

正文目录

一、消费品以旧换新提振消费总量	4
1、事件：国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	4
2、上一轮家电补贴效果突出，今朝以旧换新扭转市场预期	4
二、政策复盘：抚今追昔，鉴往知来	5
1、家电补贴撬动行业增量 1: 3，边际拉动规模增长 3%-10%	5
2、补贴品类及力度：补贴比例为终端价格 10%-13%	6
3、二轮车：2019 年新国标升级驱动行业扩容	7
4、门窗：存量房占比逐渐提升，门窗行业渠道更趋多元化	7
三、耐用品更新频次：回收体系、政策补贴、产品创新推动加快	8
1、产品创新/购买力/以旧换新摩擦成本决定家电更新周期	8
2、渠道特点、回收体系、智能渗透影响国家具更新频次	11
四、家电：弹性估算及投资建议	13
1、存量估算：家电保有量超过 30 亿，其中 3 亿台需要更新	13
2、耐用品：家电更新需求占比高，潜在释放空间广阔	13
3、公司复盘：以旧换新品牌头部集中，上游弹性不容忽视	14
五、轻工家具：弹性估算及投资建议	17
1、床垫：产品结构与睡眠居住观念共同影响床垫换新频次	17
2、沙发：产品类型与产品材质共同影响沙发更新频次	19
3、卫浴：产品结构与个性化升级需求共同影响卫浴产品更新频次	20
六、风险提示	21

图表目录

图 1：城镇居民每百户耐用品拥有量（台）	5
图 2：农村居民每百户耐用品拥有量（台）	5
图 3：2008-2013 年国内家电和音像器材零售总额增加 4500 亿元	6
图 4：中国电动二轮车销量及变动	7
图 5：电动车行业市场份额不断向头部集中	7
图 6：我国 2012-2022 年城镇化率情况	8
图 7：我国 2012-2022 年人均可支配收入情况	8
图 8：全国商品房销售面积及潜在门窗需求	8
图 9：全国二手房成交量及交易面积	8
图 10：国内主要家电产品报废寿命分布	9
图 11：大陆电视机的替换周期长于美英日韩发达国家	10
图 12：产品创新推动产品升级换代	10
图 13：国内“四机一脑”2022 年拆解数量远不及理论报废数量估计	11
图 14：我国地产精装修渗透率与发达国家差异悬殊	12
图 15：国外家居零售卖场小件产品陈列较国内家居建材市场更丰富	12
图 16：我国二手电商市场玩家图谱	12
图 17：空调/彩电国内销量（万台）	13
图 18：冰箱/洗衣机国内销量（万台）	13
图 19：白电龙头及零部件营收（2006-2013，亿元）	15
图 20：白电龙头及零部件归母净利润（2006-2013，亿元）	15
图 21：海尔阶段性 PE	15
图 22：美的阶段性 PE	15
图 23：格力阶段性 PE	16
图 24：三花阶段性 PE	16
图 25：家电需求时钟图	17
图 26：按支撑层可将床垫分为弹簧型与非弹簧型	18

图 27: 我国床垫市场以弹簧床垫为主	18
图 28: 全球范围内, 我国跨城市搬家频率低	19
图 29: 中国消费者更青睐皮质沙发 (2018)	19
图 30: 美国固定沙发市场面料类型以纺织为主 (2020)	19
图 31: 美国功能沙发市场面料类型以纺织为主 (2020)	20
图 32: 我国功能沙发渗透率低	20
图 33: 我国智能马桶渗透率较低 (2022)	20
图 34: 我国用水成本低 (2019)	21
图 35: 美国人装修卫生间的驱动因素 (2023)	21
表 1: 模拟测算本轮政策补贴对行业增量贡献效果	6
表 2: 新国标对不同车型的要求	7
表 3: 国别购买力比较, 居民月度可支配收入/家电产品均价	10
表 4: 家电主要品类保有量估算	13
表 5: 家电耐用品实际更新比例仅达理论更新需求 7 成	14
表 6: 更替频次加快后主要家电品类向上弹性测算	14
表 7: 弹簧床承托性好、支撑性更高, 寿命更长	18

一、消费品以旧换新提振消费总量

1、事件：国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》

2月23日下午中央财经委员会第四次会议召开，提出加快产品更新换代是推动高质量发展的重要举措，研究消费品以旧换新问题。强调要打好政策组合拳，推动更多先进产能比重持续提升，高质量耐用品更多进入居民生活，鼓励汽车、家电等传统消费品以旧换新，推动耐用品以旧换新。细则包括推动大规模回收循环利用，加强“换新+回收”物流体系和新模式发展，对消费品以旧换新要坚持中央财政和地方政府联动，统筹支持全链条各环节，更多惠及消费者。**3月13日，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》。**方案明确指出2027年废旧家电回收量较2023年增长30%。此外，更值得关注的是，本轮政策明确加大资金支持：

1) 方案明确5大行动，其中包括设备更新行动；实施消费品以旧换新行动，开展**汽车、家电产品以旧换新，推动家装消费品换新**；实施回收循环利用行动。完善**废旧产品设备回收网络**，支持二手商品流通交易，有序推进再制造和梯次利用，推动资源高水平再生利用；实施标准提升行动。加快**完善能耗、排放、技术标准，强化产品技术标准提升**，加强资源循环利用标准供给；强化政策保障。

2) 在政策保障方面，强调要加大财政政策支持力度，...，**坚持中央财政和地方政府联动支持消费品以旧换新，通过中央财政安排的节能减排补助资金支持符合条件的汽车以旧换新；鼓励有条件的地方统筹使用中央财政安排的现代商贸流通体系相关资金等，支持家电等领域耐用消费品以旧换新。**...。**中央财政设立专项资金，支持废弃电器电子产品回收处理工作。**进一步完善政府绿色采购政策，加大绿色产品采购力度。严肃财经纪律，强化财政资金全过程、全链条、全方位监管，提高财政资金使用的有效性和精准性。

2、上一轮家电补贴效果突出，今朝以旧换新扭转市场预期

以旧换新撬动家电存量释放，对冲地产竣工不利影响。我们复盘上一轮2008-2012年家电下乡、以旧换新、节能补贴政策，合计补贴金额超过1500亿，拉动家电行业规模增长超过4000亿，拉动系数接近1:3，倘若这轮政策补贴金额100/200/300亿，带动300/600/900亿增量，对应行业总规模8700亿贡献增幅3%/7%/10%，有望对冲地产竣工下滑15%-20%对家电行业的负面拖累。

推动智能/能效/绿色升级，打通以旧换新难点。相较发达国家市场，国内家电平均使用年限通常更长，更替频次更低，我们分析其中跟居民收入水平（价格敏感度）、能效标准、智能化升级以及以旧换新体系有关。根据GfK全球消费者调研，中国大家电保有量约为25亿台，其中约有2亿台家电处于超期或者临近超期，倘若超期服役家电通过财政补贴转化成消费抵扣券，将有效激发潜在需求释放。

停征废弃电器电子产品处理基金，提升家电企业盈利能力。过去根据征收标准，每销售一台电视机/电冰箱/洗衣机/空调/电脑，生产者分别需要缴纳13/12/7/7/10元的处理基金。2022年全国废弃电器电子产品处理基金收入为27.65亿元。停征废旧电器电子产品处理基金，实现了企业成本减负，我们预计对格力、美的、海尔、

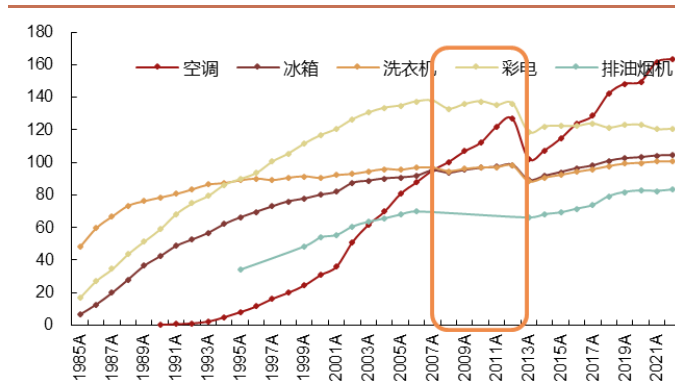
海信家电、海信视像可以分别减少 3 亿元、5 亿、3 亿、1.4 亿、1.3 亿处理基金缴纳；以财政资金补贴废旧家电回收处理环节，既帮助消费者处理旧家电得实惠，也让消费者采购新家电时的选择范围更宽泛，不必拘泥于特定品牌、特定产品。

二、政策复盘：抚今追昔，鉴往知来

本轮政策相较 2008-2013H1 年家电下乡、以旧换新、节能补贴至少有三大区别：

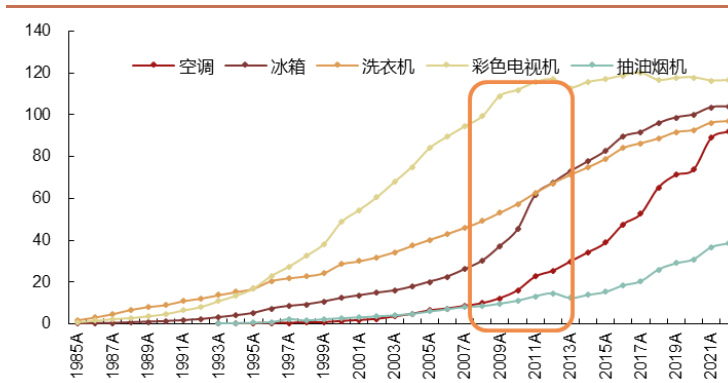
- 1) 品类延伸到家电家具。参考 2 月 1 日商务部等 9 部门联合印发《关于健全废旧家电家具等再生资源回收体系的通知》，到 2025 年全国废旧家电家具回收量比 2023 年增长 15% 以上，3 月 13 日的行动方案进一步明确要推动家装消费品换新；
- 2) 上一轮聚焦增量普及，这次强调存量换新。从每百户保有量角度观察，冰箱、洗衣机、彩电基本已经完成普及，更加侧重存量超期服役的耐用品需求如何释放；
- 3) 补贴方面，当前地方财政缺钱，更依赖中央财政。如何减少更换摩擦成本（以旧换新的难点堵点）、缩短产品创新周期（加快产品更新循环），实现花小钱办大事同样值得关注。

图 1：城镇居民每百户耐用品拥有量（台）



资料来源：国家统计局、招商证券

图 2：农村居民每百户耐用品拥有量（台）



资料来源：国家统计局、招商证券

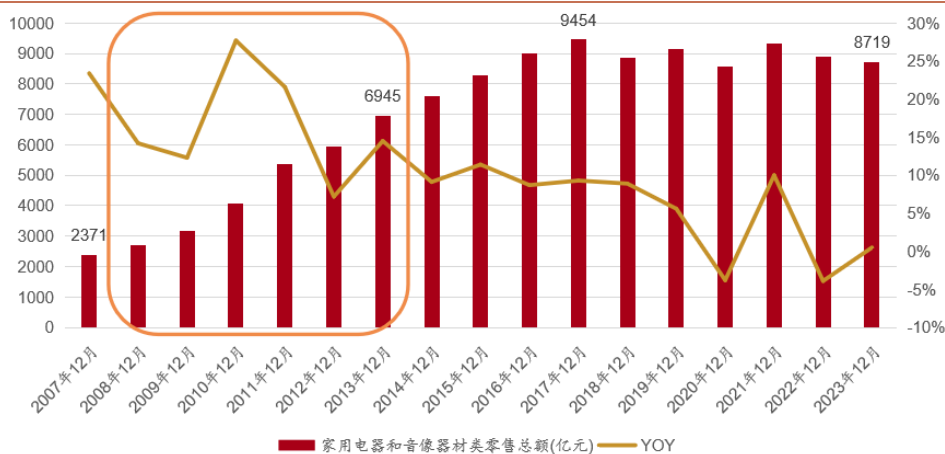
1、家电补贴撬动行业增量 1:3, 边际拉动规模增长 3%-10%

全球次贷危机下四万亿刺激拉动：2008-2013H1 家电下乡（2008-2012）、以旧换新（2009H2-2011）、节能补贴（2009H2-2013H1）三大政策合计支出补贴金额超 1500 亿元（其中家电下乡 1000 亿，以旧换新 300 亿，节能补贴 223 亿元），其中中央财政负担 80%，地方财政负担 20%，在政策所覆盖的 5.5 年间，年均财政支出 284 亿元，占当时家电行业规模比例约 5%，在此期间家电行业市场规模累计增长超过 4000 亿，拉动比例约 1: 2.7。

通常媒体报道政策拉动效果的分析，会把杠杆效应当成增量贡献，例如节能惠民产品工程累计财政补贴 453 亿元，直接拉动消费 5500 多亿元，大致对应补贴/消费金额=8%，但并未区分其中的自然增长和拉动增量。为避免自然增长主观猜测带来的扰动，我们简化分析，直接将政策刺激期间国内家电零售额增量作为政

策拉动结果，实际拉动系数只会低于此分析¹。

图 3: 2008-2013 年国内家电和音像器材零售总额增加 4500 亿元



资料来源：国家统计局、招商证券

我们对本轮政策补贴力度做乐观、中性、保守三种不同场景讨论，分别对应补贴金额 300/200/100 亿，按照 1: 3 的增量拉动系数来算，对应国内当前家电行业零售额规模 8700 亿元，贡献增长幅度为 10%/7%/3%，如果按照 1: 2 更为保守的增量拉动系数来算，对应贡献增长幅度为 7%/5%/2%。考虑到此前市场对 2024 年房地产竣工下滑 15%-20% 的悲观预期，我们估算竣工对家电需求负面拖累 3%-4%，那就意味着本轮政策支持，有望对冲地产竣工下降带来的市场悲观预期。

表 1: 模拟测算本轮政策补贴对行业增量贡献效果

假设场景	财政补贴	撬动增量 (亿元)		增量贡献比例	
		1: 3	1: 2	1: 3	1: 2
乐观	300	900	600	10%	7%
中性	200	600	400	7%	5%
保守	100	300	200	3%	2%

资料来源：公司数据、招商证券

2、补贴品类及力度：补贴比例为终端价格 10%-13%

参考家电下乡操作细则，家电下乡产品包括彩电、冰箱（含冰柜）、手机、洗衣机、电脑、空调、热水器（含储水式电热水器、燃气热水器、太阳能热水器）、微波炉、电磁炉九类，补贴力度为终端价格的 10%-13%。

参考国务院发布细则，以旧换新补贴家电产品范围：电视机、电冰箱（含冰柜）、洗衣机、空调、电脑五大类。补贴力度为终端价格的 10%，补贴上限为：电视机 400 元/台，冰箱（含冰柜）300 元/台，洗衣机 250 元/台，空调 350 元/台，电脑 400 元/台。

根据“节能产品惠民工程”，在 2009 年 6 月 1 日到 2011 年 5 月 31 日期间，政策对能效等级 1 级或 2 级以上的涉及空调、冰箱、洗衣机、平板电视、微波炉、电饭煲、电磁灶、热水器、电脑显示器、电机等 10 类高效节能产品提供补贴。

¹ 作为理论依据，我们翻阅清华大学《家电下乡政策影响农村居民消费的实证分析》（2013），论文分析认为，财政补贴既有刺激作用，同时也对其他消费有替代效应，总体家电下乡政策对农村居民人均生活消费总支出没有显著影响。

其中，对 1 级能效产品给予 500-850 元的补贴，对 2 级能效产品给予 300-650 元的补贴；在 2012 年 6 月 1 日到 2013 年 5 月 31 日期间，政策对空调、平板电视、电冰箱、洗衣机、热水器五类高效节能家电给予 70-550 元不等的补贴。

3、二轮车：2019 年新国标升级驱动行业扩容

2019 年新国标出台，新国标细致地划分了电动两轮车种类，并在最高时速、电池功率、电池电压、整车质量等指标上做出了严格的要求。新国标的出台使得大部分旧有两轮电动车成为“超标车”，即不符合新国标标准。新国标出台后，各省市先后出台了超标车过渡期政策，为消费者替换车辆提供过渡期。随着过渡期逐渐结束，“超标车”的替换需求进一步抬升，推动了行业销量迈上新台阶。

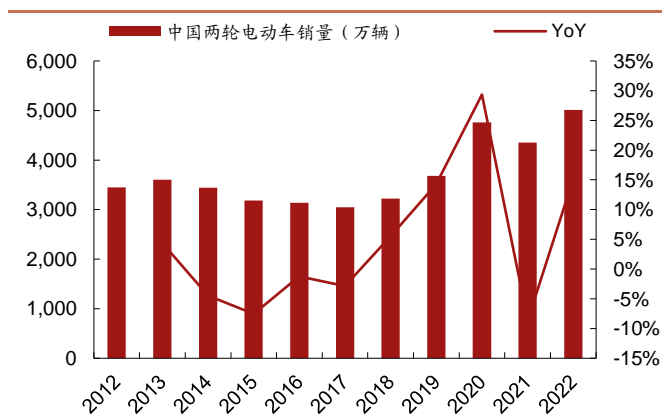
表 2：新国标对不同车型的要求

参数	电动自行车	电动轻便摩托车	电动摩托车
最高时速 KM/H	不大于 25	不大于 50	不大于 50
电机功率 W	不大于 400	400-4K（非强制）	可大于 4K（非强制）
电池电压 V	不大于 48	无限制	无限制
整车质量 KG	不大于 55	可不小于 55	可不小于 55
产品属性	非机动车	机动车	机动车
脚踏板	有	无	无
3C 认证	需要	需要	需要
工信部许可	不需要	需要	需要
驾驶证	无	有	有
牌照	电动自行车牌照	蓝牌	黄牌

资料来源：国家标准化管理委员会，招商证券

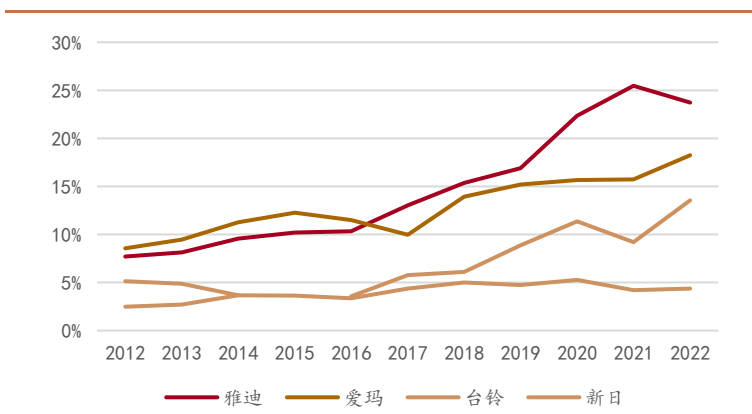
“超标车”替换需求释放，行业逐步步入成熟期。2019 年新国标带来的替换需求驱动了行业一轮大幅增长，2020 年二轮销量大幅增长 29.4%，远超其他时间的增速。随着电动车生产技术与供应链的日益完善，电动两轮车行业进入高速发展的黄金期，2019 年新国标的出台带来行业一轮洗牌，技术标准不合格的中小企业逐渐被淘汰，二轮车市场份额逐渐向头部集中。

图 4：中国电动二轮车销量及变动



资料来源：中国电动两轮车行业发展白皮书（2023）、招商证券

图 5：电动车行业市场份额不断向头部集中



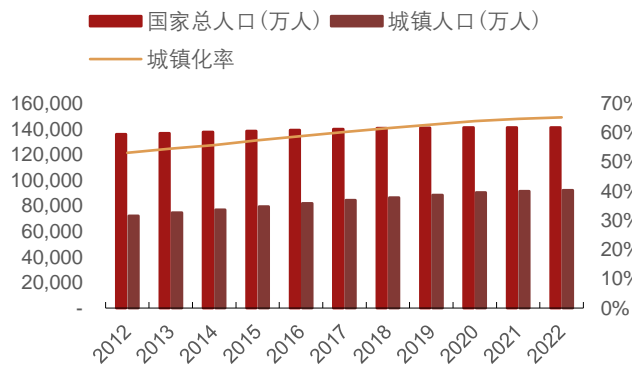
资料来源：Wind、招商证券

4、门窗：存量房占比逐渐提升，门窗行业渠道更趋多元化

城镇化进程及消费升级带动存量房翻新需求增长。近年来，我国城镇化进程持续

推进。根据国家统计局发布的数据，我国城镇化率已由 2012 年的 53.10% 提升至 2022 年的 65.22%，城镇化率以年均 1.2% 左右的速度增长，发达国家城镇化率在 80% 左右。根据目前我国城镇化进程趋势，预计再过 12 年左右，我国城镇化率有望接近部分发达国家的水平。同时城镇化进程使得城镇居民消费需求进一步增长和升级，我国人均可支配收入由 2012 年的 16510 元增长至 2022 年的 36883 元。基于我国居民的搬迁装修习惯，大部分消费者会在迁入新居时会考虑装修，这将明显增加门窗行业的市场需求。

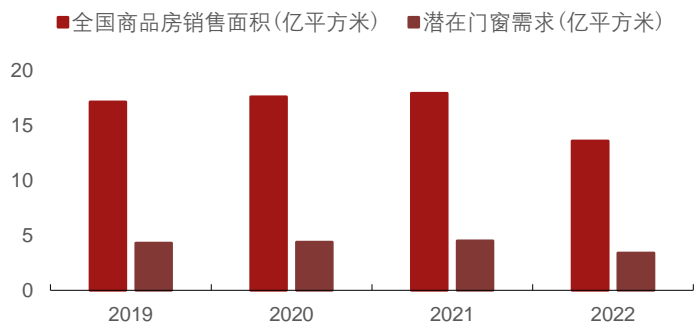
图 6：我国 2012-2022 年城镇化率情况



资料来源：国家统计局、招商证券

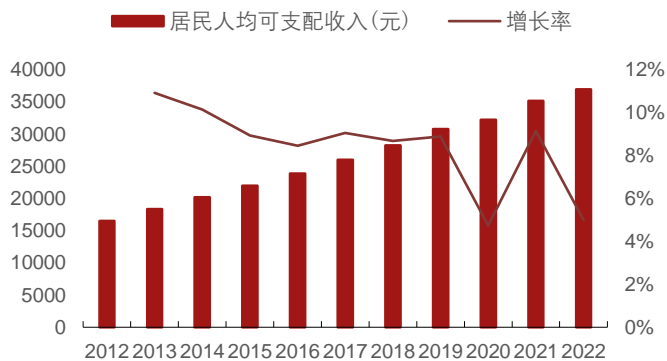
存量房改造升级成为家装企业未来业务扩展的方向。城市发展将催生出大量存量房装修、改造需求。1997-2022 年中国商品房住宅总面积约为 194 亿-214 亿平方米，商品房套数大概在 1.96 亿套左右，包含军产、城中村、小产权、城镇自建房等住宅性房产有 600 亿平方米左右的存量住宅。二手房翻新为门窗行业带来潜在需求，根据优居研究院，每年来自二手房交易市场的新增潜在门窗需求超 1 亿平方米。

图 8：全国商品房销售面积及潜在门窗需求



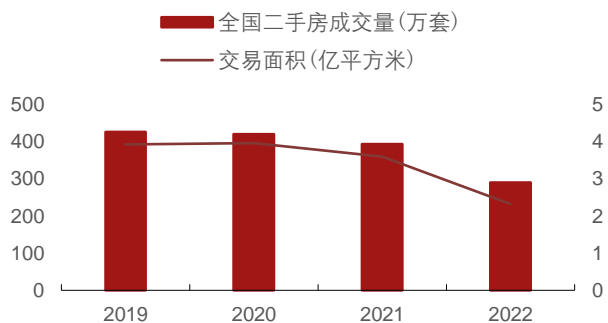
资料来源：优居研究院、招商证券

图 7：我国 2012-2022 年人均可支配收入情况



资料来源：国家统计局、招商证券

图 9：全国二手房成交量及交易面积



资料来源：优居研究院、招商证券

三、耐用品更新频次：回收体系、政策补贴、产品创新推动加快

1、产品创新/购买力/以旧换新摩擦成本决定家电更新周期

电器寿命通常包括两种类型，平均寿命和分布寿命，通常简化分析使用平均寿命估计电子垃圾较为常见，而分布寿命可以更好的代表产品使用情况。根据每年家

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/198052103136006046>