。如果不是因为 9 月底宏观环境发生巨量变化, 家电板块产业验证期会走出更完整的行情, 而不是只亮眼于 9 月十几天。

财报验证期: 09 年家电板块真正大幅拉开与大盘的差距点, 在 10 月下旬的三季报发布期, 09Q3 格力美的海尔的营收+5%/+16%/+41%, 归母净利润+69%/+53%/+49%, 至此市场已充分认同了补贴带来的增量效益, 其进一步表现为 09 年底格力美的海尔 PE(TTM) 分别达到 23/36/34 倍的历史峰值位, 这是将随后两三年的政策增量预期全打入当期估值

（以及其他乐观预期假设）后的体现。

24 年补贴因启动节奏相较 09 年更靠后，24Q3 尚不足以支撑财报验证，其财报更充分表现需期待 24Q4 的补贴全功率落地（也需考虑以京东为代表的账期落地情况）。但如仅以一期补贴为计，至 12 月 31 日即是截止，是没有后续政策增量的折现预期的，因此仅一期节奏至 10 月底 11 月初家电板块的补贴右侧逻辑就结束了。至此探讨是否有二期补贴、多大规模的补贴就成为核心要素。

图表 13 国家政策补贴品类的全国线下零售额同比增速



资料来源：奥维云网，华创证券

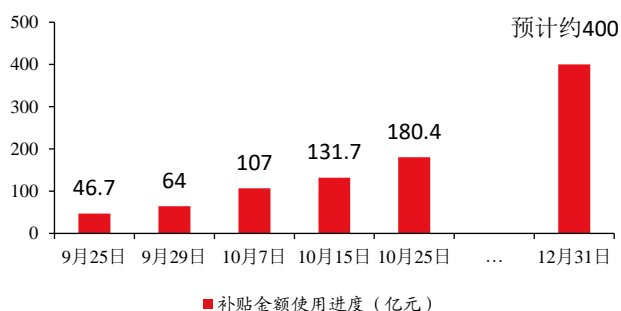
（二）2025 年内销的情景假设

11 月上旬中央对促进家电以旧换新表态积极，提振市场对明年政策延续信心。11 月 8 日，央行发布《2024 年第三季度中国货币政策执行报告》，其中表明“作为促消费的重要着力点，金融领域持续深化落实对家电行业的支持措施”；财政部部长蓝佛安明确表示，“将实施更加给力的财政政策……加大力度支持大规模设备更新，扩大消费品以旧换新的品种和规模”。我们认为基于中央积极表述，对明年是否补贴预期基本定调。

若补贴能够延续，市场则更需对后续二期规模落地时点下的补贴力度进行判断，我们尝试给出情景假设测算，作为参考锚点：

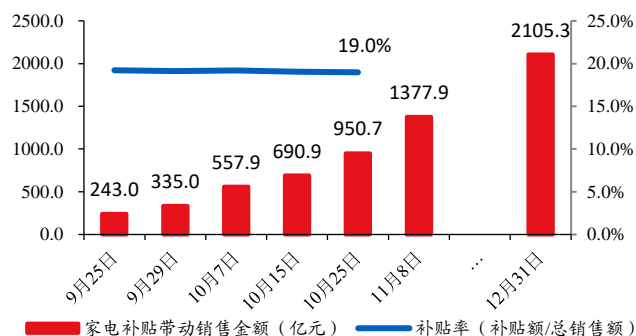
- 截至 11 月 8 日以旧换新补贴撬动零售额近 1400 亿元，平均补贴比例为 19%。截至 10 月 25 日，商务部数据显示全国已使用补贴金额 180.4 亿元，平均按每周增加 30-50 亿元速度递增，预期到年底可达 300-400 亿元。截至 11 月 8 日，商务部全国家电以旧换新数据平台显示已有 2025.7 万名消费者购买八大类家电产品 3045.8 万台，带动销售 1377.9 亿元。自 9 月底以来，平均补贴比例为 19%（一级能效补 20%、二级能效补 15%）。

图表 14 家电以旧换新补贴已用金额（亿元）



资料来源：商务部，转引自贵诚家电公众号、羊城晚报，华创证券（注：至年底为预测数据）

图表 15 家电补贴带动销售金额（亿元）



资料来源：商务部，转引自贵诚家电公众号、羊城晚报，华创证券（注：至年底为预测数据）

- **当前多地补贴金额提前用完，更反映政策刺激的有效性。**据家电研究院消息，近日佛山市商务局宣布暂停家电以旧换新线上补贴，此外据艾肯家电网统计，余姚市等地区也公告暂停补贴，“国补”进程或已接近尾声。补贴金额提前使用完毕反映政策刺激的有效性，家电消费热情高涨，且仍有大量待更新的需求没有被满足。
- **后续补贴如何预期？我们对额度和周期进行情景假设测算。**参考 24H2，以半年维度 300-400 亿元补贴，平均补贴比例为 19%，拉动零售额增量约 2000 亿元为假设基础。延伸至后续，分补贴时长和补贴力度假设，若家电国补维持今年力度，对应第二期持续周期 1 年、年化补贴 800 亿，测算将撬动零售额总量约 4211 亿元，补贴周期拉长则需考虑政策后期刺激效果边际减弱，有效性平滑降低。
- 需说明，撬动零售额总量并不意味着社零口径的真实纯增量，其中部分为本身就有购买意愿的需求。9 月家电社零增速+20.5%，至 9 月 29 日补贴发放 64 亿元，以此拉动比例假设，预期 400 亿补贴能撬动的社零增量有望突破 900 亿级别。即“社零增量”较“拉动零售额”折半以上。
- 根据国家统计局数据，2023 年家电社零总额规模为 8718.7 亿元，按照中性假设后续补贴持续 2 年，年化补贴额 800 亿，则 **26 年国内家电社零对应 23 年 CAGR 约 10%**。这一增速应为同假设下各口径的下限，第三方零售口径、第三方内销量口径、龙头企业营收口径均因基数原因而比社零口径增速高。进而考虑各公司受益品类和市占率变化穿透至内销业务增量。这些将实际发生在 25/26 年，但是若二期补贴规模正式落地，预计将在龙头估值上有提前体现。

图表 16 家电补贴后续额度及周期情景假设

年化补贴额 (亿元)	社零口径增量 (亿元)							
	半年	24 年对应 23 年 CAGR	1 年	25 年对应 23 年 CAGR	2 年	26 年对应 23 年 CAGR	3 年	27 年对应 23 年 CAGR
600	711	8.1%	1421	7.8%	2211	7.8%	2684	6.9%
800	947	10.9%	1895	10.3%	2947	10.2%	3579	9.0%
1000			2368	12.8%	3684	12.5%	4474	10.9%
1200			2842	15.2%	4421	14.7%	5368	12.7%
1500			3553	18.6%	5526	17.8%	6711	15.3%

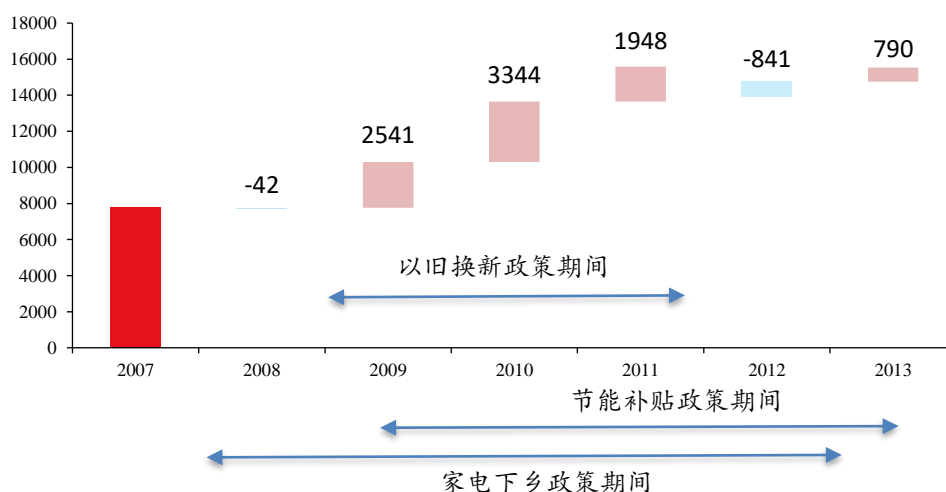
资料来源：Wind，华创证券测算（注：采用 2023 年家电零售额规模 8718.7 亿元为基数，补贴比例按 19%）

- **补贴时期拉长，现金流折现越高，则政策落地时点的估值空间可更乐观。**回看 2009 年底格力、美的、海尔达到超过 30 倍 PE 的估值天花板，本质上是因补贴受益期的预期增长被折现到了 DCF 中，补贴越久则可折现预期越高。
- **连贯性探讨：**中央政策细则制定为 12 月 31 日本期结束，实际按当前进度大概率额度或在 11、12 月可提前用完。在年底时点之前，若第二期补贴发文或补贴额度直接衔接，则可称为政策连贯。客观上看，政策连贯有一定难度，仍需各地财政预算制定和盘整总结。

除此之外，我们仍不合时宜地给出了远端小概率假设场景，即若悲观预期下政策总会结束，政策退坡时期家电影响几何？**鉴往知来，我们对上一轮政策收尾期的销量缺口、股价、财报进行复盘：**

- **销量：**08-13 年间，家电销量于政策未完全结束的末期就已出现透支下滑，但缺口补齐恢复增长仅用时一年。2009-2011 年属于家电下乡、以旧换新、节能惠民三大政策叠加时期，空冰洗三大品类总销量仅在 09-11 年期间体现为大幅增长，2012 年由于需求透支以及以旧换新政策到期结束，当年总销量减少 841 万台，但经过一年消化 2013 年已基本补平缺口，在低基数下重回正增长。

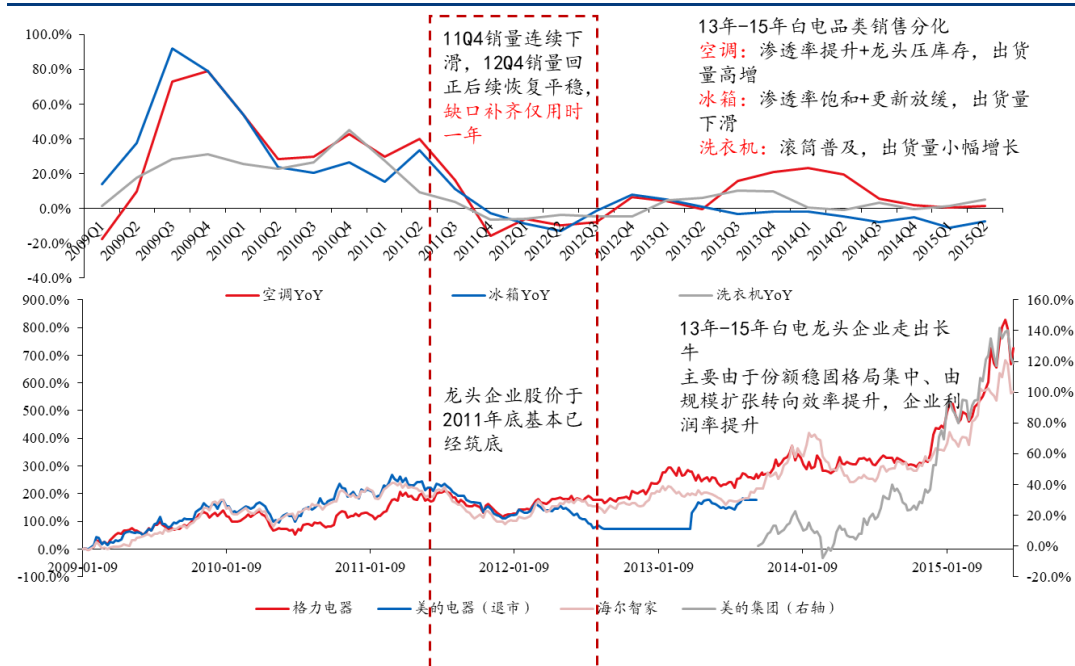
图表 17 上轮政策期空冰洗三大品类内销量合计变化（万台）



资料来源：产业在线，华创证券

- **股价：**企业股价见顶/底大约前置终端需求 2-3Q。2011Q3 三大白销量见顶并于 11Q4 落至负增长，股价前置于基本面约 2-3Q，于 11 年 3 月见顶开始回调。经过一年左右调整，12Q4 销量增速回正且后续恢复平稳，股价再次前置基本面并于 2012 年 1 月见底回升。

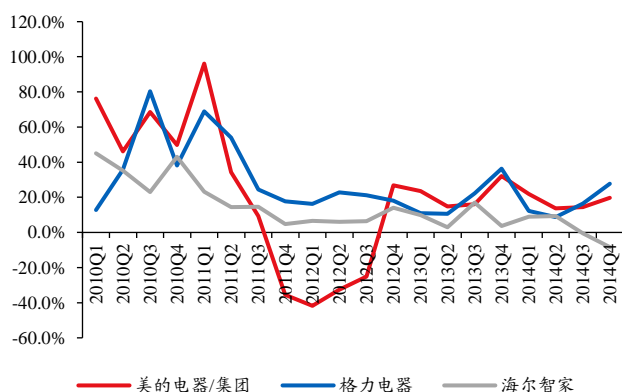
图表 18 上轮政策期间白电销量下行对应的同期龙头股价表现



资料来源: Wind, 产业在线, 华创证券 (注: 美的电器 2013 年 9 月退市, 之后采用美的集团股价)

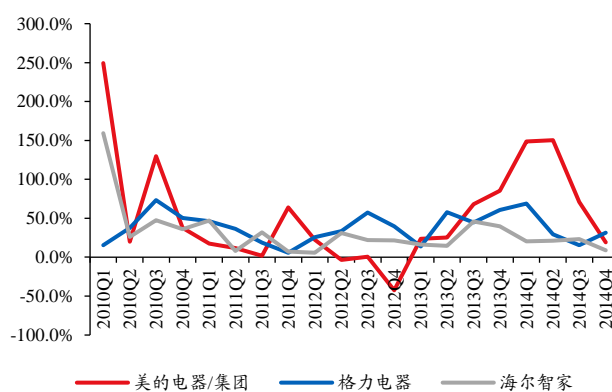
- **财报: 销量下跌阶段, 龙头收入业绩表现优于行业, 利润基本保持正增长。**2011 年底至 2012 年底, 格力、海尔收入业绩增速从 40-50% 区间持续收缩至个位数, 但并未出现下滑, 上市公司报表层面显著优于行业, 随后在 13-14 年恢复高双位数增长。同期美的由于正重新筹划上市 (2013 年 9 月美的电器退市、美的集团整体上市), 一定程度上受到业务调整影响, 2012 年收入利润均有下滑, 但同样于 2014 年实现双位数增长。

图表 19 销量下滑期间白电企业季度收入增速



资料来源: Wind, 华创证券 (注: 美的电器 2013 年 9 月退市, 2013Q3 之后采用美的集团数据)

图表 20 销量下滑期间白电企业季度归母净利润增速

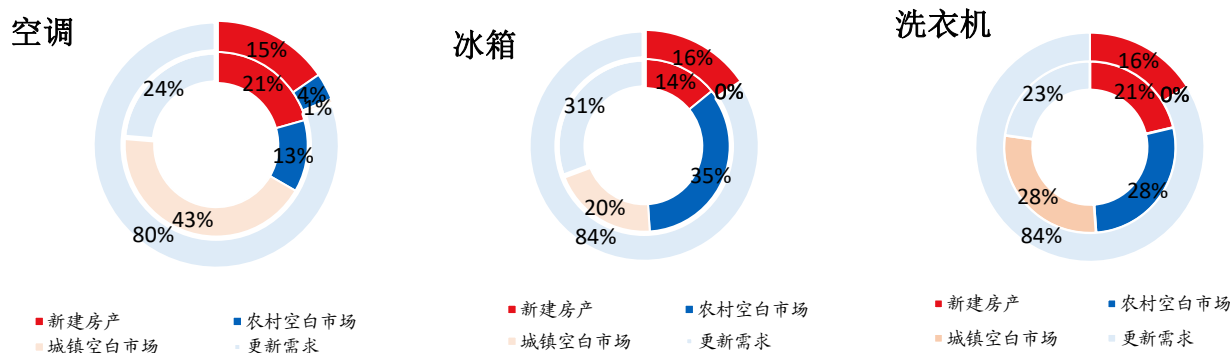


资料来源: Wind, 华创证券 (注: 美的电器 2013 年 9 月退市, 2013Q3 之后采用美的集团数据)

与上轮不同, 当前白电内销的需求结构已由更新需求占主导。近 20 年间, 家电从城市普及到农村普及, 新建房产历经峰值已企稳, 更新需求持续增加。从需求结构变化来看,

大家电 2022 年已经以更新需求为主，空冰洗更新需求均已占比超过 80%（二手房装修需求归类于更新需求中）。

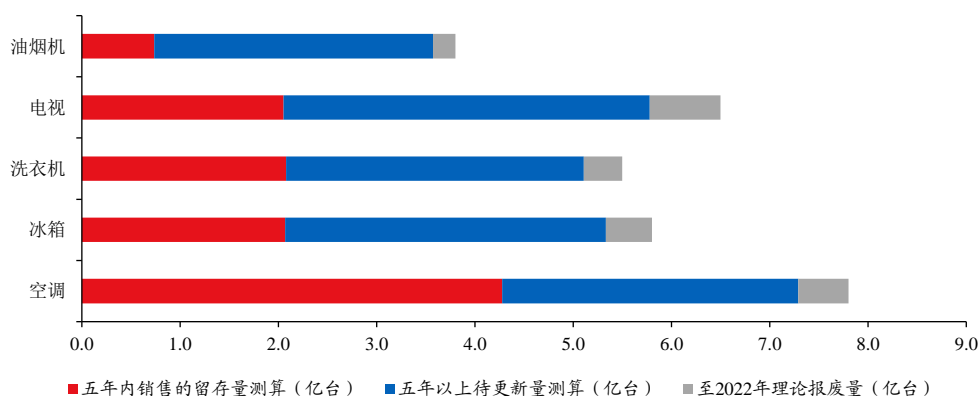
图表 21 三大白电需求结构对比（内：2009 年，外：2022 年）



资料来源：Wind，国家统计局，产业在线，华创证券测算

此外，当前家电核心品类五年以上高年限的待更新余量占比较高，政策靶向覆盖空间庞大。根据中国家用电器研究院数据，2022 年全国空冰洗彩及烟机总保有量达 7.8/5.8/5.5/6.5/3.8 亿台。根据内销量去除近五年有效留存量，五年以上高年限的空冰洗彩及烟机待更新量估测高达 3.7/3.8/3.5/4.4/3.1 亿台，由此可知本次以旧换新政策靶向覆盖空间庞大。

图表 22 2022 年空冰洗及烟机全国保有量按年限拆分测算

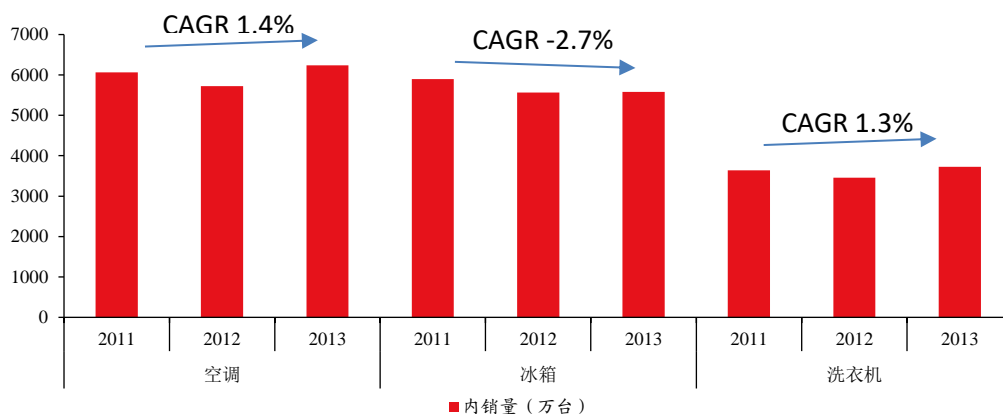


资料来源：国家统计局，中国家用电器研究院《中国废弃电器电子产品回收处理及综合利用行业白皮书 2022》，产业在线，华创证券

市场始终会有潜在的补贴退坡担心，我们也进行无补贴后的推演测算，但实际可能在 2-3 年之后才会需要去关注：

- **若无补贴：**由上述分析可知，补贴后期家电销量预计存在半年至一年左右维度的需求透支，但因大家电的刚需性，影响幅度、持续性并不会太悲观。参考 2011 年之后的内销量，2 年 CAGR 基本为持平或略下滑，非补贴范围的赛道则具备相对性的增长。

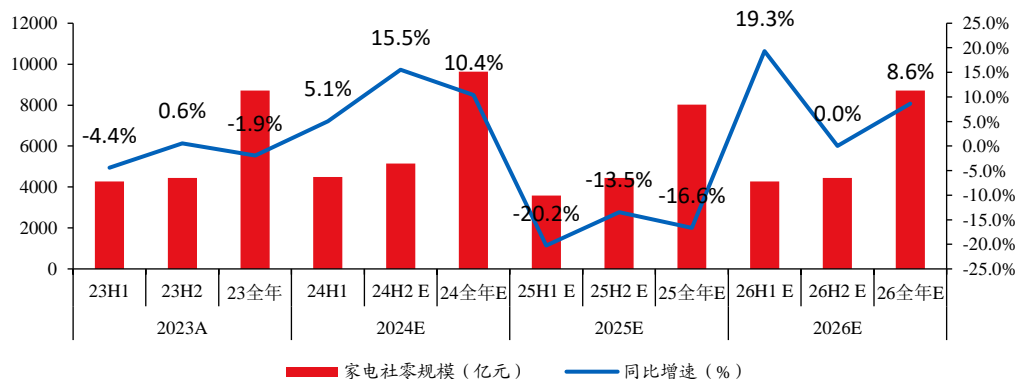
图表 23 2011-2013 年三大白电品类内销量复合增速



资料来源：产业在线，华创证券

- 2023 年家电社零规模：**根据国家统计局数据，23H1、23H2 家电零售总额规模分别为 4270.4、4448.3 亿元，同比为-4.4%、+0.6%，2023 年全年规模为 8718.7 亿元，同比-1.9%。由于家电近年间总规模已基本平稳，我们以 23 年数据作为假设基础，以 25 年视为补贴结束场景做推演（真实补贴结束应以二期补贴周期结束为凭）。
- 补贴结束后第一年预测：**假设补贴不延续，集中在 25H1 消化透支需求，25H2 逐步正常化，则在对应高基数下，25H1、25H2 零售规模测算为 3579、4448 亿元，同比为-20%、-13.5%。2025 年全年零售规模为 8027 亿元，同比为-16.6%。
- 补贴结束后第一年预测：**家电需求刚性，由补贴导致的影响已逐步消散，则 2026 年零售规模恢复 23 年水平，则在 25 年低基数下同比增长约 8.6%。

图表 24 假设 25 年无补贴，后续对应家电零售规模及增速测算



资料来源：Wind，国家统计局，商务部，华创证券测算

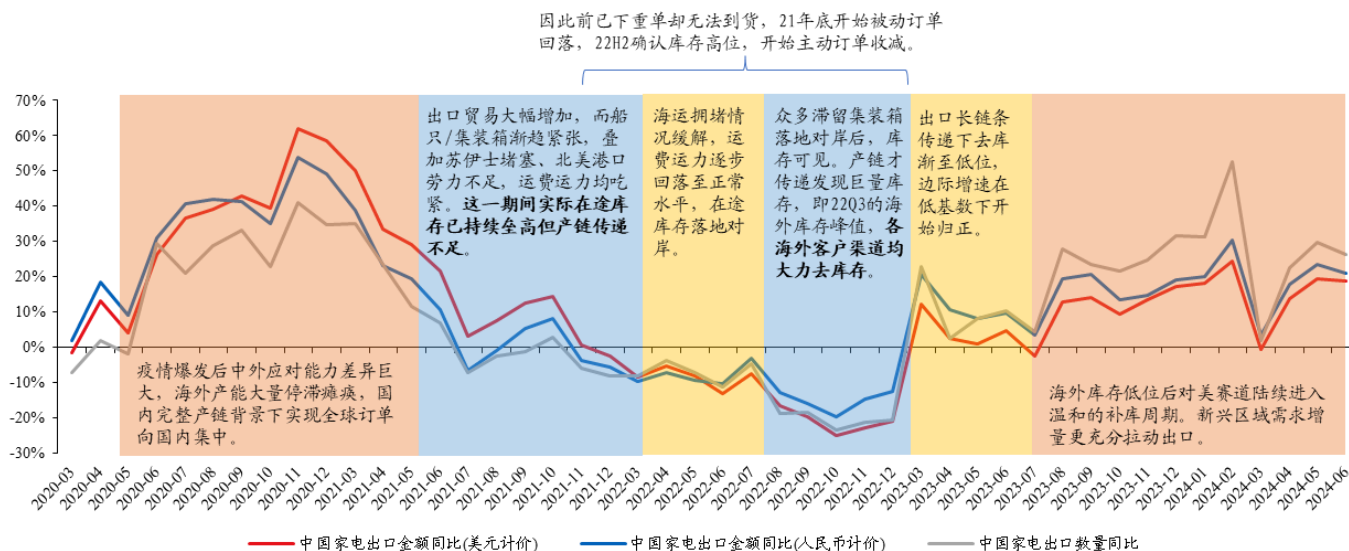
上述基于简单测算仅展示由需求前置带来的基数错配影响，我们明确认为即使在极悲观预期下，周期也只是周期，家电补贴完成先手刺激后，虹吸消化也是必然，在后期将回归正常化。同时日本经验也始终告诉我们，在经济整体弱势期，耐用品消费也始终跑赢。更何况，中央近期也多次表态促内需、促更新相关的财政政策仍将加码，家电产品也仍存在产品升级、品类扩张、渠道完善等成长逻辑。

三、海外：新兴增量凸显，家电韧性极强

(一) 家电出口高增，新兴区域贡献居首

复盘 2020 年至今家电出口链：以库存周期看，历经订单供给国内集中→运输吃紧产品堆积中程→到达港高库存下的去库周期→至低位库存下温和补库周期，目前美国家电库存大致稳定，而新兴区域需求拉动出口增量。

图表 25 复盘 2020 年以来中国家电外销变化趋势



资料来源：海关总署，华创证券（注：剔除一二月份异常值影响）

剔除美国家电库存周期基数影响，中国家电出口真实需求增量仍非常可观。因疫情导致 2021 年运输环节停滞，至 22H2 美国家电进入主动去库存周期；至 23H2 去库到低位后美国家电多赛道陆续进入温和补库周期。但从中国出口端增速表现远超前于库存修复范畴，24H1 中国家电出口增速为 12.3%，其中因 23H1 美国去库低基数增速贡献仅为 3.4%（以过去三年同期均值为线）。因此，我们可以判断中国家电出口中期可以保持 5-8% 增速，其主要来源为新兴区域增量，而非北美库存周期影响。

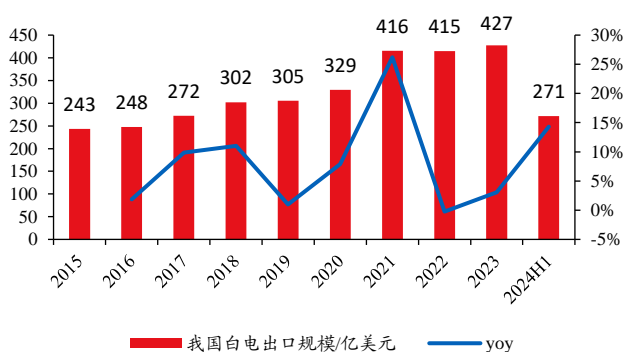
图表 26 分品类出口额同比（美元口径）

	家用电器	空调	冰箱	洗衣机	微波炉	液晶电视机	吸尘器	电扇	吹风机	电动剃须刀	电熨斗	电暖炉	电暖器	电烤箱	饮水机	咖啡机	电动两轮车	燃油摩托车	全地形车	高尔夫球车	耳机	灯具&照明
2022-01	1%	16%	1%	-4%	3%	-4%	-16%	12%	25%	21%	24%	20%	12%	-19%	-2%	29%	38%	10%	56%	129%	-6%	5%
2022-02	-9%	15%	-12%	-6%	16%	-20%	-23%	8%	-5%	-4%	-6%	1%	-2%	-30%	-1%	6%	3%	-3%	29%	77%	-29%	-22%
2022-03	-9%	0%	-7%	-14%	4%	-20%	-21%	1%	24%	-4%	9%	10%	-1%	-17%	-4%	3%	13%	9%	33%	98%	-11%	10%
2022-04	-5%	1%	-11%	-20%	22%	-11%	-21%	6%	32%	-10%	28%	22%	-4%	-26%	14%	36%	-7%	0%	20%	110%	3%	10%
2022-05	-8%	-8%	-15%	-16%	10%	-13%	-25%	-1%	31%	-2%	12%	32%	14%	-25%	0%	19%	5%	-4%	-4%	71%	-1%	3%
2022-06	-13%	-21%	-21%	-13%	1%	-21%	-22%	1%	15%	-2%	3%	30%	16%	-28%	-15%	8%	2%	-9%	154%	-13%	-1%	
2022-07	-8%	-5%	-23%	14%	-13%	-23%	-1%	5%	23%	-1%	20%	34%	22%	-27%	7%	11%	21%	17%	1%	236%	-8%	-1%
2022-08	-17%	-12%	-29%	0%	-15%	-24%	-22%	7%	-1%	22%	2%	30%	14%	-26%	7%	-7%	13%	-4%	18%	79%	-12%	-13%
2022-09	-20%	-1%	-34%	4%	-29%	-35%	-18%	8%	24%	12%	8%	9%	12%	-37%	-14%	-16%	4%	-19%	-29%	102%	37%	-15%
2022-10	-25%	-25%	-41%	-8%	-35%	-38%	-30%	16%	15%	-4%	4%	3%	8%	-46%	-22%	-28%	-17%	-23%	-36%	14%	20%	-16%
2022-11	-23%	-12%	-42%	-13%	-30%	-20%	-18%	8%	13%	-4%	-1%	4%	5%	-34%	-17%	-38%	-17%	-32%	17%	20%	-20%	-18%
2022-12	-21%	-23%	-41%	-12%	-36%	-15%	-23%	-1%	3%	2%	-7%	-11%	-6%	-35%	-16%	-33%	-14%	-34%	-36%	-26%	-15%	-12%
2023-01	-11%	-3%	-27%	2%	-19%	-1%	-13%	9%	-2%	-4%	-1%	-5%	-8%	-16%	-17%	-20%	-14%	-17%	-21%	-17%	-16%	-8%
2023-02	-16%	-15%	-25%	-2%	-15%	-3%	-23%	14%	18%	-7%	-9%	20%	-29%	2%	-35%	-43%	-15%	-21%	0%	37%	-8%	-3%
2023-03	12%	-9%	-19%	20%	-7%	7%	8%	43%	63%	85%	55%	19%	57%	5%	13%	18%	-5%	7%	2%	32%	53%	38%
2023-04	2%	-5%	-4%	37%	-18%	0%	5%	12%	26%	55%	16%	2%	21%	2%	3%	-24%	9%	8%	-15%	29%	1%	7%
2023-05	1%	-6%	6%	36%	-7%	0%	3%	1%	15%	32%	22%	-3%	-4%	3%	12%	-11%	-7%	18%	-2%	28%	11%	-3%
2023-06	4%	-1%	10%	36%	0%	17%	-3%	3%	14%	27%	23%	-10%	2%	4%	10%	-16%	-9%	8%	-1%	4%	24%	-10%
2023-07	-4%	-15%	10%	4%	2%	8%	-10%	-11%	8%	10%	14%	-15%	-17%	19%	-7%	-19%	-7%	-11%	-16%	10%	-11%	-11%
2023-08	11%	12%	20%	23%	-2%	13%	19%	-9%	29%	21%	35%	-8%	5%	24%	3%	-7%	-12%	8%	-1%	13%	0%	-8%
2023-09	12%	7%	35%	24%	8%	29%	20%	-10%	-3%	27%	16%	-11%	-12%	12%	24%	-8%	-21%	23%	25%	2%	-4%	0%
2023-10	8%	26%	37%	13%	22%	21%	8%	-10%	-4%	14%	11%	-7%	2%	26%	23%	-10%	-20%	14%	10%	-9%	-37%	-15%
2023-11	12%	2%	42%	23%	7%	15%	6%	-5%	11%	29%	2%	0%	12%	28%	2%	-21%	11%	-6%	-1%	-15%	-6%	-1%
2023-12	15%	5%	46%	25%	11%	15%	14%	11%	-3%	26%	22%	7%	12%	29%	40%	8%	2%	30%	1%	19%	-17%	1%
2024-01	15%	14%	35%	30%	21%	2%	18%	12%	22%	31%	22%	4%	17%	17%	56%	13%	-2%	32%	1%	42%	0%	-1%
2024-02	21%	2%	33%	23%	-5%	13%	25%	37%	26%	9%	53%	24%	-1%	27%	19%	27%	81%	40%	19%	17%	-6%	72%
2024-03	-5%	-7%	20%	10%	-6%	4%	3%	-12%	-17%	14%	-8%	-2%	-27%	-7%	7%	-25%	-6%	-1%	9%	2%	-16%	-82%
2024-04	11%	7%	19%	8%	2%	24%	4%	15%	-6%	8%	8%	10%	-11%	12%	0%	12%	5%	41%	10%	-3%	-12%	-1%
2024-05	18%	24%	14%	8%	-8%	23%	13%	31%	17%	19%	0%	12%	16%	18%	0%	12%	24%	20%	42%	37%	4%	0%
2024-06	18%	38%	24%	3%	7%	11%	13%	15%	17%	38%	27%	9%	0%	10%	21%	14%	40%	23%	45%	52%	7%	-2%
2024-07	17%	46%	20%	4%	7%	17%	15%	15%	13%	20%	10%	2%	10%	-4%	15%	25%	41%	21%	36%	45%	7%	-7%
2024-08	12%	37%	23%	1%	14%	14%	7%	2%	13%	4%	6%	5%	-12%	-12%	11%	11%	17%	15%	32%	53%	6%	-8%
2024-09	4%	27%	12%	0%	2%	6%	-6%	3%	12%	3%	-9%	19%	-4%	-4%	-10%	0%	26%	25%	-2%	37%	-1%	-13%
2024-09累计	12%	17%	21%	9%	4%	12%	9%	12%	9%	16%	11%	9%	-4%	3%	16%	7%	24%	19%	24%	34%	-2%	-5%

资料来源：海关总署，华创证券

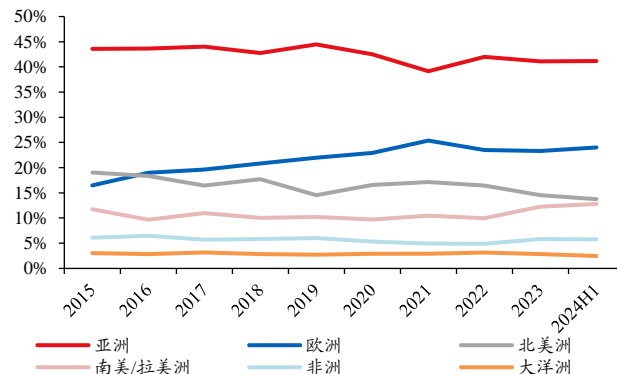
非美区域——新兴市场才是家电出海增长卓越的真实贡献来源。穿越周期看，自 15 年来我国空冰洗白电出口由 243 亿美元增至 23 年 427 亿美元，24H1 更是直接达到 271 亿美元（+14%）。其中非美区域——中东非拉美地区规模占比快速提升，北美区域占比自 15 年至今已下降 5pcts，其出口权重愈发被新兴区域反超。

图表 27 2024H1 我国白电出口同比增长 14%



资料来源：海关总署，华创证券

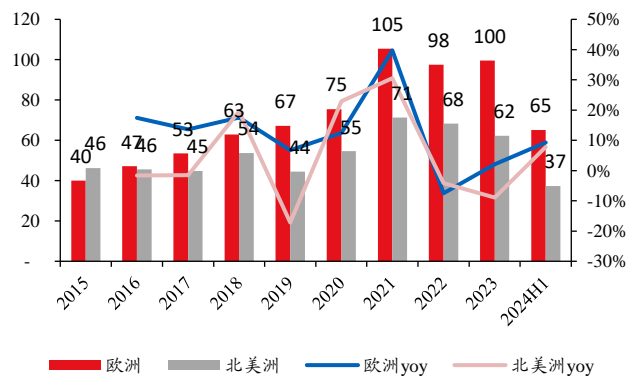
图表 28 非北美区域白电出口占比持续提升



资料来源：海关总署，华创证券

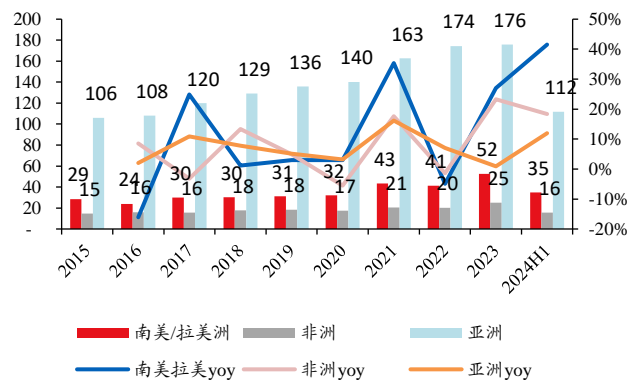
- **聚焦增速：**当前南美/拉美、非洲、大洋洲等市场增速远高于欧美。从 24H1 各区域我国白电出口额及增速来看，不同于北美 8%、欧洲 9% 的增速，南美/拉美、非洲、大洋洲等区域出口增速高达 42%、18%、21%，一带一路等新兴区域成长性显著。

图表 29 欧洲/北美洲白电出口规模（亿美元）



资料来源：海关总署，华创证券

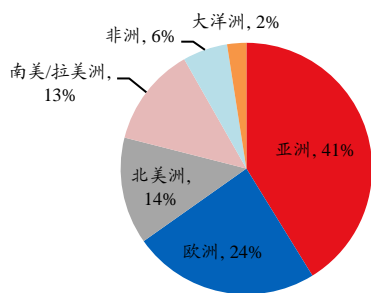
图表 30 亚洲/非洲/拉美/南美白电出口（亿美元）



资料来源：海关总署，华创证券

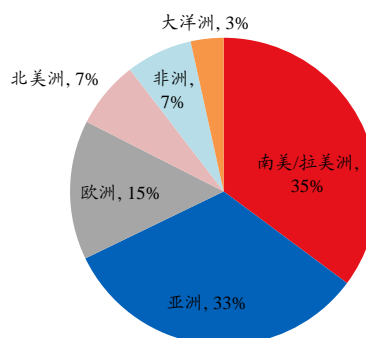
- **聚焦占比：**24H1 北美出口额绝对值占比仅 14%，出口增速贡献占比仅 7%。至 24H1 我国家电出口规模中北美市场仅占 14%，而亚洲、欧洲、南美/拉美出口占比分别为 41%、24%、13%。从增速贡献占比上看，24H1 北美洲 7% 远低于南美、拉美 35%。

图表 31 24H1 北美洲白电出口额占比已较小



资料来源：海关总署，华创证券

图表 32 24H1 北美洲白电出口额增速贡献仅 7%



资料来源：海关总署，华创证券

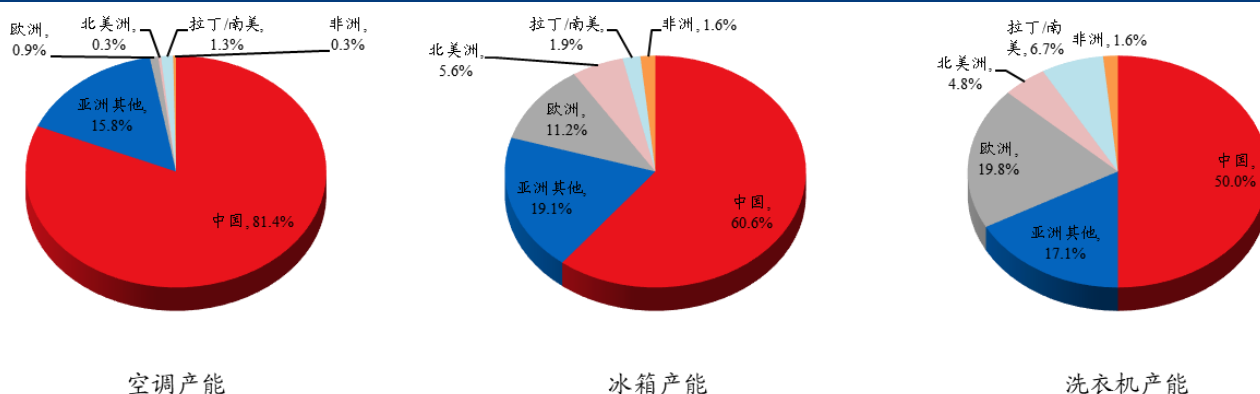
(二) 家电为中国出海优势产业，美国关税影响有限

家电或可称为中国出海外最具供给壁垒优势的产业。家电属性天然具备出海优势，其制造工艺技术成熟、核心产业链完成度高（较医疗器械、机器人、航空装备等），其消费属性侧重性价比、不涉国家安全风险、单件产值有限易成交（较光伏、通信、电动车等），且标品属性强、市场为功能创新买单（较轻工、餐饮等）。伴随特朗普上台落地，此前我们在 8 月深度《If 加关税？“三不”+新兴，家电出口必达》中，已然预判式研究并正中靶心，核心逻辑不变：**哪怕加征 60% 关税，基于中国家电出口美国的韧性和信心，我们判断其对美区域影响仍有限，主要体现为：不能、不值、不惧。**

1、不能：美国家电需求难以剥离中国系供给

以全球产能视角，中国家电产能高度集中，北美剩余产能很少。以产业在线口径，至 23 年空冰洗全球产能中国占比 81.4%、60.6%、50%。非中国区产能里空调仅亚洲其他有 15.8%，主为东南亚、日本；冰箱海外产能亚洲其他、欧洲各 19.1%、11.2%；洗衣机亚洲其他、欧洲产能为 17.1%、19.8%。而仍在北美的空冰洗产能分别仅 0.3%、5.6%、4.8%，这是自 1960s 以来，全球家电产业由欧美→日本→韩国→中国的长期传递结果，并非美国制造回流就能迅速跨越的。

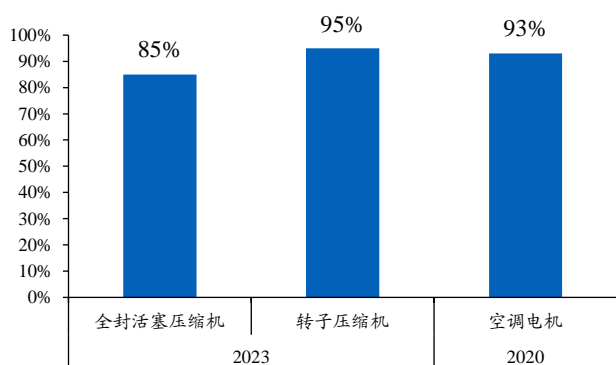
图表 33 全球白电 2023 年产能分布



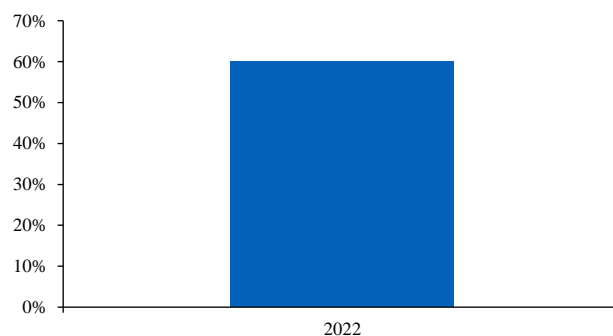
资料来源：产业在线《家电出海——空调/洗衣机/冰箱冷柜全球篇》，华创证券

- 中国家电产业不但在组装生产环节绝对主导，多类上游核心部件份额更堪称垄断。以白电上游为例，2023 年中国活塞压缩机（冰压为主）/转子压缩机（空压）产量分别达 2.58 亿台/2.61 亿台，分别占全球产量的 85%/95%；2020 年中国空调电机产能占全球 90%。

图表 34 中国白电上游核心部件产量占比全球主导



图表 35 中国彩电上游面板产能占比全球 6 成

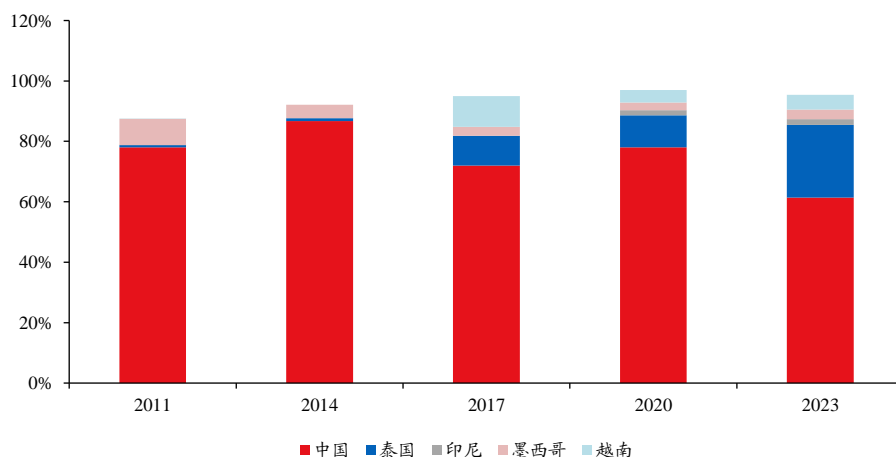


资料来源：产业在线公众号，华创证券

资料来源：湖里头条公众号，华创证券

纵观美国家电进口产地变化，中国为主导但边际占比下降，以东南亚、墨西哥增长为主。美国家电进口国里，中国由峰值 2014 年进口占比 87%，至 2023 年已降至 61%。而增加的代表国东南亚+墨西哥产地合计在 9 年间在美进口占比提升了 29pcts。新增生产国的产能背后站着的仍多为中国家电龙头们。

图表 36 中国占美国家电进口比重有所下降

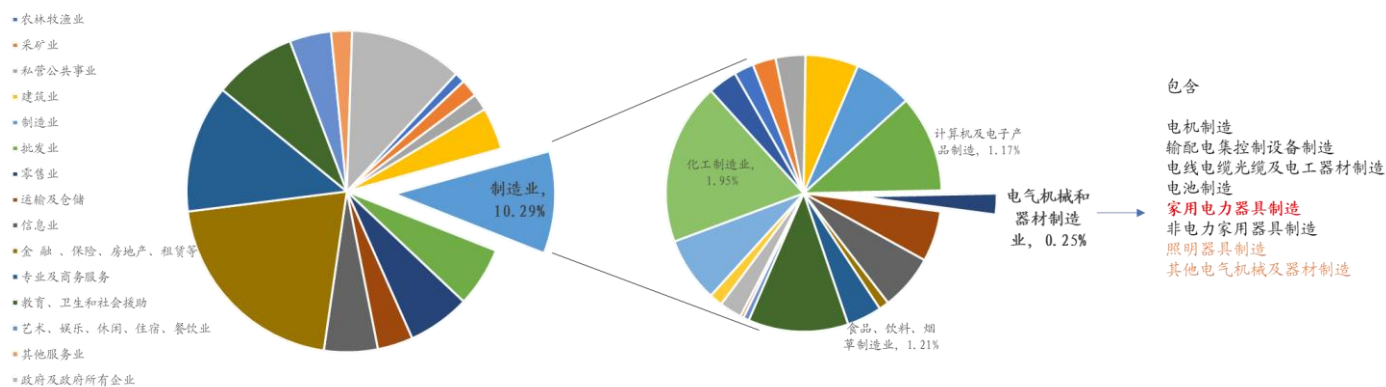


资料来源：WITS，华创证券（统计产品为空冰洗主要进口产品）

2、不值：美国家电制造规模微末，美企本地投产事倍功半

美国剩余家电制造产业在美国 GDP 中占比已极低。拆解美国 22 年 GDP 数据，美国家电制造产业在 GDP 占比估算低于 0.1%，近可忽略。即使带入美国制造回归的假设推演，优先考虑的是高端科技制造（科技压制乃至国家安全的关键）、低进口依赖度产业（自身基础好更易替代实现）、新兴制造业（起跑线都较弱）。而家电制造业产能回报周期较长，产业链条长，美国企业即使扩产也难获利。且美国生产家电，因人工成本高不具备跨洲供给出口的延伸空间。于美国制造精力而言，并不值得事倍功半。

图表 37 美国 GDP 中家电相关产业占比极低 (2022)

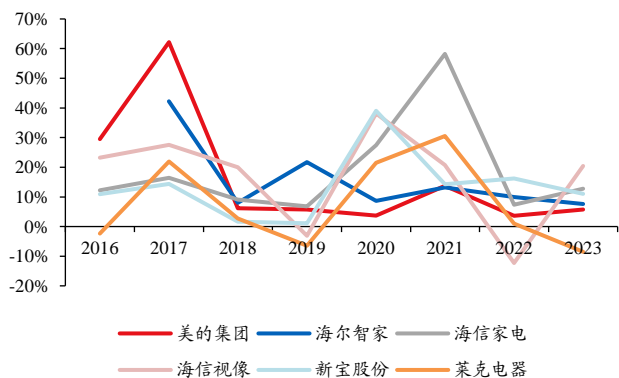


资料来源: 美国商务部, 华创证券

3、不惧: 中国家电阵营寡头价值传递, 美国业务实际影响有限

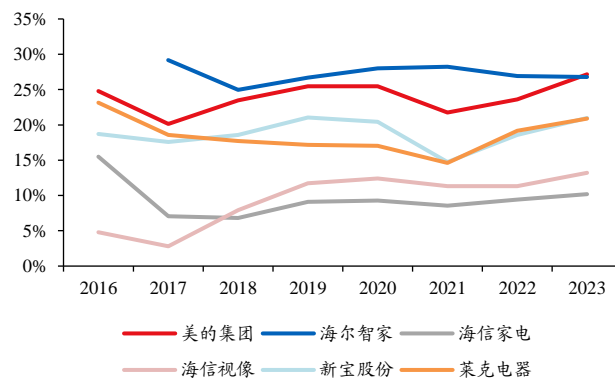
中国家电制造具备较强价格传导能力, 对下游美国市场有较强议价权, 且美国业务波动在家电产业中的影响相当有限。加关税与上游成本上涨有一定相似, 重点在于龙头将价格向下传递能力, 关税等成本增加最终落地的是谁为此买单。中国家电制造在全球集中度 (50%-80%), 甚至高于与国内赛道寡头集中度 (空调 CR2 65%)。复盘 18-19 年关税加征, 综合看, 这一阶段海外收入增速确实有部分企业受影响, 但 18-19 年海外业务毛利率大多未降反升, 即把价格压力成功向终端传递。

图表 38 2018、2019 海外业务收入增速受部分影响



资料来源: Wind, 华创证券

图表 39 2018、2019 海外业务毛利率未受影响



资料来源: Wind, 华创证券

大部分出口链企业实际美国业务占比预计有限, 其关税带来的真实利润波动则更小。我们将耐用品出口链相关标的所影响业务递推测算。按出口占比→美国占比→中国产地销往美国占比的递进层级看, 仅扰动小部分业务, 落地到利润上的影响就更加微弱, 市场不必过分悲观。此外, 如海尔虽然美国 GEA 占比较高, 但其具备较强美国本土产能, 中国生产销美比例反而很低, 一定程度反而规避关税风险。

图表 40 出口链相关标的受美国业务影响比例估算

公司	总出口	→美国区域		→中国产地运往美国	
	23 年出口营收占比	美国占出口比例	美国占营收比	中国生产占美国比例	中产美销占营收比
美的集团	40%	25%	10%	70%	7%
海尔智家	52%	59%	31%	20%	6%
海信家电	33%	25%	8%	85%	7%
石头科技	70%	20%	14%	100%	14%
安克创新	96%	50%	48%	90%	43%
春风动力	76%	52%	40%	60%	24%
涛涛车业	99%	72%	71%	100%	71%
九号公司	47%	48%	23%	100%	23%
泉峰控股	92%	74%	68%	90%	61%
巨星科技	94%	68%	64%	60%	38%
兆驰股份	55%	60%	33%	0%	0%
三花智控	45%	30%	14%	80%	11%
TCL 电子	60%	35%	21%	0%	0%
民爆光电	96%	17%	16%	85%	14%
联域股份	95%	90%	86%	65%	56%

资料来源：公司公告，公司交流，华创证券估算

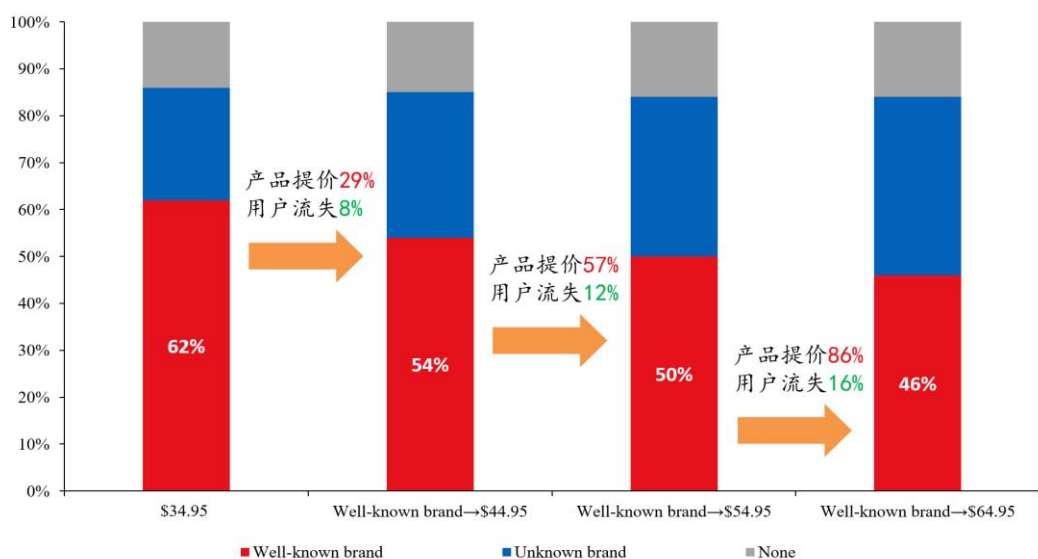
龙头品牌逢低布局，高关联标的安克为例，知名龙头具备足够价格传递能力且竞争影响有限。以美国业务近半且确为国内生产为主的跨境龙头安克创新为例，详细逻辑论证请参考专题《安克创新专题：显微镜下的 Anker 投资价值》，结论为即使加征 60% 关税，安克仅需在美国市场提价 15% 可对冲关税成本、提价 25% 毛利率可基本稳定。且以其高度知名品牌、中高端定位及本身正常情况就有年度均价增长的参考，证明安克有足够能力价格传递且对销量影响很小。同时安克在优化自身供应链、优化成本效率等提升盈利。

图表 41 极端假设下公司提价 15% 或基本能够抵消关税加征成本（亿元）

					基础假设（不加征关税）		美国加征 60% 关税情景假设		
	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2025E（不提价）	2025E（美国提价 15%）	2025E（美国提价 25%）
营业收入	94	126	143	175	220	264	264	281	293
运输成本	11	17	15	20	26	31	51	51	51
生产制造成本	46	64	72	79	97	115	115	115	115
假设人工与其他成本占比 10%									
实际产品成本	41	58	65	71	88	103	103	103	103
毛利	37	45	55	76	97	117	98	115	127
毛利率	39.3%	35.7%	38.7%	43.5%	44.1%	44.5%	37.1%	41.0%	43.3%
北美收入	50	63	73	84	101	116	116	133	145
北美收入占比	54%	50%	51%	48%	46%	44%	44%	47%	50%
安克对美关税税率	13%	13%	13%	13%	13%	13%	60%	60%	60%
对美报关基础价格收入占比	41%	43%	43%	38%	37%	36%	36%	36%	36%
关税征收价值	21	27	31	31	37	42	42	42	42
为应对关税的价格涨幅							0%	15%	25%
北美销售成本	30	41	44	47	56	64	84	84	84
关税成本	3	4	4	4	5	5	25	25	25
产品成本	24	32	37	38	45	51	51	51	51
运输成本	3	5	4	5	7	8	8	8	8
北美市场毛利	20	23	28	36	45	52	32	49	61
北美毛利率	39.3%	35.7%	38.7%	43.5%	44.1%	44.5%	27.6%	37.0%	42.1%

资料来源：公司公告，华创证券测算 注：公司成本与毛利率按新会计准则口径下数据计算，假设北美毛利率和公司整体一致

图表 42 对于相似商品，海外消费者更倾向于选择知名品牌



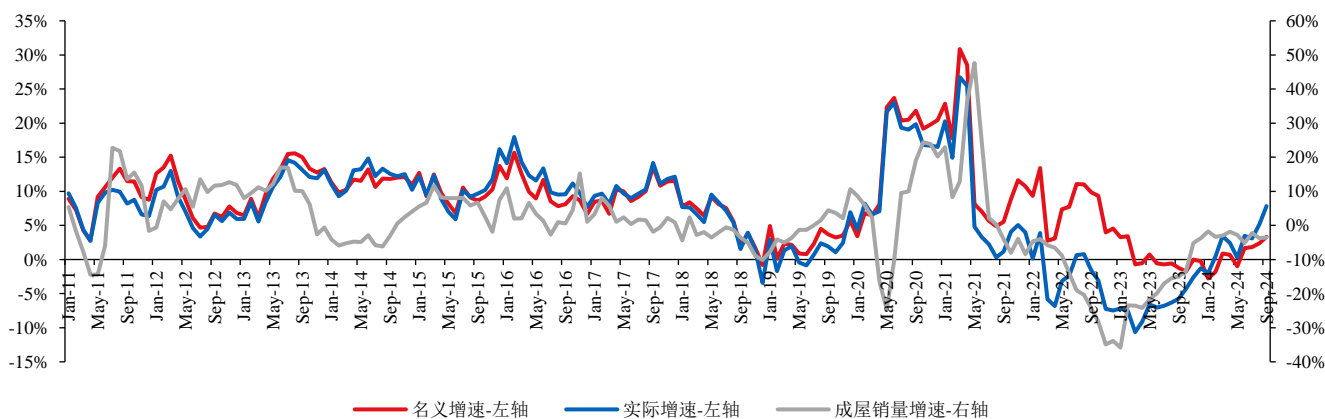
资料来源: thinkwithgoogle 《Beyond recognition: How to go borderless without brand equity》, 华创证券

(三) 工具行业：降息拉动美国地产及工具需求修复

美国地产市场 24 年初以来回暖修复，有望拉动手工具市场进入新一轮景气周期。由于房屋施工建造过程中需要使用大量手工具及电动工具，此外欧美人工成本高，欧美人更多自己进行房屋 DIY 装修改装，手工具需求具有较强地产后周期属性：

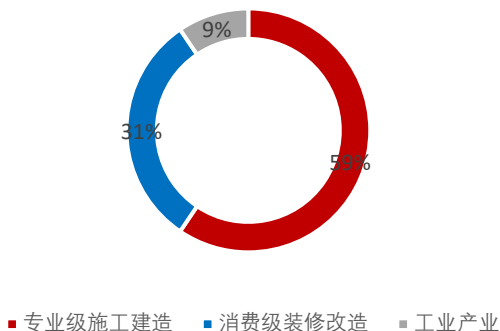
- 手工具地产后周期属性明显，美国工具五金消费支出增速滞后于房屋销量增长，23 年 2 月开始美国地产销售降幅逐月收窄。美国工具五金品类消费支出增速滞后于地产修复，下游专业级施工及装修改装分别对应新屋销售和成屋销售，手工具需求具有明显地产后周期属性。23 年 2 月开始美国房屋销量增速降幅逐月收窄，24 年 9 月美国成屋销量同比-4%、降幅较 23 年同期收窄 12%，我们预计伴随美国地产筑底后进入修复周期，手工具品类需求将逐渐修复。

图表 43 美国工具品类有明显地产后周期属性



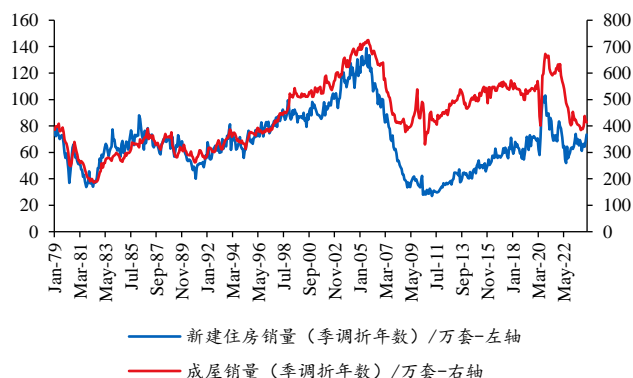
资料来源: wind, BEA, 华创证券

图表 44 专业级施工及汽修覆盖下游 68%需求场景



资料来源: Stanley Black & Decker Investor Presentation, 华创证券
(注: 23 年史丹利百得收入拆分, 剔除户外园林工具)

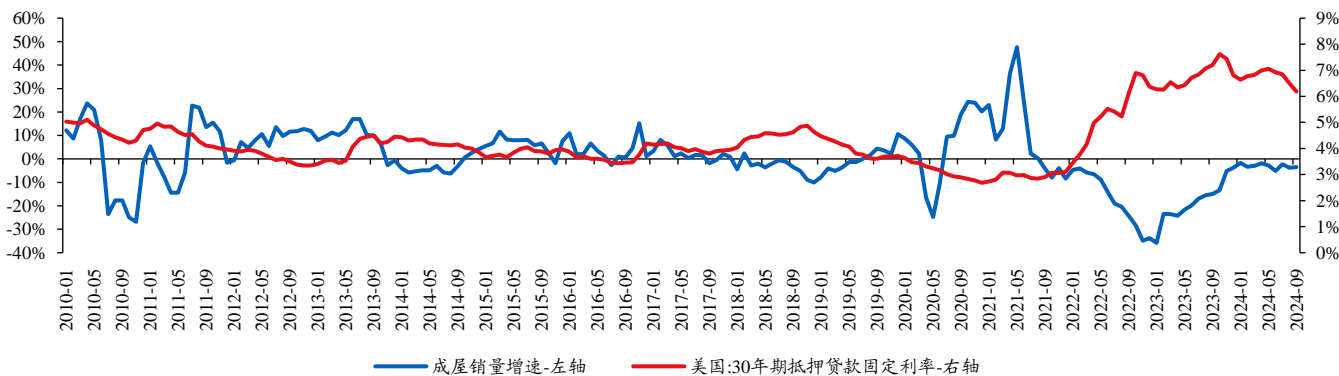
图表 45 24 年美国成屋/新屋销量开始回暖



资料来源: wind, 华创证券

- 成屋销量与抵押贷款利率呈明显负相关性, 由于再贷款利率锁定效应未打破, 成屋销量增速仍未转正。从 30 年期抵押贷款利率及美国房屋销量增速走势来看, 住房抵押贷款利率与房屋销量增速呈明显负相关性。当前抵押贷款利率高于购房者存量贷款利率, 即再贷款利率锁定效应尚未打破, 成屋销量增速仍未转正。关注后续美联储降息后, 传导至抵押贷款利率下降, 进而传导至房地产后周期手工具品类消费需求。

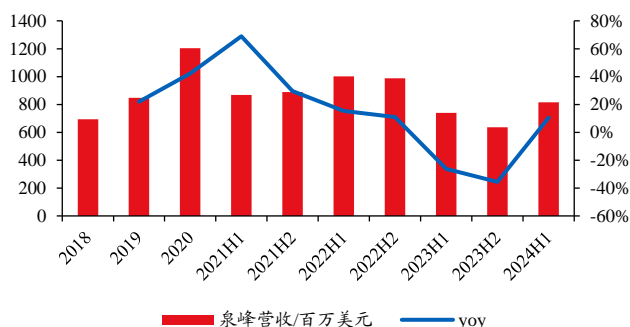
图表 46 美国成屋销量增速与抵押贷款利率负相关性



资料来源: wind, 华创证券

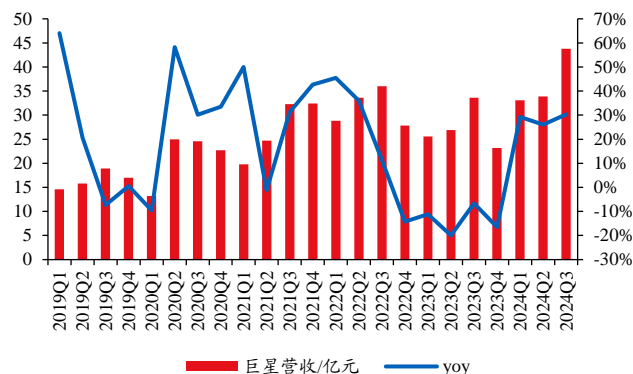
- 品牌商走出零售商库存去化周期, 25 年需求有望复苏增长。20-21 年美国工具五金消费支出增速最高达 30%, 需求回落后家得宝等主要零售商进入库存去化周期, 泉峰、巨星等品牌商受摆锤效应影响, 收入降幅影响扩大, 经历一年左右的承压期。24 年零售商库存去化基本结束, 25 年行业需求有望重新进入增长通道, 拉动品牌商收入修复增长。

图表 47 泉峰 23 年受商超库存去化影响



资料来源: wind, 华创证券

图表 48 巨星 23 年受商超库存去化影响

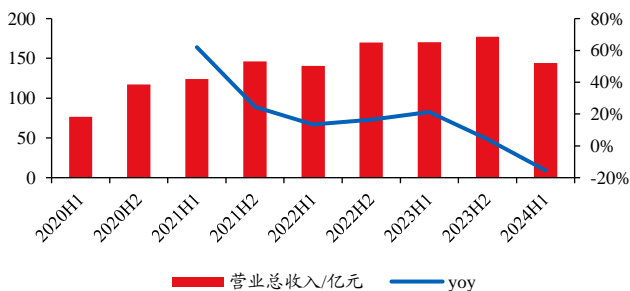


资料来源: wind, 华创证券

四、电动两轮车：政策扰动消除，低基数释放高增弹性

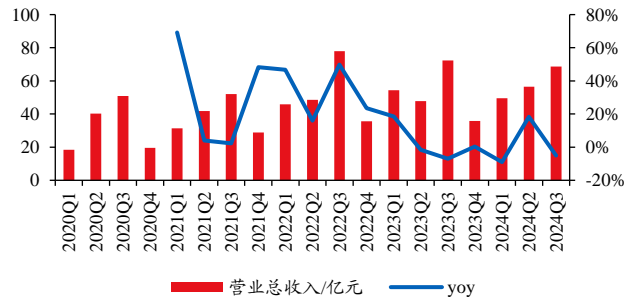
国标切换及门店抽检影响，雅迪爱玛 24 年增长基数较低。与家电在 24 年需求集中释放相比，电动两轮车受国标切换及门店抽检影响，供给侧产品节奏受较大扰动，产品推新缺失下有效需求不足，主要品牌增长基数较低。24H1 雅迪营收 144 亿元、同比下滑 15%，出货量承压更为明显，24H1 销量 638 万辆、同比下滑 22%；爱玛 24Q1-Q3 营收 175 亿元，同比增长 0.1%。24 年行业经营扰动主要由短期供给政策影响，雅迪爱玛在低基数下明年有望释放增长弹性。

图表 49 雅迪控股营收及增速



资料来源: wind, 华创证券

图表 50 爱玛科技营收及增速



资料来源: wind, 华创证券

2024 年 11 月产品新增锂电池和电气安全强标认证，认证转换过程中短期渠道库存低位，预计 25 年初将释放补库需求。25 年伴随新国标落地执行，供给侧政策监管清晰后，短期扰动结束，新标产品补充带来需求修复：

- 24Q4 渠道库存低位，有望在 25 年初释放补库需求。产品认证切换导致渠道库存波动，24 年 11 月 1 日后销售产品需取得锂电池和电气安全新标准认证，认证窗口期产品供应不足导致渠道库存消化至较低水平，后续认证完成产品供应补齐，渠道预计在春节前释放补库需求弹性。
- 新标执行后供给政策清晰，短期需求扰动结束。2024 年整车强标设置“6+3”过渡期，头部品牌将在标准切换窗口期更快完成新标准下产品切换，预计最晚于 2025 年

9 月后，全渠道产品完成新国标过渡切换，需求则有望伴随供给扰动结束修复。

图表 51 2019 年和 2024 年电动两轮车新国标政策对比

序号	环节	2019 年新国标	类型	2024 年新国标	类型	备注
1	整车	GB 17761-2018《电动自行车安全技术规范》	强标	《电动自行车安全技术规范（征求意见稿）》	强标	2024 年对 GB 17761-2018 修订，2024 年 9 月发布征求意见稿
2	电池	GB/T 36972-2018《电动自行车用锂离子蓄电池》	推标	GB 43854-2024《电动自行车用锂离子蓄电池安全技术规范》	强标	推标转为强标，2024 年 4 月发布、11 月实施
3	充电器	GB/T 36944-2018《电动自行车用充电器技术要求》	推标	《电动自行车用充电器安全技术要求》（GB 42296—2022）第 1 号修改单（征求意见稿）	强标	推标转为强标
4	电气安全	GB 42295-2022《电动自行车电气安全要求》	强标	《电动自行车电气安全要求》（GB 42295—2022）第 1 号修改单（征求意见稿）	强标	2024 年 11 月实施
5	厂商资质	《关于发布电动自行车产品由许可转为实施强制性产品认证管理安排的公告》		《电动自行车行业规范条件》		规范企业经营、提升行业门槛和发展水平
				《关于对电动自行车用锂离子蓄电池、电动自行车用充电器实施强制性产品认证管理的公告》		锂电池和充电器必须完成 3C 认证，24 年 10 月开始受理，到 25 年 11 月结束

资料来源：工信部，国家市场监督管理总局，中国政府网，国家标准全文公开系统，华创证券

两轮车以旧换新政策有望刺激 25 年消费需求释放。截止 11 月初，已有 27 个省公布本轮电动两轮车以旧换新政策实施细则，补贴额度上限最高达 600 元；由于四季度为需求淡季，伴随新国标政策在 2025 年执行落地，补贴政策或有望延续。参考家电以旧换新效果，我们预计以旧换新政策将刺激需求释放。在以旧换新补贴刺激下，家电 9 月线上线下零售高增，空调、冰箱、洗衣机线上销额同比分别增长 82%、45%、27%，扫地机线下销额同比增长 114%。

图表 52 部分省市电动两轮车以旧换新细则

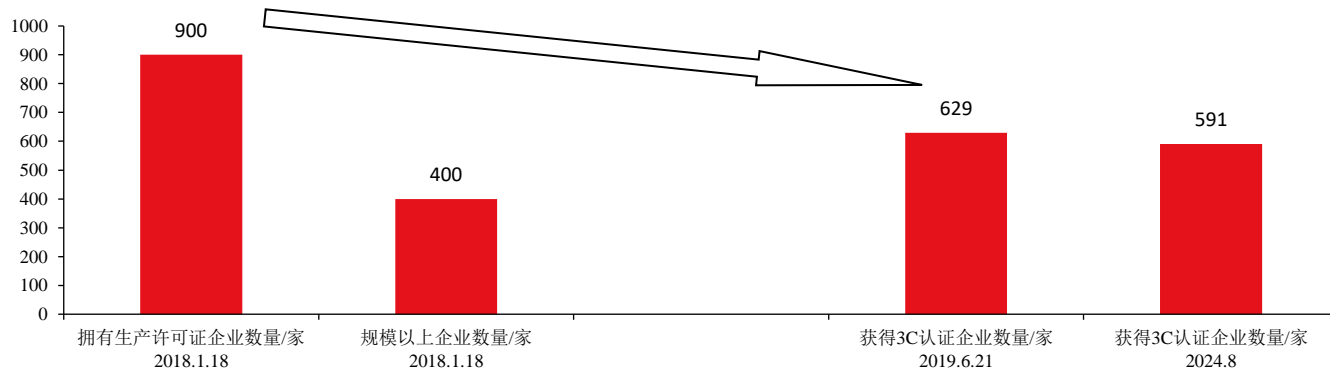
序号	省市	政策发布时间	文件名称	补贴时间	补贴金额/元
1	湖北	2024/8/7	《湖北省电动自行车以旧换新实施细则（征求意见稿）》	2024/8/11-2024/12/31	500
2	浙江	2024/9/18	《关于推进实施 2024 年电动自行车以旧换新补贴政策的通知》	2024/8/22-2024/12/31	整车价格 20%，最高 500
3	河北	2024/9/18	《河北省 2024 年电动自行车以旧换新工作方案》	2024/9/20-2024/12/31	整车价格 20%，最高 500（铅酸） 整车价格 10%，最高 300（锂电）
4	江苏	2024/9/24	《电动自行车以旧换新实施办法》	2024/9/24-2024/12/31	300（整车 2000 元以下） 400（整车 2000-3000 元） 500（整车 3000 元以上） 锂电换铅酸再补贴 100 元
5	上海	2024/10/12	《上海市电动自行车以旧换新补贴实施细则》	2024/10/16-2025/6/30	500

资料来源：各省市商务厅，华创证券

供给出清推升行业集中度提升，2024 年整车强标认证新增厂商资质要求，当前近 600 家企业预计将继续出清，龙头份额仍有提升空间：

- **整车强标 3C 认证新增上游生产配套要求，提升行业进入门槛。**2024 年监管部门推出《电动自行车行业规范条件》，主要以上游生产配套、产品研发能力等为筛选门槛，设立“白名单”提升行业规范性。2024 年 9 月发布的整车强标征求意见稿，新增厂商的上游生产配套要求，提升行业进入门槛和集中度。
- **当前行业仍有接近 600 家企业，尾部出清空间较大。**2019 年新国标执行后，由生产许可证转 3C 认证的资质切换出清约 300 家企业，截止 2024 年 8 月行业内仍有接近 600 家企业数量，尾部出清空间较大，头部品牌仍有份额提升空间。

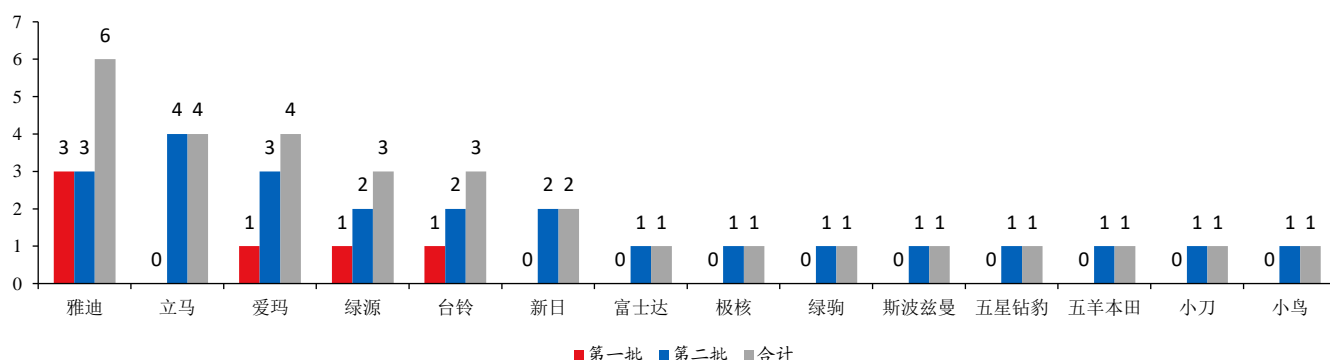
图表 53 行业内仍有接近 600 家企业



资料来源：中国政府网，工信部，国家市场监督管理总局，华创证券

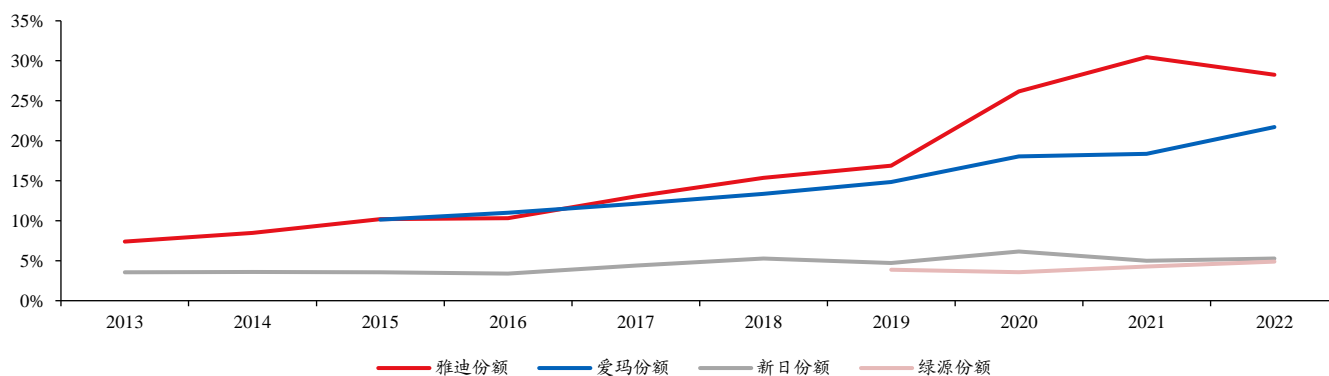
- **以白名单形式规范企业生产经营，提升行业进入门槛。**2024 年监管部门推出《电动自行车行业规范条件》规范企业经营，企业通过申请形式进入“白名单”，截止目前已经公告两批白名单企业，第一批白名单入选品牌 4 家、第二批白名单入选品牌 14 家。“白名单”政策将规范行业经营、提升进入门槛，“白名单”企业则预计将优先进入以旧换新企业名录，进一步出清中小企业。

图表 54 公告入选白名单品牌生产主体数量（单位：家）



资料来源：工信部，华创证券

图表 55 头部品牌份额仍有提升空间



资料来源：爱玛转债募集说明书，电动自行车协会，各公司年报，华创证券

中远期看，渠道扁平化趋势下，利润将向品牌商集中。渠道结构主要影响远期盈利，即格局达到稳态后，品牌商优化渠道利润分配。品牌商与渠道的话语权，伴随格局提升和优化，会发生一定程度的转变，如精简渠道结构。同时，当前渠道整体毛利率高于品牌商，伴随后续集中度提升和品牌话语权加强，预计渠道利润将一定程度收回。

五、风险提示

终端需求、补贴力度不及预期，国际关系大幅变化，汇兑波动影响。

家电组团队介绍

组长、首席分析师：秦一超

浙江大学工学硕士，曾任职于东兴证券、申港证券，2020 年加入华创证券研究所。

高级分析师：田思琦

上海国家会计学院会计硕士。2020 年加入华创证券研究所。

分析师：樊翼辰

英国伦敦大学学院理学硕士。2021 年加入华创证券研究所。

分析师：杨家琛

东南大学工学学士、华东理工大学金融硕士。2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：牛侯航

英国帝国理工学院理学硕士。2023 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	张婷	华北机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	蔡依林	资深销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	张效源	销售经理		zhangxiaoyuan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	高级销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
上海机构销售部	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	高级销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	张玉恒	销售经理		zhangyuheng@hcyjs.com
	易星	销售经理		yixing@hcyjs.com
	张晨奂	销售经理		zhangchenhuan@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
胡玉青	销售经理		huyuqing@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明:

A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522