

内有支撑，外有应对

——2025 年中期家用电器行业投资策略报告

强于大市 (维持)

2025 年 06 月 26 日

行业核心观点:

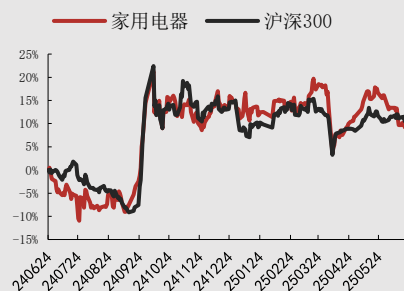
内销方面，2024Q4 家电行业受益于以旧换新政策推动销量实现明显提升，2025 年以来以旧换新政策加码推进，行业内销仍继续保持较快增长，当前部分地区国补已经暂停，剩余专项债额度将在下半年持续接力下发，推动内销增长；地产后周期，家电更新需求占主导，同时地产政策持续宽松，基本面初现止跌回稳迹象，对地产后周期拖累边际减弱，随着二手房成交占比提升以及家电更新周期释放，对家电销售形成支撑；出口方面，2025Q1 由于关税战扰动，“抢出口”效应明显，出口增速保持增长，当前关税战反复对出口造成一定负面影响，但是我们也看到我国家电已经成长为全球第一大产销国，而对美依赖度较低，头部家电企业在全形成较为完善的生产基地布局，亦可对冲关税战冲击，同时，海外新兴经济体经济增速保持较快增长，家电渗透率持续提升，家电需求有望保持稳定增长，支撑我国家电出口；市场方面，受关税战扰动，上半年家用电器行业出现回落，但是当前板块估值已经处于历史较低位，配置性价比凸显，建议积极关注经营稳健全球化布局的白电龙头、地产风险缓释下地产后周期相关个股估值修复机会等。

投资要点:

2025H1 回顾: (1) 市场方面，基金持仓回落及估值走低。2025 年一季度伴随以旧换新政策加码以及海外市场“抢出口”等综合影响下驱动板块上行，但随着关税战扰动，板块整体回落，家电上半年表现整体偏弱。内地公募基金重仓股持仓情况，2025 年 Q1 末公募基金重仓 SW 家用电器行业的总市值为 1203.66 亿元，环比 2024Q4 基本持平，占基金重仓 A 股市值规模 3.98%，高于标配比例 1.72pct，环比 2024Q4 末下降 0.1pct，连续两个季度出现回落。估值方面，根据 wind 历史 PE 数据来看，家用电器（申万）指数当前的估值水平仅 13.58 (TTM) XPE，处于近十年估值低位，板块的配置性价比比较高。(2) 业绩方面，内外销双重带动下 24Q4 和 25Q1 业绩走高。2024Q4 及 2025Q1 营收增速明显提升，分别达到 8.6% 和 13.7%；利润端，2024Q4 及 2025Q1 家用电器行业归母净利润同比增长 13.4%/24.6%；

内销: 新增配置需求影响减弱，更新需求推动内销增长。(1) 新增配置需求：预期竣工端下滑，住房新增配置需求仍承压。2024 年 10 月以来核心城市房地产市场初现止跌迹象，房地产行业销售在政策的大力支持下在 2025 年有望筑底企稳，2024 年竣工面积同比下降 27.70%，预计 2025 年竣工面积仍将进一步下行。我国大家电总保有量市场渗透率处于较高位，而其使用期限一般介于 8-12 年，早期购买的大家电已经进入更新周期。家电销售呈现去地产化趋势，从家用电器和音像器材类商品零售类值来看，尽管 2018 年起商品房销售增速回落，2018-2023 年家电类商品零售值并未

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

2024Q4 及 2025Q1 业绩增速走高

家电行业 25Q1 基金持仓跟踪报告

家电行业 24Q4 基金持仓跟踪报告

分析师：潘云娇

执业证书编号：S0270522020001

电话：02032255210

邮箱：panyj@wlzq.com.cn

受到显著影响，期间整体保持相对平稳；**（2）更新需求：二手房市场成交占比提升，更新需求逐渐占主导。**近几年二手房成交占比呈现明显提升的态势，房地产行业进入存量时代，二手房成交占比有望进一步抬升，奠定家电更新需求良好基础。我国在 2009 年-2011 年实施大规模家电以旧换新，期间家电销量显著增长，当时销售的家电至今已经进入更新周期。我们通过理论报废量数据及更新周期两种方法估算结果显示，大家电更新需求均已占到内销需求较高比重；**（3）政策：以旧换新政策持续接力，推动内销需求释放。**2025 年补贴品类扩围，继续助力消费需求释放，2025 年 Q1 家电和音响器材类商品零售额同比增长 24%。今年 1 月和 4 月已分别下达两批共计 1620 亿元中央资金，支持地方做好一、二季度消费品以旧换新工作。后续还将有 1380 亿元中央资金在三、四季度分批有序下达。

出海：新兴市场渗透率提升有望支撑外销需求。2024 年家电出口量及出口金额分别同比增长 20.80%和 14.10%。2025 年 1-5 月受益于“抢出口”效应影响家电出口量及出口金额同比分别增长 6.1%和 2.2%，展望 2025 年家电外销，关税不确定性形成一定扰动，但是由于我国家电出口对美国依赖度有限，叠加新兴市场家电渗透率提升趋势延续，我国家电外销有望保持韧性。

风险因素：关税战反复、政策支持不及预期、地产持续下行、海外新兴市场需求不足、原材料价格波动、汇率大幅波动、数据统计偏差等。

正文目录

1 2025H1 回顾：业绩走高，估值低位	5
1.1 市场回顾：2025 年 H1 家电行业市场表现较弱	5
1.2 基金持仓：公募基金重仓配置比例回落	5
1.3 估值情况：板块估值处于历史低位	5
1.4 业绩回顾：内外销双重带动下 24Q4 和 25Q1 业绩走高	6
2 内销：新增配置需求影响减弱，更新需求推动内销增长	7
2.1 新增配置需求：预期竣工端下滑，住房新增配置需求仍承压	8
2.2 更新需求：二手房市场成交占比提升，更新需求逐渐占主导	12
2.3 政策：以旧换新政策持续接力，推动内销需求释放	15
3 出海：新兴市场渗透率提升有望支撑外销需求	17
3.1 家电出口增速保持韧性	17
3.2 全球第一大产销国，新兴市场渗透率提升	17
3.3 关税扰动对家电出口整体影响或有限	18
4 投资建议与风险因素	19
图表 1：A 股申万一级行业 2024 年市场涨跌幅情况（%）	5
图表 2：家用电器行业基金重仓配置情况	5
图表 3：家用电器指数（申万）市盈率（TTM）水平	6
图表 4：家用电器行业单季度营业收入规模（左轴）及同比增速（右轴）	6
图表 5：家用电器行业单季度归母净利润规模（左轴）及同比增速（右轴）	6
图表 6：家用电器行业各子行业单季度营业收入同比增速	6
图表 7：家用电器行业各子行业单季度毛利率变化趋势	7
图表 8：家用电器行业各子行业单季度净利率变化趋势	7
图表 9：家电消费需求拆解	7
图表 10：2022 年 1 月-2025 年 5 月 50 个代表城市商品住宅月度成交面积走势	8
图表 11：2023 年至今各线城市政策发布次数	8
图表 12：新开工面积累计值（万平，左轴）及累计同比增速（%，右轴）	9
图表 13：竣工面积累计值（万平，左轴）及累计同比增速（%，右轴）	9
图表 14：商品房销售面积（左轴）及同比增速（右轴）	9
图表 15：城镇居民平均每百户耐用消费品拥有量（台）	10
图表 16：农村每百户耐用消费品拥有量（台）	10
图表 17：我国人口数（万人）	10
图表 18：家用电器和音像器材类商品零售类累计值（亿元，左轴）及同比增速（%，右轴）	11
图表 19：洗衣机内销量（万台，左轴）及增速（%，右轴）	11
图表 20：冰箱内销量（万台，左轴）及增速（%，右轴）	11
图表 21：彩电内销量（万台，左轴）及增速（%，右轴）	11
图表 22：空调内销量（万台，左轴）及增速（%，右轴）	11
图表 23：空调内销量增速与新房销售增速关联度下降（%）	12
图表 24：新房+二手房成交面积测算值（万平，左轴）及二手房成交占比（%，右轴）	12
图表 25：部分家电品类安全使用年限	13
图表 26：回收率（废弃电器电子产品处理量与该产品当年理论报废量的比值）	13

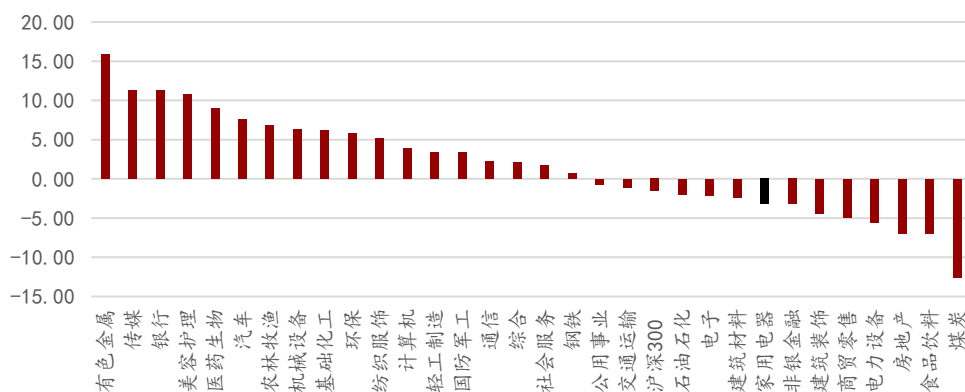
图表 27: 各品类实际处理量/内销量	13
图表 28: 2019-2023 年期间理论报废量及实际处理量占内销比重差距较大	14
图表 29: 各品类理论报废量/内销量	14
图表 30: 空冰洗更新需求占比测算结果（以使用周期方式测算）	14
图表 31: 2024 年及 2025 年家电以旧换新政策内容介绍	16
图表 32: 社零以及家电零售类当月值(亿元)	16
图表 33: 空调近几年月度产量（万台）	16
图表 34: 冰箱近几年月度产量（万台）	16
图表 35: 洗衣机近几年月度产量（万台）	16
图表 36: 我国家用电器出口数量（左轴，万台）及增速（右轴，%）	17
图表 37: 我国家用电器出口金额（美元计价）（左轴，千美元）及增速（右轴，%）	17
图表 38: 2024 年我国家电出口金额区域结构	18
图表 39: 2024 年我国向各区域家电出口金额增速比较	18
图表 40: 主要新兴市场国家的 GDP 增速（%）	18
图表 41: 2023 年全球空调需求区域分布情况	18
图表 42: 我国家电出口对美依存度较低	19
图表 43: 美的集团全球生产基地分布情况	19

1 2025H1 回顾：业绩走高，估值低位

1.1 市场回顾：2025 年 H1 家电行业市场表现较弱

2025年（截至2025年6月16日），家用电器行业（申万一级行业）下跌3.2%，沪深300下跌1.55%，家电上半年表现整体偏弱。2025年一季度伴随以旧换新政策加码以及海外市场“抢出口”等综合影响下驱动板块上行，但随着关税战扰动，板块整体回落。

图表1：A股申万一级行业2024年市场涨跌幅情况（%）

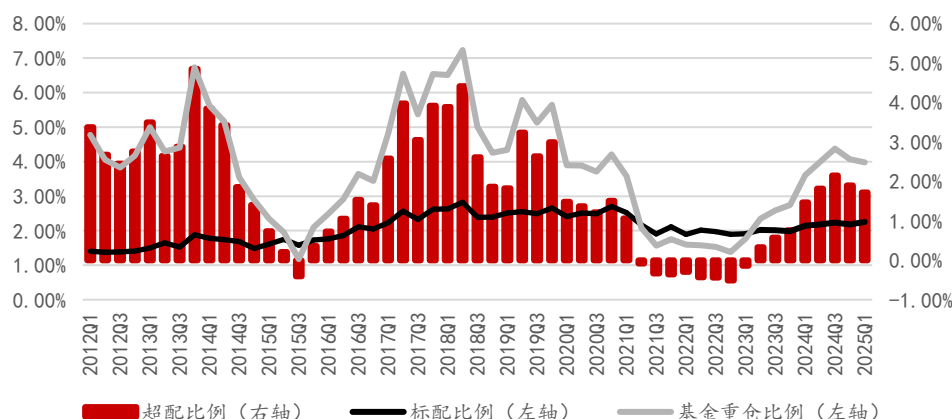


资料来源：同花顺iFind，万联证券研究所，截止2025年6月16日

1.2 基金持仓：公募基金重仓配置比例回落

我们根据同花顺及wind数据统计了内地公募基金重仓股情况，2025年Q1末公募基金重仓SW家用电器行业的总市值为1203.66亿元，环比2024Q4基本持平，占基金重仓A股市场市值规模3.98%，高于标配比例1.72pct，环比2024Q4末下降0.1pct，连续两个季度出现回落。

图表2：家用电器行业基金重仓配置情况

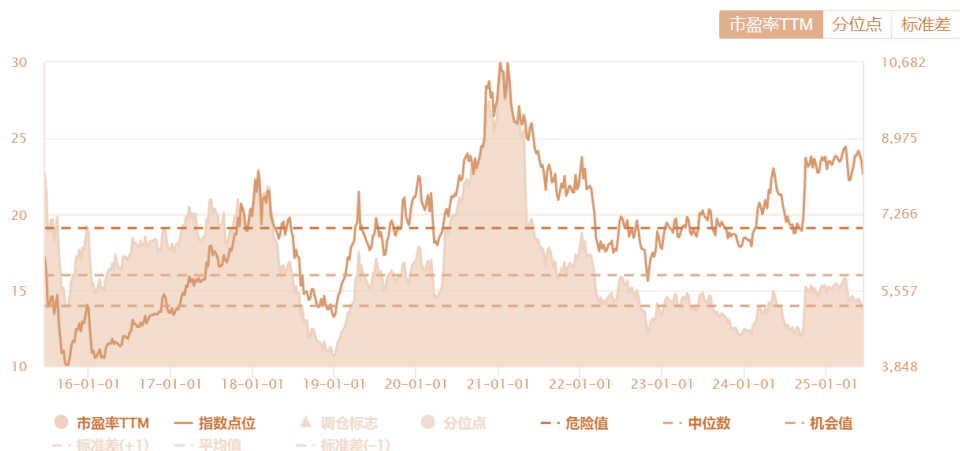


资料来源：同花顺iFind，万联证券研究所，注：标配比例以SW家用电器行业流通市值/同花顺全A流通市值计算

1.3 估值情况：板块估值处于历史低位

根据wind历史PE数据来看，家用电器（申万）指数当前的估值水平仅13.58(TTM)XPE，处于近十年估值低位，板块的配置性价比较高。

图表3: 家用电器指数（申万）市盈率（TTM）水平

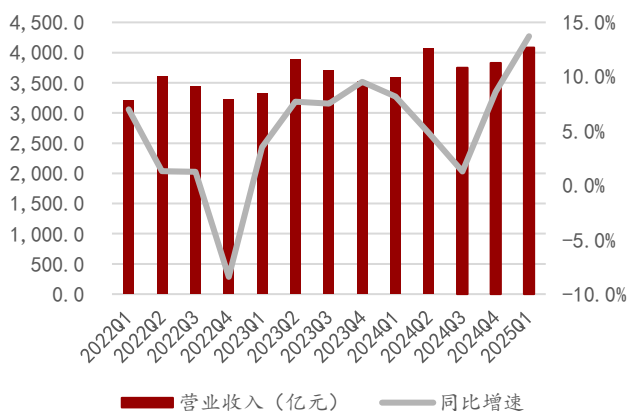


资料来源: wind, 万联证券研究所, 截止2025年6月16日

1.4 业绩回顾：内外销双重带动下 24Q4 和 25Q1 业绩走高

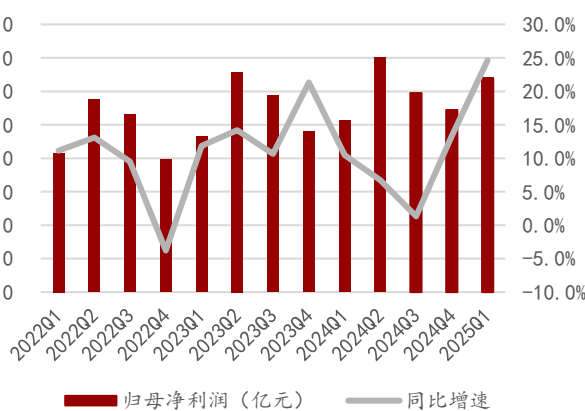
受益于内外销双重驱动,2024Q4及2025Q1营收增速明显提升,分别达到8.6%和13.7%;利润端,2024Q4及2025Q1家用电器行业归母净利润同比增长13.4%/24.6%;从毛利率角度来看,2024Q4及2025Q1家用电器行业毛利率水平为22.49%/23.63%,同比-5.37pct/-1.62pct,环比-2.40pct/+1.14pct。从细分行业来看,24Q4除了黑电外其他各细分板块营收及归母净利润增速环比均有所改善,2025Q1白电、黑电营收与归母净利润增速均较24Q4进一步提升,2024Q4/2025Q1各细分板块毛利率同比表现较弱,25Q1白电、小家电及厨卫电器毛利率环比提升。从净利率角度来看,2024Q4及2025Q1家用电器行业净利率为7.6%/8.3%,同比+0.9pct/+0.8pct,环比-0.5pct/+0.6pct。

图表4: 家用电器行业单季度营业收入规模（左轴）及同比增速（右轴）



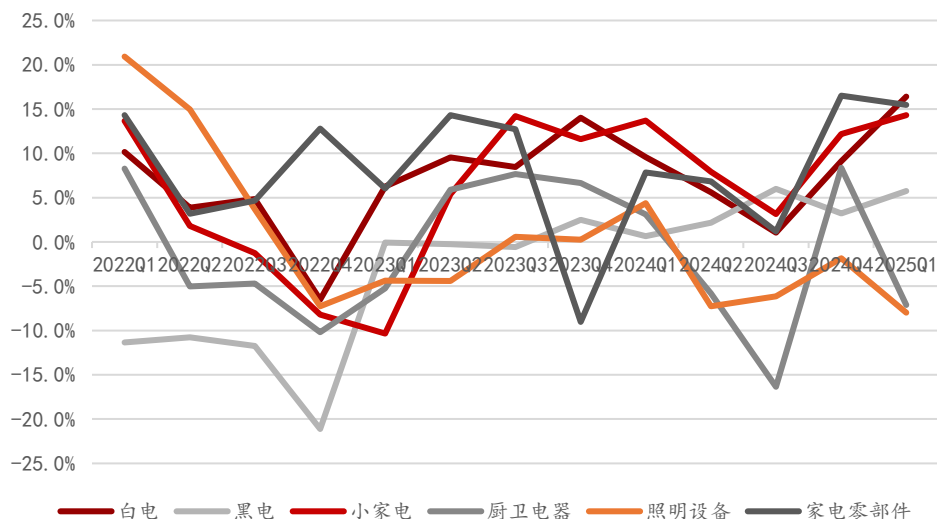
资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

图表5: 家用电器行业单季度归母净利润规模（左轴）及同比增速（右轴）



资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

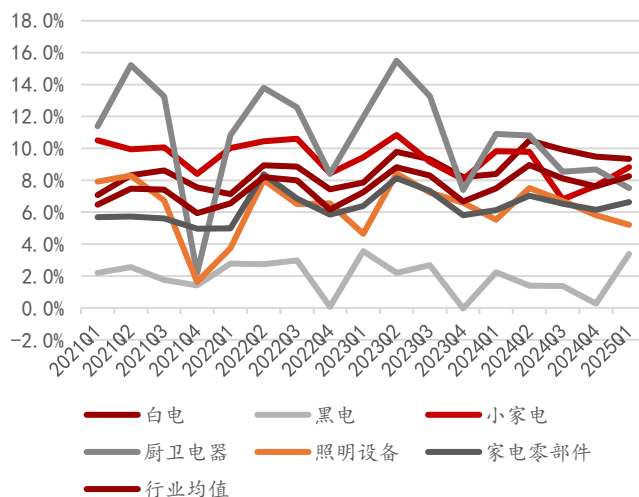
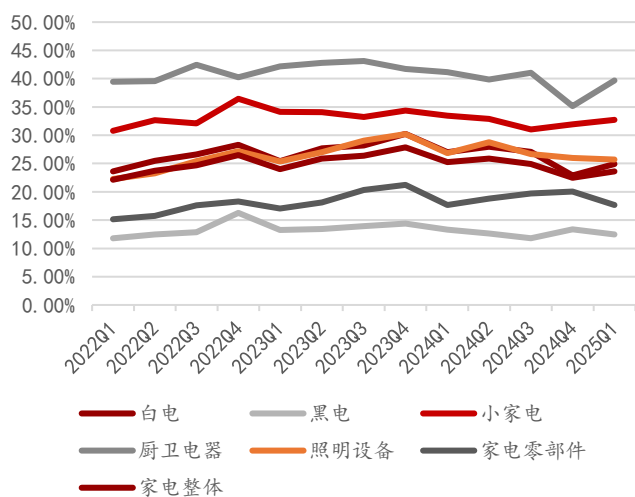
图表6: 家用电器行业各子行业单季度营业收入同比增速



资料来源：同花顺iFind，万联证券研究所

图表7：家用电器行业各子行业单季度毛利率变化趋势

图表8：家用电器行业各子行业单季度净利率变化趋势



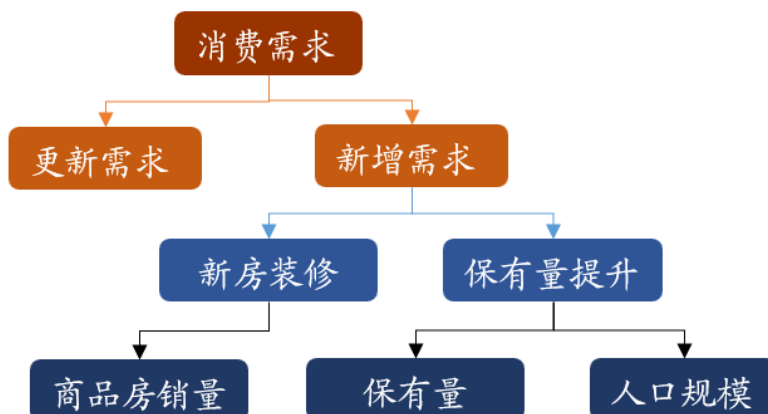
资料来源：同花顺iFind，万联证券研究所

资料来源：同花顺iFind，万联证券研究所

2 内销：新增配置需求影响减弱，更新需求推动内销增长

家电行业下游需求主要包含更新需求以及新增需求，新增需求主要取决于新房销售量以及家电保有量提升。

图表9：家电消费需求拆解



资料来源: wind, 万联证券研究所

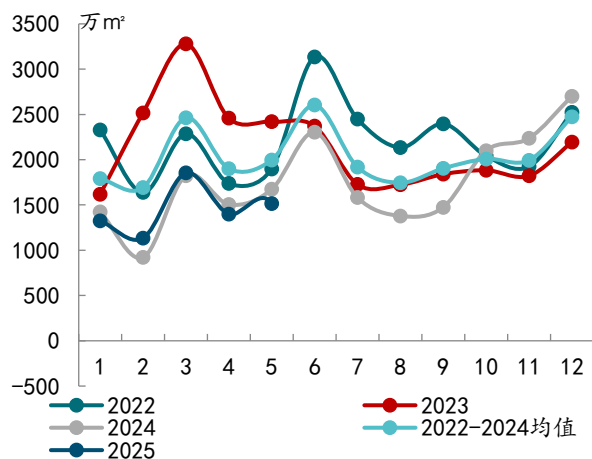
2.1 新增配置需求：预期竣工端下滑，住房新增配置需求仍承压

● 商品房销量及竣工端

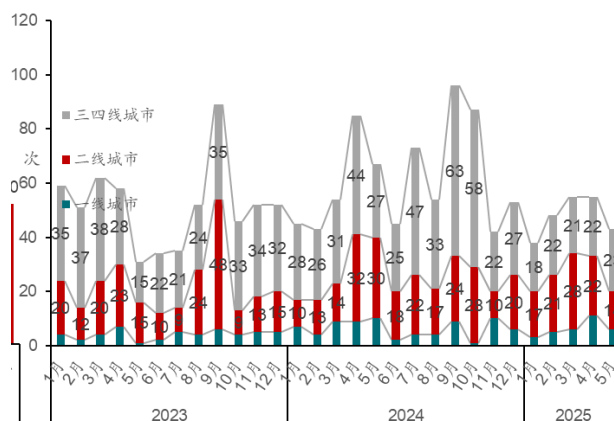
政策支持力度持续加大，市场信心有所修复。商品房销售面积在2021年见顶后持续下行，2024年商品房销售面积较2021年高位回落46%。2024年9月26日中央政治局会议首次提出促进房地产行业止跌回稳，12月中央政治局会议更明确指出“稳住楼市股市”，2025年两会指出“持续用力推动房地产市场止跌回稳”，2025年4月政治局会议提出“持续巩固房地产市场稳定态势”。2025年5月国新办新闻发布会推出一揽子金融政策支持巩固房地产市场稳定态势。在一系列政策的持续推动下，2024年10月以来核心城市房地产市场初现止跌迹象，房地产行业销售在政策的大力支持下在2025年有望筑底企稳，房地产行业的企稳对下游产业需求预期预计将产生较强的提振作用。

竣工端预计仍承压下降。土地市场自2021年以来持续收缩，2024年土地市场成交面积下滑幅度虽有所收敛，但其下滑趋势将传导至新开工，同时预计2025年由于受前期土地市场收缩影响将延续下滑态势。2023年在延迟竣工效应释放以及保交楼等政策推动下竣工端实现同比增长17%，2024年在较高基数基础上，叠加新开工面积持续下行、前期支撑性因素影响减弱，竣工端承压下行，2024年竣工面积同比下降27.70%，预计2025年竣工面积仍将进一步下行。

图表10: 2022年1月-2025年5月50个代表城市商品住宅 图表11: 2023年至今各线城市政策发布次数
月度成交面积走势

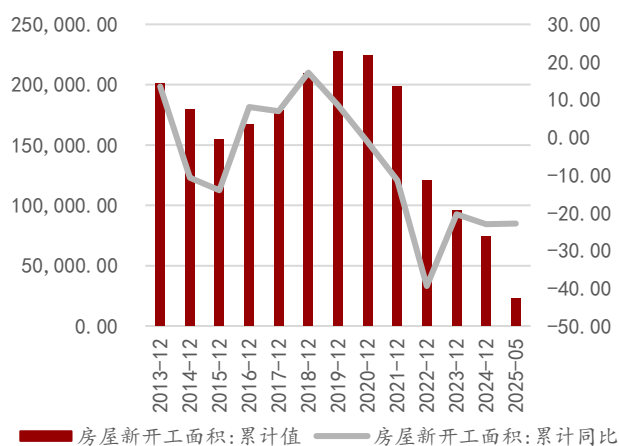


资料来源：中指研究院，万联证券研究所



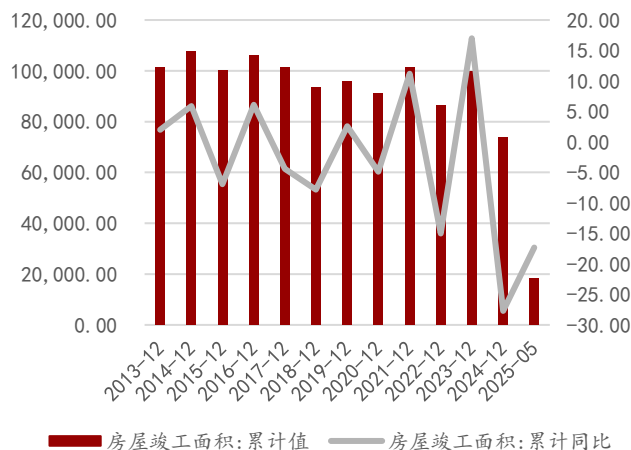
资料来源：中指研究院，万联证券研究所

图表12: 新开工面积累计值 (万平, 左轴) 及累计同比增速 (% , 右轴)



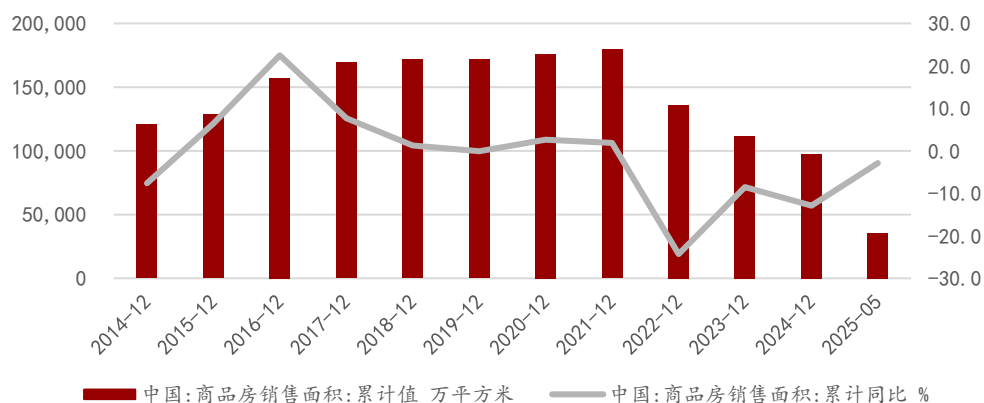
资料来源：wind，国家统计局，万联证券研究所

图表13: 竣工面积累计值 (万平, 左轴) 及累计同比增速 (% , 右轴)



资料来源：国家统计局，wind，万联证券研究所

图表14: 商品房销售面积 (左轴) 及同比增速 (右轴)

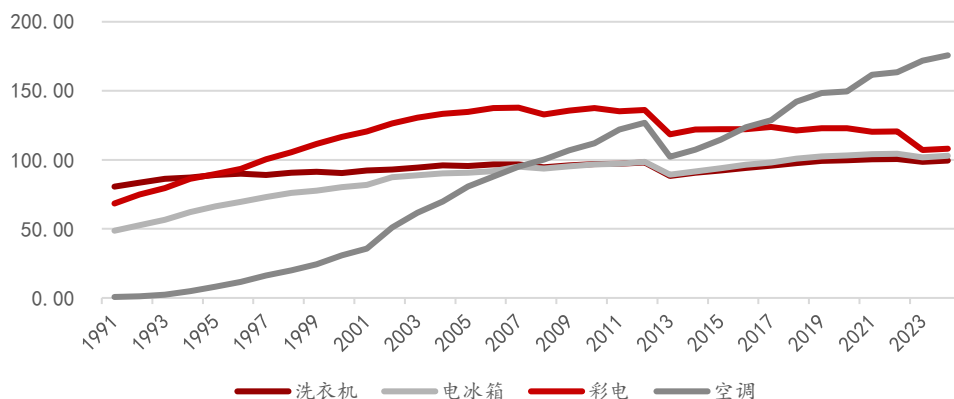


资料来源：wind，国家统计局，万联证券研究所

● 保有量:

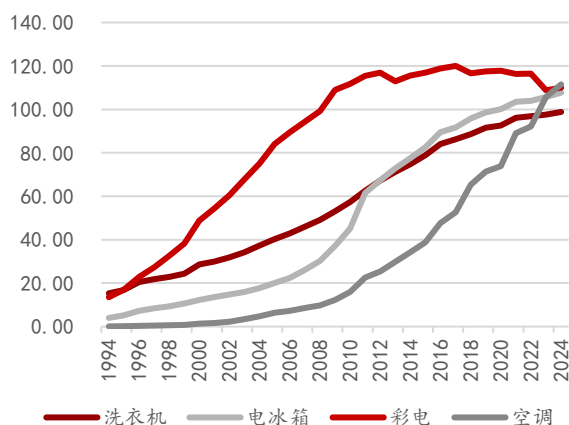
根据国家统计局数据显示,我国大家电总保有量市场渗透率处于较高位,而大家电使用期限一般介于8-12年,早期购买的大家电已经进入更新周期。从城镇及农村居民角度来看,城镇居民大家电保有量已经处于较高水平,保有量进一步提升空间有限,农村居民大家电保有量仍有一定的提升空间,如空调当前的保有量与城镇居民仍有较大差距等。

图表15: 城镇居民平均每百户耐用消费品拥有量(台)



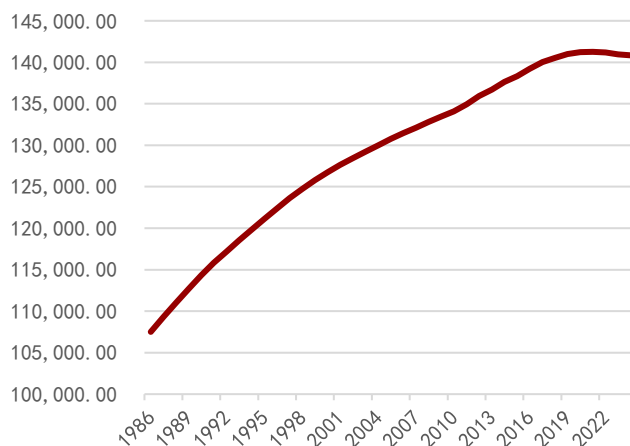
资料来源: wind, 国家统计局, 万联证券研究所

图表16: 农村每百户耐用用品拥有量(台)



资料来源: wind, 国家统计局, 万联证券研究所

图表17: 我国人口数(万人)



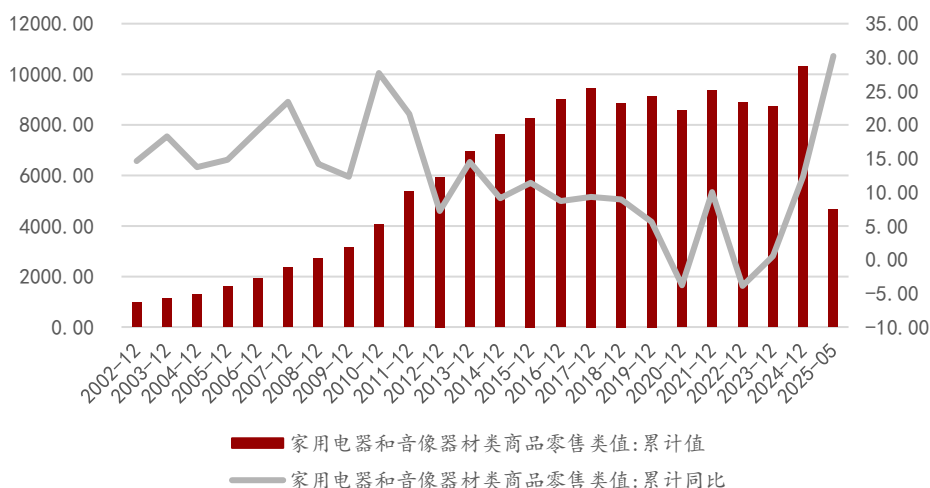
资料来源: wind, 国家统计局, 万联证券研究所

● 家电与新房销售的关联度减弱

家电销售呈现去地产化趋势。从家用电器和音像器材类商品零售值来看,在2017年以前随着房地产行业的快速增长实现了快速增长,随着2018年起商品房销售增速回落,2018-2023年家电类商品零售值并未受到显著影响,期间整体保持相对平稳,新房销售下行对家电销售会有一定影响,但是整体影响幅度有限,同时随着更新需求的释放、新品类的渗透,也会进一步抵消新房销售下行的影响。分品类来看,洗衣机、冰箱、

彩电及家用空调2018-2024年内销量复合增速为-0.12%、+0.66%、-5.58%、+1.35%，而2024年商品房销售面积较2018年下降了约四成。以空调内销量增速与商品房销售面积增速来看，近年来整体关联度趋弱，在商品房销售面积持续下行阶段，空调内销量增速维持相对平稳。我们通过对空调内销需求结构拆解估算显示来自于新房配置需求占比逐渐降低，预计新房销量下降对家电的需求端影响趋弱。

图表18: 家用电器和音像器材类商品零售类累计值（亿元，左轴）及同比增速（%，右轴）



资料来源: 国家统计局, 同花顺ifind, 万联证券研究所

图表19: 洗衣机内销量（万台，左轴）及增速（%，右轴）



资料来源: 钢联数据, 产业在线, 万联证券研究所

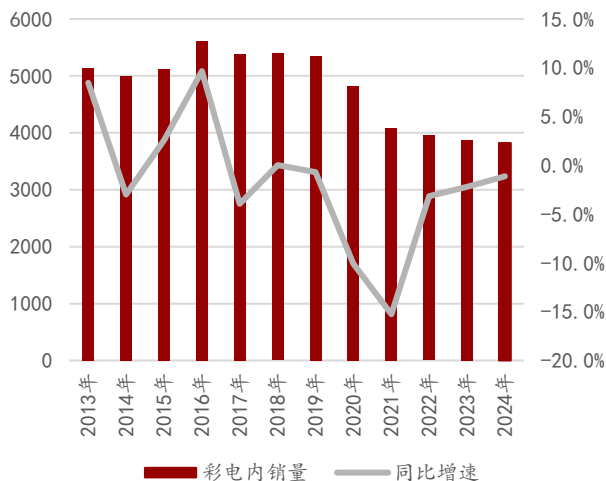
图表20: 冰箱内销量（万台，左轴）及增速（%，右轴）



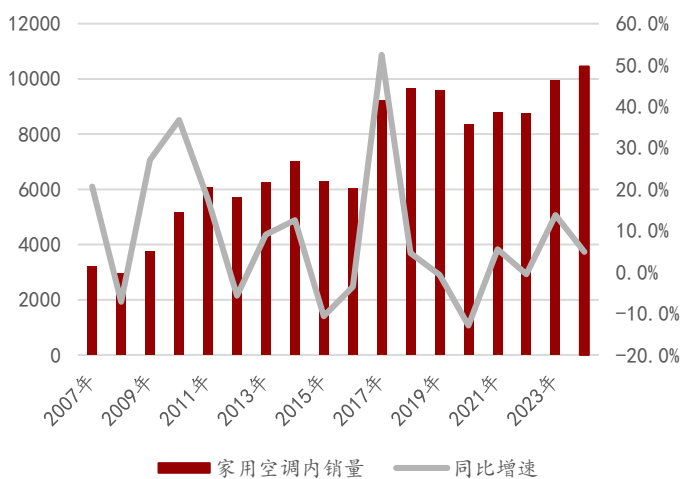
资料来源: 钢联数据, 产业在线, 万联证券研究所

图表21: 彩电内销量（万台，左轴）及增速（%，右轴）

图表22: 空调内销量（万台，左轴）及增速（%，右轴）

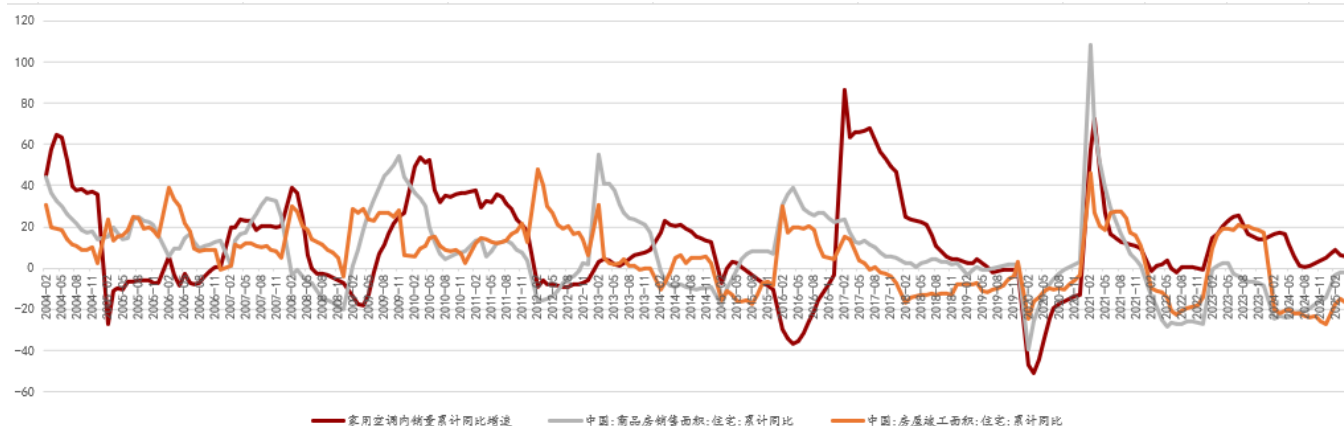


资料来源：钢联数据，产业在线，万联证券研究所



资料来源：钢联数据，产业在线，万联证券研究所

图表23：空调内销量增速与新房销售增速关联度下降（%）



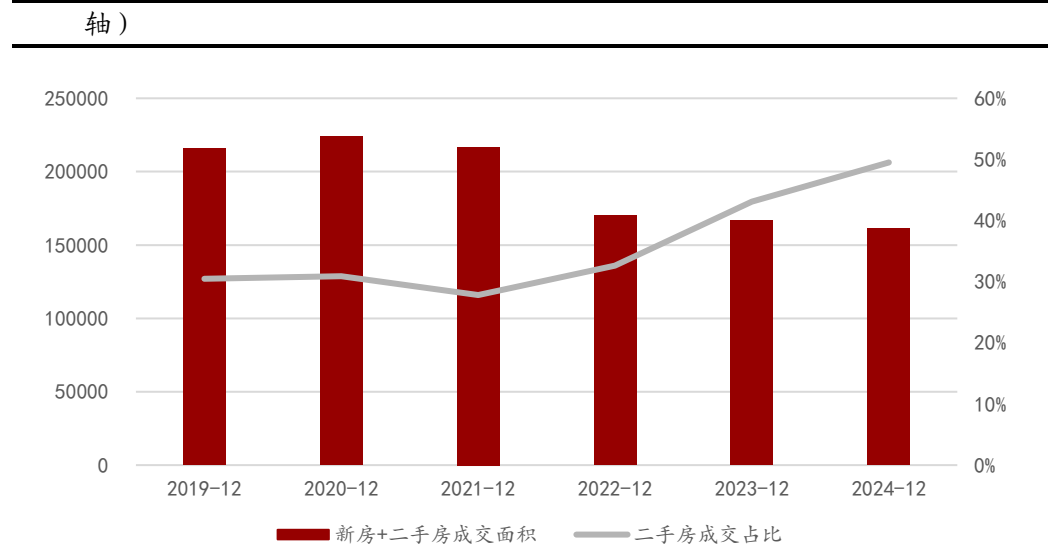
资料来源：钢联数据，国家统计局，产业在线，wind，万联证券研究所

2.2 更新需求：二手房市场成交占比提升，更新需求逐渐占主导

家电行业作为房地产行业下游，多年来房地产行业对于家电需求具有较强的带动作用，房地产行业逐步进入存量时代，2021年下半年以来开发商信用风险爆发，房地产行业下行，二手房成交占比持续抬升，早期购置的家电进入更新周期，家电更新需求提升。

预计二手房成交面积占比仍将保持提升态势，奠定家电更新需求良好基础。近两年商品房销售持续下降，同时二手房市场相对活跃，对新房市场形成一定分流影响。我们根据中指研究院有连续数据的三十城二手房数据推测全国二手房成交总量数据，我们以该三十城新房成交占全国商品房成交面积比重为基础加成作为三十城二手房占全国二手房市场比重进行估算，全国二手房与新房总成交量在2023年和2024年降幅较小，保持相对平稳。从交易结构上来看，近几年二手房成交占比呈现明显提升的态势，房地产行业进入存量时代，二手房成交占比有望进一步抬升。

图表24：新房+二手房成交面积测算值（万平，左轴）及二手房成交占比（%，右



资料来源：中指研究院，国家统计局，万联证券研究所

更新周期驱动需求释放。根据家用电器协会资料显示，冰空安全使用年限是10年、洗衣机/燃气灶/油烟机安全使用年限是8年。我国在2009年-2011年实施大规模家电以旧换新，期间家电销量显著增长，当时销售的家电至今已经进入更新周期。我们参考生产者责任延伸产业技术创新联盟披露的家电产品理论报废量数据、实际处理量等数据，对大家电品类更新需求占比测算，每年理论报废量占家电内销比重持续提升，2019-2023年期间洗衣机、电冰箱、空调、电视机理论报废量占内销量比重分别达到85%、98%、50%、146%。同时，我们参考家电使用年限估算更新需求占内销需求占比，尽管空冰洗安全使用年限在8/10年，但是考虑实际使用年限平均或较长，我们按照12年的更新周期进行估算，得出2019年-2023年空冰洗更新需求占内销量比重分别为52.1%、108.2%、72.3%。无论是以理论报废量数据还是以更新周期估算，大家电更新需求均已占到内销需求较高比重。

同时，大家电回收率（废弃电器电子产品处理量与该产品当年理论报废量的比值）历年水平并不高，2019-2023年期间理论报废量及实际处理量占内销比重差距较大，一定程度意味着潜在更新需求尚未完全释放，大家电潜在更新需求空间仍较大。

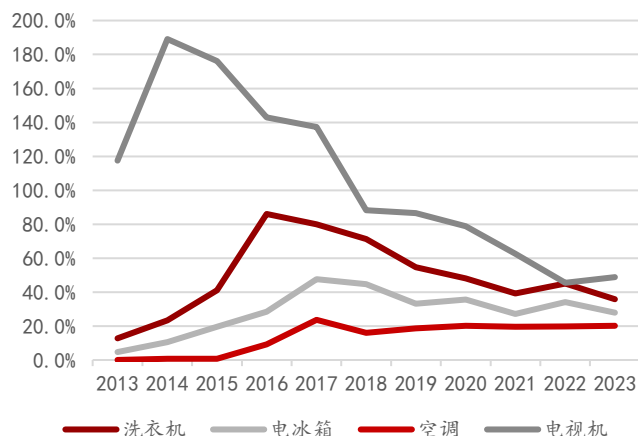
图表25：部分家电品类安全使用年限

家电品类	安全使用年限
冰箱	10 年
洗衣机	8 年
空调	10 年
燃气灶	8 年
油烟机	8 年

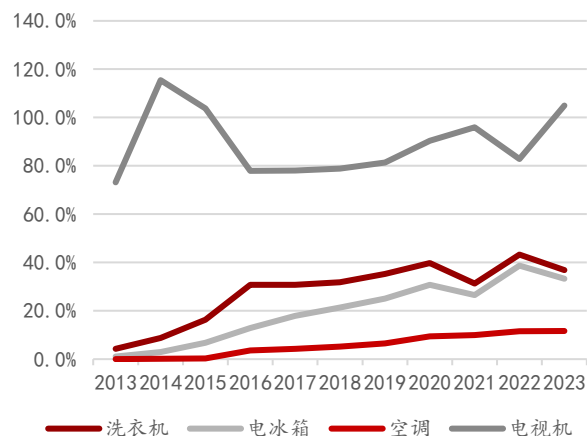
资料来源：家用电器协会，万联证券研究所

图表26：回收率（废弃电器电子产品处理量与该产品当年理论报废量的比值）

图表27：各品类实际处理量/内销量



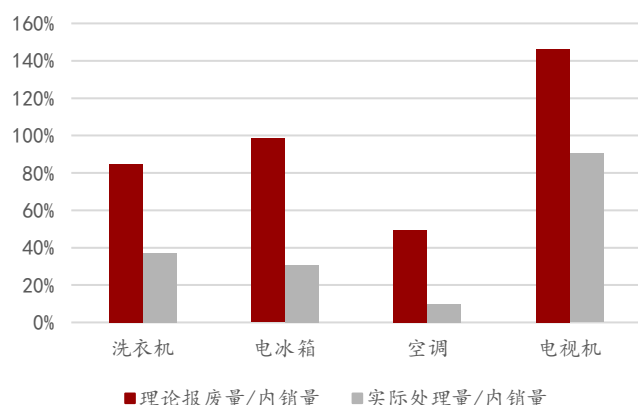
资料来源：生产者责任延伸产业技术创新联盟，智研咨询，《中国废弃电器电子产品回收处理及综合利用行业白皮书》，万联证券研究所，2021-2023年实际处理量数据是以全部电器电子产品处理数量*各品类处理能力比重计算而得



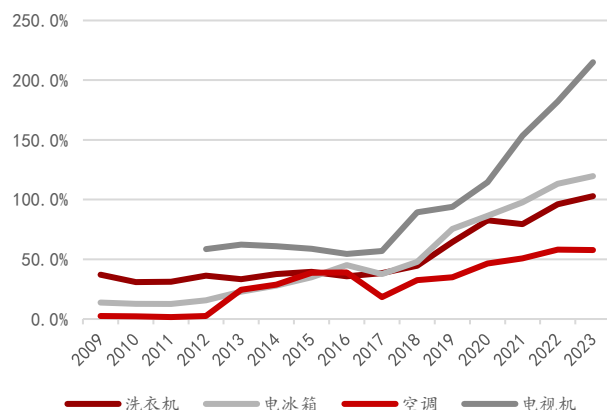
资料来源：生产者责任延伸产业技术创新联盟，智研咨询，《中国废弃电器电子产品回收处理及综合利用行业白皮书》，万联证券研究所，2021-2023年实际处理量数据是以全部电器电子产品处理数量*各品类处理能力比重计算而得

图表28：2019-2023年期间理论报废量及实际处理量占内销比重差距较大

图表29：各品类理论报废量/内销量



资料来源：生产者责任延伸产业技术创新联盟，智研咨询，《中国废弃电器电子产品回收处理及综合利用行业白皮书》，万联证券研究所，2021-2023年实际处理量数据是以全部电器电子产品处理数量*各品类处理能力比重计算而得



资料来源：生产者责任延伸产业技术创新联盟，《中国废弃电器电子产品回收处理及综合利用行业白皮书》，万联证券研究所

图表30：空冰洗更新需求占比测算结果（以使用周期方式测算）

指标名称	单位	2018	2019	2020	2021	2022	2023
中国:人口数	万人	140,541	141,008	141,212	141,260	141,175	140,967
中国:平均家庭户规模	人/户	3.00	2.92	2.62	2.77	2.76	2.80
总户数	万户	46,847.00	48,290.41	53,897.71	50,996.39	51,150.36	50,345.36

每百户 拥有量		2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	
洗衣机	台	93.8	96	96.7	98.7	99	98.2	
冰箱	台	98.8	100.9	101.8	103.9	104.2	103.4	
空调	台	109.3	115.6	117.7	131.2	133.9	145.9	
总保有量		2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	
洗衣机	万台	43942	46359	52119	50333	50639	49439	
冰箱	万台	46285	48725	54868	52985	53299	52057	
空调	万台	51204	55824	63438	66907	68490	73454	
内销量		2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	
洗衣机	万台	4533	4493	4291	4453	4077	4200	
冰箱	万台	4310	4338	4270	4265	4123	4348	
空调	万台	9638	9571	8337	8796	8754	9960	
更新需求		2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	
洗衣机	万台	2135	2382	2646	3398	3636	3481	
冰箱	万台	2476	2608	3930	5097	5897	5567	
空调	万台	3193	2965	3767	5150	6060	5716	
更新需求占 比		2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2019- 2023 年 均值
洗衣机		47.1%	53.0%	61.7%	76.3%	89.2%	82.9%	72.3%
冰箱		57.4%	60.1%	92.0%	119.5%	143.0%	128.0%	108.2%
空调		33.1%	31.0%	45.2%	58.6%	69.2%	57.4%	52.1%

资料来源：钢联数据，国家统计局，产业在线，wind，万联证券研究所

2.3 政策：以旧换新政策持续接力，推动内销需求释放

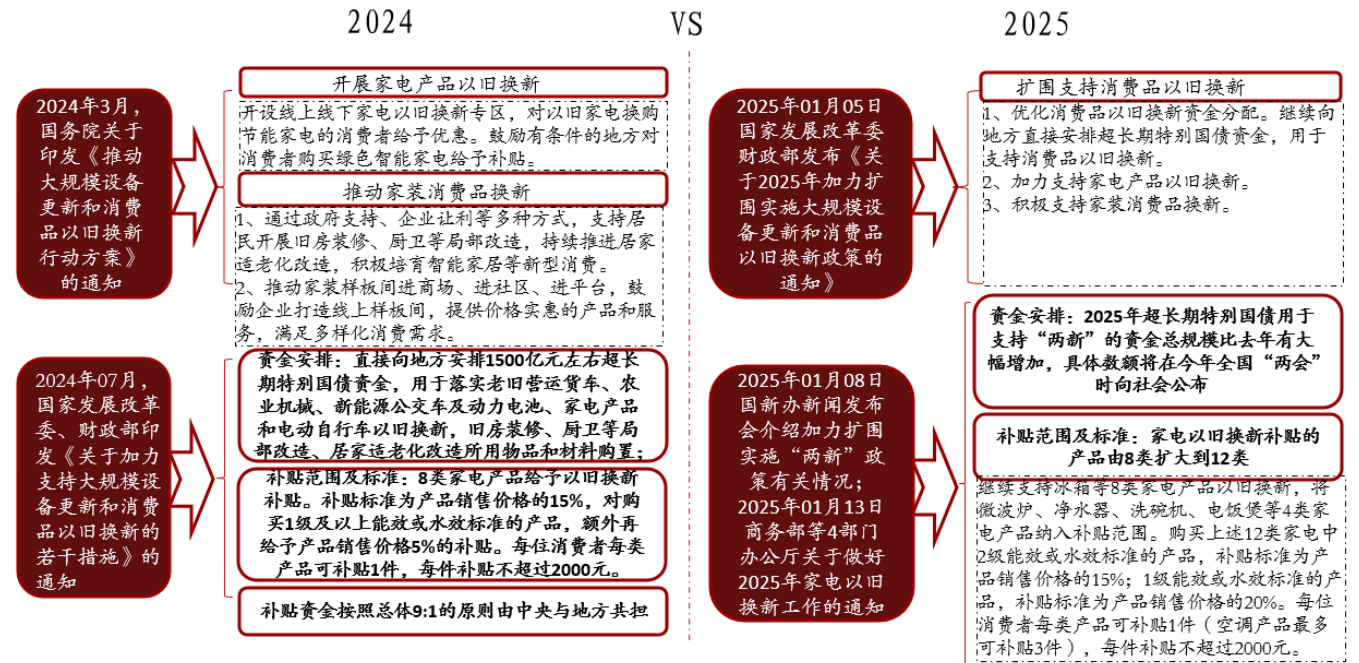
2024年以旧换新成效显著，同时带动消费向智能化、高端化方向发展。2024年9月起随着各地以旧换新政策的持续推进，家电和音响器材类商品零售明显走强，2024年Q4增速达到38%。

2025年补贴品类扩围，继续助力消费需求释放。2025年1月5日，国家发展改革委、财政部发布《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》、1月8日国新办举行国务院政策例行吹风会并介绍加力扩围实施“两新”政策有关情况、1月13日商务部等4部门办公厅下发《关于做好2025年家电以旧换新工作的通知》，整体围绕“增加资金规模，扩大支持范围，优化实施机制，放大撬动效应”的核心思路提振消费市场活力，对于**家电补贴范围**将原来的8类家电产品进一步扩围至12类（新增微波炉、净水器、洗碗机、电饭煲等4类）、**补贴力度**维持15%（2级能效或水效标准）/20%（1级能效或水效标准）。随着2025年家电补贴范围的扩大，将进一步助力内销释放。2025年Q1家电和音响器材类商品零售额同比增长24%。从三大白电月度产量数据来看，空调及洗衣机排产数据仍保持稳定增长态势。

当前多地国补已经暂停，下半年专项债将有序下达。近期，多地传出以旧换新“国补”

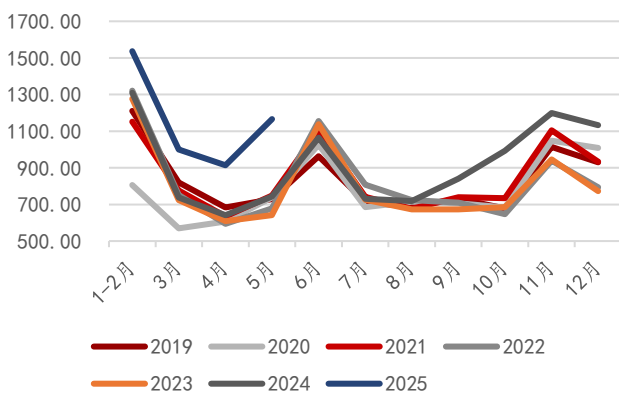
暂停或者调整的消息。根据新华社报道，今年1月和4月已分别下达两批共计1620亿元中央资金，支持地方做好一、二季度消费品以旧换新工作。后续还将有1380亿元中央资金在三、四季度分批有序下达。

图表31: 2024年及2025年家电以旧换新政策内容介绍



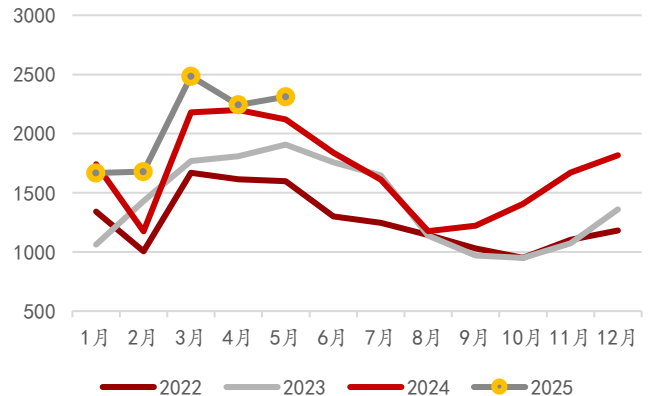
资料来源：中国政府网，国新办新闻办公室，万联证券研究所

图表32: 社零以及家电零售类当月值(亿元)



资料来源：同花顺iFind，国家统计局，万联证券研究所

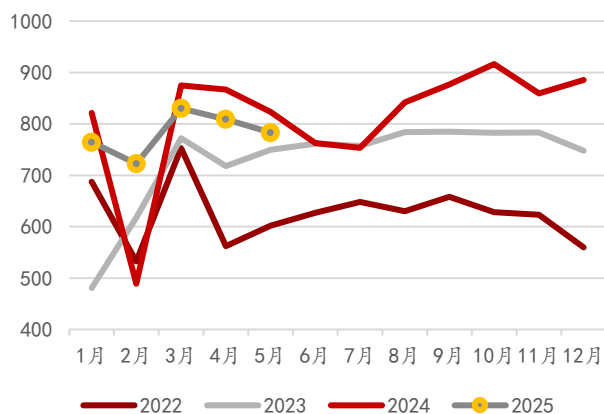
图表33: 空调近几年月度产量(万台)



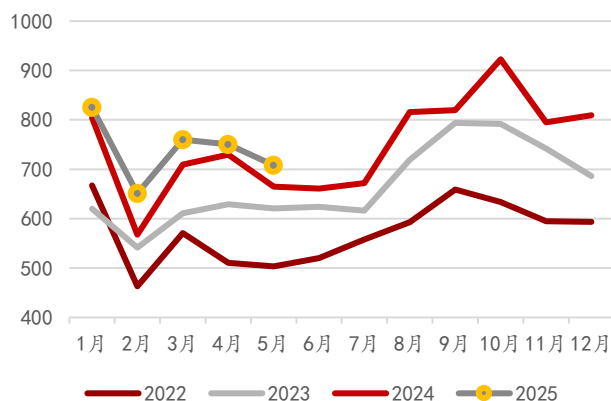
资料来源：钢联数据，产业在线，万联证券研究所，注：2025年5月为计划排产数据

图表34: 冰箱近几年月度产量(万台)

图表35: 洗衣机近几年月度产量(万台)



资料来源：钢联数据，产业在线，万联证券研究所，注：2025年4-5月为计划排产数据



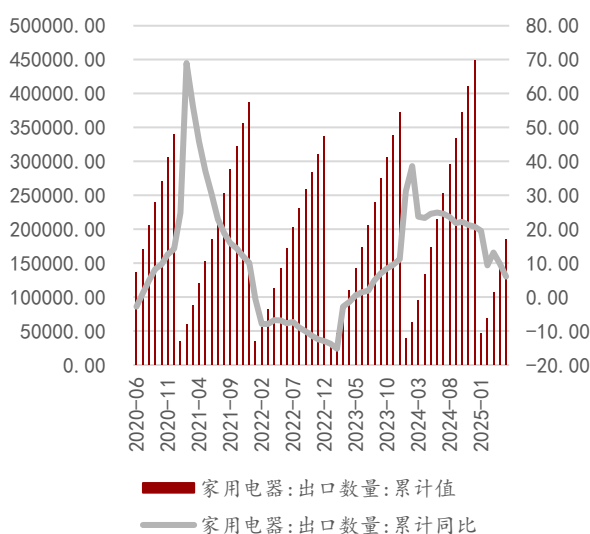
资料来源：钢联数据，产业在线，万联证券研究所，注：2025年4-5月为计划排产数据

3 出海：新兴市场渗透率提升有望支撑外销需求

3.1 家电出口增速保持韧性

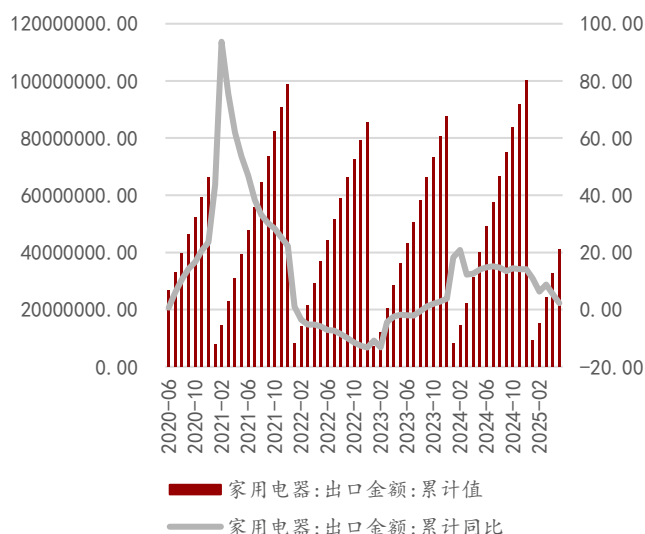
2024年家电外销增长亮眼，预计2025年仍具韧性。2023年3月份以来家电外销持续修复，2023年全年家电出口数量和出口金额（美元计价）分别增长11.20%和3.80%，2024年以来海外补库叠加新兴市场家电渗透率提升驱动下，家电外销增长保持强劲，2024年家电出口量及出口金额分别同比增长20.80%和14.10%。2025年1-5月受益于“抢出口”效应影响家电出口量及出口金额同比分别增长6.1%和2.2%，展望2025年家电外销，关税不确定性形成一定扰动，但是由于我国家电出口对美国依赖度有限，叠加新兴市场家电渗透率提升趋势延续，预计我国家电外销仍具韧性。

图表36：我国家用电器出口数量（左轴，万台）及增速（右轴，%）



资料来源：同花顺iFind，海关总署，万联证券研究所

图表37：我国家用电器出口金额（美元计价）（左轴，千美元）及增速（右轴，%）



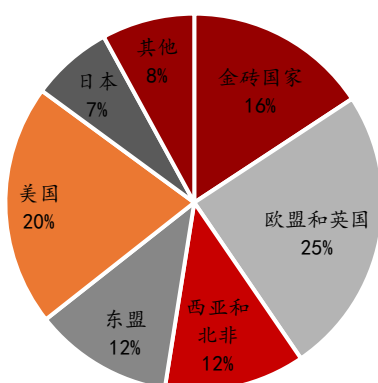
资料来源：同花顺iFind，海关总署，万联证券研究所

3.2 全球第一大产销国，新兴市场渗透率提升

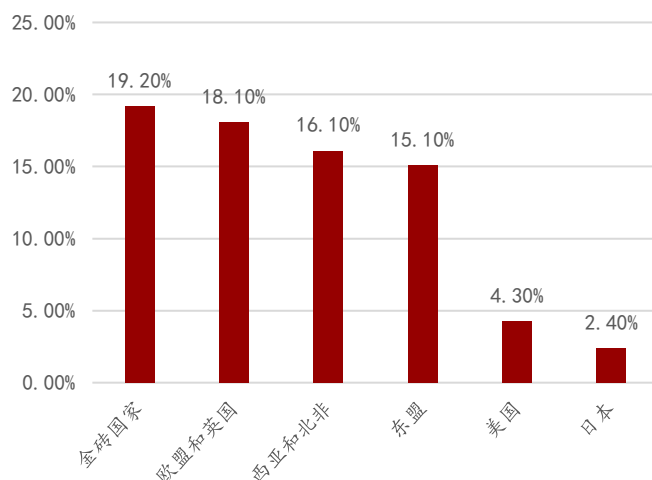
总量角度，我国是全球家电第一产销国。我国家电产业经过多年的发展，由小到大、由弱到强，经历了高速发展阶段并进入智能化发展阶段，当前已经成长为全球第一产销国。以空调为例，2023年我国空调需求量占全球比重近四成。

出口结构角度，新兴市场渗透率提升推动家电出口需求提升。2023年以来东南亚等新兴经济体自疫情后经济持续修复，整体经济增速维持较快增长。从2024年我国家电出口金额区域结构角度来看，欧盟及英国、美国、金砖国家、东盟、西亚及北非占比分别为25%、20%、16%、12%、12%，2024年出口到美国的家电金额增速仅4.3%，出口到金砖国家、欧盟等区域的家电金额增速高于家电出口金额整体增速，带动这些区域家电出口金额占比提升。

图表38: 2024年我国家电出口金额区域结构



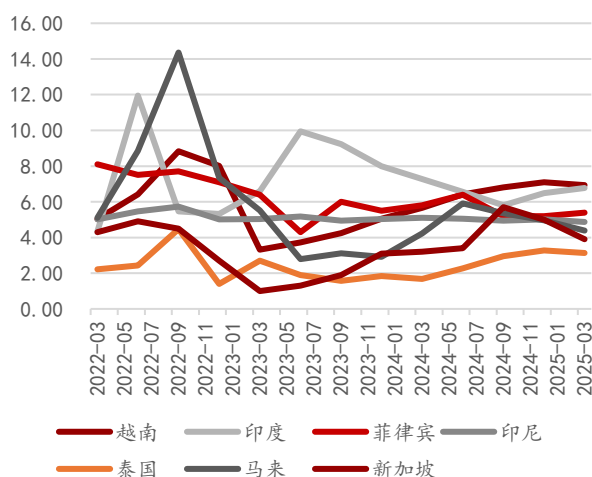
图表39: 2024年我国向各区域家电出口金额增速比较



资料来源: 中国家用电器协会, 海关总署, 万联证券研究所

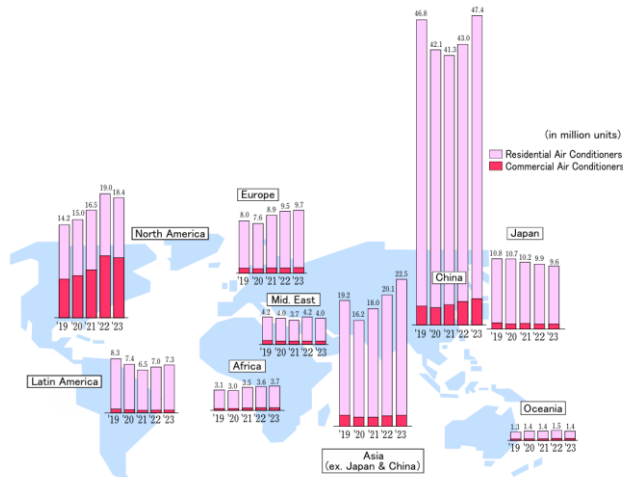
资料来源: 中国家用电器协会, 海关总署, 万联证券研究所

图表40: 主要新兴市场国家的GDP增速(%)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表41: 2023年全球空调需求区域分布情况



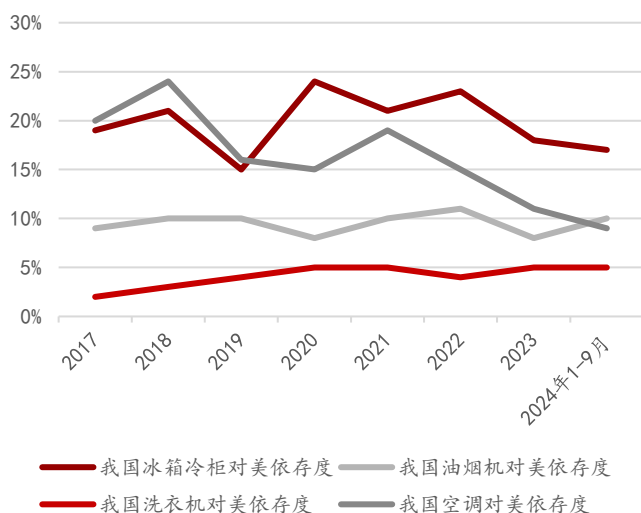
资料来源: 日本制冷工业协会, 万联证券研究所

3.3 关税扰动对家电出口整体影响或有限

我国家电对美出口依存度下降, 预计关税政策扰动对家电出口整体影响有限。(1) 我

国家电出口美国占比下降：从空冰洗对美依存度来看，近年整体呈现下降的趋势，至2024年前三季度我国空冰洗及油烟机对美依存度分别为9%、17%、5%、10%；（2）家电龙头海外市场布局较为完善：以美的集团为例，美的集团在全球的44个主要生产基地中有23个海外生产基地，实现全球生产和交付。

图表42：我国家电出口对美依存度较低



图表43：美的集团全球生产基地分布情况



资料来源：钢联数据，产业在线，万联证券研究所

资料来源：美的集团官网，万联证券研究所

4 投资建议与风险因素

投资建议：内销方面，2024Q4家电行业受益于以旧换新政策推动销量实现明显提升，2025年以来以旧换新政策加码推进，行业内销仍继续保持较快增长，当前部分地区国补已经暂停，剩余专项债额度将在下半年持续接力下发，推动内销增长；地产后周期，家电更新需求占主导，同时地产政策持续宽松，基本面初现止跌回稳迹象，对地产后周期拖累边际减弱，随着二手房成交占比提升以及家电更新周期释放，对家电销售形成支撑；出口方面，2025Q1由于关税战扰动，“抢出口”效应明显，出口增速保持增长，当前关税战反复对出口造成一定负面影响，但是我们也看到我国家电已经成长为全球第一大产销国，而对美依赖度较低，头部家电企业在全形成较为完善的生产基地布局，亦可对冲关税战冲击，同时，海外新兴经济体经济增速保持较快增长，家电渗透率持续提升，家电需求有望保持稳定增长，支撑我国家电出口；市场方面，受关税战扰动，上半年家用电器行业出现回落，但是当前板块估值已经处于历史较低位，配置性价比凸显，建议积极关注经营稳健全球化布局的白电龙头、地产风险缓释下地产后周期相关个股估值修复机会等

风险因素：关税战反复、政策支持不及预期、地产持续下行、海外新兴市场需求不足、原材料价格波动、汇率大幅波动、数据统计偏差等。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场