理性看国补退坡，科技消费市场精彩

——家电行业月度动态跟踪

2025 年 10 月 26 日

核心观点

- **本月家电板块下跌：**截至 2025 年 10 月 25 日，本月 SW 家电指数下跌 0.03%，收益率位列一级行业 15 位，表现略弱于沪深 300 指数（0.43%）。我们认为主要是国补退坡导致市场担忧。当前家电行业市盈率为 15.2 倍，低于 2010 年至今历史平均水平。

- **国补退坡，如何看家电高同比基数：**1）统计局数据，9 月社零同比+3.0%，增速环比-0.34pct，6 月以来持续放缓；其中家用电器和音像器材类 9 月社零同比+3.3%。2）回顾 2024 年国补，2024 家用电器和音像器材类社零售 2024 年 9、10、11、12 月分别同比+20.5%/+39.2%/+22.2%/+39.3%，当时 9 月大家电先发力，清洁家电不属于 8 大品类，到 9 月底才开始享受补贴，10 月开始爆发力强，2024 年 9/10/11/12 月线上零售额分别同比+23.7%/+129.6%/+38.3%/+103.3%，其中刚开始的几周受到前面蓄单的影响，更是多倍增长。3）当前 AVC 零售监测，9 月以来大家电普遍同比下滑，10 月以来清洁电器零售大幅下滑，但相比 2023 年同期还是大幅增长。行业早有预期，例如产业在线数据，10/11/12 月空调内销排产较去年同期内销实绩分别-11.5%/-8.4%/-9.9%，反映了行业谨慎态度。4）我们预计大家电更新需求为主，补贴透支影响短期；清洁电器渗透率在持续提升，2026 年零售市场依然有望保持增长。

- **市场竞争精彩纷呈，特别是科技消费市场**：1）9 月 19 日，小米空调由“6 年免费包修”升级为“10 年免费包修”，覆盖 2025 年 1 月 1 日起完成首次安装的米家空调。目前情况看，小米空调零售额份额环比保持稳定，并未由于小米汽车的负面舆情而下降，10 年包修政策起到了对冲负面舆情的作用。2）智能割草机市场被看好，大量公司积极进入市场，热闹但竞争激烈。2025 年 9 月 IFA 上，石头科技发布割草机产品，至此三大扫地机龙头都进入该市场。3）运动相机市场，大疆处于市场攻势，运动相机、无人机等产品明显降价，并持续推出新品。我们预计这是大疆对影石进入无人机市场的回应。4）绿联科技受益于充电宝安全事件导致的更新潮，2025Q3 营业收入 25.1 亿元，同比+60.4%。

- **出口市场产能继续外迁，热泵出口恢复是靓点：**1）10 月 10 日，美国总统特朗普称 11 月 1 日起，对所有中国进口商品加征额外 100%。由于 4 月以来已经历关税大幅提升的压力，消费龙头公司普遍已有心理准备，并加速产能全球布局，例如 9 月 16 日，美的空调泰国工厂获评世界经济论坛“供应链韧性灯塔工厂”，是中国家电行业首个海外“灯塔工厂”。2）产业在线数据显示，2024 年下半年起，欧美热泵逐步走出去库周期，连续大幅下滑趋势得到扭转。由于同比基数偏低，2025 年 1-8 月热泵出口同比增长 22.5%。展望未来，近期欧美国家加大对俄罗斯天然气制裁力度，叠加北半球拉尼娜概率升高造成冷冬，欧洲采暖旺季即将来临，预计随着欧洲部分国家补贴重启，热泵出口有望延续改善。

- **投资建议：**当前市场活跃，传统的家电龙头缺乏想象空间，相对滞涨，科技消费相关公司涨幅更好。推荐科技消费石头科技、科沃斯、绿联科技；黑电龙头

家电行业

推荐 （维持）

分析师

何伟

☎：021-20257811

✉：hewei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525010001

杨策

✉：yangce_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520050005

刘立思

✉：liulisi_yj @chinastock.com.cn

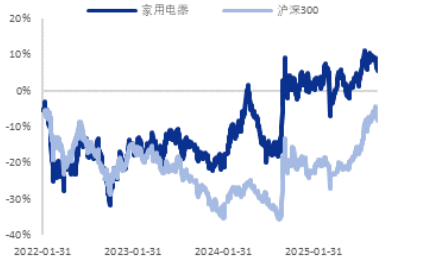
分析师登记编码：S0130524070002

陆思源

✉：lusiyuan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525060001

相对沪深 300 表现图 2025-10-25



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

TCL 电子 H、海信视像；推荐低估值，高分红率且完成线下渠道数字化转型的美的集团、海尔智家；推荐产业链跨界的三花智控、盾安环境、德业股份（电新组联合覆盖）。

- **风险提示：**政策效果不及预期的风险；美国关税风险；市场竞争加剧风险。

目录
Catalog

一、 行业涨跌幅与机构配置情况 5
（一） 市场表现 5
（二） 机构配置 6
二、 内销国补退坡，出口产能搬迁进行中 8
（一） 内需：“以旧换新”政策提供支撑，四季度国补退坡 8
（二） 出口：美国关税政策多变，家电产能外迁进行中 11
三、 暖通空调内销受国补退坡和地产后周期影响 13
（一） 国补退坡下，9 月家用空调内销出货下滑 2.5% 13
（二） 618 价格战结束后，家用空调线上均价改善 15
（三） 5 月以来空调出口出货量持续下滑，关注企业海外生产基地 16
（四） 中央空调内销有压力，但出口保持增长 17
（五） 热泵：国内推动热泵行业高质量发展，出口见底反弹 18
四、 彩电：Mini LED 升级，两大中国品牌逆势增长 20
（一） 海外彩电需求整体稳定 20
（一） 25H2 国内彩电受国补退坡影响 21
（二） 彩电产品结构升级，中国品牌引领 Mini LED 电视发展 22
五、 清洁电器：四季度面临高基数 28
（一） 清洁电器内销市场受益于国补，但 10 月开始基数明显提升 28
（二） 全球扫地机市场中，中国企业份额快速增长 31
六、 科技消费跟踪 34
（一） 大家电：小米推出三筒洗衣机，空调升级十年包修 34
（二） 智能割草机：石头首推三款产品，实现高端到入门的全价位布局 34
（三） 智能影像：大疆、影石新品互相竞争 35
（四） 智能穿戴：AR、VR 智能眼镜新品更新 36
七、 大促回顾与前瞻：抢流量，双十一大促提前 38
八、 消费板块估值情况 39
（一） 消费板块市场表现 39

（二） A 股消费板块估值 40
（三） H 股消费板块估值 40
九、 投资建议 43
十、 风险提示 43

一、行业涨跌幅与机构配置情况

（一）市场表现

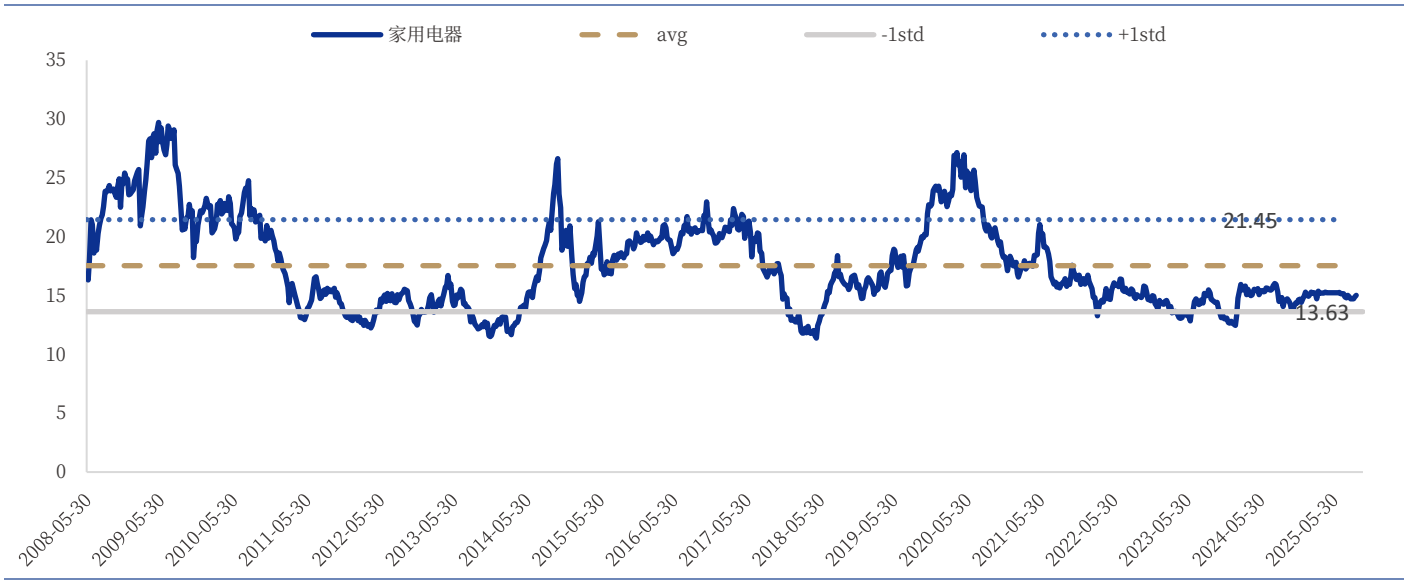
截至 2025 年 10 月 25 日，本月 SW 家电指数下跌 0.03%，收益率位列一级行业 15 位，表现略弱于沪深 300 指数（+0.43%）。当前家电行业市盈率（TTM，剔除负值）为 15.2 倍，低于 2010 年至今历史平均水平（17.54 倍）。

图1：SW 家电指数与沪深 300 指数收益率对比（2022 年至今）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院（注：收盘价截至 2025 年 10 月 22 日）

图2：SW 家电板块市盈率水平变化（2010 年至今）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院（注：收盘价截至 2025 年 10 月 22 日）

截至 2025 年 10 月 22 日，本月家电板块个股普遍回调，仅 9 只个股涨幅在 5%以上，前期涨幅较高的科技消费、机器人主题概念个股有所回撤。

表1：SW 家电板块本月个股涨跌幅排名（截至 10 月 22 日）

涨幅前十位			涨幅后十位		
代码	公司名称	月涨跌幅	代码	公司名称	月涨跌幅
601956.SH	东贝集团	14.69%	300911.SZ	亿田智能	-22.95%
002848.SZ	*ST 高斯	13.05%	002723.SZ	小崧股份	-18.15%
003023.SZ	彩虹集团	8.33%	603486.SH	科沃斯	-14.81%
603355.SH	莱克电气	7.12%	688169.SH	石头科技	-12.59%
001326.SZ	联域股份	6.28%	688696.SH	极米科技	-11.38%
600336.SH	澳柯玛	6.25%	301008.SZ	宏昌科技	-10.54%
002724.SZ	海洋王	6.22%	603215.SH	比依股份	-10.22%
605365.SH	立达信	5.81%	002420.SZ	毅昌科技	-10.05%
300247.SZ	融捷健康	5.28%	603219.SH	富佳股份	-9.48%
002005.SZ	ST 德豪	4.62%	603657.SH	春光科技	-8.85%

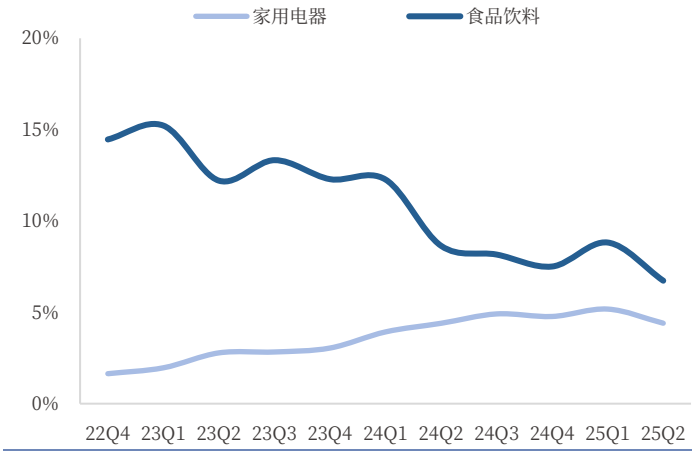
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）机构配置

SW 消费行业中，板块持股市值占主动型权益基金（包含普通股票型基金、偏股混合型基金、灵活配置型基金、平衡混合型基金）比例较高的为食品饮料和家用电器，其中食品饮料板块持仓市值占比自 22Q4 以来基本保持下行态势，25Q2 为 6.7%；家用电器板块持仓市值占比自 22Q4 以来持续上行，25Q2 出现 9 个季度以来首次回落，环比 25Q1 下滑 0.77pct 至 4.4%。

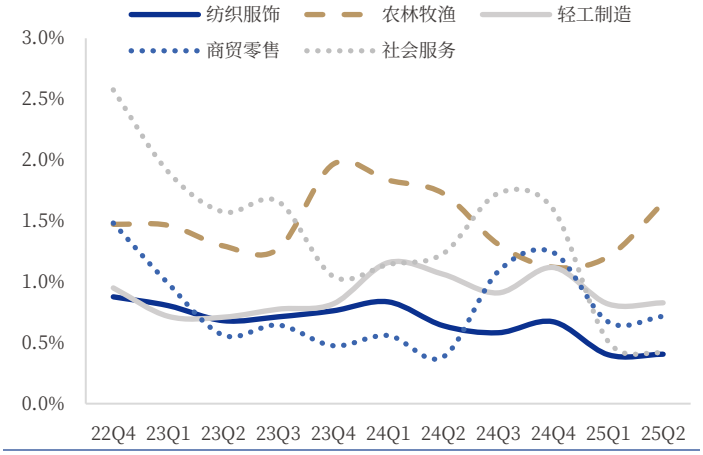
其他消费子版块方面，25Q2 持仓市值占比从高到低依次是农林牧渔（1.65%）、轻工制造（0.83%）、商贸零售（0.72%）、社会服务（0.41%）、纺织服饰（0.41%）。

图3：SW 食品饮料、家用电器持仓市值占比



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图4：其他 SW 消费子板块持仓市值占比

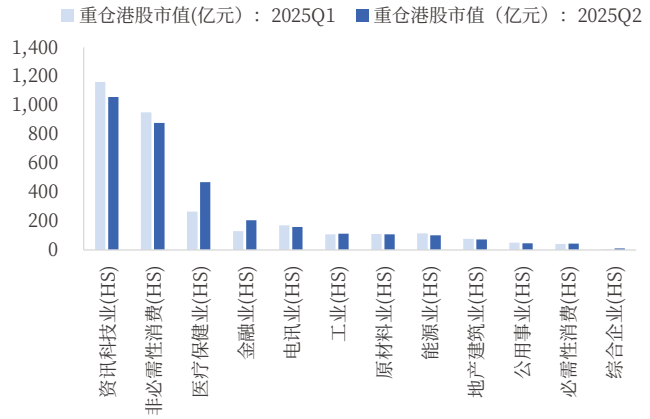


资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

从对港股的配置角度来看，2025Q2 主动型权益基金（包含普通股票型基金、偏股混合型基金、灵活配置型基金、平衡混合型基金）中港股配置市值整体环比 25Q1 上升 2.58%，其中非必需性消费持有市值环比 25Q1 下降 7.87%，占港股重仓市值比 26.87%，环比 25Q1 下降 3.05 个百分点，依然是主动型权益类基金港股配置中的第二大行业；必需性消费持有市值环比增加 6.49%，在港股

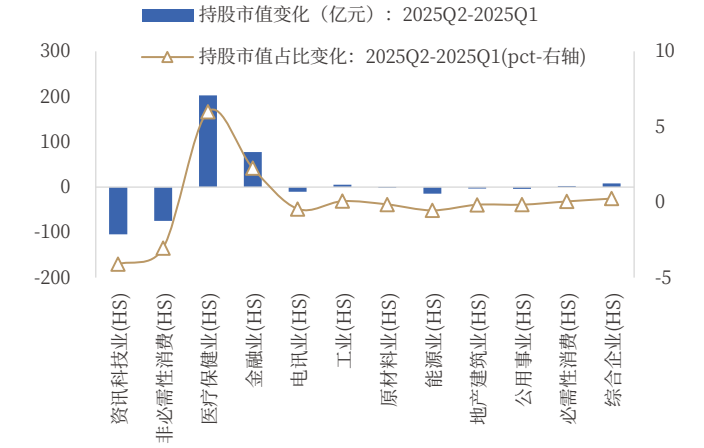
配置中市值占比 1.37%，环比 25Q1 上升 0.05 个百分点。

图5：主动型公募基金对港股配置市值（分行业）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图6：主动型公募基金对港股配置市值及占比变化（分行业）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

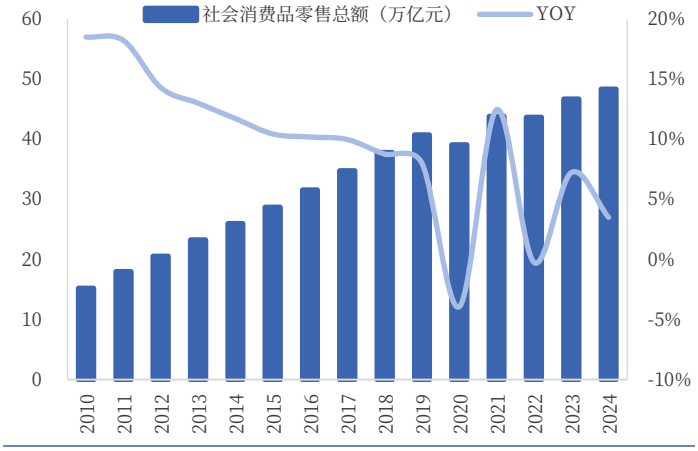
二、内销国补退坡，出口产能搬迁进行中

（一）内需：“以旧换新”政策提供支撑，四季度国补退坡

1．社零增速持续放缓

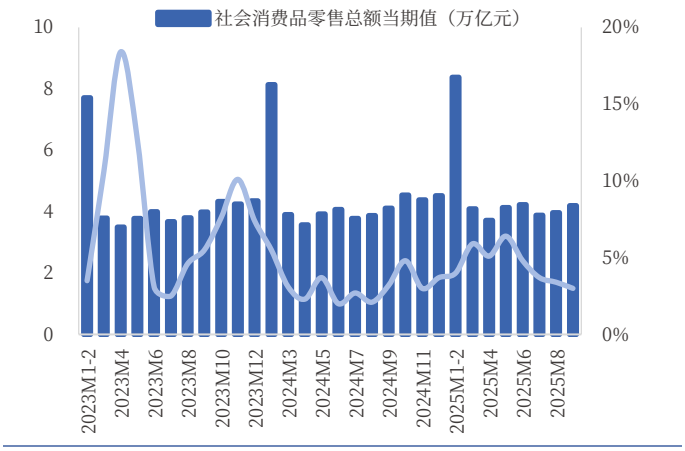
1）9 月社零同比+3.0%，增速环比-0.34pct，6 月以来持续放缓。2）下半年国补资金力度减弱有一定影响，各省份出现控制补贴额度支出速度的现象，主要体现为每日补贴限流、减少享受补贴的品类、暂停等各种方式。3）我们预计未来几个月社零增速将继续放缓。

图7：中国社会消费品零售总额（年度）



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图8：中国社会消费品零售总额当期值（月度）

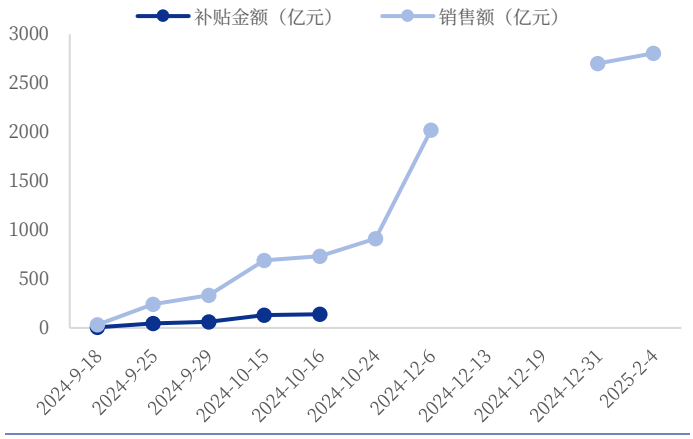


资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

近日，国家发展改革委已会同财政部，向地方下达了今年第四批 690 亿元超长期特别国债支持消费品以旧换新资金，至此，全年 3000 亿元中央资金已全部下达。今年 1—8 月，全国共有 3.3 亿人次申领消费品以旧换新补贴，带动相关商品销售额超过 2 万亿元。

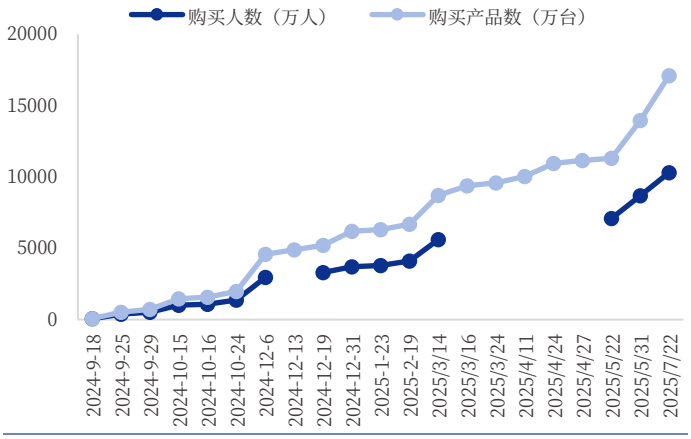
2025 年以旧换新补贴促进家电零售表现。截至 2025 年 7 月 22 日，2025 年以来，消费者购买 12 大类家电以旧换新产品超 1.09 亿台。2024 年 8 月加力实施家电以旧换新政策以来，消费者累计购买以旧换新家电产品超 1.71 亿台（此处指家电以旧换新目录中的 12 类家电，不包括地方政府纳入补贴的家电如扫地机等）。

图9：家电国补补贴金额及销售额情况



资料来源：商务部，中国银河证券研究院

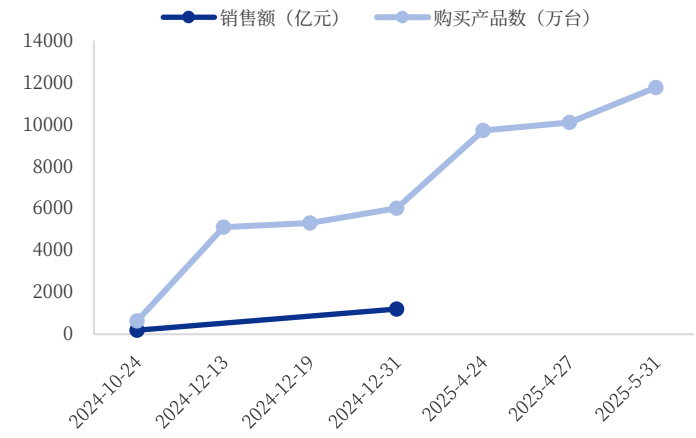
图10：家电国补参与人数及产品销量情况



资料来源：商务部，中国银河证券研究院

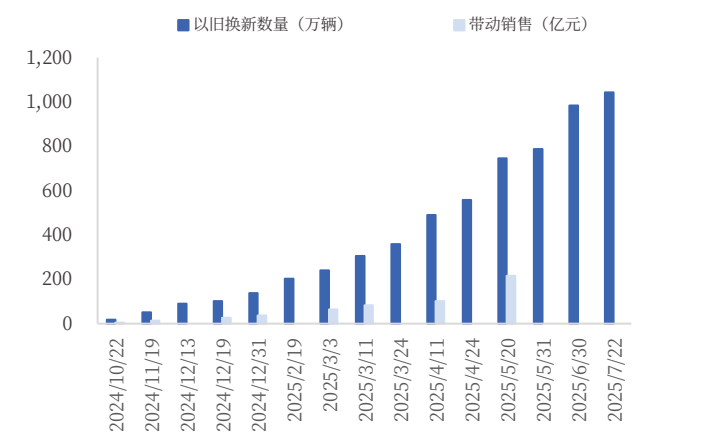
2025 年优化 3C 数码、两轮车等补贴细节，带动相关市场零售增长。1）家居：截至 2025 年 5 月 31 日，2025 年以来家装厨卫“焕新”5762.6 万单。**2）3C：**截至 2025 年 7 月 22 日，2025 年以来超 6900 万名消费者购买手机等数码产品超 7400 万件。**3）电动自行车：**截至 2025 年 7 月 22 日，2025 年以来电动自行车以旧换新 905.6 万辆。

图11：家装厨卫补贴效果



资料来源：商务部，中国银河证券研究院

图12：两轮车补贴效果



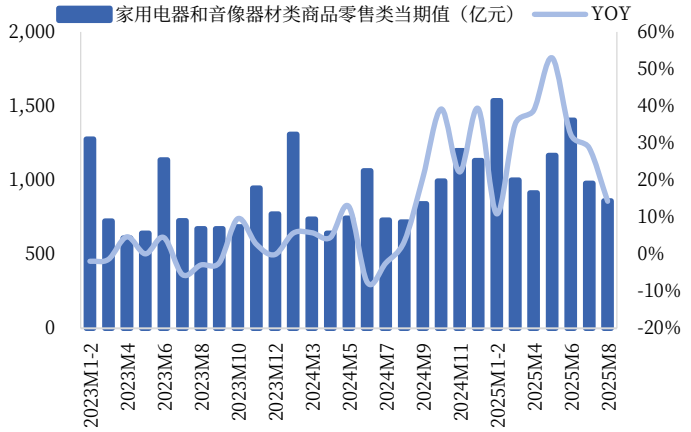
资料来源：商务部，中国银河证券研究院

2．内销受益于以旧换新政策

中国家电市场进入成熟期，以更新需求为主。奥维云网统计，中国家电零售市场规模在 2019 年达到 8910 亿元，基本成熟；2020-2022 年三年期间市场规模都低于 2019 年。在新冠大流行以及地产后周期影响下，2021-2022 年家电行业需求低于市场预期，但没有出现大规模萎缩，体现出较强的需求韧性。进入 2023 年，低层次市场渗透率提升加快带动空调内销超预期，缓解行业压力。2024 年我国家电零售额为 9027 亿元，同比+5.9%，主要受益于国补政策对消费的提振作用。

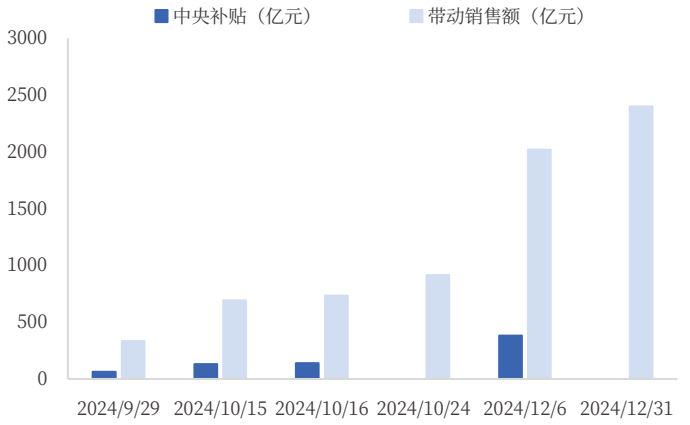
2024 年国家安排特别国债 1500 亿元用于消费品补贴，2025 年安排 3000 亿元，总体仍按照 9:1 的原则实行央地共担。2025 年初优化了 3C 数码、两轮车等补贴细节，进一步增强了对消费的刺激作用。**2024 年以旧换新补贴品类中家电最受益。**2025 年 1-9 月，家用电器和音像器材类社零累计 8883.30 亿元，同比+25.3%。

图13：家用电器和音像器材类商品零售类值（月度）



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图14：2024 年以旧换新国补对家电销售额的拉动情况



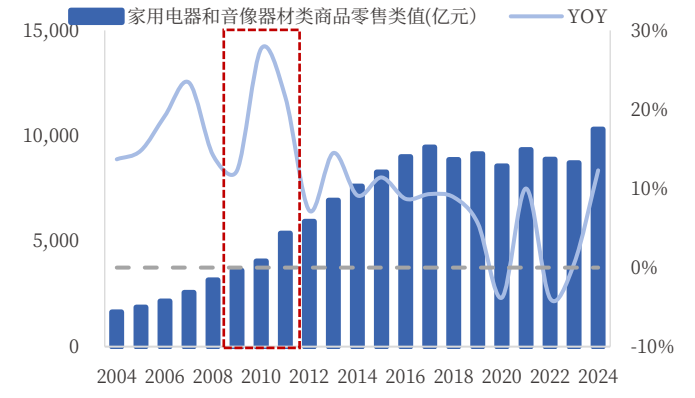
资料来源：商务部，中国银河证券研究院

3. 回顾历史上的家电补贴政策退坡后的影响

回顾上一轮以旧换新政策，国补期间显著透支消费需求并造成销售高峰，政策退坡后家电销售承压。2007-2013 年期间，国内各部门密集推出家电下乡、以旧换新和节能惠民三大促消费政策，其中以旧换新政策得到了中央资金支持，于 2009 年到 2011 年期间显著拉动家电消费。根据商务部统计，2009/2010/2011 年以旧换新共销售五大类新家电 360.2 万台（9 个试点省市）/3222.4 万台/ 5725 万台（轧差法测算），销售额分别为 140.9 亿元/1211.1 亿元/2208.9 亿元（轧差法测算）。

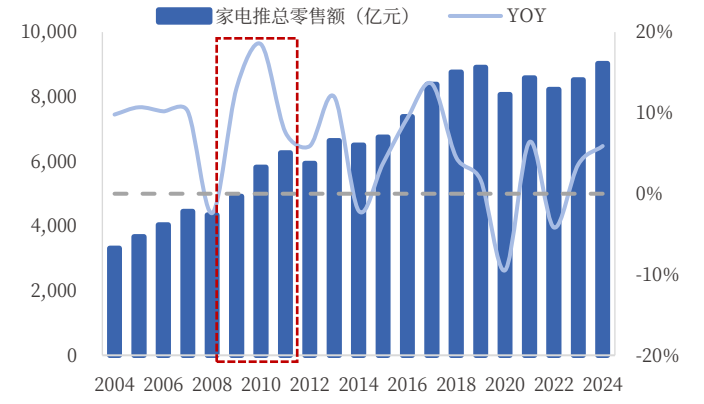
2009 至 2011 年，家电社零增速分别为 12.3%/27.7%/21.6%，2012 年补贴退坡后，家电社零增速降至 7.2%，且在 2013 年 5 月第二期节能惠民政策退出后，2013 年奥维 AVC 推总零售额同比下滑了 2.1%。根据产业在线数据，2009-2011 年间，空调内销量增速分别为 25.8%/37.0%/17.8%，冰箱出货量增速为 50.7%/29.7%/15.7%，洗衣机内销量增速为 19.0%/30.5%/7.0%，2012 年空/冰/洗内销出货同比分别-5.7%/-5.6%/-4.8%。当前，随着最后一批国补下发，后续补贴退坡或导致家电内销增长承压。

图15：家用电器和音像器材类商品零售值（年度）



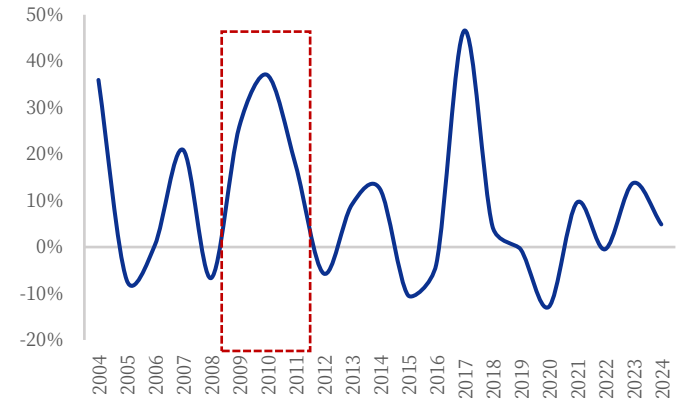
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图16：家电推总零售额（年度）



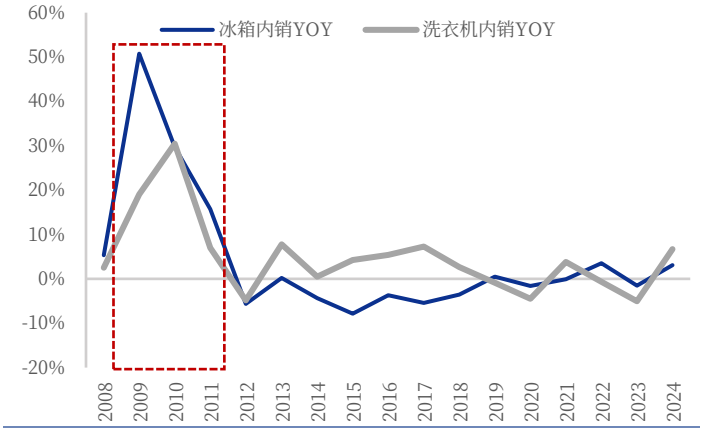
资料来源：AVC，中国银河证券研究院

图17：冰洗年度内销出货增速



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图18：冰洗年度内销出货增速



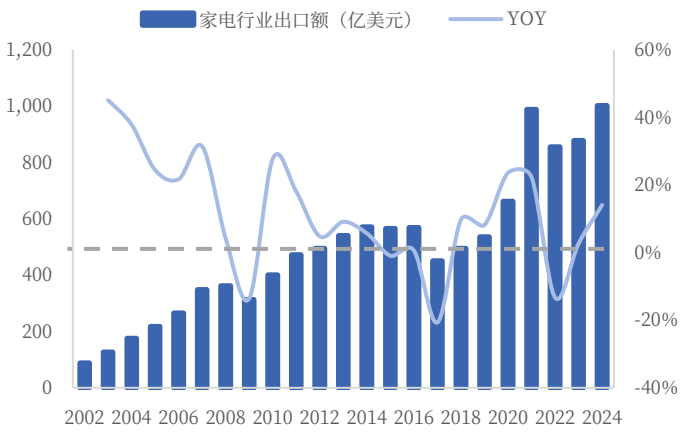
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

（二）出口：美国关税政策多变，家电产能外迁进行中

自 2001 年中国加入 WTO 以来家电出口额长期持续高增长，并在 2021 年创下历史高峰，当时由于新冠大流行的影响，欧美补贴消费者导致需求大幅增长。2022 年，由于欧美市场去库存导致家电出口下跌。但 2023-2024 年家电出口继续增长，并在 2024 年出口金额超过 2021 年历史高峰，主要是由于新兴市场国家大家电普及带动中国出口增长。2023-2024 年，冰箱、洗衣机、空调整体出口呈现高增长。产业在线数据，2024 年中国家用空调、冰箱、洗衣机出口出货量分别同比+36.1%/+18.4%/+17.5%，达到 9641/5188/4511 万台，都创下历史新高。中国冰洗空出口的快速增长，主要是由于非洲、南美洲等新兴市场国家需求带动，此外 2024 年全球气候炎热，也刺激了空调、冰箱需求。根据海关总署，2024 年我国家用电器出口金额达 1001 亿美元，同比增长 14.1%。

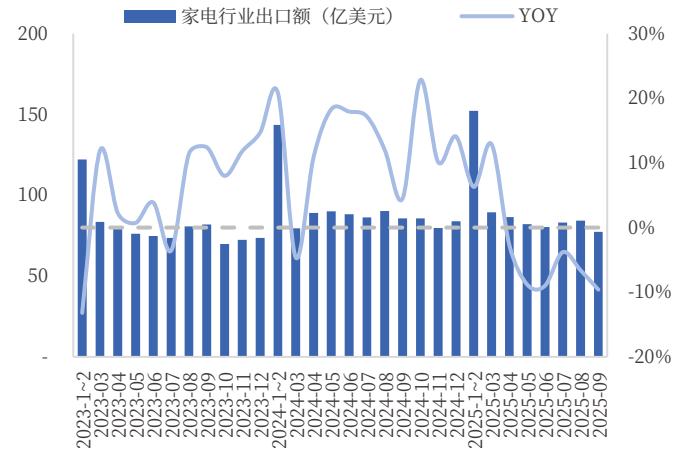
2025 年 4 月以来家电出口负增长。2025 年 1-9 月，中国家用电器出口累计达 735.09 亿美元，同比-2.2%。4 月美国大幅提升进口中国商品关税，导致对美国出口订单大幅减少。此外，去年出口同期基数偏高。5 月，中美日内瓦达成阶段性协议，但考虑到中国和其他地区出口到美国的税率差，4 月转移到海外生产基地的空调订单难以回到中国。冰箱、空调未来几个月出口排产呈现下滑，一方面是美国订单转移到海外生产基地，另一方面是 2024 年冰箱、空调出口高增长，同比基数偏高。

图19：中国家电行业出口额（年度）



资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

图20：中国家电行业出口额（月度）



资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

中国家电产业全球竞争力强，海外生产基地多，未来家电公司海外收入有望随着全球化发展增长，出口只是其中一部分。中国企业在数字经济升级趋势下，全球竞争优势不再局限于成本优势，已转换为全面的产业链优势、产品优势、零售效率优势。自 2020 年起，中国家电产业的全球化兴起已成趋势，包括冰箱、洗衣机、空调、彩电、清洁电器、小家电等品类中都有优秀的公司在海外市场表现突出。

按全球消费电器品牌分析，全球市场天下三分：1）欧美品牌长期在欧美市场占据主导地位，伊莱克斯、惠而浦、博世西门子、GE（被海尔收购）是龙头；2）日韩品牌在各自国家占主导地位，三星、LG、松下、大金是龙头，同时日韩品牌在东南亚、中东非洲有很强的影响力；3）中国品牌在中国占主导地位，并且是全球消费电器的生产中心。目前，中国企业通过并购或在创新产品上取得突破，在全球市场崛起。中国白电龙头中，全球布局较好的是海尔、海信、美的，海外并购整合效果也较好，典型的如海尔并购 GE 家电业务、日本三洋家电业务；海信集团并购东欧的古洛尼；美的并购日本东芝消费电器业务等。海尔在美国地区率先实现突破，目前收入规模已接近惠而浦。2023 年美的在全球家电公司中收入规模排名第一；按自有品牌销量计算，美的在全球家电行业排名第一，市场份额为 7.9%。

表2：部分家电上市公司海外业务收入表现

公司	海外收入（亿元）			海外收入 YOY			海外收入占比		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
格力电器	233	249	282	3.3%	7.0%	13.2%	12.2%	12.1%	14.8%
美的集团	1,426	1,509	1,690	3.6%	5.8%	12.0%	41.3%	40.4%	41.3%
海尔智家	1,261	1,357	1,429	9.9%	7.6%	5.3%	51.8%	51.9%	50.0%
海信家电	249	279	356	7.4%	12.3%	27.6%	33.6%	32.6%	38.4%
TCL 智家	59	102	135	-32.4%	72.1%	31.8%	75.9%	67.4%	73.5%
长虹美菱	52	76	102	7.4%	46.8%	35.1%	25.6%	31.3%	35.8%
奥克斯	84	104	111		24.2%	27.6%	42.9%	41.9%	45.9%

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院（注：奥克斯 2024 年数据为 2024Q1-3）

三、暖通空调内销受国补退坡和地产后周期影响

（一）国补退坡下，9 月家用空调内销出货下滑 2.5%

9 月空调内销短期承压，后续预计压力将持续。

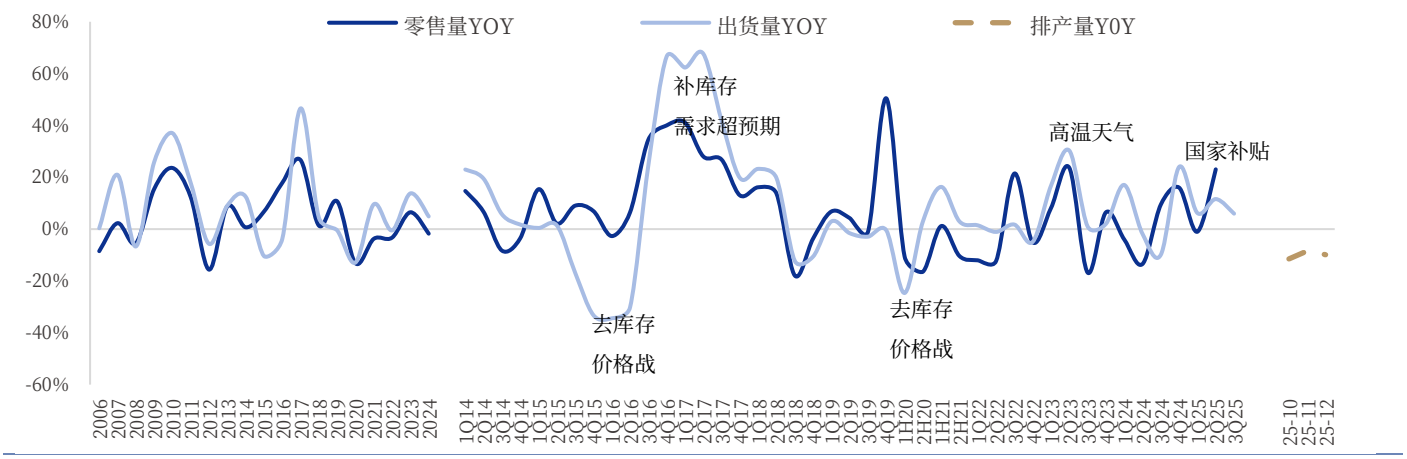
1）产业在线数据，2025 年 9 月空调内销出货量 594.9 万台，同比-2.5%。一方面受到国补退坡影响，各省份出现控制补贴额度支出速度的现象，主要体现为每日补贴限流、减少享受补贴的品类、暂停等各种方式；另一方面受到天气扰动影响，9 月全国多地连续降雨导致安装受阻。

2）进入 10 月，空调线上零售表现明显优于线下。AVC 周度数据，25W40-42（9.29-10.19）空调线上零售量/零售额分别同比+0.9%/-1.3%，部分渠道企业自补一定程度上缓解国补退坡压力；线下渠道 25W40-42 零售量/零售额分别同比-49.6%/-55%，降幅更为明显。

3）后续 Q4 排产来看，行业已对去年国补导致的高同比基数，以及当下的国补退坡影响有所预期。产业在线数据，10/11/12 月空调内销排产较去年同期内销实绩分别-11.5%/-8.4%/-9.9%，反映了行业的谨慎态度。

4）全年来看，产业在线预测 2025H2 家用空调内销出货量约 4071 万台，同比-6%；2025 全年内销出货量约 10725 万台，同比+3%。

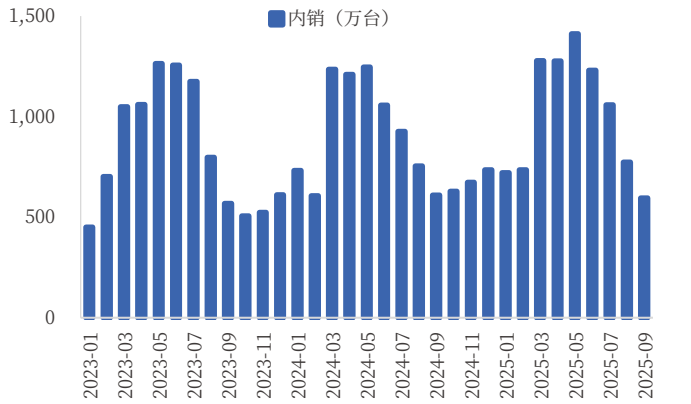
图21：中国家用空调市场零售量与出货量周期



资料来源：产业在线，奥维云网 AVC，中国银河证券研究院

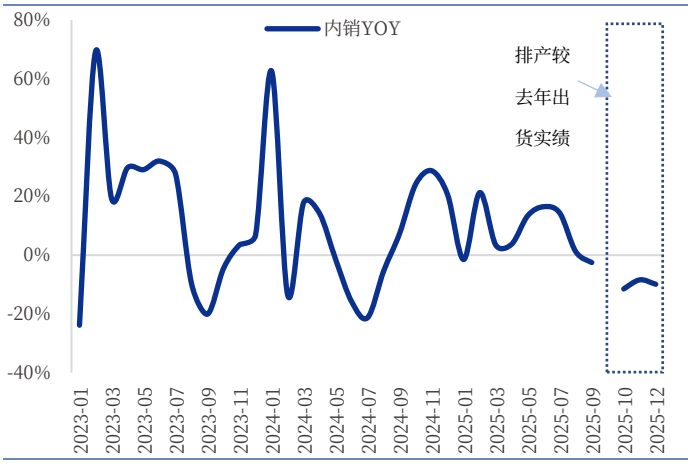
（注：排产量 YOY 指内销排产较去年同期内销出货实绩变化）

图22：家用空调内销出货量（月度）



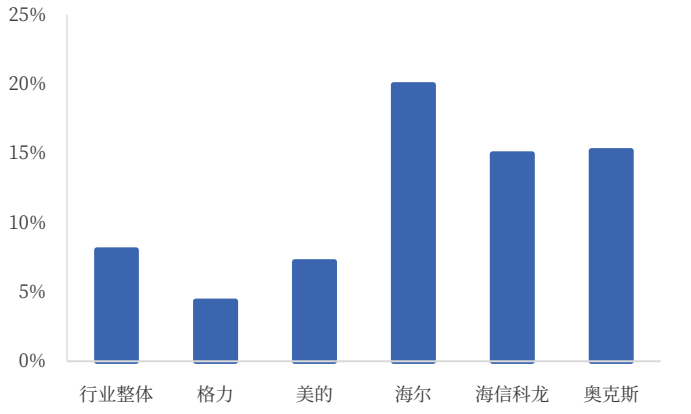
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图23：家用空调内销出货量及排产同比增速（月度）



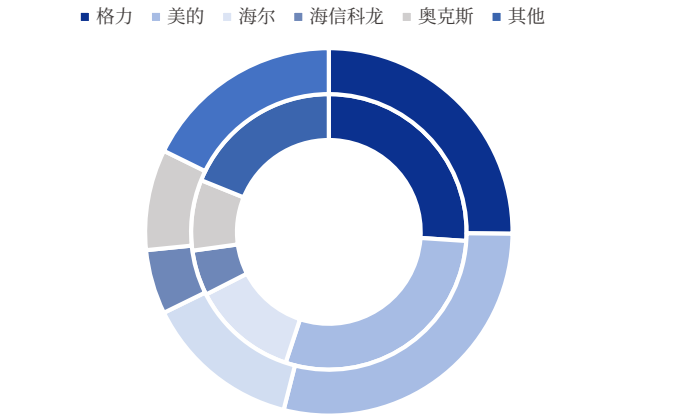
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图24：家用空调主要公司内销出货量增速（25Q1-3）



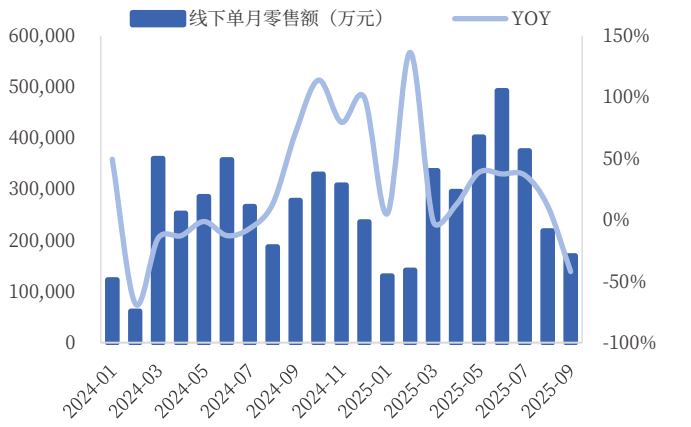
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图25：家用空调主要公司内销出货量份额（外/内，25/24Q1-3）



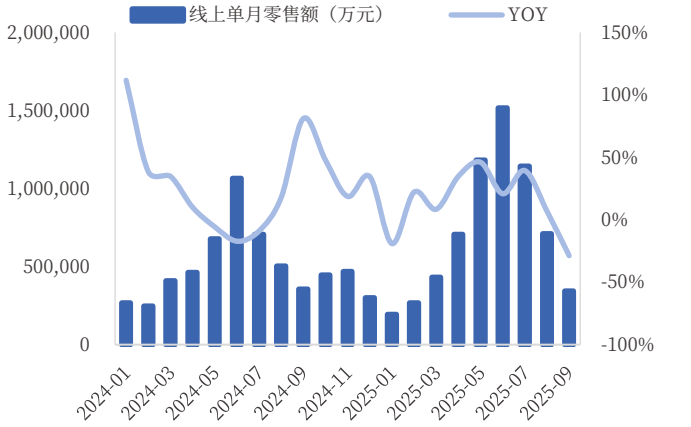
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图26：空调线下零售市场零售额监测（月度）



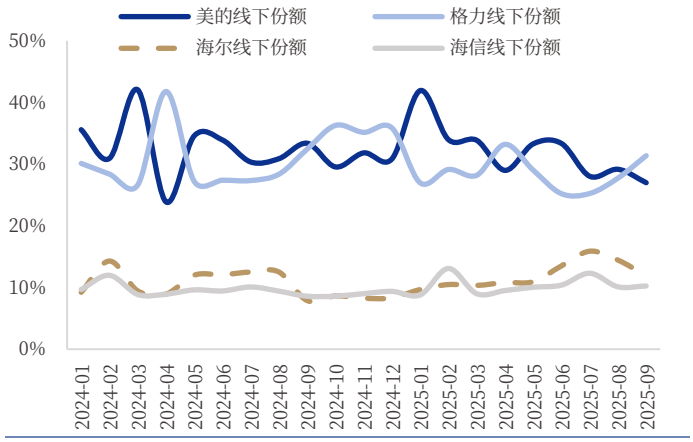
资料来源：AVC，中国银河证券研究院

图27：空调线上零售市场零售额监测（月度）



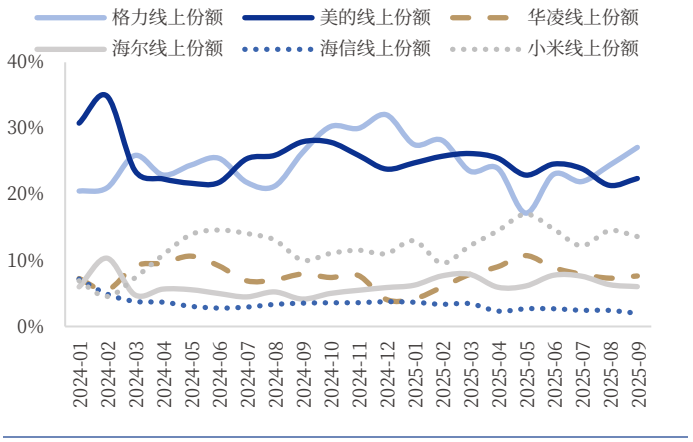
资料来源：AVC，中国银河证券研究院

图28：空调线下零售市场主要品牌零售额份额（月度）



资料来源：AVC，中国银河证券研究院

图29：空调线上零售市场主要品牌零售额份额（月度）



资料来源：AVC，中国银河证券研究院

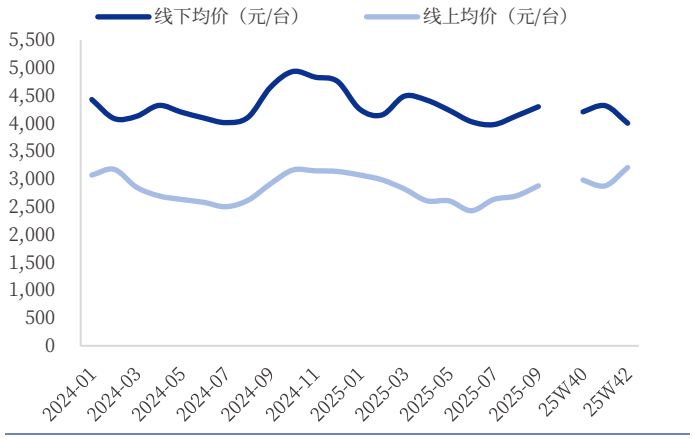
（二）618 价格战结束后，家用空调线上均价改善

1）空调线下市场零售均价 4-7 月持续下行，7 月为 3978 元/台，较 4 月下滑 10%；8 月均价开始回暖，8/9 月均价为 4132/4300 元；10 月均价先涨后跌，第三周为 4003 元/台。线上市场零售均价年初以来逐月下降，自 618 后开始改善，7/8/9 月均价分别环比+8.3%/+2.4%/+6.8%，10 月价格继续上涨至第三周均价达 3207 元/台。

2）小米品牌自 2024Q3 以来致力于提高盈利能力，零售均价略偏高，性价比不明显。618 后线上零售均价回升，25W42（10.13-10.19）达到 2457 元/台，较 6 月均价+13.1%。小米空调线上零售额份额已有接近一年维持在 14%左右波动，不再连续环比提升。

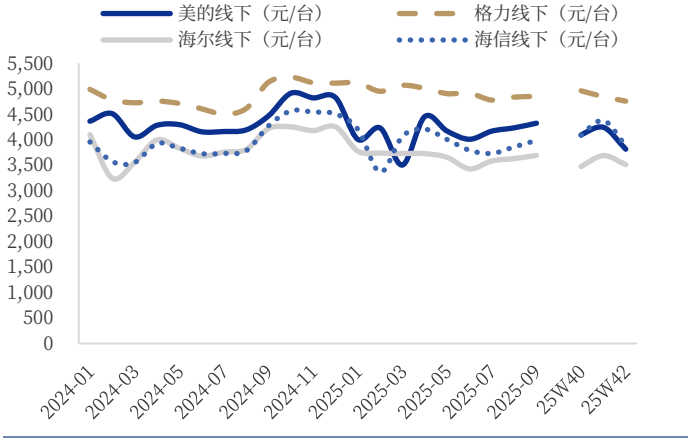
3）2019-2021 年空调零售市场竞争激烈。2022-2024 年美的、格力注重提升盈利能力，空调行业竞争格局转好，在此期间空调二三线公司普遍利润率提升，市场份额提升。本轮价格下降，是美的借助华凌品牌提升市场份额导致。但 618 之后竞争压力明显缓和，25W42（10.13-10.19）华凌线上零售均价已达到 2359 元/台，较 6 月均价+14.9%，其余品牌线上零售均价均有不同程度的改善。

图30：空调线下、线上零售均价



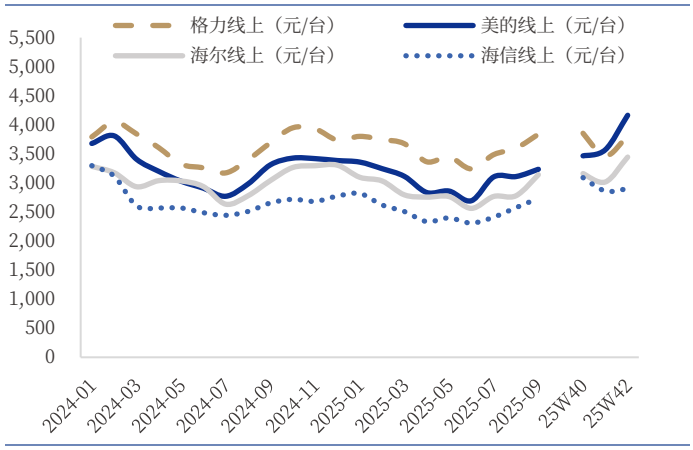
资料来源：AVC，中国银河证券研究院（25W42 指 25.10.13-10.19，依次类推）

图31：空调线下零售市场各品牌零售均价



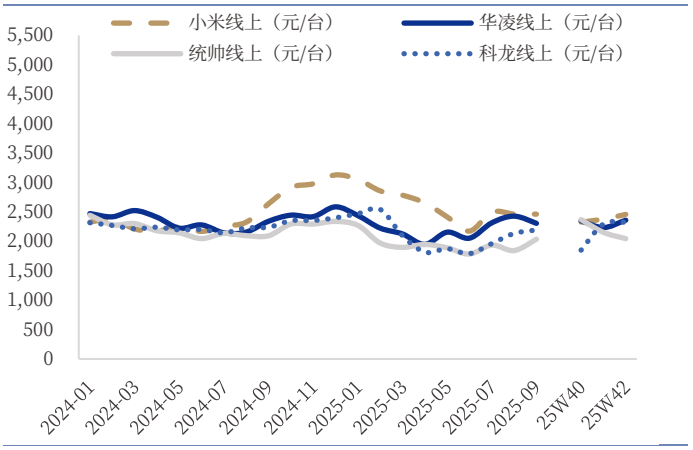
资料来源：AVC，中国银河证券研究院（25W42 指 25.10.13-10.19，依次类推）

图32：空调线上零售市场各品牌零售均价（主品牌）



资料来源：AVC，中国银河证券研究院（25W42 指 25.10.13-10.19，依次类推）

图33：空调线上零售市场各品牌零售均价（互联网品牌）



资料来源：AVC，中国银河证券研究院（25W42 指 25.10.13-10.19，依次类推）

（三）5 月以来空调出口出货量持续下滑，关注企业海外生产基地

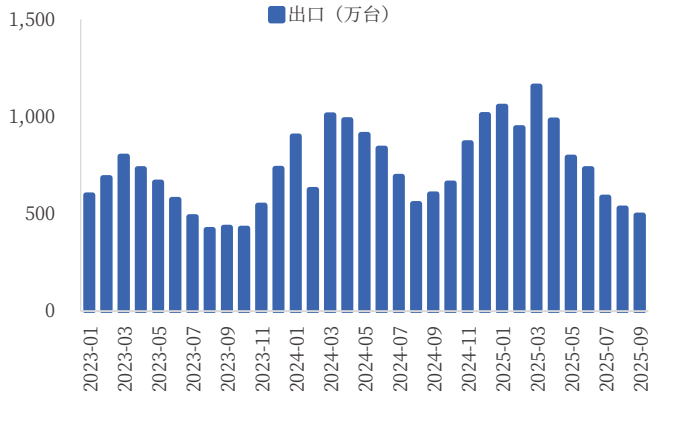
1）产业在线数据，2025 年 9 月空调出口出货量 493.5 万台，同比-18.1%；10/11/12 月家用空调出口排产较去年同期出口实绩-9.4%/-6.6%/-1.2%，继续反映了美国订单转移到海外，出口同比基数偏高的预期。

2）全年来看，产业在线预测 2025H2 家用空调出口出货量约 3925 万台，同比-10%；2025 全年出口出货量约 9581 万台，同比-1%。

3）空调龙头全球生产基地分布广泛，其中泰国是除中国外主要的空调生产基地，2024 年美国空调类产品（SITC 7415）进口中从泰国进口占 8.8%。美国关税风险有一定影响，但对于优质上市公司，海外供应链建设能够对冲风险。

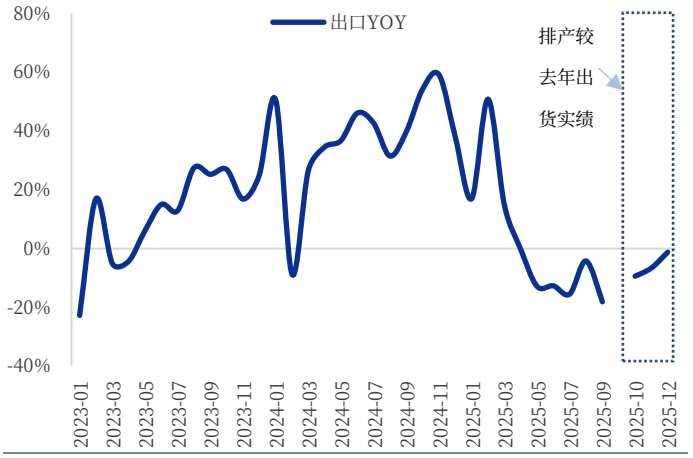
4)新兴市场国家以及欧洲地区空调渗透率低,由于全球多年出现高温,空调出口多年来高增长,特别是 2024 年，目前有一定的渠道库存在去化中。但渗透率提升的趋势，以及全球气候变暖的趋势未变。

图34：家用空调出口出货量（月度）



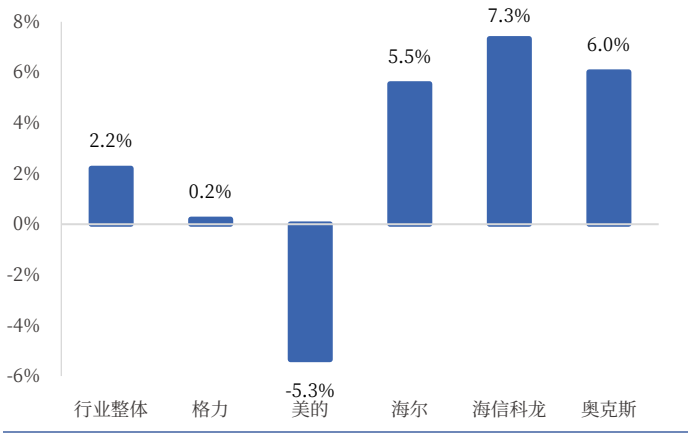
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图35：家用空调出口出货量及排产同比增速（月度）



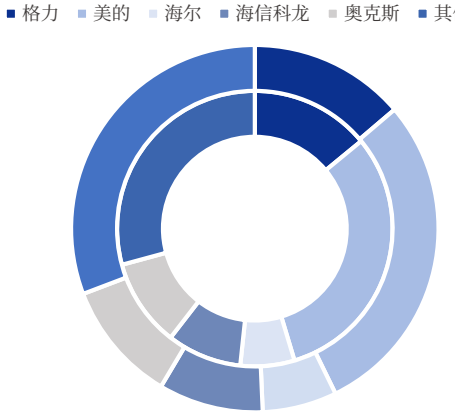
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图36：家用空调主要公司出口出货量增速（25Q1-3）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图37：家用空调主要公司出口出货量份额（外/内，25/24Q1-3）



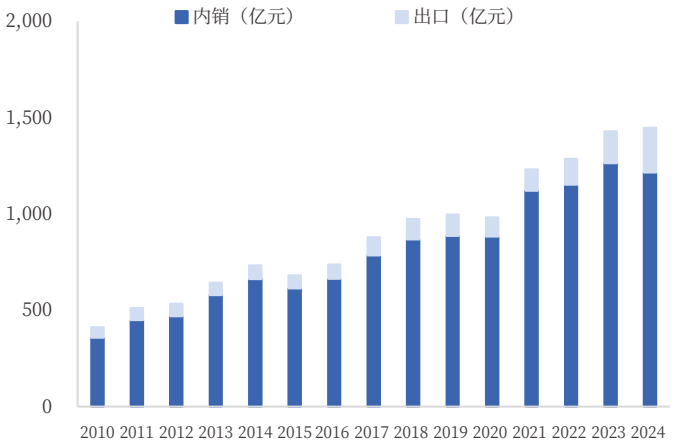
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

（四）中央空调内销有压力，但出口保持增长

中央空调内销受地产市场持续低迷，工业投资步伐放缓负面影响。产业在线数据，2024 年中央空调内销额 1215 亿元，同比下滑 3.8%，主要系房地产市场持续低迷，工业投资步伐放缓，中央空调终端需求疲弱；2025 年 1-8 月中央空调内销规模为 774 亿元，同比下降 8.2%，其中 8 月同比-0.9%，预计 25H2 同比-17.3%。受到家用空调政府补贴后高性价比的影响，家用中央空调市场竞争也在加剧。

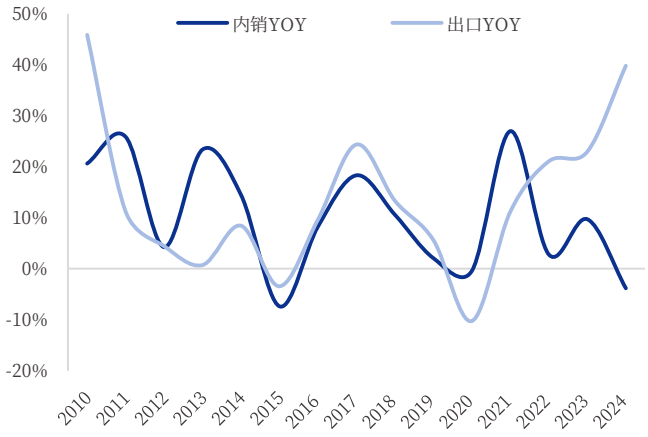
中国企业全球竞争力提升，份额提升带动出口近年较好增长。产业在线数据，2024 年中央空调出口额达 232 亿元，同比增长 39.8%；2025 年 1-8 月，出口销售额达 168 亿元，同比增长 16.7%，其中 8 月同比-4.8%。

图38：中央空调内销、出口规模（年度）



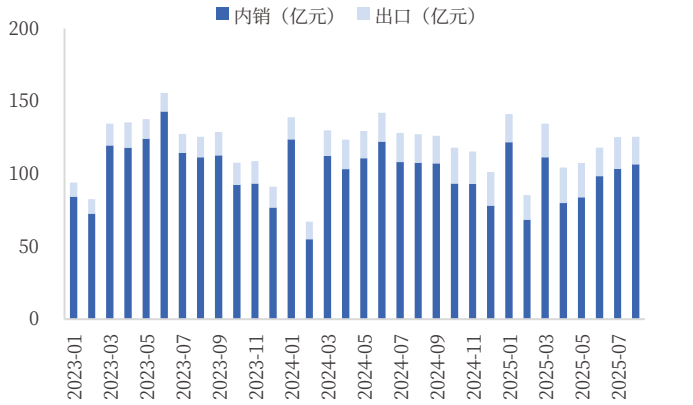
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图39：中央空调内销、出口规模同比增速（年度）



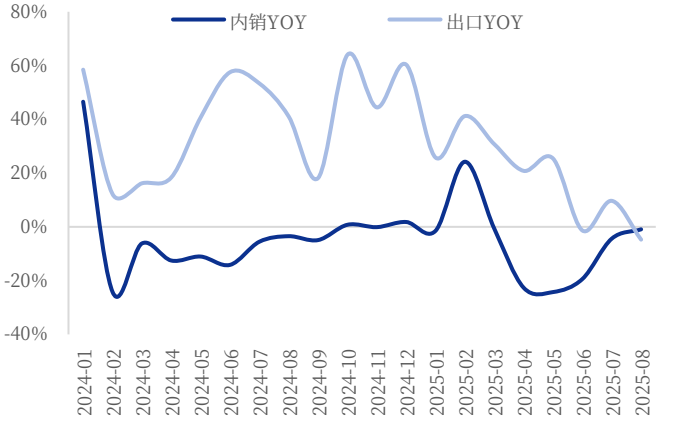
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图40：中央空调内销、出口规模（月度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图41：中央空调内销、出口规模同比增速（月度）



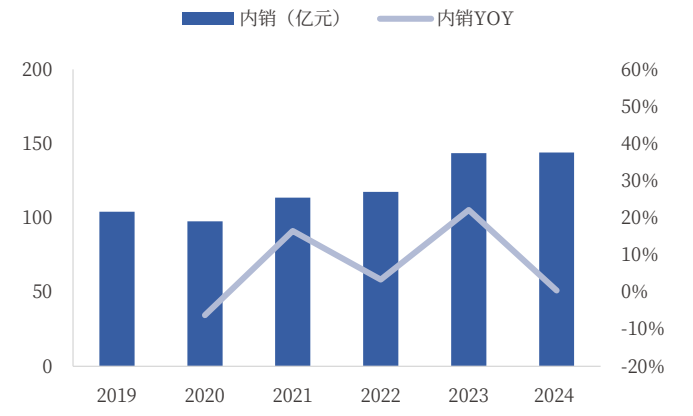
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

（五）热泵：国内推动热泵行业高质量发展，出口见底反弹

内销方面，热泵内销 2024 年表现一般，2025 年有望受益于利好政策发布。2025 年 4 月 2 日，国家发展改革委等部门联合印发了《推动热泵行业高质量发展行动方案》，政策重视热泵在国内建筑、工业、农业、交通等重点领域应用，提出到 2030 年重点热泵产品能效提升 20%以上，大功率高温热泵、高效压缩机、新型制冷剂等核心技术将取得突破。根据产业在线数据，2024 年热泵内销额达 144 亿元，同比微增 0.4%；2025 年 1-8 月内销额达 92 亿元，同比-8.6%，其中 8 月同比-9.6%。随着政策发力，国内热泵销售有望得到支撑，对应 1000 亿级市场空间。

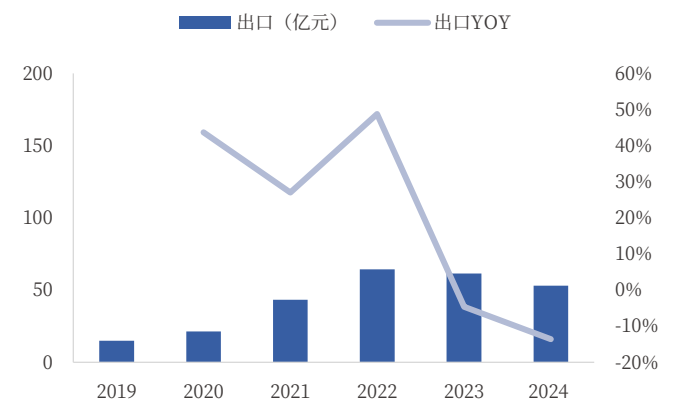
出口方面，欧洲热泵补贴政策的剧烈波动，导致热泵出口过去两年面临大力度去库存周期。2024 年下半年起，欧美热泵逐步走出去库周期，单月增速逐步改善。由于同比基数偏低，2025 年 1-8 月热泵出口同比增长 22.5%。展望未来，预计随着欧洲部分国家补贴重启，热泵出口有望延续改善。

图42：热泵内销规模及同比增速（年度）



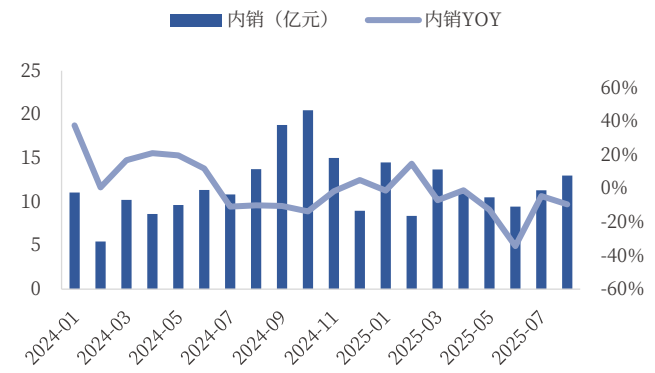
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图43：热泵出口规模同比增速（年度）



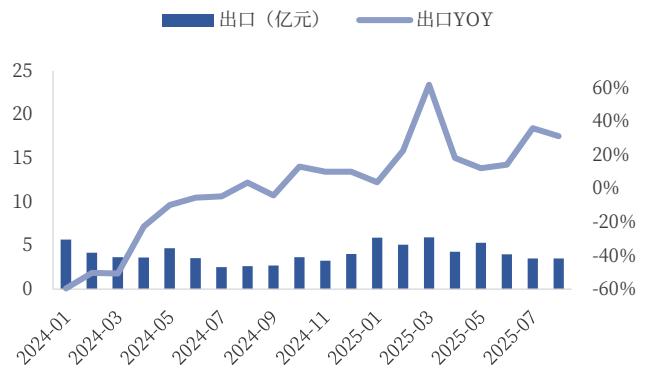
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图44：热泵内销规模及同比增速（月度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图45：热泵出口规模及同比增速（月度）



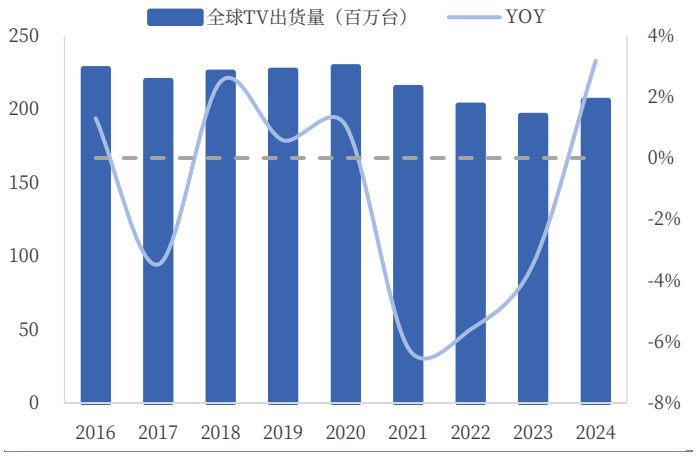
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

四、彩电：Mini LED 升级，两大中国品牌逆势增长

（一）海外彩电需求整体稳定

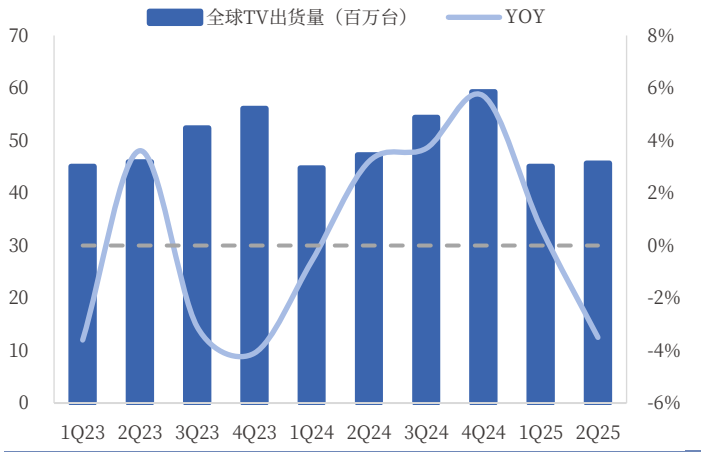
全球彩电市场处于稳定期。2009-2012 年平板电视替代 CRT 电视。中国市场是全球彩电销量需求较弱的市场，中国市场零售量的下降导致全球彩电销量小幅下滑。中国市场对彩电内容管控严格，智能手机、平板、电脑等小屏的娱乐化对彩电的功能有所替代。据奥维睿沃，2024 年全球 TV 出货量约 2.1 亿台，同比+3.2%，其中 Q1/Q2/Q3/Q4 分别同比-0.6%/+3.2%/+3.7%/+5.7%。一方面，2024 年为体育大年，年内举办了奥运会、美洲杯、欧洲杯等体育赛事，刺激了全球电视需求；另一方面，中国市场于 24Q3 开始实施以旧换新补贴政策，有力地促进了包括电视在内的家电需求释放。

图46：全球 TV 出货量（年度）



资料来源：奥维睿沃，中国银河证券研究院（注：2024 年全年数据使用季度数据汇总得到，年度增速使用季度增速计算得到）

图47：全球 TV 出货量（季度）



资料来源：奥维睿沃，中国银河证券研究院

25Q2 全球电视出货量边际走弱，两大中国品牌逆势增长。据奥维睿沃，25H1 全球电视出货量为 90.8M，同比-1.5%，其中 25Q1/25Q2 全球 TV 出货量分别为 45.1/45.7M，分别同比+0.7%/-3.5%。根据奥维睿沃，25 年全年全球电视出货量预计同比-1.7%。在全球电视出货边际走弱的背景下，两大中国品牌全球竞争力持续提升，实现逆势增长。2025H1，海信、TCL 的全球电视出货量分别同比+2.6%、+7.6%；市场份额分别为 14.4%、14.8%，合计占比达 29.2%，同比+1.1pct。

图48：不同区域电视出货量（25Q2）

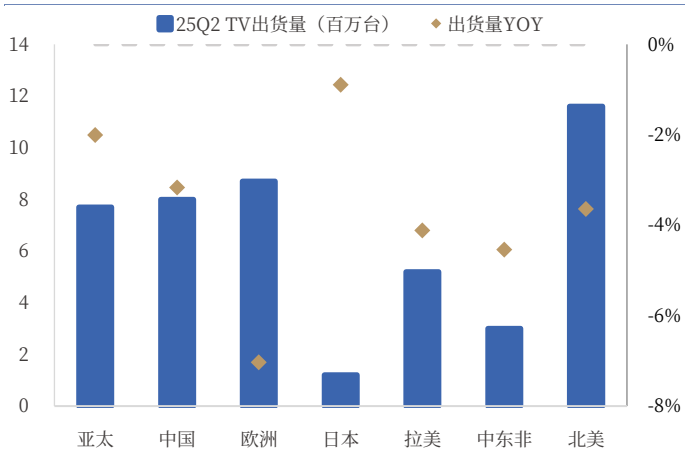
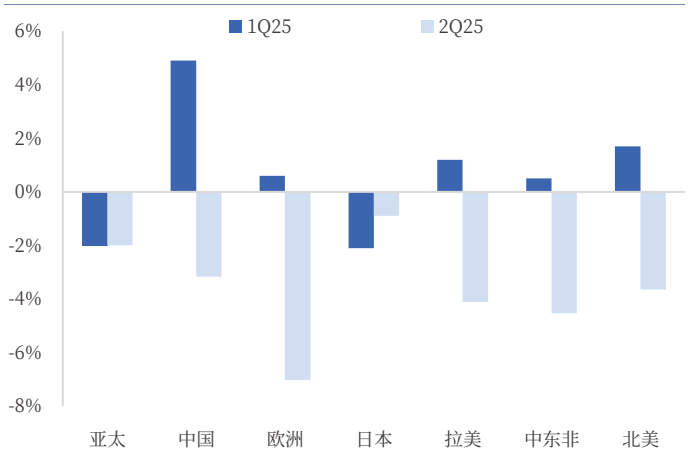


图49：不同区域 25Q1/Q2 电视出货量同比增速对比

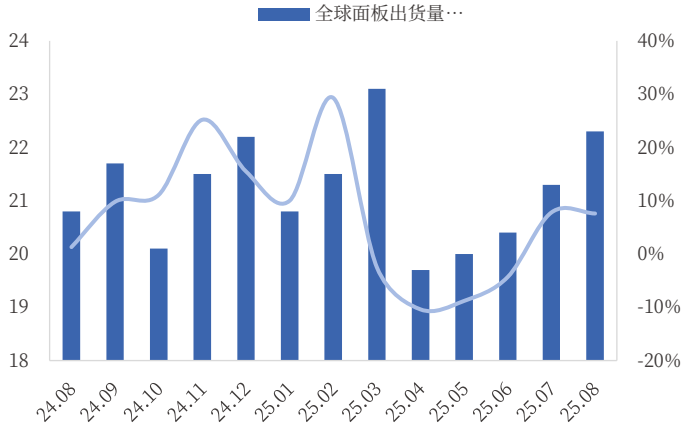


资料来源：奥维睿沃，中国银河证券研究院（注：此处亚太不含中国和日本）

资料来源：奥维睿沃，中国银河证券研究院

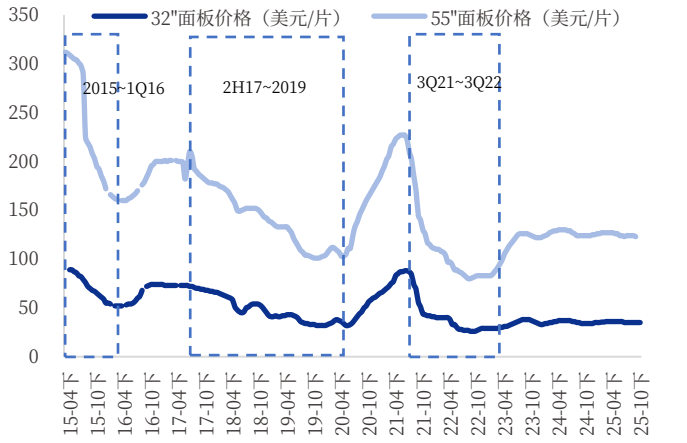
海外方面，10 月促销旺季提前备货结束，中大尺寸面板价格下调。25H1 韩国品牌销售较差，面板一度大力去库存，影响面板采购需求；Q3 去库存结束，全球电视品牌商为海外黑五、圣诞促销旺季积极备货，面板出货量上行；进入 10 月，旺季备货结束，叠加国内双十一预期偏悲观，面板采购需求走弱，55 吋以上中大尺寸产品价格出现下调，根据洛图科技预计，后续价格下行压力或逐渐扩大，小尺寸产品价格预计持平，中大尺寸产品价格或维持一定跌幅。

图50：全球电视面板出货量及 YOY（月度）



资料来源：奥维睿沃，中国银河证券研究院

图51：电视面板价格走势



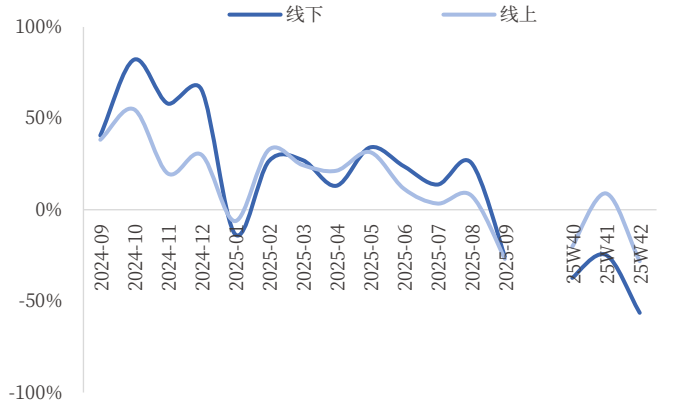
资料来源：集邦，中国银河证券研究院

（二）25H2 国内彩电受国补退坡影响

中国方面，内销受国补退坡影响，下半年面临高基数压力。根据洛图科技，2025Q1-3 中国电视整机出货量 2389.5 万台，同比-2.5%，其中 Q1/Q2/Q3 出货量分别为 884/778.5/727 万台，同比+4.7%/-2.1%/-10.4%。具体来看，Q1 受益于渠道补库存；Q2 受库存水平偏高影响小幅下滑；Q3 同比降幅较 Q2 扩大，且环比-6.6%，是近五年唯一环比下滑的季度，主要因下半年国补资金力度减弱，各省份出现控制补贴额度支出速度的现象，主要体现为每日补贴限流、减少享受补贴的品类、暂停等各种方式；同时受到去年同期高基数影响。去年 9 月起大家电国补全面推开，9-12 月彩电线上零售额分别同比+38%/+55%/+20%/+30%。AVC 零售数据显示，7-8 月彩电线上、线下零售开始较上半年降温，线上零售额增速分别为+3.4%/+7.9%，线下零售额增速分别为+13.8%/+25.7%。9 月彩电线上/线下零售额开始出现下滑，分别为-26.9%/-25.7%。

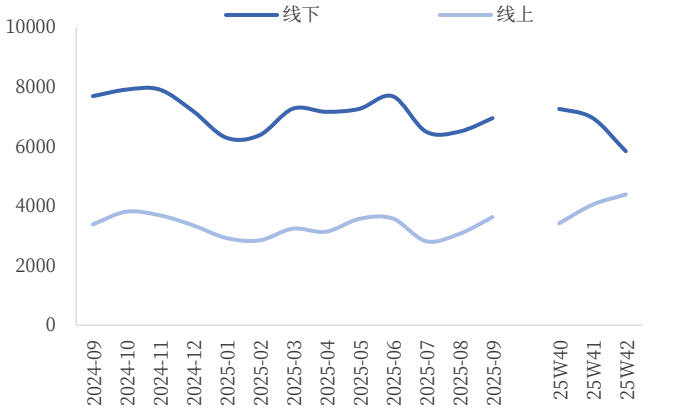
进入 10 月，彩电零售延续下滑态势。AVC 周度数据，今年十一促销期间（25W39-40 即 9.22-10.5）彩电零售量同比-21.8%，较 23 年同期-8.2%；零售额同比-22.3%，与 23 年同期持平。近三周（9.29-10.19）彩电线上零售量/零售额分别同比-25.3%/-17.9%，线下零售量/零售额分别同比-32.8%/-38.4%。

图52：彩电线上线下零售额 YOY



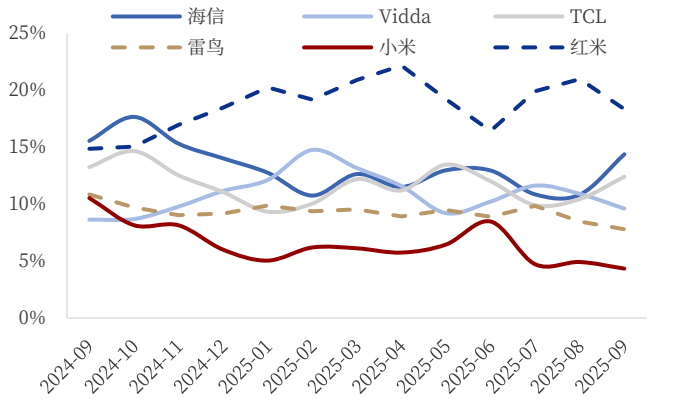
资料来源：AVC，中国银河证券研究院

图53：彩电线上线下零售均价（元）



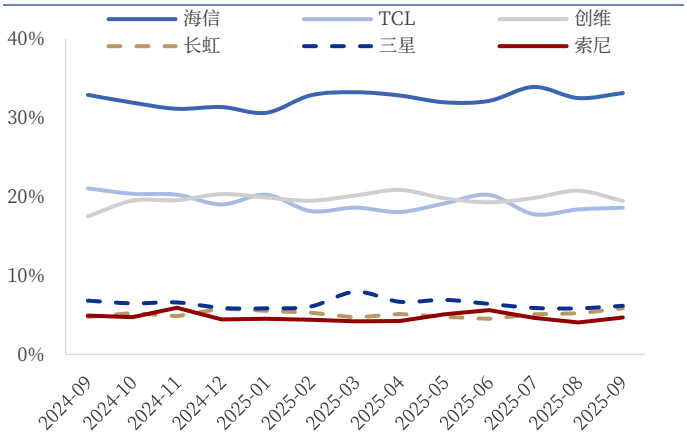
资料来源：AVC，中国银河证券研究院

图54：彩电线上市场品牌零售额市场份额



资料来源：AVC，中国银河证券研究院

图55：彩电线下市场品牌零售额市场份额



资料来源：AVC，中国银河证券研究院

（三）彩电产品结构升级，中国品牌引领 Mini LED 电视发展

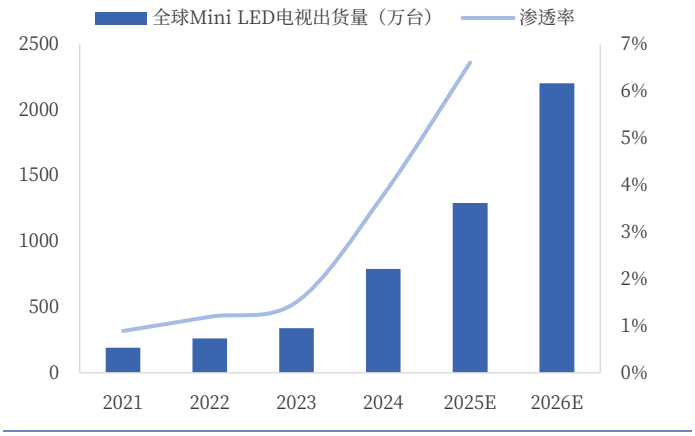
在显示技术创新驱动下，Mini LED 电视愈发受到消费者青睐。相比 OLED，Mini LED 更适用于大屏显示，并且具有成本优势。受限于 OLED 应用于大屏时的技术缺陷等，我们认为未来前景不大。根据迪显数据，2024 年全球 Mini LED 电视渗透率首次超过 OLED 电视，Mini LED 电视全球出货量达 790 万台，同比+132%，测算渗透率约为 3.8%；而 OLED 电视出货量为 560 万台，同比+7.7%，测算渗透率约 2.7%，多年维持在 3%水平上下波动。2025H1，Mini LED 与 OLED 电视差距继续拉开。根据迪显数据，Mini LED 全球出货量为 640 万台，同比+141%；而根据奥维睿沃数据，OLED 全球出货量为 270 万台，同比增速仅 6.7%，远低于 Mini LED 电视。

从十一促销期间的表现来看，国内 Mini LED 电视在线上、线下市场渗透率均已超 30%，技术正式进入普及期。AVC 数据，国内 Mini LED 电视的线上/线下零售量渗透率自去年 9 月起持续超过 22%，今年十一促销期间（9.22-10.5），Mini LED 电视的线上渗透率为 31.8%，同比+2.9pct，较 23 年同期+29pct；线下渗透率为 36.9%，同比+5.8pct，较 23 年同期+28.7pct。根据 CINNO 预计，25 年全年，国内 Mini LED 电视的销量渗透率有望增至 35.6%；而 OLED 在国内的渗透率常年在 1%以下。

未来伴随技术下沉终端，Mini LED 电视价格门槛降低，预计渗透率将快速提升。根据 Omdia，

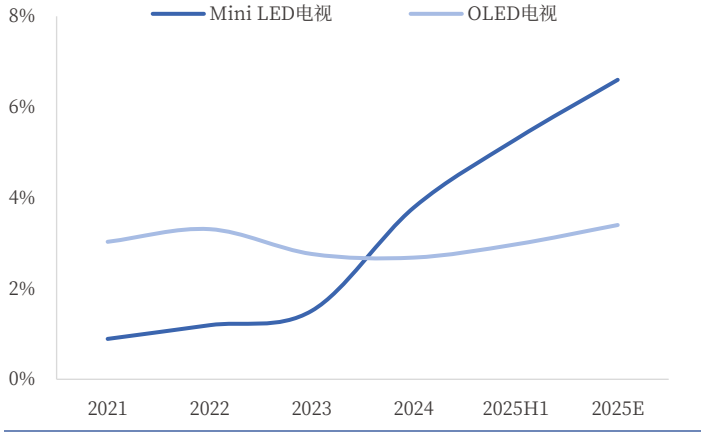
2025 年 Mini LED 电视或成为出货量增长最快的电视细分品类。**我们预计 2025 年全球 Mini LED 电视出货量有望达到 1300 万台的规模水平，渗透率或达 6.6%。**

图56：Mini LED 电视全球出货量



资料来源：迪显，Omdia，奥维睿沃，集邦，中国银河证券研究院

图57：全球 Mini LED 与 OLED 电视出货量渗透率

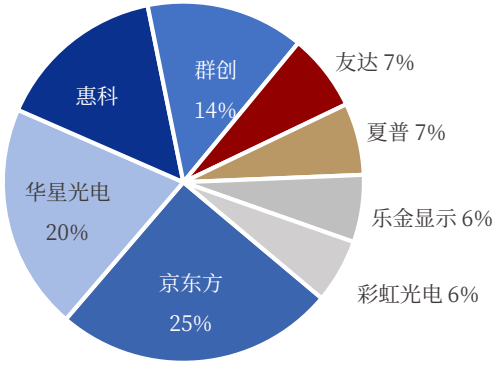


资料来源：迪显，Omdia，奥维睿沃，集邦，中国银河证券研究院

产业链一体化是彩电市场竞争的重要策略。上世纪 70-90 年代，日本彩电是全球领先者，松下是全球第一，索尼、夏普、东芝都全球排名靠前。21 世纪初期，韩国企业凭借面板产业链一体化优势，取代日本品牌成为全球领先者。三星、LG 在全球彩电市场长期排名第一、第二，但面临很大压力。2024 年，LG Display 向 TCL 华星出售广州 LCD 面板工厂；三星显示关闭韩国和中国的 LCD 面板生产线。未来 LG Display 将专注于 OLED，三星显示将发展 QD 量子点面板和 OLED 面板。但 OLED 电视前景不佳，除成本因素外，妨碍 OLED 在电视普及的核心原因是其生命周期与电视生命周期不匹配；其次，OLED 曲面的特点家庭需求不强，数年前的曲面 LCD 电视已销声匿迹。而日本品牌没落由来已久，夏普 2016 年将彩电业务出售给鸿海；东芝 2017 年将彩电业务出售给海信，2018 年完成交易。目前，日本企业在全球彩电市场基本处于二线梯队。

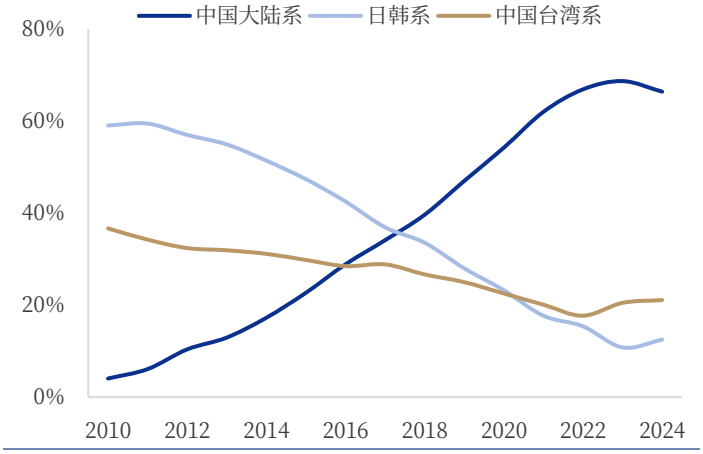
中国家电企业通过完善的供应链优势、发挥规模效应、营销及产品创新等方式持续提升品牌影响力。2016 年，中国大陆面板产能超中国台湾地区，2017 年超韩国。这追平了中国彩电企业和韩国企业的产业链差距，并和日本企业拉开差距。根据 RUNTO 数据，2024 年中国大陆 LCD 电视面板产能占全球 66.4%，中国台湾企业占 21.1%，韩国企业占 12.5%。三星、LG 于 2024 年全面退出大尺寸 LCD 面板生产，丧失产业链优势。

图58：全球液晶电视面板厂出货量市占率（2024 年）



资料来源：RUNTO，中国银河证券研究院

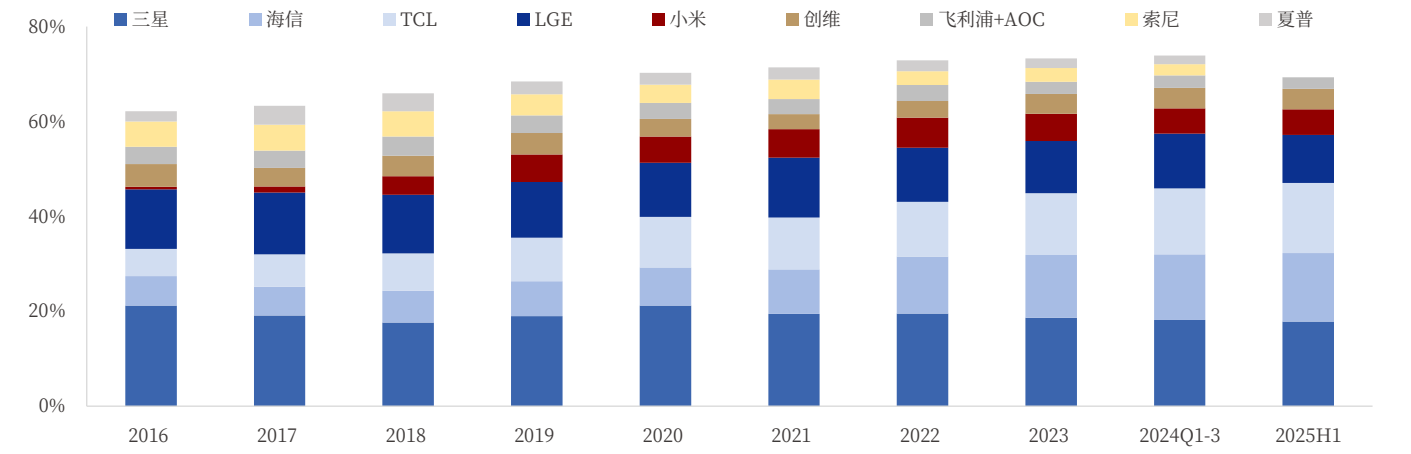
图59：2010-2024 全球液晶面板出货量厂商占比



资料来源：IHS，RUNTO，中国银河证券研究院

以 TCL、海信为代表的中国企业在海外市场的品牌份额持续提升中。根据奥维睿沃数据，2016-2025H1，海信全球彩电品牌出货量份额从 6.2%上升到 14.4%；TCL 从 5.8%上升到 14.8%。2024 年，TCL 全球彩电出货量 2900 万台，同比+14.8%。GfK 数据显示，2024 年，TCL 电视在澳洲、菲律宾、缅甸、巴基斯坦零售量保持行业第一，在法国、瑞典、巴西、沙特排名第二，在西班牙、波兰、希腊、捷克、阿根廷、越南、泰国、韩国等地排名第三。海信全球彩电品牌出货量和 TCL 在同一水平。日本 BCN 数据显示，2024 年日本市场海信旗下的东芝零售量占比 25.4%（排名第一），海信品牌 15.7%（排名第三），合计 41.1%。美国市场，TCL、海信零售量份额仅次于三星，且大量产能从墨西哥供应。市场或担心美国对进口自墨西哥商品征收 25%关税，但 TCL、海信都具备供应链全球化能力，在越南等诸多地区有产能。

图60：全球彩电市场中国企业品牌出货量份额稳步提升



资料来源：奥维睿沃，中国银河证券研究院

表3：主要品牌全球 TV 出货量情况

	全球出货量 YOY					全球出货量份额				
	三星	海信	TCL	LGE	小米	三星	海信	TCL	LGE	小米
2024Q1	-9.5%	4.2%	3.7%	-4.4%	-13.8%	19.4%	14.4%	13.4%	11.6%	5.8%
2024Q2	3.7%	4.8%	9.7%	10.9%	-11.1%	17.9%	13.8%	14.5%	10.9%	5.1%
2024Q3	4.4%	9.1%	17.5%	8.3%	0.0%	17.4%	13.4%	13.7%	12.1%	5.2%
2024Q4	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/
2025Q1	2.9%	2.8%	14.4%	-7.1%	0.3%	19.3%	14.2%	14.9%	10.4%	5.5%
2025Q2	-9.0%	2.4%	-1.1%	-10.5%	1.9%	16.4%	14.7%	14.7%	9.8%	5.3%

资料来源：奥维睿沃，中国银河证券研究院

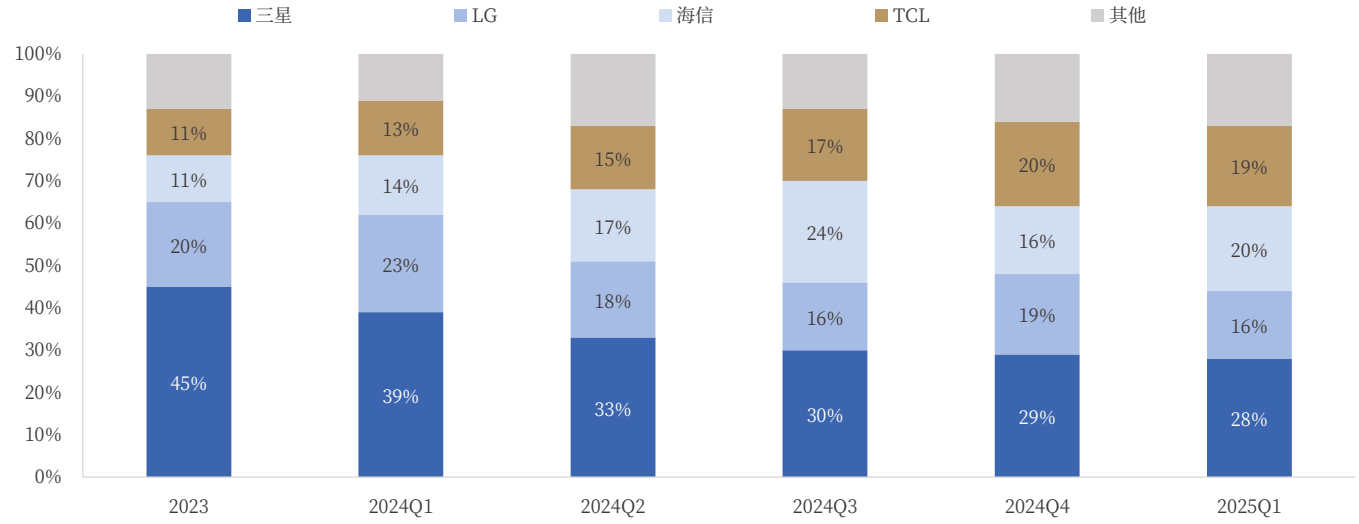
表4：主要 TV 品牌经营情况（25H1）

品牌	25H1 出货量 YOY	经营情况
三星	-3.3%	受益于今年激进的价格策略，以及墨西哥工厂产能充足和零关税优势，三星电子上半年北美市场出货同比增长 1.7%，中东非出货份额也有增长。三星电子今年策略上要扩大 OLED 规模，上半年 OLED TV 出货 0.9M，同比增长 49.3%。
TCL	+6.3%	TCL 凭借“中高端+大屏化”战略的持续深化以及全球品牌影响力的稳步提升，上半年出货大幅增长，其中国内增长 4.1%，海外增长 7%，新兴市场与欧洲出货高速增长，北美市场则聚焦中高端化及结构改善。
海信	+2.6%	上半年，海信在国内出货增长 7%，海外增长 0.9%，中国与日本市场出货规模位居榜首，欧洲、亚太、拉美出货同比增长。在高端产品上，Mini LED TV 及 85+超大尺寸规模成长显著。
LGE	-9%	LG 电子上半年各区域出货规模滞涨，亚太区域出货份额微幅增长。上半年高端 OLED TV 出货 1.3M，同比增长 0.2%。
小米	+1.2%	上半年，小米国内出货增长 3.6%，海外市场中西欧、中东非出货同比增长。小米于二季度重启 98”出货，上半年百吋级(98”/100”)TV 出货规模增长明显。

资料来源：奥维睿沃，中国银河证券研究院

彩电高端市场方面，TCL、海信逐渐蚕食韩国三星、LG 的市场。韩国厂商坚守 OLED 路线，而中国品牌以 Mini LED 为核心突破口，例如 TCL 和海信都着重发展 Mini LED 电视。随着近年大尺寸 Mini LED 电视不断推出，技术日益成熟，叠加 LCD 面板的提升，使得 OLED 电视在高端市场的地位被削弱。根据 DSCC 数据，三星、LG 在零售价不低于 600 美元的全球高端彩电市场的出货量合计份额自 2023 年的 65%降至 2025Q1 的 44%，而与此同时 TCL、海信的合计份额自 2023 年的 22%上升至 2025Q1 的 39%。2025H1，海信、TCL 全球 Mini LED 电视出货量高增，分别同比+108%、+176%。我们预计未来很长一段时间里，Mini LED 电视将会覆盖低中高乃至旗舰的所有市场，占据更多市场份额，而这部分并非韩国厂商的优势。中国企业在 Mini LED 电视领域的快速崛起给三星带来巨大的竞争压力。25Q2 三星电子营业利润跌超 55%，创近六个季度新低，其电视业务部门营业利润预计同比-46%。据集摩咨询，25 年 9 月三星电子负责电视业务的 VD 事业部开始新一轮经营诊断，这是自 2015 年以来三星首次对电视业务重启全面审查。

图61：全球高端彩电市场品牌出货量份额



资料来源：Counterpoint Research DSCC，中国银河证券研究院

中国企业引领 Mini LED 电视技术升级，日韩成为“追随者”。回溯电视行业技术升级迭代历史，从 CRT 到 OLED，日韩企业长期主导高端市场，掌握技术升级话语权，中国企业往往多以追随者和性价比竞争者的角色出现。而自从 Mini LED 电视爆发式兴起，中国企业逐渐掌握技术创新的话语权，日韩企业在 Mini LED 技术上的步伐已落后于中国企业，反而成为“追随者”。

中国品牌率先实现 RGB Mini LED 电视量产，海信具备先发优势。目前 RGB Mini LED 是 Mini LED 技术的一大升级方向，将 Mini LED 背光从传统的白光方案升级为 RGB 三色背光，以实现更精准的控光效果、更高亮度表现以及更宽广的色域覆盖。海信作为 RGB Mini LED 电视的业内开创者，先发优势强劲，量产上市时间相较三星、索尼同类产品至少提前一年。中国企业与日韩企业在彩电新品方面的技术发展速度出现扭转。

1）海信：海信于 25 年 1 月率先发布全球首台 10 万元级 116 吋 RGB Mini LED 超旗舰电视 UX，并于 25 年 3 月实现量产上市；25 年 9 月，海信推出更具普及性的 RGB Mini LED 电视新品 U7S Pro 系列，实现了仅 8 个月从旗舰级核心技术到主流市场的落地呈现。

2）三星：三星于 25 年 9 月展示了采用 RGB Mini LED 技术的首款 115 吋 Micro RGB 电视，计划 25 年内量产上市。

3）索尼：索尼于 25 年 3 月推出 General RGB LED 后，于 25 年 9 月展示了 RGB Mini LED 原型机，并计划 2026 年量产。

表5：2025 年海信、TCL 推出多款 RGB Mini LED 电视产品

品牌	产品型号	尺寸（英寸）	价格（万元）	发布时间
海信	E8S Pro	75/85/100	2.99~4.99	2025.9
	U7S Pro	75/85/100	1.69~3.09	2025.9
	UX	85/100/116/136/163	2.59~79.99	2025.1
TCL	Q10M Ultra	85/98/115	2.79~9.99	2025.9
	Q9M	65/75/85/78	0.79~1.99	2025.9

资料来源：LEDinside，天猫，中国银河证券研究院

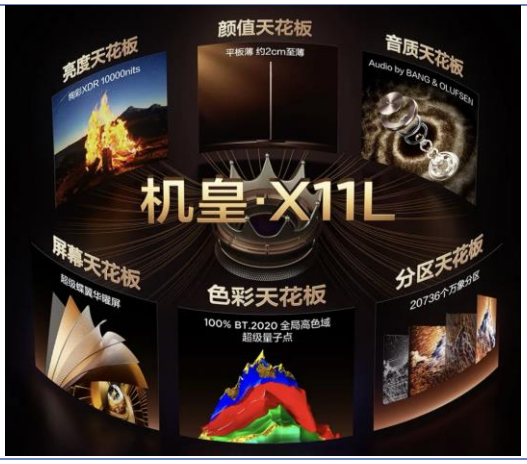
此外，中国品牌积极探索 Mini LED 技术的其他升级路径，TCL 通过 SQD Mini LED 冲击高端技术标杆。TCL 在 Mini LED 技术的升级方面实施“双轨战略”。一方面，在 RGB Mini LED 技术上，TCL 于 2018 年就启动预研，于 2019 年 CES 展上展示了 RGB Mini LED 原型机，后于 24 年展出第三代预研 RGB Mini LED 电视。2025 年，TCL 克服 RGB Mini LED 电视量产难题，于 9 月发布 Q10M Ultra 和 Q9M 两款 RGB Mini LED 电视完善高端产品布局。另一方面，TCL 于 25 年 9 月同步发布搭载独家的 SQD Mini LED 技术的旗舰产品 X11L，实现了控光、色域、亮度等方面的颠覆性升级，为全球首款 SQD Mini LED 电视，探索 Mini LED 技术升级的另一路径。

图62：海信领跑 RMB Mini LED 电视



资料来源：海信公众号，中国银河证券研究院

图63：2025 年 9 月 TCL 推出全球首款 SQD Mini LED 电视



资料来源：TCL 电子投资者关系公众号，中国银河证券研究院

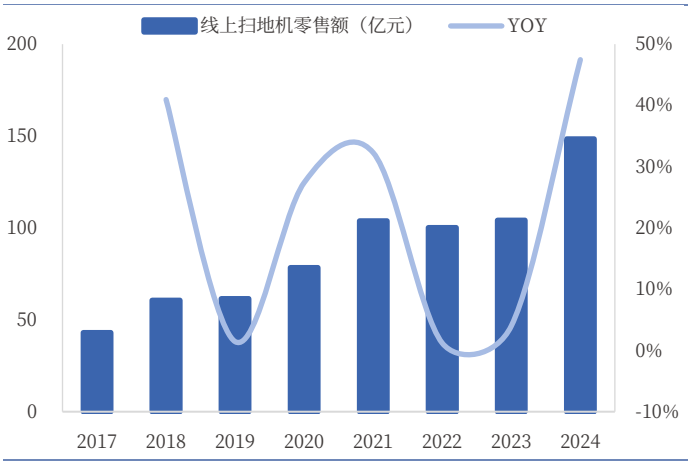
五、清洁电器：四季度面临高基数

（一）清洁电器内销市场受益于国补，但 10 月开始基数明显提升

奥维云网数据，2024 年我国清洁电器全年推总零售量 3035 万台，同比+22.8%；零售额 423 亿元，同比+24.4%，其中 1-8 月零售额同比+10.5%，9-12 月零售额同比+41.8%，显著受益于国补政策拉动。2025 年 1-9 月，我国清洁电器线上零售量 1577 万台，同比+33.3%，线上零售额监测为 218 亿元，同比+39.8%，在以旧换新政策的持续加持下，行业销售热度较高。

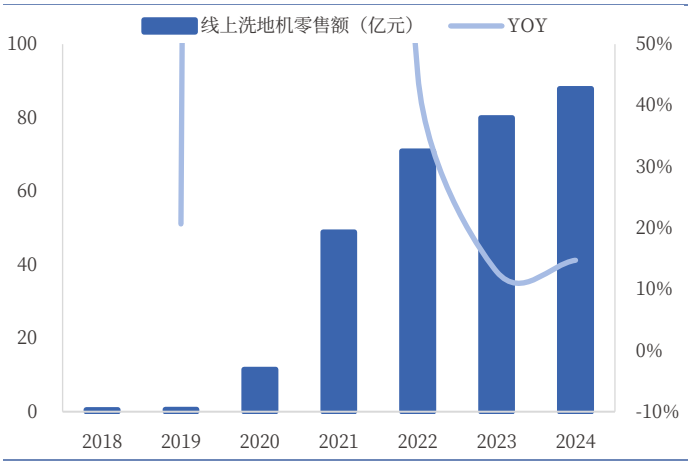
去年 9 月国补晚于大家电，2024 年 9 / 10 / 11 / 12 月清洁电器线上零售额分别同比+8.7% / +75.6% / +22.7% / +77.1%，从 10 月开始基数明显提升。

图64：扫地机器人线上零售额（年度）



资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

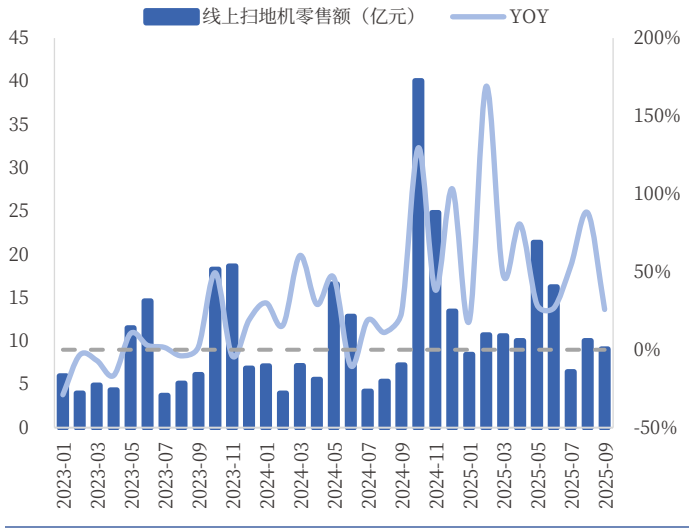
图65：洗地机线上零售额（年度）



资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

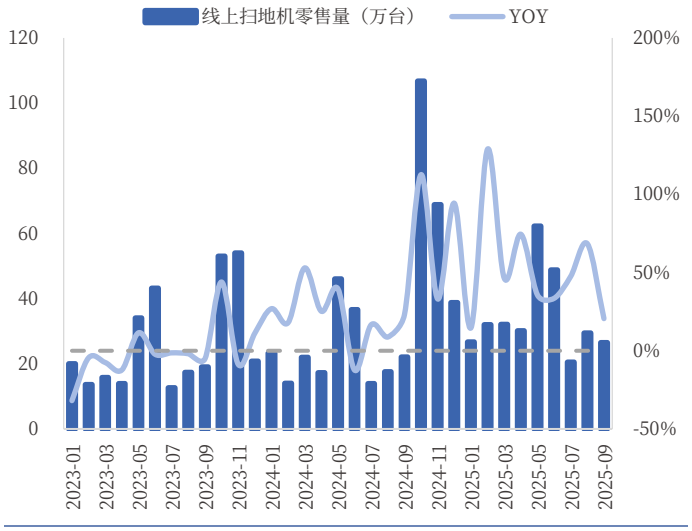
扫地机是天然受益于 AI 升级赋能的品类，叠加政策拉动（扫地机是受地方国补政策覆盖度最高的清洁电器品类），高客单价消费释放充分，高景气有望延续。AVC 零售监测，9 月扫地机线上零售额同比+25.8%，零售均价同比+4.4%，环比+0.3%。2024 年 9/10/11/12 月线上零售额分别同比+23.7%/+129.6%/+38.3%/+103.3%，从 10 月开始基数明显提升。25W40（9.29-10.5）\25W41（10.6-10.12）\25W42（10.13-10.19），扫地机线上零售额分别同比+48.7%/-11.4%/-61.1%，三周合计同比-40.4%，主因去年同比基数较高，三周合计隔年比为+348.6%。

图66：扫地机器人线上零售额（月度）



资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

图67：扫地机器人线上零售量（月度）

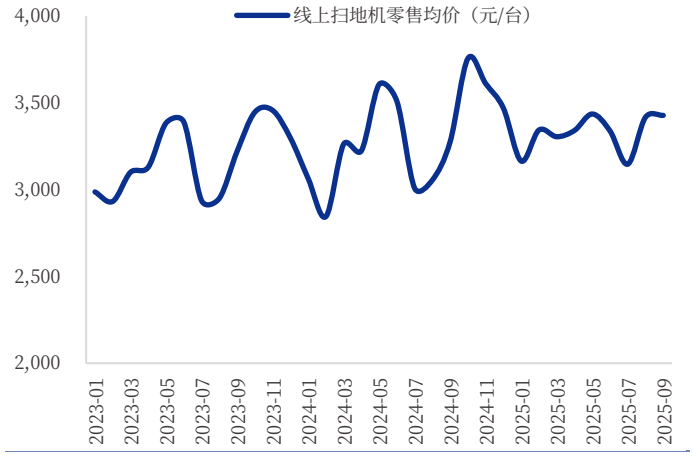


资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

扫地机进入门槛高，新进入者不易。目前市场有竞争力的龙头有石头、科沃斯、追觅，此外云鲸有一定竞争力；海外市场，iRobot 缺乏竞争力，市场份额长期下降；Shark 在美国有渠道品牌优势，产品善于运用中国供应链，美国份额较高。

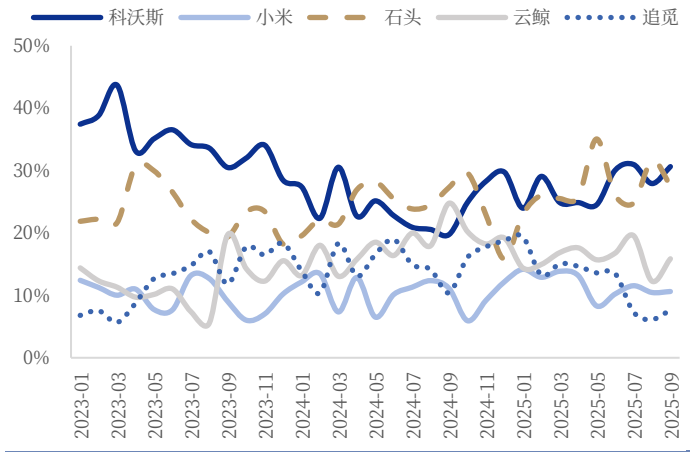
大疆近期产品大幅降价，主要是无人机、运动相机，但扫地机新品也降价，25W41 零售均价达到 5022 元，环比上月-14.6%，市场份额没有明显改善。

图68：扫地机线上均价变化



资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

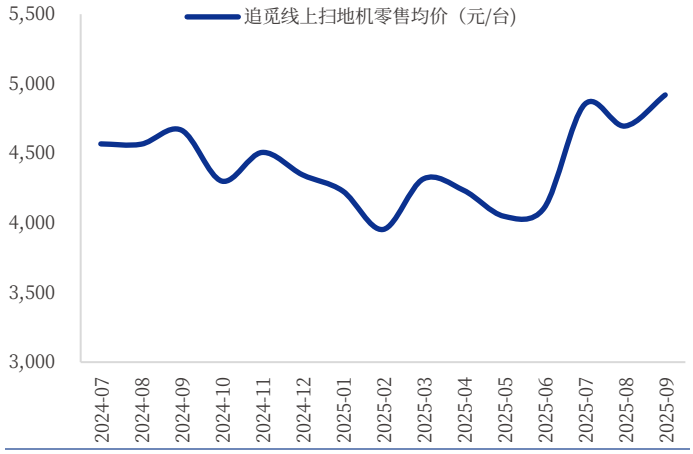
图69：扫地机线上主要品牌份额变化（销售额口径）



资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

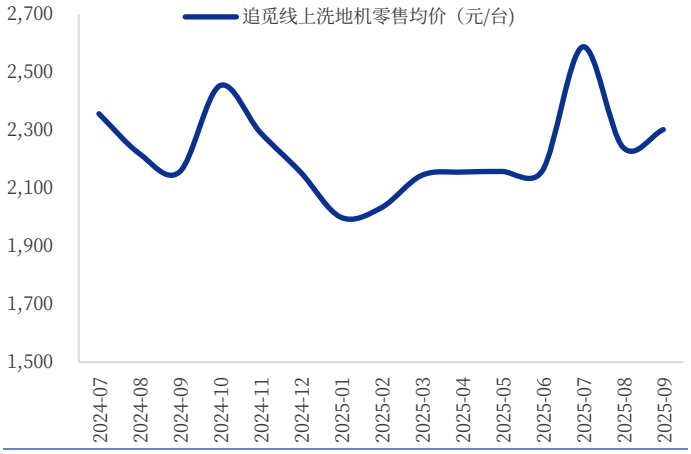
追觅中国市场注重提升盈利能力。追觅 618 后改变竞争策略，并开始提价，减轻了市场竞争压力。2025 年 9 月，追觅线上扫地机零售均价为 4920 元/台，进一步向上攀升；洗地机零售均价达到 2302 元/台。

图70：追觅品牌扫地机线上零售均价



资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

图71：追觅品牌洗地机线上零售均价



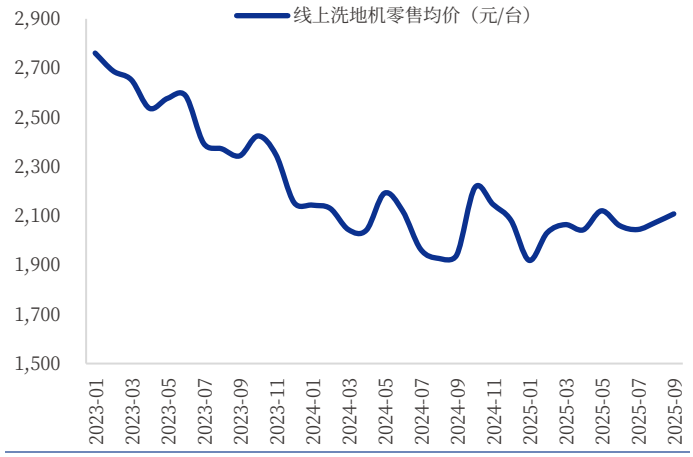
资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

洗地机品类方面，价格战持续，行业洗牌加剧。短期受益于国补政策拉动，长期受益于 AI 升级赋能、功能集成化、以及渗透率提升等（奥维云网测算，2024 年我国洗地机品类渗透率约 3.1%，仍有较大提升空间）。

AVC 零售监测，9 月洗地机线上零售额同比+53.5%，零售均价同比+8.3%，环比+1.7%。25W40（9.29-10.5）\25W41（10.6-10.12）\25W42（10.13-10.19），洗地机线上零售额分别同比+5.2%/+26.8%/-50%，三周合计同比-21.5%，主因去年同比基数较高，三周合计隔年比为+112.4%。

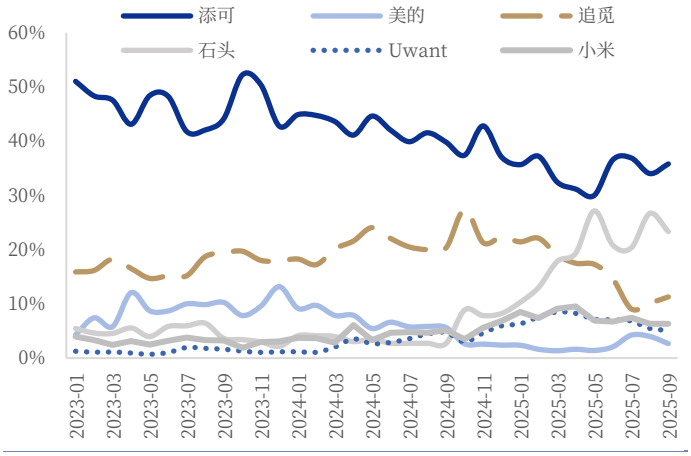
分品牌看，10 月以来石头线上份额提升，9 月/W40/W41/W42 分别为 23.3%/24.6%/24.6%/31.7%；添可份额维持高位，但有所波动，9 月/W40/W41/W42 分别为 35.8%/36.6%/40.8%/33.7%。

图72：洗地机线上月度零售均价



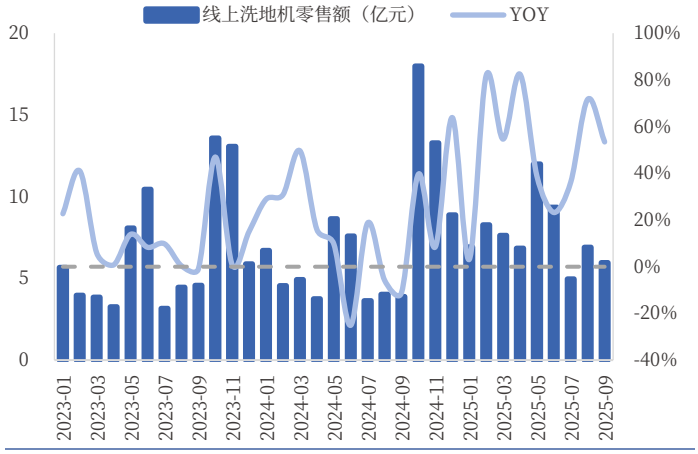
资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

图73：洗地机线上主要品牌月度份额（零售额）



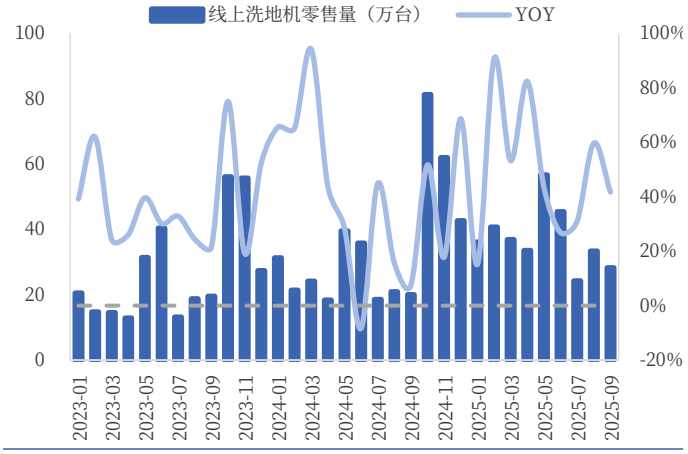
资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

图74：洗地机线上零售额（月度）



资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

图75：洗地机线上零售量（月度）



资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

（二）全球扫地机市场中，中国企业份额快速增长

IDC 数据显示，2024 年全球智能扫地机市场全年出货量 2060 万台，同比增长 11.2%；中国出货量达 539 万台，同比增长 6.7%，其中 Q4 受到“国补”政策刺激，出货 175 万台，同比增长 28.2%；海外出货量测算达 1521 万台，同比增长 9.4%。

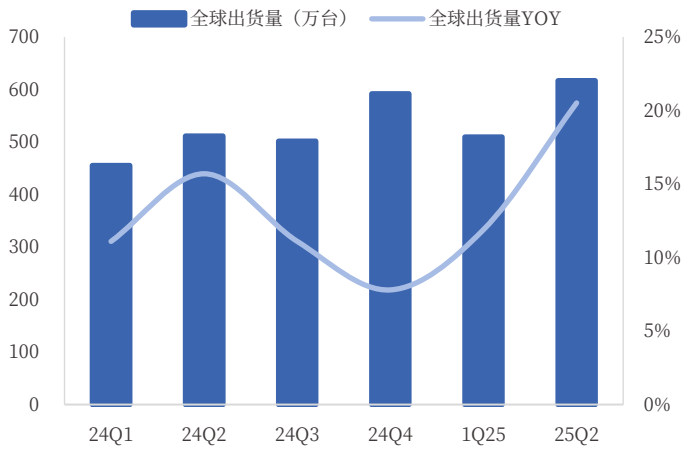
2025 年继续增长，2025H1 全球出货量 1126 万台，同比+16.5%。其中，2025Q1/Q2 分别出货 510/617 万台，分别同比+11.9%/+20.5%。

从市场竞争格局来看，2025H1 石头科技、irobot、科沃斯、小米、追觅在全球市场份额中分别占比 20.7%、7.9%、13.9%、10.1%、12.3%。

石头科技全球量额双第一，已超过 irobot。其出海优先布局对智能家居产品需求较高的发达国家市场，线上线下并重，研发销售同步发力。

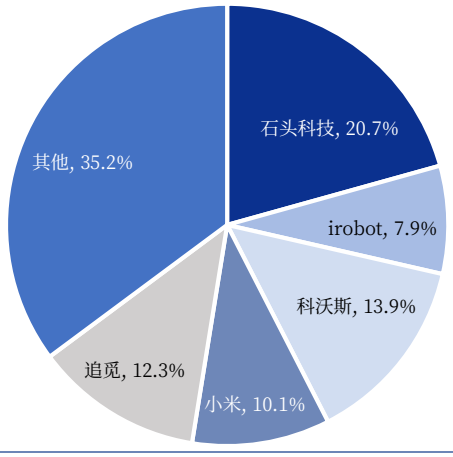
Irobot 2024 年全球出货量下滑 6.7%，25H1 下滑 35.7%，产品在西欧、亚太市场受到中国厂商冲击，市场空间遭挤压。其在新兴国家市场的本土化布局较为乏力，产品线相对单一，可能对长期增长构成一定制约。

图76：扫地机器人全球出货量



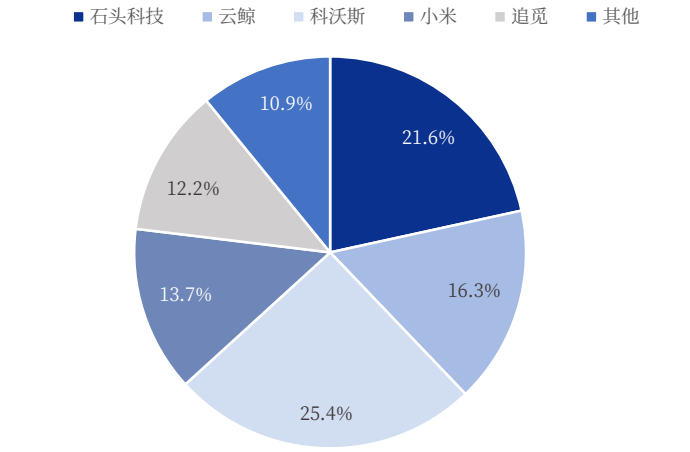
资料来源：IDC，中国银河证券研究院

图77：2025H1 扫地机器人全球市场品牌份额（按台数）



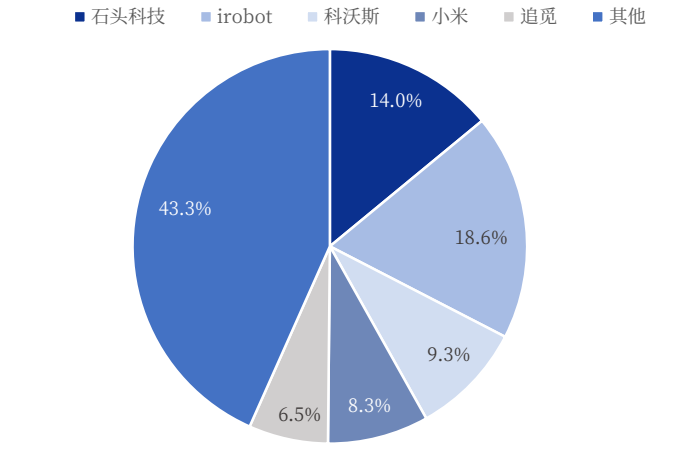
资料来源：IDC，中国银河证券研究院

图78：2024 年扫地机中国市场品牌份额（按台数）



资料来源：IDC，中国银河证券研究院

图79：2024 年扫地机海外市场品牌份额（按台数）



资料来源：IDC，中国银河证券研究院（注：中国扫地机品牌海外市场份额以其全球出货量*全球份额-中国出货量*中国份额后差值除以全球出货量-中国出货量方法测算。irobot 全球份额即为其海外市场份额）

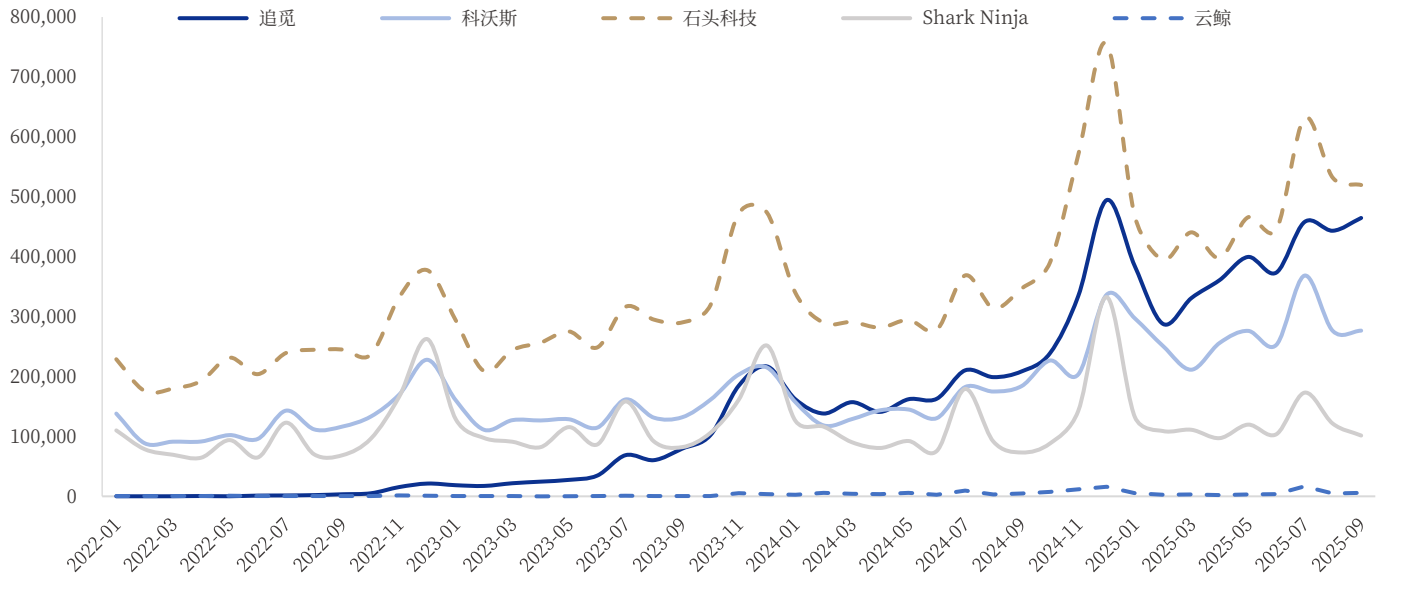
根据 Sensor Tower 数据，从海外 APP 下载量角度看，追觅、石头、科沃斯的 APP 下载量快速增长，Shark Ninja 的下载量增长缓慢，表明中国扫地机品牌海外的市场份额在快速增加。

追觅目前重点在开拓海外市场，欧洲表现最好，海外 APP 下载量 2025 年 9 月同比+123%，1~9 月累计同比+127%。近期沙利文发布，追觅洗地机在欧洲、东南亚、中东等多个核心市场稳居市占率榜首，部分区域市占率超 50%。

科沃斯海外 APP 下载量同比增速明显改善，2023、2024 年仅同比+17%、+20%，2025 年 1~9 月同比+81%，9 月单月同比+50%。

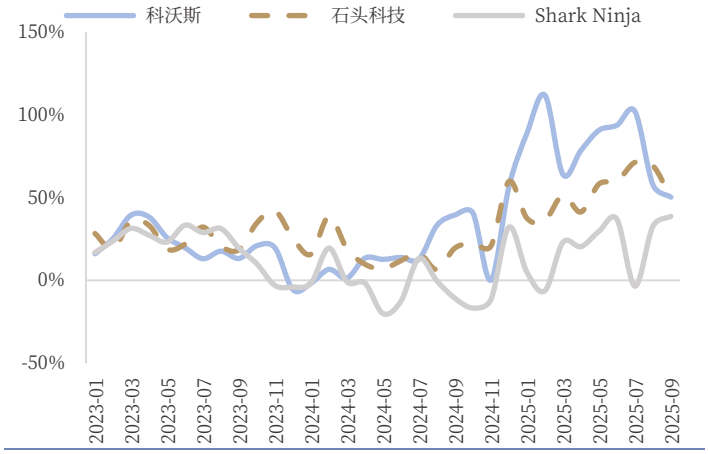
石头科技海外 APP 下载量 2025 年 9 月同比+50%，1~9 月累计同比+53%。

图80：科沃斯、石头科技、Shark Ninja、追觅 app 海外月度下载量



资料来源：Sensor Tower，中国银河证券研究院（注：海外指全球下载量与中国大陆下载量轧差值）

图81：科沃斯、石头科技、Shark Ninja 海外 app 下载量月度 YOY



资料来源：Sensor Tower，中国银河证券研究院

图82：追觅 app 海外下载量月度 YOY



资料来源：Sensor Tower，中国银河证券研究院（注：基数原因致 2023 年 1 月至 11 月追觅下载量月增速超过 1000%，为便于后续观测增速变化，未在图表中完全展示）

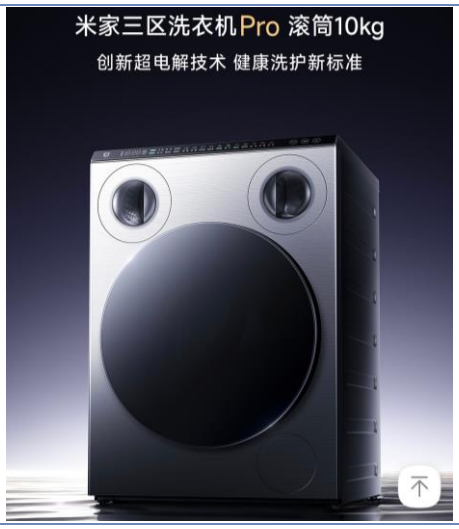
六、科技消费跟踪

（一）大家电：小米推出三筒洗衣机，空调升级十年包修

小米于 2025 年 9 月 1 日官宣首款三筒洗衣机-米家三区洗衣机 PRO 滚筒 10KG，将于 9 月 25 日开售，核心宣传点为健康洗护。小米 2024 年首先推出分区洗洗衣机，2025 年一季度海尔、美的在分区洗洗衣机市场发力取得良好效果，当下小米在这一市场继续跟上。

此外，9 月 19 日小米集团宣布米家空调由“6 年免费包修”升级为“10 年免费包修”，覆盖 2025 年 1 月 1 日起完成首次安装的米家空调。回溯空调行业服务升级历史，1）2005 年以前我国空调包修期普遍为 1 年，按照国家三包政策最低要求执行；2）2005 年格力率先推出“6 年免费包修”，逐渐被行业主流品牌采纳；3）2021 年格力再次率先提出“10 年免费包修”，此后长虹、TCL 等企业相继跟进部分高端型号，此次小米升级空调服务将消除部分消费者对小米空调品质的担忧。空调行业正从“价格战”转向“品质战”，服务周期的延长对企业产品质量和综合实力提出了更高的要求。

图83：小米三筒洗衣机新品



资料来源：小米商城，中国银河证券研究院

图84：米家空调官宣升级“10 年免费包修”



资料来源：中国家电网，中国银河证券研究院

（二）智能割草机：石头首推三款产品，实现高端到入门的全价位布局

在 2025 年 9 月 IFA 上，石头科技首次推出三款割草机器人：旗舰机型 RockMow Z1 面向高端市场、主打全地形性能，80%的坡度攀爬能力和 6 厘米障碍物跨越能力可智能适应各种地形；RockMow S1 面向中等规模草坪的家庭用户，以 1000 ㎡/天的作业效率主打性价比；入门款 RockNeo Q1 面向草坪结构简单、预算敏感首次尝试割草机器人的用户群体，适用于中小型平整草坪。

图85：石头科技三款割草机器人新品

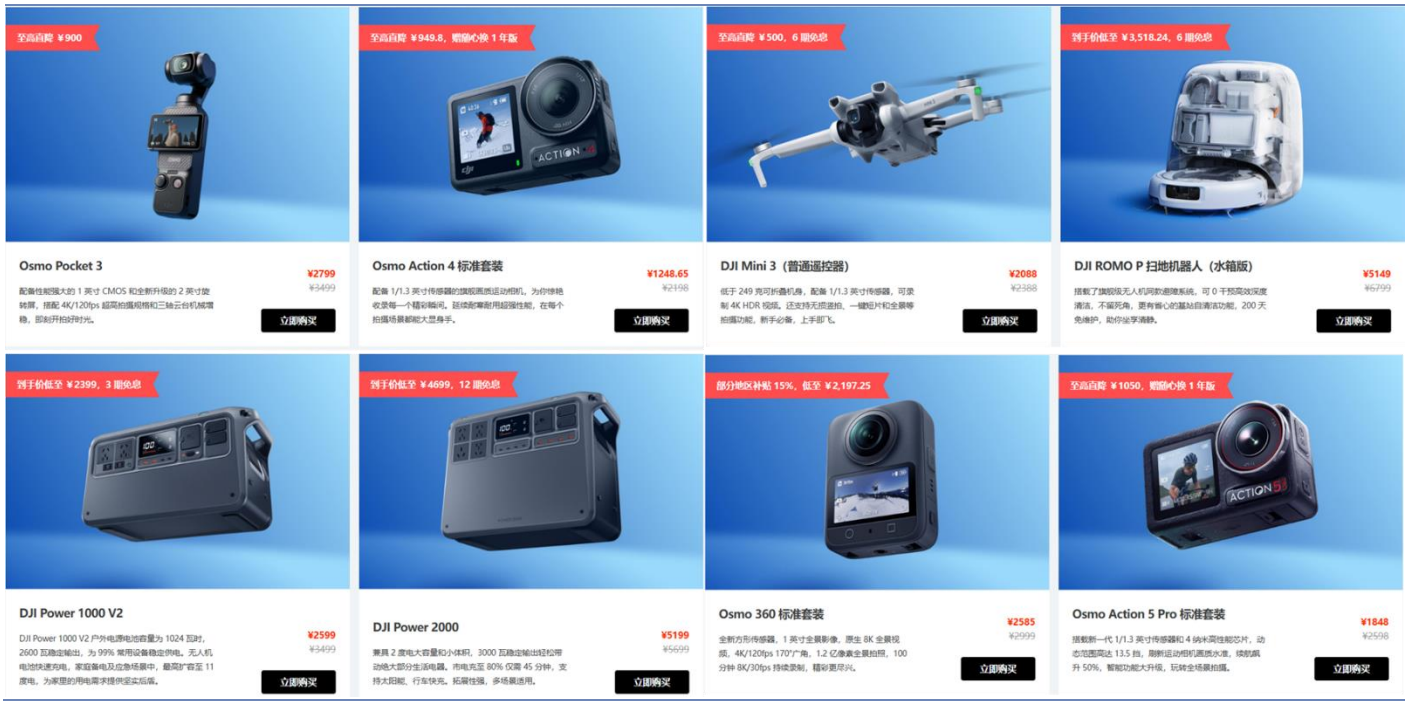


资料来源：石头科技公众号，中国银河证券研究院

（三）智能影像：大疆、影石新品互相竞争

大疆双十一活动期间多款产品大幅降价。据大疆官方商城，10 月 15 日~11 月 14 日，大疆多款产品大幅降价：Osmo Pocket 3 降价 700 元，全能套装降价 900 元；Osmo Action 4 标准套装降价 949.8 元；ROMO P 扫地机器人（水箱版）降价 1650 元。

图86：大疆双十一惊喜直降活动



资料来源：大疆官方商城，中国银河证券研究院

2025 年 10 月 22 日，大疆发布 Osmo Mobile 8 手机稳定器新品。Osmo Mobile 8 在前代的基础上，功能整合和操作体验实现了多项突破：1）标配多级补光功能，补光灯设有 8 级亮度和 8 级色温；2）手机直连，支持鸿蒙智能追焦，支持 Apple DockKit；3）平移轴支持 360 度水平无限制旋转，可流畅环拍全景照片或视频。Osmo Mobile 8 产品定价 898 元，同 Osmo Mobile 7P 降价前定价 899 元基本一致，但高于双十一活动降价后的 699 元价格。

图87：大疆 Osmo Mobile 8 新品



资料来源：大疆官方商城，中国银河证券研究院

图88：大疆 Osmo Mobile 8 升级功能



资料来源：大疆官方商城，中国银河证券研究院

此外，影石将在 10 月 28 日发布 8K 全景新品，宣传标语为“8K 全景，轻巧随行”，预计在产品轻量化方面将有所差异化。

智能穿戴：AR、VR 智能眼镜新品更新

1.2025 年 10 月 16 日，影目科技正式发布 INMO Go 3 智能眼镜

影目产品持续迭代，INMO Go 单目显示，INMO Go 2 双目显示，INMO Go 3 支持拍摄+双目显示。INMO Go 3 为消费者提供更多个性化选择，提供 4 个框型，且未来以季度为单位同用户社群投票决定新框型量产。此外，相比 INMO Go 2 主打智能翻译，INMO Go 3 提供翻译、AI 无感提词、AI 对话精灵、AI 会议助理、拍摄等丰富的应用场景。

图89：影目 AI 眼镜



资料来源：智东西公众号，中国银河证券研究院

2.2025 年 10 月 22 日，三星发布首款旗舰 XR 头显 Galaxy XR

10 月 22 日，三星电子在 Galaxy Event 直播中发布 XR 头部显示器 Galaxy XR，其是首款搭载全新 Android XR 平台的消费级设备。Galaxy XR 仅重 545g，比苹果 Vision Pro 轻超 1/4；搭载分辨率为 3552×3840 的 Micro-OLED 屏，DCI-P3 色域覆盖高达 96%，比 Vision Pro 高 4 个百分点。Galaxy XR 售价 1799.99 美元（约合人民币 1.28 万元），仅苹果 Vision Pro 一半。

图90：Galaxy XR 侧视图



资料来源：智东西公众号，中国银河证券研究院

图91：三星 Galaxy XR 与苹果 Vision Pro 参数对比

参数	Galaxy XR	Vision Pro
存储	16GB内存 256GB闪存	16GB内存 闪存：256GB、512GB、1TB
显示	2900万像素 Micro-OLED屏幕 6.3微米像素间距 96%DCI-P3色域 支持刷新率：60Hz、72Hz、90Hz	2300万像素 Micro-OLED显示屏 7.5微米像素间距 92%DCI-P3色域 支持刷新率：90Hz、96Hz、100Hz、120Hz
系统	Android XR	visionOS 26
芯片	骁龙® XR2+Gen 2平台	Apple M5芯片 Apple R1芯片
传感器	2颗高分辨率透视摄像头 6颗环境追踪摄像头 4颗眼动追踪摄像头 5个惯性测量单元 1颗深度传感器 1颗闪烁传感器	双高清主摄像头 6颗环境追踪摄像头 4颗眼球追踪摄像头 1颗原深感摄像头 1个激光雷达扫描仪 4个惯性测量单元 1颗频闪传感器 1颗环境光传感器
电池	常规使用续航约2小时 视频播放续航可达 2.5小时 支持边充电边使用	最长2.5小时常规使用时间 视频播放最长可达3小时 支持边充电边使用
通信	Wi-Fi 7 蓝牙5.4	Wi-Fi 6 (802.11ax) 蓝牙5.3
瞳距调节距离	54-70mm	51-75mm
重量	545g	750-800g
价格	1799.99美元	256GB 3199美元 512GB 3399美元 1T 3599美元

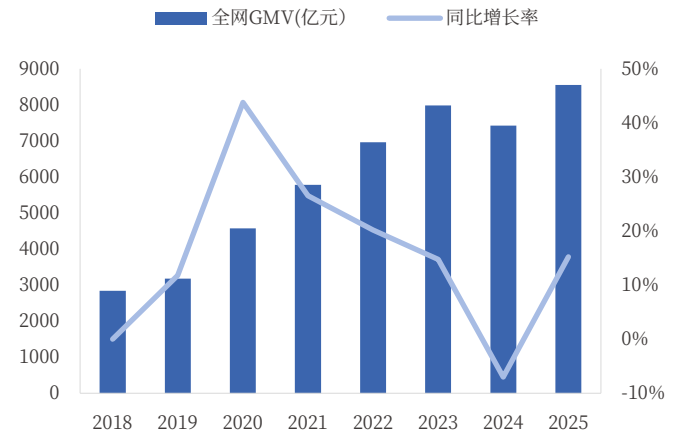
资料来源：智东西公众号，中国银河证券研究院

七、大促回顾与前瞻：抢流量，双十一大促提前

2025 年双十一预售启动较早，有望实现历史最长促销周期。京东、天猫/淘宝分别于 10 月 9 日和 10 月 15 日启动 2025 年双十一大促，其中京东平台抢跑显著，取消预售模式，直接进入全网官方现货促销；天猫平台预售首日成绩靓丽，核心 88vip 客户消费同比增长超 30%；抖音早在 9 月 16 日便启动长达 57 天的降价活动以争夺流量；苏宁 9 月 30 日推动线上下同步促销。整体来看，2025 年抖音、苏宁、京东、淘宝/天猫双十一大促周期预计分别为 57 天、44 天、37 天、31 天，而 2024 年双十一各平台促销周期为 29 天至 35 天。

国补加持下的 2024 年双十一和 2025 年“6·18”增长较好。2020 年起，受新冠公共卫生事件及消费结构变化的影响，“6·18”及双十一大促销售额增速整体下行。根据星图数据，2024 年国补 8 月落地后，双十一在政策加持下全网销售额（大促期间）同比增长 26.6%，为 2021 年以来最好增速；2025 年“6·18”期间全网销售额（大促期间）同比增长 15.2%，政策发力持续带动消费需求释放。

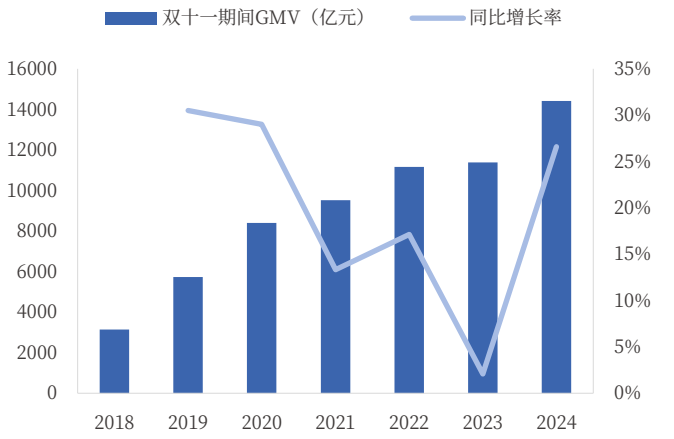
图92：“618”期间全网销售总额及同比增速



资料来源：星图数据，中国银河证券研究院

备注：2025 年 6·18 大促整体较去年提前 7 天，全网 GMV 指电商和直播平台，不含新零售平台和社区平台

图93：双十一促销期间全网销售总额及同比增长率



资料来源：星图数据，中国银河证券研究院

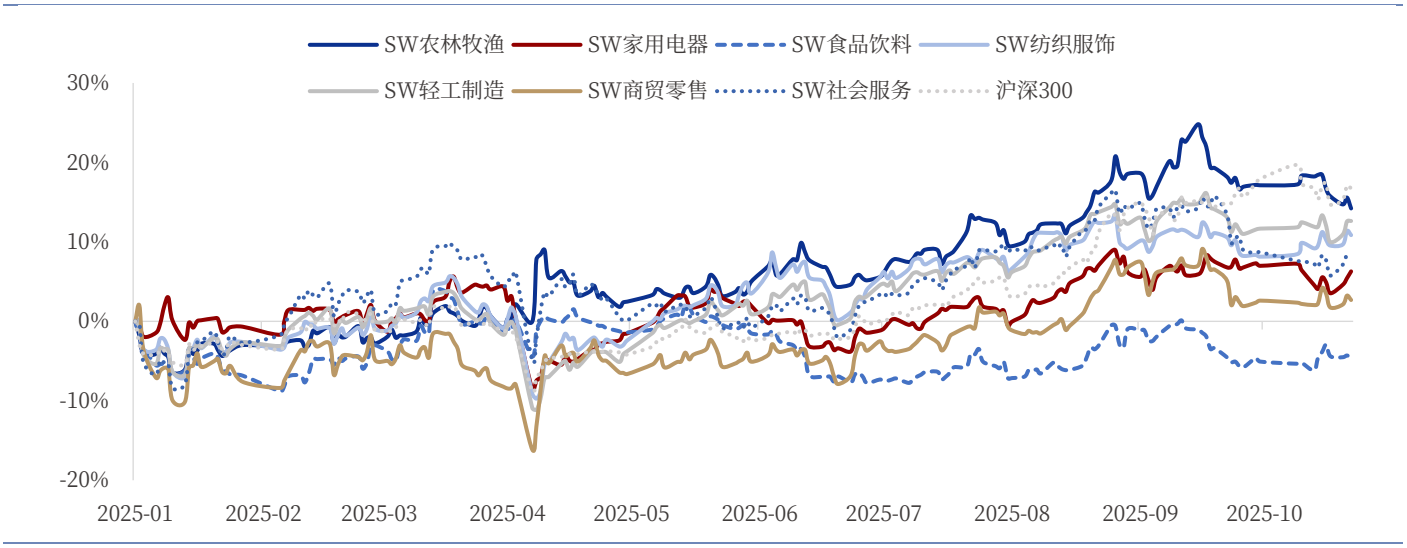
备注：2018 年双十一大促仅 1 天，2019 年起为期间 GMV，2019 年增速为首日销售额同比 2018 年双十一当日口径

八、消费板块估值情况

（一）消费板块市场表现

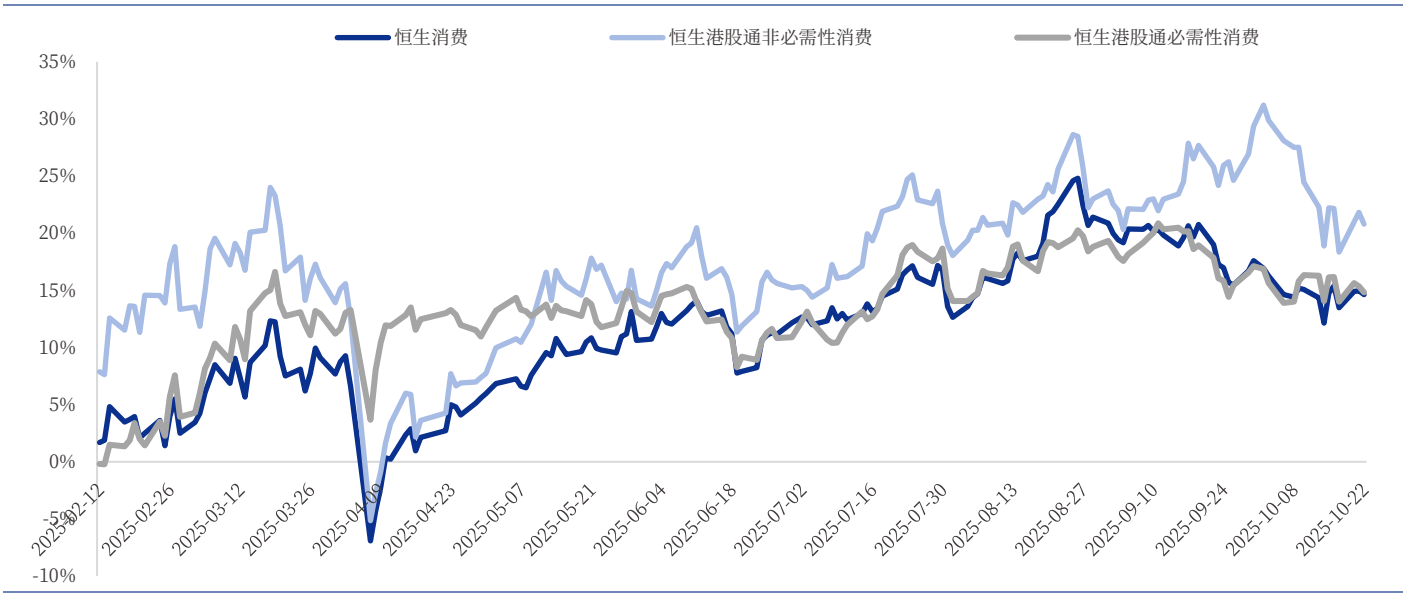
2025 年年初至 10 月 22 日，SW 消费行业指数涨跌幅从高到低依次是农林牧渔（+14.2%）、轻工制造（+12.6%）、纺织服饰（+10.8%）、社会服务（+8.1%）、家用电器（+6.3%）、商贸零售（+2.7%）、食品饮料（-4.6%）。同期沪深 300 指数涨跌幅为 16.7%，消费行业总体表现弱于大盘。港股方面，年初至 10 月 22 日，恒生非必需消费指数上涨 20.78%，必需消费指数上涨 14.82%，分别跑输恒生指数 10.60 和 16.57 个百分点。

图94：SW 消费行业指数与沪深 300 指数收益率对比（2025 年初至 10 月 22 日）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图95：恒生必需性消费、非必需性消费指数与恒生指数收益率对比（2025 年初至 10 月 22 日）

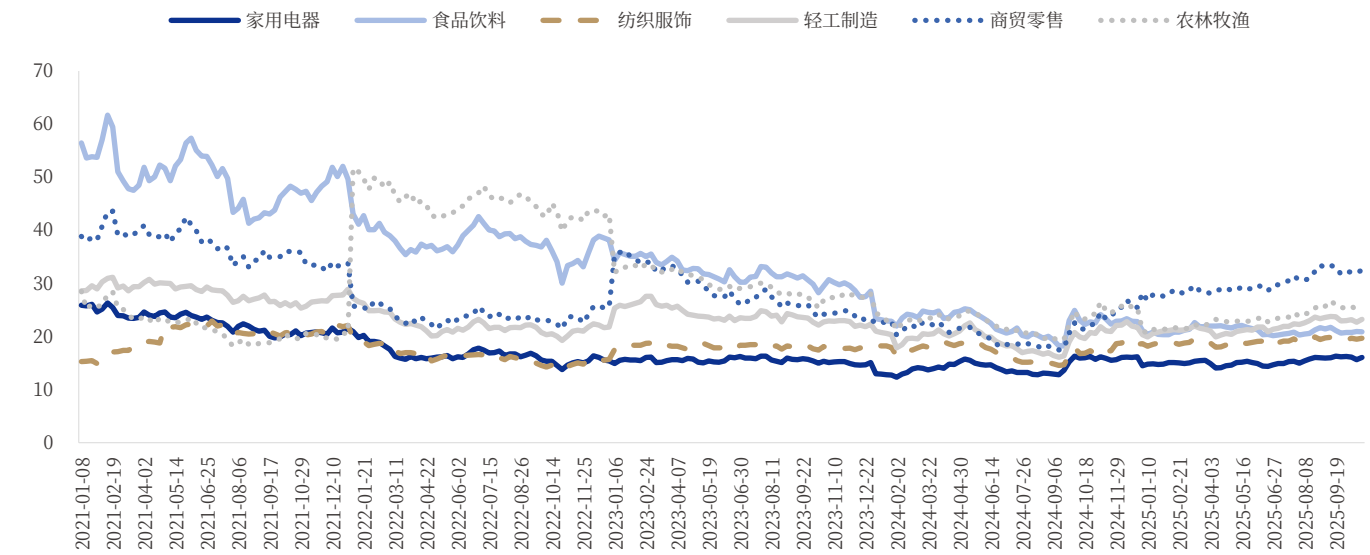


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）A 股消费板块估值

当前 SW 消费行业子板块估值均处于历史低位水平。截至 2025 年 10 月 22 日，家电板块市盈率（整体法，剔除负值调整）为 16.06 倍，在消费板块中处于较低水平，且低于 2021 年以来均值（16.94 倍）。

图96：SW 消费行业指数与沪深 300 指数收益率对比（2021 年初至 2025 年 10 月 22 日）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（三）H 股消费板块估值

港股估值方面，截至 10 月 22 日，恒生消费板块 PE-TTM 为 17.9 倍，恒生必需性消费板块 PE-TTM 为 21.75 倍，均低于 2019 年 9 月以来均值（47.17 倍和 23.11 倍）。

图97：恒生消费板块 PE-TTM 水平变化

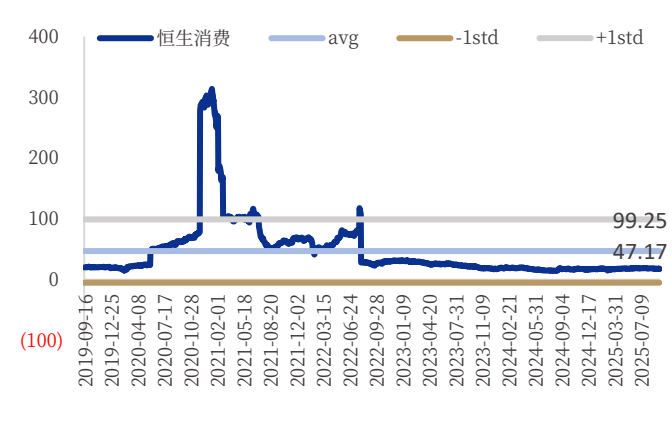


图98：恒生必需性消费板块 PE-TTM 水平变化



资料来源：iFind，中国银河证券研究院（注：截至 2025 年 10 月 22 日）

资料来源：iFind，中国银河证券研究院（注：截至 2025 年 10 月 22 日）

港股消费关注度高，2024 年下半年以来兴起 A 股到港股上市的热潮，形成大量 A+H 上市公司。目前还有很多知名消费品公司已经公布港股上市计划，如石头科技。

截至 2025 年 10 月 22 日，消费行业多数 A+H 上市公司存在 A/H 溢价，其中食品饮料行业的安德利果汁和轻工造纸行业的红星美凯龙、晨鸣纸业溢价较高，仅美的集团 A 股较 H 股存在折价（0.98）。

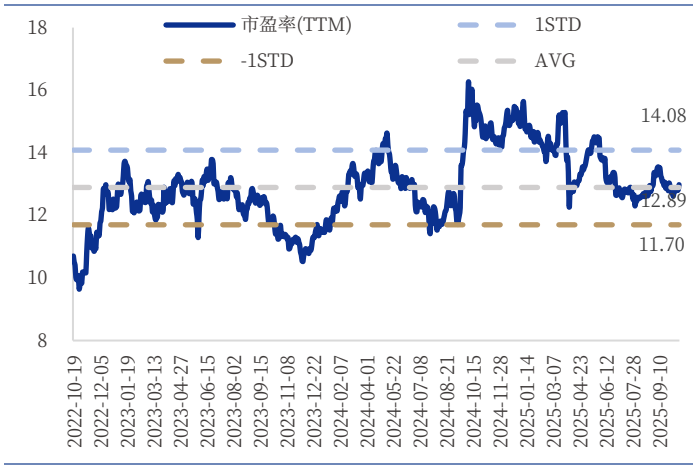
表6：重要 A+H 上市公司溢价率情况

所属行业	公司	A 股收盘价（RMB）	H 股收盘价（HKD）	A/H 溢价率
食品饮料	安井食品	70.82	59.40	1.31
食品饮料	青岛啤酒	66.77	66.77	1.10
食品饮料	安德利果汁	47.00	16.16	3.19
食品饮料	海天味业	38.65	32.54	1.30
家用电器	**美的集团**	**73.88**	**82.60**	**0.98**
家用电器	海信家电	25.05	23.26	1.18
家用电器	三花智控	48.10	40.40	1.30
家用电器	海尔智家	25.61	24.90	1.13
美容护理	珀莱雅	76.39	76.39	1.10
纺织服装	雅戈尔	7.64	7.64	1.10
纺织服装	华利集团	53.49	53.49	1.10
社会服务	中国中免	69.67	60.85	1.25
轻工造纸	红星美凯龙	2.85	1.32	2.36
轻工造纸	晨鸣纸业	2.14	0.81	2.89
轻工造纸	吉宏股份	17.96	15.48	1.27

资料来源：iFind，中国银河证券研究院（注：取 2025.10.22 日港币兑人民币汇率 0.91）

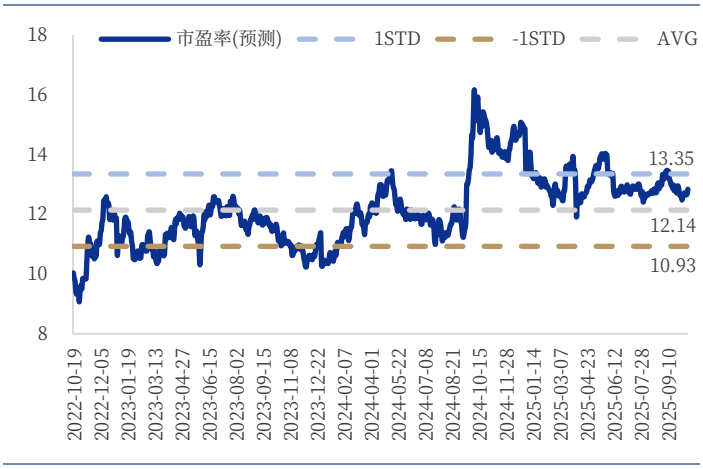
美的集团近期出现 A/H 折价，表明海外投资者更看好美的集团。

图99：美的集团 A 股市盈率 PE-TTM



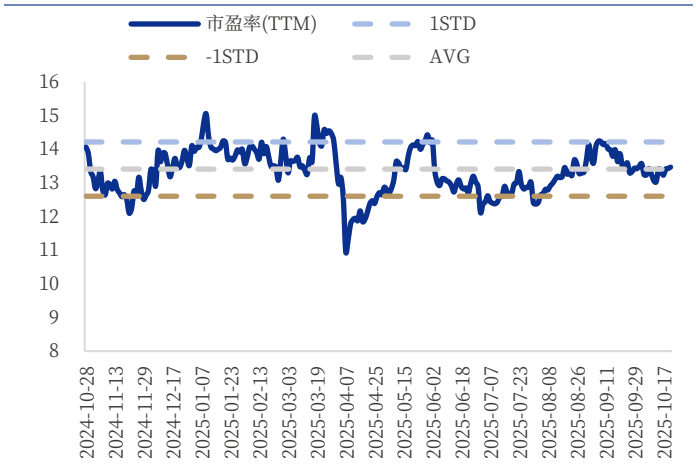
资料来源：iFind，中国银河证券研究院（注：截至 2025 年 10 月 22 日）

图100：美的集团 A 股市盈率 PE-预测



资料来源：iFind，中国银河证券研究院（注：截至 2025 年 10 月 22 日）

图101：美的集团 H 股市盈率 PE-TTM



资料来源：iFind，中国银河证券研究院（注：截至 2025 年 10 月 22 日）

图102：美的集团 A/H 股溢价率



资料来源：iFind，中国银河证券研究院（注：截至 2025 年 10 月 22 日）

九、投资建议

当前市场活跃，传统的家电龙头缺乏想象空间，相对滞涨，科技消费相关公司涨幅更好。推荐科技消费石头科技、科沃斯、绿联科技；黑电龙头 TCL 电子 H、海信视像；推荐低估值，高分红率且完成线下渠道数字化转型的美的集团、海尔智家；推荐产业链跨界的三花智控、盾安环境、德业股份（电新组联合覆盖）。

十、风险提示

政策效果不及预期的风险；美国关税风险；市场竞争加剧风险。

图表目录

图 1： SW 家电指数与沪深 300 指数收益率对比（2022 年至今）.....5
图 2： SW 家电板块市盈率水平变化（2010 年至今）.....5
图 3： SW 食品饮料、家用电器持仓市值占比.....6
图 4： 其他 SW 消费子板块持仓市值占比.....6
图 5： 主动型公募基金对港股配置市值（分行业）.....7
图 6： 主动型公募基金对港股配置市值及占比变化（分行业）.....7
图 7： 中国社会消费品零售总额（年度）.....8
图 8： 中国社会消费品零售总额当期值（月度）.....8
图 9： 家电国补补贴金额及销售额情况.....9
图 10： 家电国补参与人数及产品销量情况.....9
图 11： 家装厨卫补贴效果.....9
图 12： 两轮车补贴效果.....9
图 13： 家用电器和音像器材类商品零售类值（月度）.....10
图 14： 2024 年以旧换新国补对家电销售额的拉动情况.....10
图 15： 家用电器和音像器材类商品零售值（年度）.....10
图 16： 家电推总零售额（年度）.....10
图 17： 冰洗年度内销出货增速.....11
图 18： 冰洗年度内销出货增速.....11
图 19： 中国家电行业出口额（年度）.....11
图 20： 中国家电行业出口额（月度）.....11
图 21： 中国家用空调市场零售量与出货量周期.....13
图 22： 家用空调内销出货量（月度）.....14
图 23： 家用空调内销出货量及排产同比增速（月度）.....14

图 24： 家用空调主要公司内销出货量增速（25Q1-3） 14
图 25： 家用空调主要公司内销出货量份额（外/内，25/24Q1-3） 14
图 26： 空调线下零售市场零售额监测（月度） 14
图 27： 空调线上零售市场零售额监测（月度） 14
图 28： 空调线下零售市场主要品牌零售额份额（月度） 15
图 29： 空调线上零售市场主要品牌零售额份额（月度） 15
图 30： 空调线下、线上零售均价 15
图 31： 空调线下零售市场各品牌零售均价 15
图 32： 空调线上零售市场各品牌零售均价（主品牌） 16
图 33： 空调线上零售市场各品牌零售均价（互联网品牌） 16
图 34： 家用空调出口出货量（月度） 16
图 35： 家用空调出口出货量及排产同比增速（月度） 16
图 36： 家用空调主要公司出口出货量增速（25Q1-3） 17
图 37： 家用空调主要公司出口出货量份额（外/内，25/24Q1-3） 17
图 38： 中央空调内销、出口规模（年度） 17
图 39： 中央空调内销、出口规模同比增速（年度） 17
图 40： 中央空调内销、出口规模（月度） 18
图 41： 中央空调内销、出口规模同比增速（月度） 18
图 42： 热泵内销规模及同比增速（年度） 18
图 43： 热泵出口规模同比增速（年度） 18
图 44： 热泵内销规模及同比增速（月度） 19
图 45： 热泵出口规模及同比增速（月度） 19
图 46： 全球 TV 出货量（年度） 20
图 47： 全球 TV 出货量（季度） 20
图 48： 不同区域电视出货量（25Q2） 20
图 49： 不同区域 25Q1/Q2 电视出货量同比增速对比 20

图 50： 全球电视面板出货量及 YOY（月度） 21
图 51： 电视面板价格走势 21
图 52： 彩电线上线下零售额 YOY 22
图 53： 彩电线上线下零售均价 22
图 54： 彩电线上市场品牌零售额市场份额 22
图 55： 彩电线下市场品牌零售额市场份额 22
图 56： Mini LED 电视全球出货量 23
图 57： 全球 Mini LED 与 OLED 电视出货量渗透率 23
图 58： 全球液晶电视面板厂出货量市占率（2024 年） 24
图 59： 2010-2024 全球液晶面板出货量厂商占比 24
图 60： 全球彩电市场中国企业品牌出货量份额稳步提升 24
图 61： 全球高端彩电市场品牌出货量份额 26
图 62： 海信领跑 RMB Mini LED 电视 27
图 63： 2025 年 9 月 TCL 推出全球首款 SQD Mini LED 电视 27
图 64： 扫地机器人线上零售额（年度） 28
图 65： 洗地机线上零售额（年度） 28
图 66： 扫地机器人线上零售额（月度） 29
图 67： 扫地机器人线上零售量（月度） 29
图 68： 扫地机线上均价变化 29
图 69： 扫地机线上主要品牌份额变化（销售额口径） 29
图 70： 追觅品牌扫地机线上零售均价 30
图 71： 追觅品牌洗地机线上零售均价 30
图 72： 洗地机线上月度零售均价 30
图 73： 洗地机线上主要品牌月度份额（零售额） 30
图 74： 洗地机线上零售额（月度） 31
图 75： 洗地机线上零售量（月度） 31

图 76： 扫地机器人全球出货量 31
图 77： 2025H1 扫地机器人全球市场品牌份额（按台数） 31
图 78： 2024 年扫地机中国市场品牌份额（按台数） 32
图 79： 2024 年扫地机海外市场品牌份额（按台数） 32
图 80： 科沃斯、石头科技、Shark Ninja、追觅 app 海外月度下载量 32
图 81： 科沃斯、石头科技、Shark Ninja 海外 app 下载量月度 YOY 33
图 82： 追觅 app 海外下载量月度 YOY 33
图 83： 小米三筒洗衣机新品 34
图 84： 米家空调官宣升级“10 年免费包修” 34
图 85： 石头科技三款割草机器人新品 35
图 86： 大疆双十一惊喜直降活动 35
图 87： 大疆 Osmo Mobile 8 新品 36
图 88： 大疆 Osmo Mobile 8 升级功能 36
图 89： 影目 AI 眼镜 36
图 90： Galaxy XR 侧视图 37
图 91： 三星 Galaxy XR 与苹果 Vision Pro 参数对比 37
图 92： “618”期间全网销售总额及同比增速 38
图 93： 双十一促销期间全网销售总额及同比增长率 38
图 94： SW 消费行业指数与沪深 300 指数收益率对比（2025 年初至 10 月 22 日） 39
图 95： 恒生必需性消费、非必需性消费指数与恒生指数收益率对比（2025 年初至 10 月 22 日） 39
图 96： SW 消费行业指数与沪深 300 指数收益率对比（2021 年初至 2025 年 10 月 22 日） 40
图 97： 恒生消费板块 PE-TTM 水平变化 40
图 98： 恒生必需性消费板块 PE-TTM 水平变化 40
图 99： 美的集团 A 股市盈率 PE-TTM 42
图 100： 美的集团 A 股市盈率 PE-预测 42
图 101： 美的集团 H 股市盈率 PE-TTM 42

图 102： 美的集团 A/H 股溢价率 42

表 1： SW 家电板块本月个股涨跌幅排名（截至 10 月 22 日）.....6
表 2： 部分家电上市公司海外业务收入表现.....12
表 3： 主要品牌全球 TV 出货量情况.....25
表 4： 主要 TV 品牌经营情况（25H1）.....25
表 5： 2025 年海信、TCL 推出多款 RGB Mini LED 电视产品.....26
表 6： 重要 A+H 上市公司溢价率情况.....41

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

何伟，研究所副所长、大消费组组长。上海交通大学理学硕士。2009-2011 入职光大证券研究所担任家电分析师；2012-2024 入职中国国际金融股份有限公司担任家电首席分析师，董事总经理；2025 年加入中国银河证券股份有限公司研究院。2022 年、2023 年荣获 II China 机构投资者·财新资本市场分析师成就奖，可选消费行业最佳分析师（大陆&海外综合）第一。《Extel》（原《机构投资者》）2025 年度“亚洲最佳本土券商评选，中国最佳分析师非必需消费品第一；中国香港最佳分析师非必需消费品第一。

杨策，家电行业分析师。伦敦国王大学理学硕士，2018 年加入中国银河证券股份有限公司研究院，从事家电行业研究工作。

刘立思，家电行业分析师。中央财经大学本硕，2022 年加入中国银河证券研究院，从事家电行业研究工作。

陆思源，家电行业分析师。加州大学圣地亚哥分校金融硕士，2023 年加入中国银河证券研究院，从事家电行业研究工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：	相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：	相对基准指数涨幅在-5%～10%之间
		回避：	相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：	相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5%～20%之间
		中性：	相对基准指数涨幅在-5%～5%之间
		回避：	相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn