

# 家用电器

## 家电消费刺激政策 2.0 下的行业发展机遇

证券研究报告

2022 年 07 月 23 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

孙谦

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521050004  
sunqiana@tfzq.com

宗艳

联系人

zongyan@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 1 《家用电器-行业研究周报:国常会定调释放绿色智能家电消费潜力——22W29 周度研究》 2022-07-18
- 2 《家用电器-行业投资策略:家电行业 2022 年中期策略:吹尽狂沙始到金》 2022-07-06
- 3 《家用电器-行业研究周报:5 月空调数据点评——22W27 周度研究》 2022-07-04

### 一、家电行业再迎政策利好

2013 年 5 月三大政策彻底退出,大家电产品已经进入存量市场竞争,结构升级为新增长点,更新换代需求成为主导。19 年起国内频繁提出家电刺激政策,22 年国常会定调支持绿色智能家电消费,明确在全国范围内开展家电以旧换新与家电下乡,并推进安装+维修等全链路服务标准化、废旧家电回收以及农村电网的巩固等举措,家电行业再迎政策利好。

### 二、上一轮家电刺激政策复盘

#### 1) 哪些品类和公司受益?

**品类端:**三大政策均覆盖空调、冰箱、洗衣机、彩电、计算机五类产品,家电下乡、节能惠民补贴范围还包括热水器、部分小家电产品以及零部件产品。

**企业端:**家电下乡首批中标的企业含海尔、美的、海信、海信电器、深康佳等;第二批名录扩大了产品种类和企业,彩电中标企业含海信、康佳、长虹、创维、海尔等 9 家,洗衣机品类有松下、美的、美的等 36 家企业,电冰箱中标企业 40 家,冷柜中标企业 19 家;第三批补贴名录增加摩托车、电脑、热水器、空调四类品种,空调有格力、志高、奥克斯等 10 家企业新入选名录。

#### 2) 三大政策财政支出与效益测算

我们估算得到: 2009-2012 年三大家电消费政策合计支出补贴金额约 1562 亿元,在政策所覆盖的 5.5 年间,年均财政支出约 284 亿元,占当时家电行业规模比例约 5%,期间家电行业市场规模年均提升 460 亿元,拉动比例约 1.6:1。

### 三、如何看新一轮刺激政策对家电消费的影响?

#### 1) 理论层面:低渗透率品类、品牌力强的头部企业有望受益

**品类端:**有望催化目前渗透率越低的品类实现放量。1) 大家电,截至 20 年,国内冰、洗、彩电渗透率趋于饱和,空、烟机仍具备较大渗透空间。2) 小家电,对比日本市场,国内消费者在清洁、个护、衣物护理等小家电上支出占比较少,对应较大新增需求空间。我们认为,家电下乡政策以及消费券的推出有利于挖掘国内家电品类的新增需求,有望提振小家电品类(如微波炉、电饭煲等)以及目前国内渗透率较低的品类(如扫地机、投影仪等)的终端销售。

#### 2) 回归现实:疫后多地发放消费券,成效如何?

据北大光华管理学院研究团队对杭州首轮数字消费券的测算,政府 1 元钱的消费补贴能够带来平均 3.5 元以上的新增消费,且使用后消费恢复常态无明显下滑。我们认为,近期地方消费券仍能对终端消费形成较好的杠杆效应,伴随需求侧向好逐步传导至供给侧,有望驱动企业端扩大产出,扩大社会消费支出规模,助力宏观经济向好。

#### 3) 反观股市:需求改善+成本压力纾解+估值低位,看好大家电龙头配置

上轮家电刺激政策期间,白电龙头格力、美的、海尔,厨电龙头老板、华帝、万和、美的以及黑电龙头海信视像的营收增速表现亮眼,其中,格力电器、华帝股份、海信视像在 2008-2013 年实现了超 100% 的股价涨幅。伴随本次家电消费刺激政策推出并落地,下沉市场大家电消费潜力有望进一步挖掘,普及性需求与升级性需求同步释放+品牌力赋予溢价权,支撑企业营收增长提速,叠加 Q3 家电主要大宗价格同比基本可达持平或小幅降低,有助于企业成本压力的纾解,有望支撑企业业绩端增长。我们认为,家电消费刺激政策落地有望利好具备较强资源整合能力与品牌溢价权的家电龙头企业,叠加板块整体估值仍处低位,我们认为大家电标的估值有望回升。同时,上游企业(如盾安环境、三花智控、星帅尔、万朗磁塑等)有望受益于下游需求释放,带动主业创收能力进一步提升;并抓住节能减排、高端品质化等转型升级的发展契机,助力高技术含量产品销售,持续优化企业盈利能力。

**风险提示:**宏观经济波动风险;房地产市场波动的风险;新冠疫情导致下游需求减弱的风险;原材料价格波动的风险;测算过程具有一定主观性。

## 内容目录

1. 家电行业再迎政策利好.....	3
2. 上一轮家电刺激政策复盘 .....	4
2.1. 哪些品类和公司受益? .....	4
2.2. 三大政策财政支出与效益测算 .....	5
3. 如何看新一轮刺激政策对家电消费的影响? .....	7
3.1. 国常会定调多措并举扩消费, 绿色智能家电迎来政策利好 .....	7
3.2. 家电补贴对行业影响几何? .....	8
3.2.1. 理论层面: 低渗透率品类、品牌力强的头部企业有望受益 .....	8
3.2.1. 回归现实: 疫后多地发放消费券, 成效如何? .....	11
3.2.2. 反观股市: 需求改善+成本压力纾解+估值低位, 看好大家电龙头配置 .....	11
风险提示 .....	15

## 图表目录

图 1: 2007 年起国内家电行业刺激政策实行与退出梳理 .....	3
图 2: 2009-2012 家电下乡产品销量与销额情况 .....	5
图 3: 2007-2020 年空冰洗内销量 (万台) .....	6
图 4: 中国家电行业 (不含 3C) 市场规模 (亿元) .....	7
图 5: 我国农村主要大家电品类百户保有量 (台/百户) .....	8
图 6: 我国城镇主要大家电品类百户保有量 (台/百户) .....	8
图 7: 中国小家电消费占人均 GDP 比重 .....	8
图 8: 日本小家电消费占人均 GDP 比重 .....	8
图 9: 2018 年至 22 年 5 月大家电内销量 CR3 走势 .....	9
图 10: 2020 年我国智能家电行业竞争格局 .....	9
图 11: 2017-2021 年中国智能大家电渗透率情况 .....	10
图 12: 2022 年我国回收目标责任制行动参与企业及回收目标 (万台) .....	10
图 13: 上轮节能惠民工程第三批中标空调中, 1 级能效占比仅一半 .....	11
图 14: 2008-2013 年区间涨跌幅较好的家电股 .....	12
图 15: 2015 年至今白电标的 PE TTM 所处分位数 .....	12
图 16: 2015 年至今厨房电器标的 PE TTM 所处分位数 .....	12
表 1: 上一轮三大政策补贴产品 .....	4
表 2: 上一轮家电下乡政策重点中标公司及品类 .....	5
表 3: 2009-2012 年企业端节能惠民补贴金额测算 .....	6
表 4: 国内家电龙头企业已在智能家电领域有所布局 .....	10
表 5: 2008-2013 年家电股营业总收入增速 .....	13
表 6: 2008-2013 年家电股归母净利润增速 .....	14

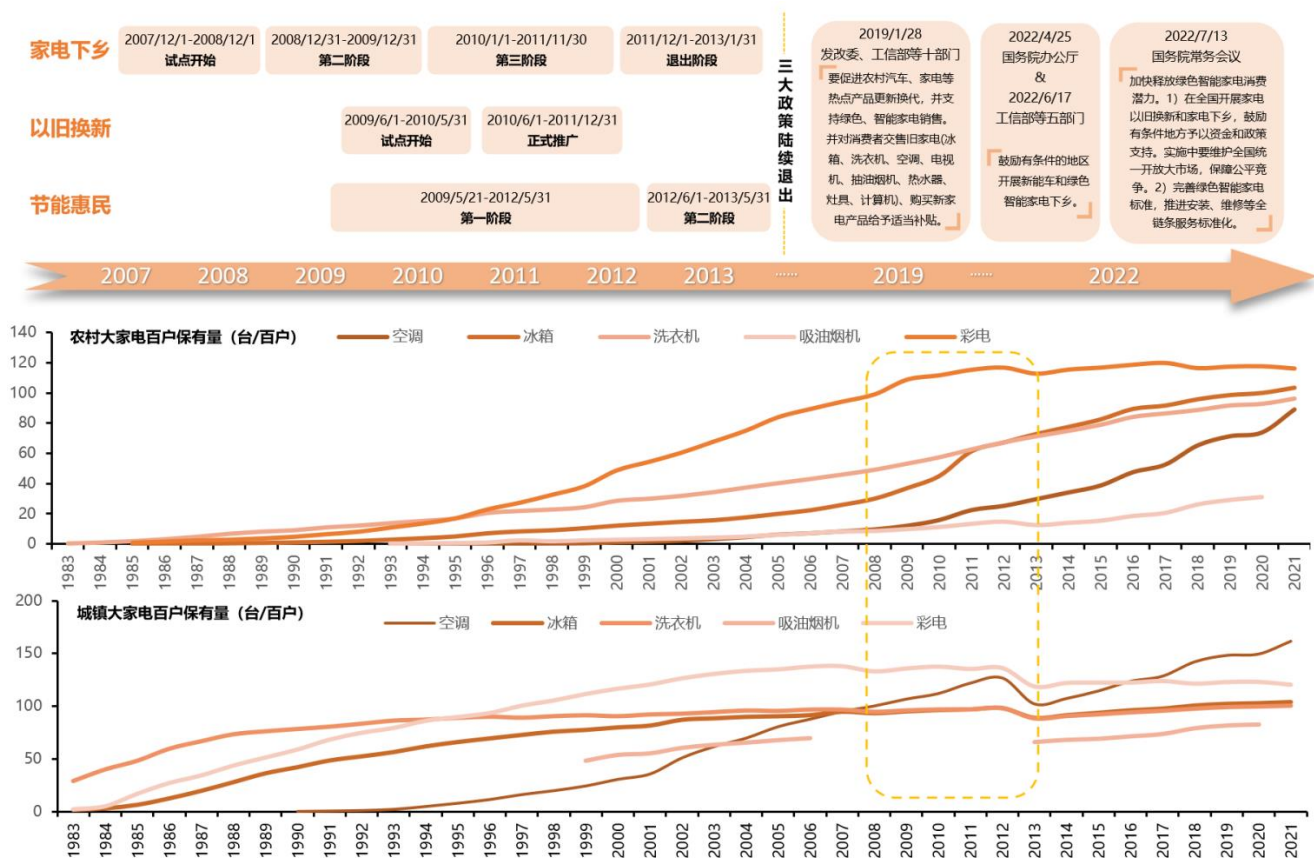
## 1. 家电行业再迎政策利好

**上一轮家电消费刺激政策：**始于 2007 年，2009-2012 年以旧换新、家电下乡补贴、节能补贴这三大主力政策共同实施，直到 2013 年 5 月三大政策彻底退出。其推出背景为顺应 2005 年中国提出的“万村千乡市场工程”、“建设社会主义新农村”计划，出于改善农村生活水平与提振农村消费需求角度而提出。自 2013 年 1 月工信部发布《关于家电下乡政策到期后停止执行等有关问题的通知》，标志着补贴政策暂时结束。期间，基于原先较低的保有量，农村家庭的空调、冰箱、洗衣机和彩电得以快速渗透；城镇家庭中保有量较低的空调快速提升，而保有量已经相对较高的冰洗产品，并未出现明显上升。

**家电消费刺激政策空窗期：**自三大政策退出市场，国内家电行业进入长达六年时间政策空窗期，期间大家电产品已经进入存量市场竞争，规模增长放缓下，结构升级成为新的增长点，更新换代需求成为主导，高端产品推广与普及为行业增长关键。

**19 年起国内频繁提出家电刺激政策，22 年国常会定调政策部署：**20 年 3 月疫情初期，国内通过扩大消费对疫情影响加以对冲；伴随国内多地散发疫情的持续，21 年起国务院对促消费政策再加码，考虑到汽车、家电为国内消费市场的大头，亦为疫情中受冲击较大领域，因此政策更具针对性，针对家电补贴采取因地制宜策略；22 年 7 月 13 日，国常会部署加力稳岗拓岗的政策举措，确保就业大局稳定；要求多措并举扩消费，定调支持绿色智能家电消费的措施。明确在全国范围内开展家电以旧换新与家电下乡，并通过推进安装+维修等全链路服务标准化、废旧家电回收以及农村电网的巩固等举措，助力各地家电消费需求释放。

图 1：2007 年起国内家电行业刺激政策实行与退出梳理



资料来源：财政部，商务部，21 财经，Wind，国家统计局等，天风证券研究所

## 2. 上一轮家电刺激政策复盘

### 2.1. 哪些品类和公司受益？

**品类端：**从 2007-2013 年三大刺激政策补贴范围看，空调、冰箱、洗衣机、彩电、计算机五类产品均在其中，而家电下乡、节能惠民补贴范围中还包括热水器、部分小家电产品以及零部件产品。

表 1：上一轮三大政策补贴产品

	第一阶段	第二阶段	第三阶段	退出阶段
家电下乡	彩电 (1500元) 冰箱 (2000元) 手机 (1000元)	彩电 (3500元) 冰箱 (2500元) 电脑 (3500元) 空调 (4000元) 电磁炉 (600元) 洗衣机 (2000元) 热水器 (4000元) 微波炉 (1000元) 手机 (1000元)	彩电 (7000元) 冰箱 (4000元) 电脑 (5000元) 空调 (6000元) 电磁炉 (1000元) 洗衣机 (3500元) 热水器 (5000元) 微波炉 (1500元) 手机 (2000元) (各省可自主选择增加一个产品)	政策正常执行至  2011/11/30 4个试点省市结束  2012/11/30 10个省市结束  2013/01/31 22个省市结束
	第一阶段		第二阶段	
	电视 (400元/台) 冰箱 (300元/台) 空调 (350元/台) 电脑 (400元/台) 洗衣机 (250元/台) 运费补贴		一阶段补贴基础上新增 拆解处理补贴 电视 (15元/台) 冰箱(20元/台) 电脑(15元/台) 洗衣机(5元/台) 空调不予补贴	
节能惠民	第一阶段		第二阶段	
	购买能效等级1级或2级以上的 空调、冰箱、平板电视、洗衣机、 电机等十大类高效节能产品， 提供补贴300-850元/台		对空调、平板电视、电冰箱、 洗衣机、热水器五类高效节能 家电进行为期一年的补贴推广， 政策于13年5月31日停止执行	

资料来源：财政部，商务部等，天风证券研究所

注：家电下乡补贴品类括号为下乡产品最高限价；以旧换新补贴品类括号为补贴金额上限。

**企业端：1) 家电下乡**，通过招标确定生产企业及产品型号。2007 年，首批中标的企业如海尔、海信科龙、澳柯玛、深康佳等都享受到了“农村市场快速启动”的作用。根据中国家电协会的初步统计，2007 年 12 月到 2008 年 9 月家电下乡试点期间，总销售额在 40 亿元左右。2008 年 12 月起，试点范围扩大到 12 个省（区、市），补贴产品增加洗衣机，第二批名录扩大了产品种类和企业。其中彩电中标企业含海信、康佳、长虹、创维、TCL、厦华等 10 家，洗衣机品类有松下、美的、TCL、美菱等 36 家企业中标，电冰箱中标企业高达 40 家，冷柜有 19 家企业中标。2009 年 2 月起，家电下乡工作在全国开展，补贴产品增加了摩托车、电脑、热水器、空调四类补贴品种，彩电、洗衣机、冰箱(冷柜)、手机四大品类的共 177 家企业中标，企业参与热情和中标产品规格均较此前提。2) **以旧换新**，不通过招标限制生产企业，但以招标方式确定家电销售商和家电回收企业。回收拆解处理企业由试点省市从现有拆解处理企业中确定，试点期间，原则上每个试点省选择 1-2 家，试点城市选择 1 家。3) **节能惠民**，招标确定企业及产品型号并进入推广名录。



表 2：上一轮家电下乡政策重点中标公司及品类

重点中标公司	中标品类（全部型号数量）
海尔	洗衣机（78）彩电（80）电冰箱（80）冷柜（52）手机（35）空调（80）计算机（80）热水器（69）
美的	洗衣机（80）电冰箱（80）冷柜（52）电磁灶（11）空调（60）热水器（80）微波炉（80）
海信	洗衣机（53）彩电（80）电冰箱（73）冷柜（58）手机（18）空调（80）热水器（38）
格力	电磁灶（10）空调（80）
澳柯玛	洗衣机（53）电冰箱（53）冷柜（54）空调（13）太阳能热水器（18）储水式热水器（7）
格兰仕	洗衣机（32）电冰箱（30）电磁灶（15）空调（41）储水式热水器（6）微波炉（19）
奥克斯	洗衣机（11）电冰箱（11）空调（70）太阳能热水器（7）
TCL	洗衣机（73）彩电（80）电冰箱（75）冷柜（25）空调（80）
三洋	洗衣机（68）空调（21）微波炉（11）
创维	洗衣机（120）彩电（63）电冰箱（24）
西门子	洗衣机（13）电冰箱（30）储水式热水器（13）
康佳	洗衣机（46）彩电（77）电冰箱（64）冷柜（38）
美菱	洗衣机（55）电冰箱（80）冷柜（42）空调（6）
小天鹅	洗衣机（80）电冰箱（41）冷柜（36）空调（27）
长虹	洗衣机（13）彩电（70）空调（60）太阳能热水器（14）储水式热水器（8）
华帝	太阳能热水器（47）储水式热水器（10）燃气热水器（7）
惠而浦	洗衣机（4）电冰箱（6）
Panasonic	洗衣机（28）空调（52）
东芝	洗衣机（4）电冰箱（10）

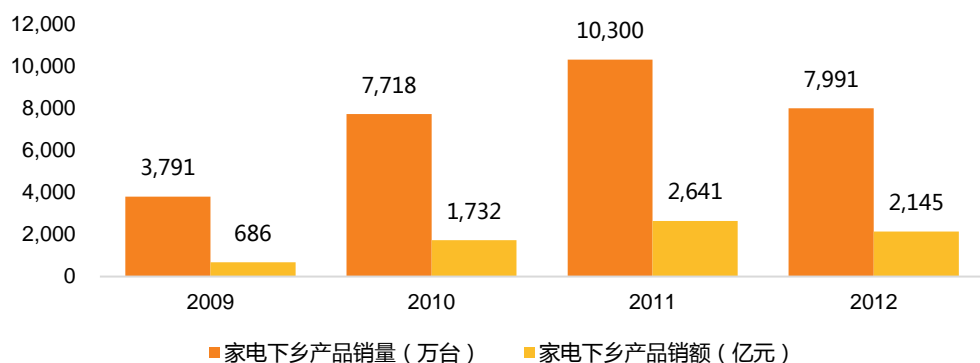
资料来源：中国家电网，天风证券研究所

## 2.2. 三大政策财政支出与效益测算

### 1) 家电下乡：家电下乡补贴总额约 816 亿元，年均补贴约 204 亿元

据商务部披露，截至 2012 年 7 月全国家电下乡累计发放补贴 721 亿元，截至 9 月累计发放补贴 759 亿元，假设 12 年 10-12 月补贴投放维持上述力度，估算得到家电下乡补贴总额约 816 亿元，年均补贴约 204 亿元，累计撬动家电下乡产品销售 2.98 亿台，对应销售额 7204 亿元。

图 2：2009-2012 家电下乡产品销量与销额情况



资料来源：商务部，天风证券研究所

## 2) 节能惠民：家电补贴总额约 426 亿元，年均补贴约 107 亿元

**第一阶段：**据格力、美的、海尔 2009-2012 年年报，各年度三家企业合计收到节能惠民补贴 5.6/51.6/23.3/7.4 亿元，结合各年度三大品牌的平均销量份额（产业在线口径），测算得到 2019-2012 年家电企业受节能惠民补贴，第一阶段累计补贴金额约 161 亿元。

**第二阶段：**2012 年 5 月，国常会研究了促进节能家电等产品消费的政策措施，决定安排财政补贴 265 亿元，启动推广符合节能标准的空调、平板电视、电冰箱、洗衣机和热水器，推广期限一年。

估算得到节能惠民政策期内国家补贴总额约 426 亿元，年均补贴约 107 亿元。

表 3：2009-2012 年企业端节能惠民补贴金额测算

节能惠民补贴（亿元）	2009A	2010A	2011A	2012A	合计
格力电器	2.42	21.47	16.75	4.79	45.43
美的电器/美的集团	2.29	23.51	4.03	1.72	31.54
青岛海尔	0.89	6.61	2.50	0.87	10.87
年度合计	5.60	51.60	23.28	7.37	87.85
三大白平均合计份额	54%	54%	55%	54%	-
企业端节能惠民补贴金额	10.35	94.91	42.19	13.64	161.08

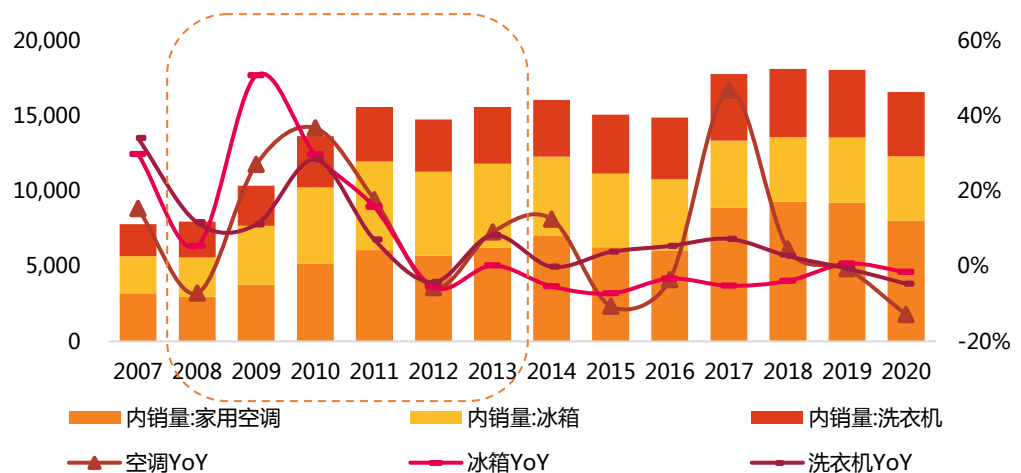
资料来源：公司年报，产业在线，天风证券研究所

## 3) 以旧换新：家电补贴总额约 320 亿元，年均补贴约 128 亿元

2009-2011 年实行家电以旧换新政策的 2.5 年间，中央财政累计安排补贴 320 亿元，年均补贴约 128 亿元。据商务部统计，仅 2011 年间全国家电以旧换新共销售五大类新家电 9248 万台，拉动直接消费 3420+亿元。

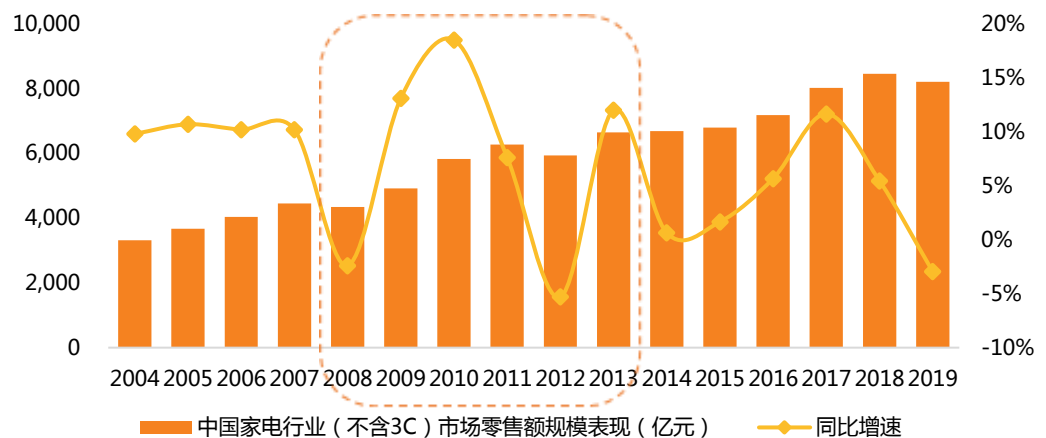
综上，我们估算得到：1) 补贴金额，2008-2013 年三大家电消费政策合计支出补贴金额约 1562 亿元，在政策所覆盖的 5.5 年间，年均财政支出约 284 亿元。2) 补贴力度，三大政策年均支出 284 亿元，占当时家电行业规模比例约 5%，期间家电行业市场规模年均提升 460 亿元，拉动比例约 1.6:1。3) 分品类看，2008-2013 年空冰洗内销量涨幅分别为 110.3%、113.9%、58.2%，CAGR 分别为 16.0%、16.4%、9.6%，三大政策对家电销售的提振作用明显。

图 3：2007-2020 年空冰洗内销量（万台）



资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 4：中国家电行业（不含 3C）市场规模（亿元）



资料来源：奥维云网推总数据，天风证券研究所

### 3. 如何看新一轮刺激政策对家电消费的影响？

#### 3.1. 国常会定调多措并举扩消费，绿色智能家电迎来政策利好

国务院总理李克强于 7 月 13 日主持召开国务院常务会议，部署加力稳岗拓岗的政策举措，确保就业大局稳定；要求多措并举扩消费，定调支持绿色智能家电消费的措施。国常会明确在全国范围内开展家电以旧换新与家电下乡，并通过推进安装+维修等全链路服务标准化、废旧家电回收以及农村电网的巩固等举措，助力各地家电消费需求释放，我们预计伴随政策细则的推出与落地，未来将从以下三个方面促进国内家电行业发展，促进品类新增与更新需求的释放：

##### 关键词 1：绿色智能家电

据中国家用电器协会测算，绿色家电方面，2022 年冰箱、冷柜、空调、洗衣机、电热水器这五类产品能效二级以上产品产销量整体达到 1.1 亿台，电饭锅、吸油烟机、微波炉、电磁灶产品能效二级以上产销量可接近 5000 万台；智能家电方面，仅空冰洗智能产品在 2021 年整体销售额达到 1791 亿元。农村市场方面，据中国经济时报，我国农村地区的绿色智能小家电保有量不足 5 件/户，仅为发达国家保有量的 1/6，对标发达国家具备较大渗透空间。因此，国内家电在绿色、智能以及低线级市场三大维度均具备较为可观的增长潜力。

##### 关键词 2：废旧家电回收&售后服务体系

家用电器是居民能源消耗第二大来源，约 30%居民碳排放来自于家用电器，绿色智能家电具备的绿色、环保、健康、智能等属性契合国内“双碳目标”的实现，且满足消费者对家电消费升级的诉求。当前距离上一轮大规模“家电下乡”已有 10 年，据《2021 中国家电以旧换新年度调研报告》我国家电保有量目前超过 21 亿台，按照一般安全使用年限不超过 10 年估算，近几年年均淘汰量在 1.5 亿台左右，因此，国内家电行业正迎来规模化换新周期，且更新需求释放有望带来较为可观的销量。同时，为提升国内家电行业售后服务体系的规范性，解决售后价格不透明、维修服务质量难保证的问题，叠加绿色家电的销售对家电售后服务提出更高要求，中消协正整合产销各方力量健全绿色家电维修、保养等售后服务机制，并在农村地区积极鼓励企业通过联合设立维修服务平台等形式提供更有保障的售后服务。

##### 关键词 3：完善行业能效标准

考虑到绿色家电消费市场虽增长较快，但其生产端仍存在的国内标准不统一、标准水平与国际不接轨等问题，国常会明确定调下有望充分发挥行业协会和标杆企业的作用，研

究推进行业能效标准的升级，助力国内家用电器行业长期健康发展。

### 3.2. 家电补贴对行业影响几何？

#### 3.2.1. 理论层面：低渗透率品类、品牌力强的头部企业有望受益

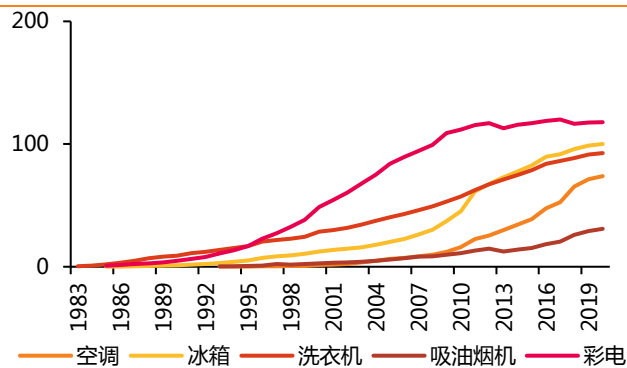
##### 品类端：有望催化目前渗透率越低的品类实现放量

大家电方面，截至 2020 年，国内大家电品类渗透趋于平稳，其中冰、洗、彩电渗透率趋于饱和，空调、吸油烟机两大品类仍具备较大渗透空间。

小家电方面，基于欧睿国际数据，与日本市场相对照，我们发现国内消费者在清洁、个护、衣物护理等小家电上支出占比较少，对应较大新增需求空间。考虑到农村消费市场人口基数达 5.3 亿数量庞大，以及国内持续散发疫情对家电购置需求的影响，我们认为，家电下乡政策以及消费券的推出有利于挖掘国内家电品类的新增需求。

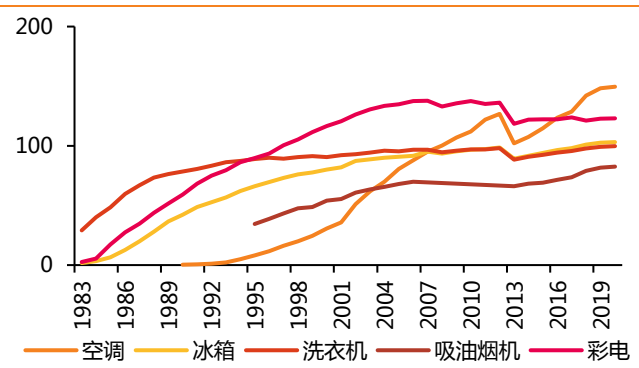
我们认为，和上一轮三大政策不同，今年北京消费刺激政策的实施中有多个家电新兴品类纳入补贴名单，如投影机、坐便器、净水器等，伴随全国多地家电消费刺激覆盖品类的拓宽，有望催化小家电品类（如微波炉、电饭煲等）以及目前国内渗透率较低的品类（如扫地机、投影仪等）加速渗透。

图 5：我国农村主要大家电品类百户保有量（台/百户）



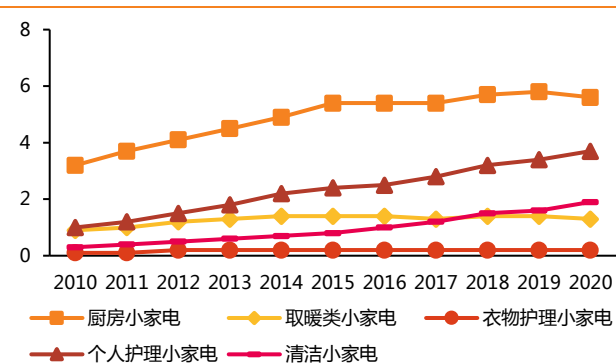
资料来源：Wind，国家统计局，天风证券研究所

图 6：我国城镇主要大家电品类百户保有量（台/百户）



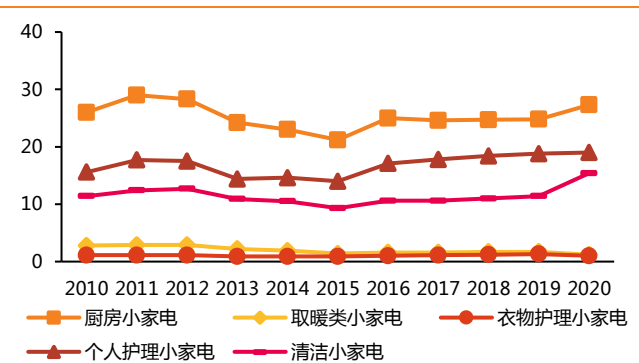
资料来源：Wind，国家统计局，天风证券研究所

图 7：中国小家电消费占人均 GDP 比重



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 8：日本小家电消费占人均 GDP 比重



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

##### 企业端：消费升级+更新需求释放背景下，家电刺激政策有望催化行业整合

上一轮三大政策更具普惠性，尤其是家电下乡类政策，使得地方小企业难以被彻底淘汰出局，叠加农村消费水平相对较低，反而不利于龙头市占率的提升，期间除份额较高的美的、



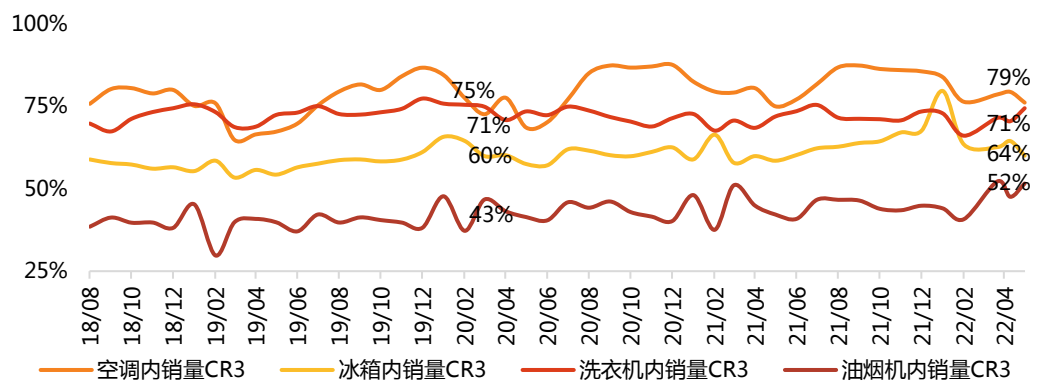
格力、海尔和海信外，美菱、长虹等企业因进入家电下乡、节能惠民补贴名录，营收与业绩亦有较好表现。同时，受益于家电刺激政策，一些原本在产业链中溢价能力偏弱的上游零部件公司，因业绩增长较快符合了上市条件，11-12 年天银机电、东方电热、天银机电等家电零部件企业纷纷上市。

**我们认为，若近期家电消费刺激政策推出并落地，有望利好具备较强资源整合能力与品牌溢价权的家电龙头企业，助力行业集中度进一步提升，原因如下：**

### 1) 负面因素积累带动行业出清，龙头依托规模化制造+降本增效有望快速修复

经历了大宗价格上行、疫情下物流受阻以及地产走弱等多个负面因素冲击，近年来国内家电行业供给+需求端均有所承压，尾部品牌因产业链议价能力较弱、规模化制造水平较低或逐步出清，自 20 年初至今，空、洗、烟机内销量 CR3（产业在线口径）均有一定幅度提升。以海尔、美的、格力为代表的家电龙头具备规模效应以及完善的产业链优势，有望依托规模化制造、降本增效迅速修复，抓住消费刺激政策对更新需求的催化，不断攫取中小家电厂商的原有份额，促进行业集中度进一步提升。

图 9：2018 年至 22 年 5 月大家电内销量 CR3 走势

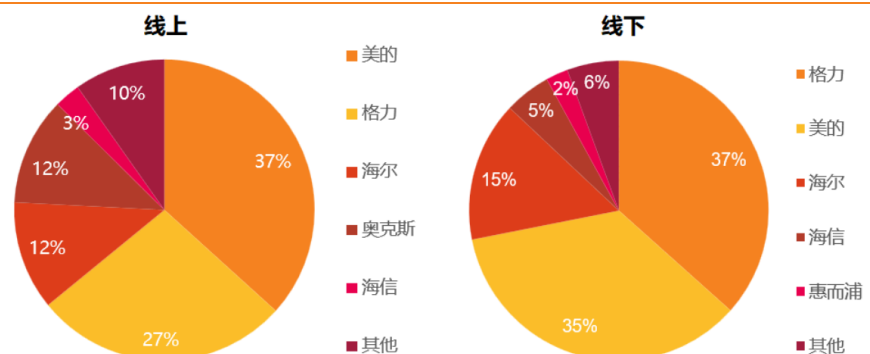


资料来源：产业在线，天风证券研究所

### 2) 绿色智能家电矩阵完善，前瞻性部署家电回收体系

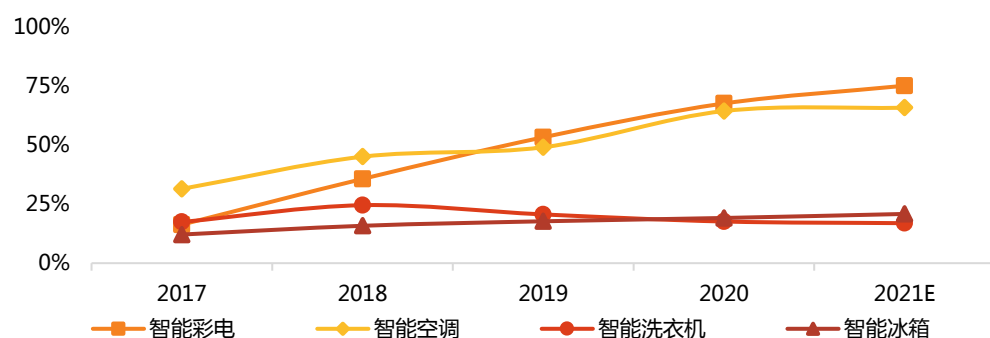
绿色智能家电方面，绿色智能家电的运作过程往往依赖于物联网、互联网以及电子芯片等现代技术的应用和处理，对应的消费需求层次更高，顺应国内消费升级趋势。产业链看，上游核心零部件供应商议价能力较强，而基本原材料等供应商议价能力较低；中游进入壁垒较高，要求家电厂商具备大量资金实力与技术支持，潜在进入者威胁较小；下游渗透率较低，智能冰洗产品百户保有量仅约 20 台，需求亟待进一步挖掘。叠加目前海尔、小米、美的、格力、海信已快速入局智能家电领域并建立龙头地位（20 年美的线上份额 36.7%，格力线下份额 36.6%），有望受益于智能产品渗透实现放量。

图 10：2020 年我国智能家电行业竞争格局



资料来源：奥维云网，中商产业研究院，天风证券研究所

图 11：2017-2021 年中国智能大家电渗透率情况



资料来源：华经产业研究院，东方财富网，天风证券研究所

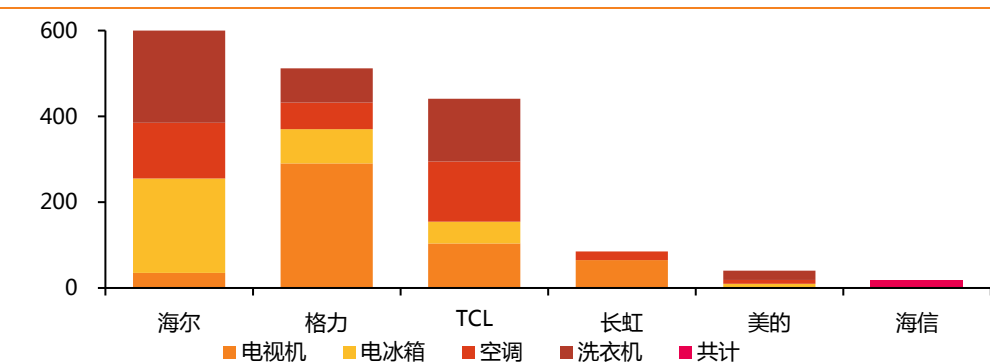
表 4：国内家电龙头企业已在智能家电领域有所布局

公司简称	21H1智能家电业务占比	重点布局区域	智能家电业务概况
美的集团 (000333)	88.64%	产品已出口至全球超过200个国家及地区，拥有17个海外生产基地及24个销售运营机构	公司智能家居事业群为公司主营的五大业务板块之一
海尔智家 (600690)	87.07%	全球运营14个研发中心、122个制造中心、108个营销中心，并在海外市场覆盖接近13万个销售网点	公司智能家电产品种类齐全，且智能节点之间的联动效果较好
格力电器 (000651)	77.90%	国内市场为主，同时在巴基斯坦、巴西设有工厂	公司产品覆盖家用消费品和工业装备两大领域
科沃斯 (603486)	97.80%	公司现以建立以中国、美国、德国和日本为核心覆盖全球主要市场的经营网络	公司基于过年在服务机器人领域的研发投入和技术积淀引领开发了包括扫地机器人、擦窗机器人和空气净化机器人等在内的多款针对家庭地面清洁及环境健康的服务机器人产品
海信家电 (000921)	89.57%	公司产品除国内地区外，还远销国外海外130多个销售区域	主营业务涵盖了电冰箱、家用空调、中央空调的、洗衣机、厨房电器、环境电器等
华帝股份 (002035)	99.02%	国内地区为主	公司以高端智能厨电为定位，以厨电产业为核心，主要从事研发、生产、销售高端智能厨电、卫浴产品、定制家居等业务，形成以厨卫电器产品，全屋定制产品及环境电器产品为主的多个系列产品

资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

家电回收方面，自 22 年 2 月国家发改委提出“畅通和优化家电生产流通消费和回收利用渠道，促进家电更新消费”，22 年回收目标责任制行动中已有海尔、美的、格力、TCL、长虹、海信 6 家企业自愿参报，对应空、冰、洗和电视机全年回收目标 1696 万台（各品类分别约 400 万台），占我国全年报废拆解量的 20%。

图 12：2022 年我国回收目标责任制行动参与企业及回收目标（万台）

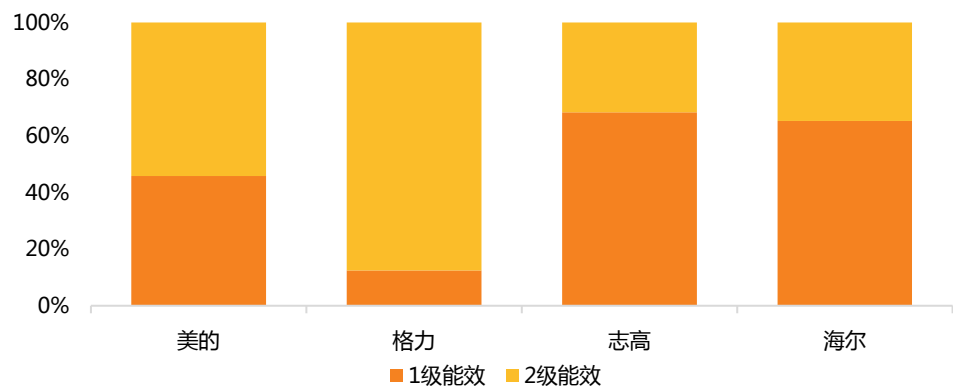


资料来源：发改委，人民网，天风证券研究所

### 3) 上轮下乡家电更新升级需求释放，龙头有望凭借品牌力+技术优势抢占份额

上一轮家电下乡所售产品中中低端产品占比较高，属于高性价比的普及型产品，叠加大部分家电产品已超过设计使用年限，进入更新换代阶段，家电下沉市场亟待以优汰劣。伴随绿色、智能家电消费刺激的推出与落地，家电下沉市场普及性需求与升级性需求同步释放：一方面，进一步挖掘农村家电市场空间，加速保有量仍具备提升空间的大家电品类（如吸油烟机、空调）、低渗透率且相对刚需的小家电品类（微波炉、电饭煲）放量；另一方面，激活低线级市场的家电更新需求，汰换未满足新能效标准、超出安全使用年限的产品，催化行业智能化、绿色化进程加速。我们认为，伴随近十年来农村经济收入的显著提升，农村消费不再是低端消费为主，品牌知名度较好、具备智能网联、环保技术的企业，有望抢占农村家电更新+升级需求实现放量。

图 13：上轮节能惠民工程第三批中标空调中，1 级能效占比仅一半



资料来源：发改委，天风证券研究所

#### 3.2.1. 回归现实：疫后多地发放消费券，成效如何？

疫后，国家为保障就业、恢复经济，除对企业减税降费及向市场提供充足流动性外，中央和地方政府多次出台扩大外需、促进消费的政策，其中发放消费券成为地方性家电消费刺激的优先政策选项，助力消费者信心回归，保障线下商户回归正常经营环境。为应对疫情期间的消费频次下降与需求走弱，消费券均使用了“满减”政策，据北京大学光华管理学院研究团队对杭州首轮数字消费券的测算结果，杭州 20 年 3 月 27 日发放的数字消费券达到 3.5 倍，4 月 3 日一轮达到 5.8 倍，即政府 1 元钱的消费补贴能够带来平均 3.5 元以上的新增消费，且新增消费并不是“消费提前”所致，消费券使用后消费恢复常态无明显下滑。我们认为，近期地方消费券仍能对终端消费形成较好的杠杆效应，伴随需求侧向好逐步传导至供给侧，有望驱动企业端扩大产出，扩大社会消费支出规模，助力宏观经济向好。

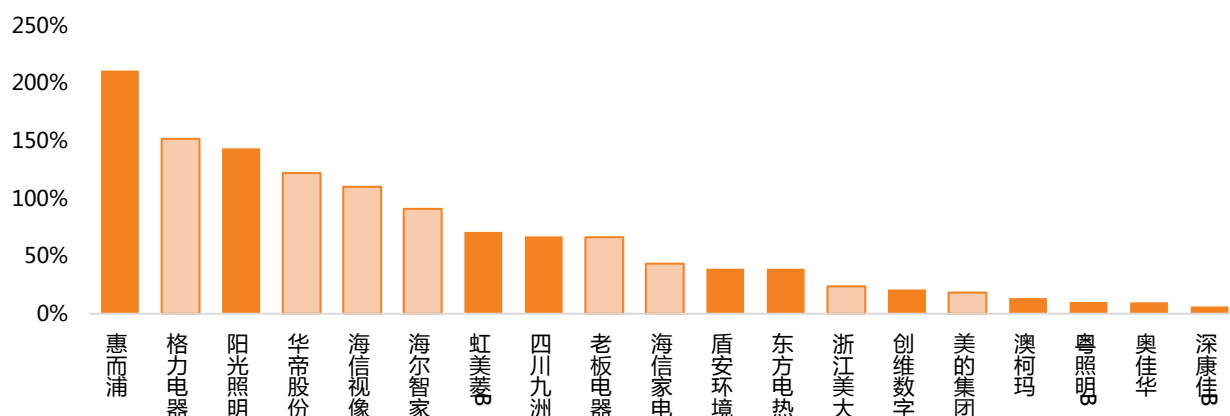
#### 3.2.2. 反观股市：需求改善+成本压力纾解+估值低位，看好大家电龙头配置

上轮家电刺激政策期间，白电龙头格力、美的、海尔，厨电龙头老板、华帝、万和、美的以及黑电龙头海信视像的营收增速表现亮眼，其中，格力电器、华帝股份、海信视像在 2008-2013 年实现了超 100% 的股价涨幅。我们认为，伴随本次家电消费刺激政策推出并落地，下沉市场大家电消费潜力有望进一步挖掘，普及性需求与升级性需求同步释放+品牌力赋予溢价权，支撑企业营收增长提速，叠加 Q3 家电主要大宗价格同比基本可持平或小幅降低，有助于企业成本压力的纾解，有望支撑企业业绩端增长。

目前大家电板块估值仍处低位，结合上文此次家电消费刺激政策落地，或将利好具备较强资源整合能力与品牌溢价权的家电龙头企业的判断，我们认为大家电标的估值有望回升。

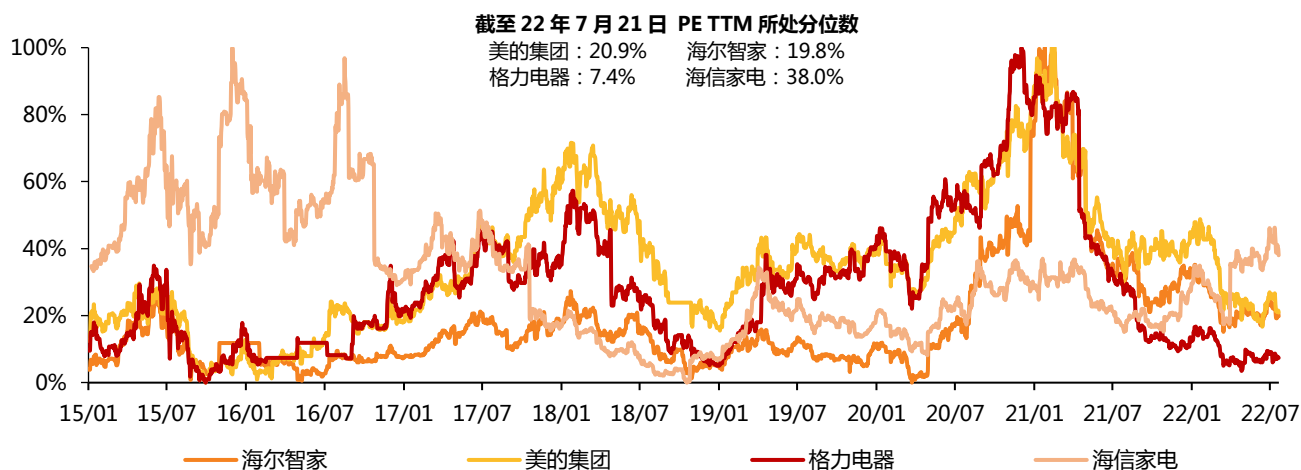
同时，上游企业（如盾安环境、三花智控、星帅尔、万朗磁塑等）有望受益于下游需求释放，带动主业创收能力进一步提升，并抓住节能减排、高端品质化等转型升级的发展契机，助力高技术含量产品放量，持续优化企业盈利能力。

图 14：2008-2013 年区间涨跌幅较好的家电股



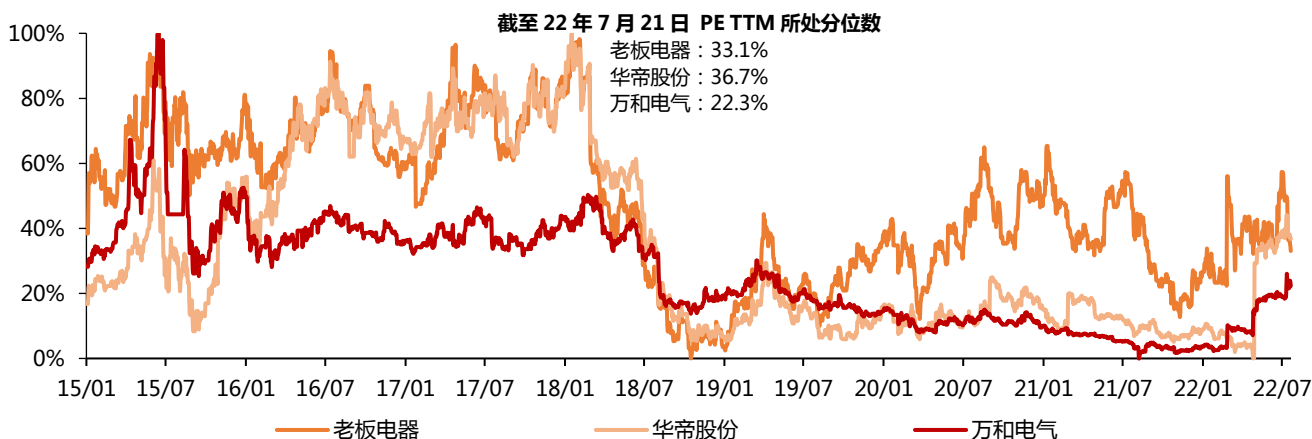
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：2015 年至今白电标的 PE TTM 所处分位数



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：2015 年至今厨房电器标的 PE TTM 所处分位数



资料来源：Wind，天风证券研究所



表 5： 2008-2013 年家电股营业总收入增速

营收增速	2008A	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A
000333.SZ 美的集团	33.5%	7.1%	60.9%	21.6%	-23.4%	18.1%
000651.SZ 格力电器	10.9%	1.0%	42.6%	37.3%	19.9%	19.9%
600690.SH 海尔智家	3.2%	8.5%	83.7%	21.6%	8.4%	8.3%
002508.SZ 老板电器	17.3%	7.8%	31.8%	24.5%	28.0%	35.2%
000921.SZ 海信家电	-2.1%	8.4%	89.0%	4.5%	2.5%	28.5%
002035.SZ 华帝股份	7.8%	-2.0%	18.0%	24.6%	22.0%	49.1%
002543.SZ 万和电气	17.3%	12.4%	32.3%	14.7%	15.8%	21.3%
002677.SZ 浙江美大		23.3%	14.1%	5.6%	3.1%	8.0%
000016.SZ 深康佳A	0.3%	8.6%	29.1%	-5.2%	13.1%	9.1%
000404.SZ 长虹华意	15.7%	5.7%	41.8%	16.3%	4.3%	19.8%
000521.SZ 长虹美菱	11.0%	45.9%	30.1%	9.4%	3.4%	13.2%
000541.SZ 佛山照明	14.9%	-0.7%	14.6%	15.6%	2.6%	14.7%
000801.SZ 四川九洲	10.5%	-26.8%	296.9%	-32.9%	23.4%	-10.4%
000810.SZ 创维数字	-5.3%	10.5%	21.4%	11.9%	9.1%	-0.8%
002005.SZ ST德豪	30.3%	-23.8%	35.0%	18.1%	-10.0%	13.5%
002011.SZ 盾安环境	7.9%	-11.9%	61.9%	36.3%	50.5%	-14.7%
002032.SZ 苏泊尔	23.5%	13.6%	36.6%	26.7%	3.3%	21.7%
002050.SZ 三花智控	202.7%	-16.5%	52.6%	34.5%	8.6%	37.8%
002052.SZ *ST同洲	15.0%	-5.3%	15.6%	-12.5%	4.6%	-7.1%
002076.SZ *ST雪莱	5.3%	-8.1%	8.6%	33.1%	9.9%	-7.2%
002242.SZ 九阳股份	122.5%	7.2%	15.3%	-2.8%	5.0%	7.8%
002290.SZ 禾盛新材	58.0%	-6.6%	59.3%	7.2%	0.9%	-5.0%
002403.SZ 爱仕达	17.8%	-8.5%	29.0%	7.4%	-12.0%	10.2%
002418.SZ 康盛股份	16.6%	11.7%	53.4%	2.9%	17.3%	10.6%
002420.SZ 毅昌科技	22.6%	16.3%	25.2%	16.6%	3.0%	22.4%
002429.SZ 兆驰股份	-8.9%	53.5%	6.2%	48.2%	44.3%	4.9%
002519.SZ 银河电子	-17.3%	4.4%	43.2%	18.4%	0.8%	18.3%
002614.SZ 奥佳华	9.3%	9.6%	40.5%	3.1%	6.1%	25.9%
002668.SZ ST奥马		4.7%	28.9%	12.9%	8.2%	23.2%
002676.SZ 顺威股份		-6.7%	68.1%	27.8%	-22.0%	17.3%
200016.SZ 深康佳B	0.3%	8.6%	29.1%	-5.2%	13.1%	9.1%
200521.SZ 虹美菱B	11.0%	45.9%	30.1%	9.4%	3.4%	13.2%
200541.SZ 粤照明B	14.9%	-0.7%	14.6%	15.6%	2.6%	14.7%
300160.SZ 秀强股份	12.6%	0.6%	72.1%	25.9%	1.0%	-0.1%
300217.SZ 东方电热		56.3%	56.0%	20.9%	7.7%	25.2%
300247.SZ 融捷健康	35.9%	18.3%	15.3%	5.5%	18.3%	8.0%
300272.SZ 开能健康	19.1%	30.1%	32.1%	25.5%	16.2%	29.3%
600060.SH 海信视像	-9.6%	37.3%	15.5%	10.6%	7.3%	12.8%
600261.SH 阳光照明	8.4%	-7.8%	24.5%	8.5%	10.1%	22.2%
600336.SH 澳柯玛	23.0%	30.8%	40.0%	11.8%	3.1%	7.7%
600619.SH 海立股份	-0.5%	-5.8%	41.9%	27.7%	-17.2%	-2.2%
600839.SH 四川长虹	21.2%	12.6%	32.6%	24.7%	0.6%	12.5%
600854.SH 春兰股份	-52.4%	-11.5%	25.2%	-8.3%	-21.8%	29.3%
600983.SH 惠而浦	70.6%	86.7%	50.9%	27.6%	3.2%	32.6%
900910.SH 海立B股	-0.5%	-5.8%	41.9%	27.7%	-17.2%	-2.2%

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 6： 2008-2013 年家电股归母净利润增速

业绩增速	2008A	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A
000333.SZ 美的集团	41.1%	7.6%	132.5%	-7.3%	-6.1%	63.1%
000651.SZ 格力电器	54.9%	48.2%	46.8%	22.5%	40.9%	47.3%
600690.SH 海尔智家	19.4%	49.6%	77.0%	32.2%	21.5%	27.5%
002508.SZ 老板电器	-10.1%	51.1%	64.2%	39.2%	43.3%	43.9%
000921.SZ 海信家电	-190.5%	-166.3%	289.7%	-61.2%	216.2%	72.6%
002035.SZ 华帝股份	-175.1%	-582.8%	126.2%	14.3%	14.7%	40.6%
002543.SZ 万和电气	102.0%	151.1%	47.8%	9.9%	6.1%	14.3%
002677.SZ 浙江美大		37.0%	-27.3%	29.1%	8.9%	22.3%
000016.SZ 深康佳A	29.3%	-43.6%	-44.4%	-70.3%	83.5%	-1.5%
000404.SZ 长虹华意	232.2%	232.6%	-78.1%	60.4%	236.4%	56.6%
000521.SZ 长虹美菱	45.5%	1072.9%	8.2%	-67.3%	80.3%	42.6%
000541.SZ 佛山照明	-47.1%	-5.3%	24.3%	10.6%	37.3%	-37.1%
000801.SZ 四川九洲	-55.1%	-87.4%	2916.8%	15.4%	26.7%	4.3%
000810.SZ 创维数字	-63.1%	33.6%	291.8%	-31.9%	-93.7%	5.5%
002005.SZ ST德豪	-301.6%	-178.5%	299.5%	100.4%	-58.7%	-94.6%
002011.SZ 盾安环境	-7.3%	7.0%	36.0%	34.3%	1.5%	-28.7%
002032.SZ 苏泊尔	37.6%	31.3%	30.1%	17.8%	-1.4%	25.4%
002050.SZ 三花智控	425.5%	-7.8%	32.6%	16.0%	-25.9%	19.2%
002052.SZ *ST同洲	8.7%	-70.8%	-511.7%	-117.2%	500.3%	-74.6%
002076.SZ *ST雪莱	-73.1%	-21.0%	15.3%	73.6%	-29.3%	6.4%
002242.SZ 九阳股份	99.9%	13.3%	-3.1%	-15.2%	-9.2%	3.2%
002290.SZ 禾盛新材	51.9%	17.2%	21.8%	-35.1%	-59.8%	21.0%
002403.SZ 爱仕达	22.6%	11.4%	-25.8%	-3.3%	-48.5%	38.5%
002418.SZ 康盛股份	-1.4%	63.0%	9.6%	3.4%	-28.0%	-74.0%
002420.SZ 毅昌科技	6.6%	71.7%	12.1%	-73.9%	3.1%	-249.8%
002429.SZ 兆驰股份	-33.3%	155.0%	36.9%	18.8%	31.6%	18.6%
002519.SZ 银河电子	-68.8%	5.9%	12.3%	8.1%	18.3%	18.6%
002614.SZ 奥佳华	-47.8%	104.2%	62.9%	-9.6%	-80.2%	281.0%
002668.SZ ST奥马		35.2%	86.4%	10.8%	12.2%	19.7%
002676.SZ 顺威股份		137.8%	101.9%	-5.5%	-36.6%	-34.5%
200016.SZ 深康佳B	29.3%	-43.6%	-44.4%	-70.3%	83.5%	-1.5%
200521.SZ 虹美菱B	45.5%	1072.9%	8.2%	-67.3%	80.3%	42.6%
200541.SZ 粤照明B	-47.1%	-5.3%	24.3%	10.6%	37.3%	-37.1%
300160.SZ 秀强股份	75.0%	20.7%	33.2%	64.1%	-47.7%	-27.2%
300217.SZ 东方电热		414.2%	63.3%	41.3%	-12.6%	-4.8%
300247.SZ 融捷健康	60.2%	35.4%	26.8%	2.3%	-58.5%	-15.9%
300272.SZ 开能健康	7.6%	115.0%	38.9%	8.9%	25.3%	14.4%
600060.SH 海信视像	10.4%	121.5%	67.6%	102.3%	-5.1%	-1.3%
600261.SH 阳光照明	-9.2%	17.6%	50.8%	23.9%	-6.6%	10.3%
600336.SH 澳柯玛	-102.3%	298.0%	33.8%	-46.6%	343.8%	-7.6%
600619.SH 海立股份	-87.3%	291.6%	128.4%	21.1%	-15.1%	-29.6%
600839.SH 四川长虹	-90.8%	272.2%	152.4%	39.0%	-19.9%	57.5%
600854.SH 春兰股份	-103.8%	13.9%	-2489.2%	-105.6%	-34.8%	157.0%
600983.SH 惠而浦	69.1%	79.8%	46.2%	6.3%	-5.5%	19.5%
900910.SH 海立B股	-87.3%	291.6%	128.4%	21.1%	-15.1%	-29.6%

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 风险提示

**宏观经济波动风险：**家用电器需求受宏观经济形势的影响较大，当前全球尚未彻底摆脱新冠疫情的影响，可能导致消费者需求持续低迷，房地产市场增速放缓也将间接影响家电产品的终端需求。

**房地产市场波动的风险：**大家电销售与房地产市场有一定关联度，新增需求占比较高的品类需求受房地产市场波动影响较大。此外，部分民营房地产企业因流动性问题出现商票债务违约等情况，可能形成工程业务应收款项无法收回的情况。

**新冠疫情导致下游需求减弱的风险：**目前国内多地仍有散发疫情，短期内对当地需求与物流运营形成一定阻碍，若疫情延续，以线下销售为主的品类需求或将承压。

**原材料价格波动的风险：**家用电器原材料的采购价格与大宗商品价格波动相关，若未来原材料价格继续上涨，将对家电公司生产成本与盈利能力的稳定性带来压力。

**测算过程具有一定主观性：**市场空间测算、板块个股选择等过程具有一定主观性，存在偏差风险。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的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，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。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，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com