



海信视像 (600060.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

拐点将至，内外共振

投资逻辑：

“以旧换新”提振黑电内需，国产厂商品牌出海提速。内销市场，国补政策刺激下黑电消费情绪明显好转，据奥维云网，9月以来(W35-43)电视线上、线下销额同比+78%、49%，高端化、大屏化加速演绎，四季度黑电消费有望继续升温。外销市场，“国进韩退”趋势明显，据欧睿，2018年至今，三星、LG全球合计占有率则由34.4%下滑至30.9%，而海信+TCL合计占有率则由15.1%提升至21.1%，近两年有提速趋势。考虑到韩系已基本退出LCD面板市场竞争，我国企业在供应链、成本端优势明显，技术端、品牌端加速追赶，海外占有率仍有进一步提升空间。

面板价格回落+产品结构提升，行业盈利能力有望迎来改善。23Q2以来，面板厂持续控产叠加赛事备货订单旺盛，面板价格步入上行通道。进入24Q3，随着赛事需求释放结束，面板价格止涨、企稳，8-10月55寸面板价格同比分别-3.0%/-5.3%/-4.5%。展望Q4，海外备货旺季已进入尾声，LCD TV面板市场横盘调整可能性偏大，成本端压力缓解+内销结构提升的因素共振下，黑电行业盈利能力有望迎来改善。

海信内销策略清晰，全球布局有望进入加速收获阶段。内销方面，补贴机制更利好头部品牌，下半年以来海信通过Vidda强化了Mini LED产品矩阵，新品“E7N”系列较竞品具备强竞争力，上市时间精准卡位国补政策，有望充分享受本轮补贴红利。外销方面，海信在海外的布局进入加速收获阶段，电视全球份额由2015年的5.5%提升至2023年的11.0%，目前海信在重点海外市场均设有本土化研发中心及制造基地，“品牌、产品、渠道、产能”全面推进，全球占有率、品牌溢价能力均有进一步提升空间。

盈利预测、估值和评级

我们预测，24-26年公司实现营收587.8/648.5/720.2亿元，同比+9.6%/+10.3%/+11.1%，归母净利润20.0/23.7/27.6元，同比-4.5%/+18.4%/+16.3%，对应EPS为1.54/1.82/2.11元，当前股价对应PE为14、12、10倍。公司持续推进供应链垂直整合，依托自研的画质芯片技术、ULED X平台及多品牌布局构建差异化竞争优势，龙头地位稳固，短期看内销策略清晰，有望充分享受国补红利，长期看海外增长提质+提速，业绩有望随海外盈利能力提升而加速增长，我们给予公司2025年16.0x的PE估值，对应目标价为29.10元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

面板价格波动；海外需求不及预期。

国金证券研究所

分析师：王刚 (执业S1130524080001)

wang_g@gjzq.com.cn

分析师：赵中平 (执业S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

联系人：蔡润泽

cairunze@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：21.20元

目标价 (人民币)：29.10元



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	45,738	53,616	58,775	64,846	72,017
营业收入增长率	-2.27%	17.22%	9.62%	10.33%	11.06%
归母净利润(百万元)	1,679	2,096	2,003	2,370	2,757
归母净利润增长率	47.58%	24.82%	-4.45%	18.37%	16.32%
摊薄每股收益(元)	1.284	1.606	1.535	1.816	2.113
每股经营性现金流净额	3.83	2.24	3.52	2.87	3.20
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.57%	11.09%	10.03%	11.05%	11.91%
P/E	10.54	13.02	13.73	11.60	9.97
P/B	1.01	1.44	1.38	1.28	1.19

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1、黑电景气度筑底回升，长期盈利能力仍有提升空间.....	4
1.1、内销市场：龙头品牌强者恒强，“以旧换新”提振黑电内需.....	4
1.2、海外市场：“国进韩退”趋势明显，国产厂商品牌出海提速.....	6
1.3、盈利能力：成本因素改善有望带动短期盈利企稳回升，面板周期属性减弱有望稳定长期盈利中枢... ..	6
2、海信内销策略清晰，全球布局有望进入收获期.....	8
2.1、内销：新品覆盖价格带广、竞争力强，有望充分享受国补政策红利.....	8
2.2、海外：“品牌、产品、渠道、产能”全面推进，全球布局进入收获期.....	10
3、盈利预测与投资建议.....	17
3.1、盈利预测.....	17
3.2、投资建议及估值.....	18
4、风险提示.....	19

图表目录

图表 1： 2018 年以来中国电视市场持续缩量，但近两年量、额走势分化.....	4
图表 2： 2021 年以来均价 6k 以上电视销量占比明显提升.....	4
图表 3： 2019 年以来小米线上销量占有率震荡下行.....	4
图表 4： 2023 年海信内销量占有率 23%，位列第一.....	4
图表 5： “以旧换新”政策拉动下单月销额增速大幅提升.....	5
图表 6： 9 月电视均价大幅回弹.....	5
图表 7： “以旧换新”政策以来二级能效以上产品销售占比大幅上升.....	5
图表 8： 双“11”前两周高端电视销额增速大幅领先.....	5
图表 9： 奥维预计 Q4 我国电视销量同比+3.6%.....	5
图表 10： 奥维预计 Q4 我国电视销额同比+9.3%.....	5
图表 11： 全球电视出货量持平略降，2023 年出货约 2 亿台.....	6
图表 12： 北美+欧洲+亚太合计占全球电视市场的 80%左右.....	6
图表 13： 我国黑电企业全球份额逐步向韩系靠拢.....	6
图表 14： 近两年我国黑电龙头全球出货增速明显领先.....	6
图表 15： 面板在电视成本中占比最高.....	7
图表 16： 面板在电视成本中占比最高.....	7
图表 17： LCD TV 面板市场内资主导趋势加强.....	8
图表 18： 2023 年至今面板价格振幅显著收窄（单位：美元/片）.....	8
图表 19： 2022 年以来面板稼动率整体在 70%-80%波动.....	8



图表 20:	年初以来海信系线下份额持续扩张.....	9
图表 21:	海信上半年发布的核心产品集中在中高价格带, 维持龙头品牌调性.....	9
图表 22:	9 月 Vidda 的新品强化了海信 Mini LED 在中低价位带的布局.....	9
图表 23:	海信 E7N 系列具备强价格、规格竞争力, 精准卡位国补政策放量可期.....	10
图表 24:	2015 年以来海信全球出货量持续提升.....	10
图表 25:	2015 年至今海信外销占比及盈利能力均提升.....	10
图表 26:	海信的全球出货结构与需求结构类似, 北美、亚太占比最高.....	11
图表 27:	2018 年至今海信在东欧、北美、亚太地区.....	11
图表 28:	海信+东芝的品牌占有率持续提升, 而韩系企业在日本市场并未出现明显突破.....	12
图表 29:	海信收购后 TVS 盈利能力大幅提升.....	12
图表 30:	北美电视市场已进入成熟期.....	12
图表 31:	北美电视消费均价高于中国, 但 2020 年以来价差有所收窄.....	12
图表 32:	渠道自牌在主要集中在美国中小尺寸市场, 韩系品牌仍主导中大尺寸市场.....	13
图表 33:	海信在美国的占有率快速提升.....	13
图表 34:	2023 年以来海信在北美价格指数持续提升.....	13
图表 35:	德、英、法、意、西合计占据西欧电视销量的 70% 以上 (单位: 万台).....	14
图表 36:	俄罗斯、波兰、罗马尼亚是东欧电视的主要消费国 (单位: 万台).....	14
图表 37:	欧洲电视市场已进入成熟期.....	14
图表 38:	西欧电视消费均价长期高于我国.....	14
图表 39:	海信在欧洲重点市场的份额快速提升.....	15
图表 40:	东盟地区电视销量基本稳定.....	15
图表 41:	东盟、印度、日韩出货合计占亚太 (除中国) 市场的 85%.....	15
图表 42:	海信在东盟重点市场的份额快速提升.....	16
图表 43:	中东非代表国家线上热销产品各尺寸段品牌及均价统计.....	17
图表 44:	中东非地区中经济较好的国家为电视的主要需求来源.....	17
图表 45:	海信在中东非份额已接近 LG.....	17
图表 46:	盈利预测.....	18
图表 47:	可比公司估值.....	19



1、黑电景气度筑底回升，长期盈利能力仍有提升空间

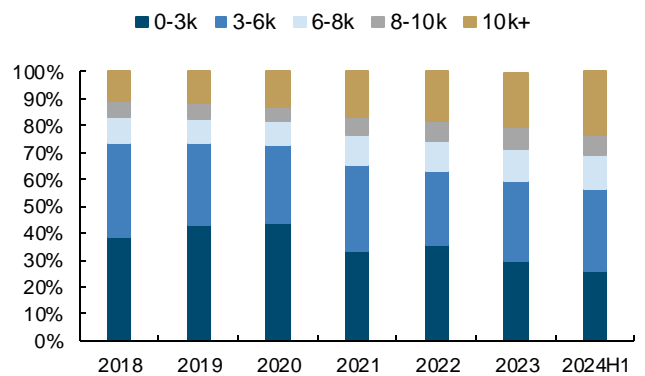
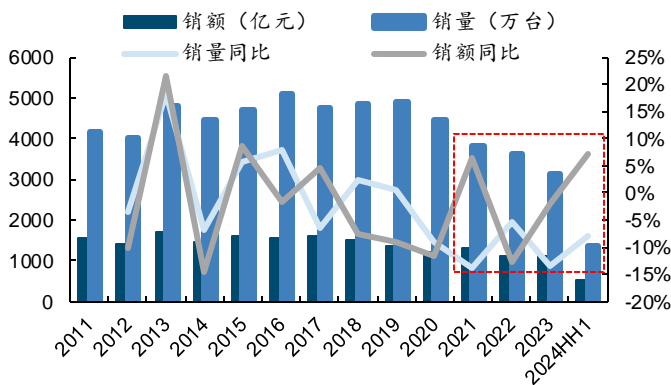
1.1、内销市场：龙头品牌强者恒强，“以旧换新”提振黑电内需

2018年以来我国黑电市场持续缩量，但近两年在“高端化+新技术”拉动下规模企稳。2018年以来，我国电视市场出货量持续萎缩，据奥维云网，2024H1我国电视市场零售量同比-7.9%，但同时我们也观察到基于大尺寸、高刷新、新技术等带来的结构提升的潜力，2021年以来均价6k以上的电视消费占比显著提升，2024H1我国电视零售额同比逆势增长7.1%。

互联网品牌扰动消退，龙头品牌份额震荡回升。2017-2021年间，市场格局从“以传统品牌为主导”向“互联网与传统品牌共存”转变，小米电视凭借生态链及性价比优势，抓住电视销售线上渠道红利，市占率快速提升。随着渠道结构趋稳、传统龙头建立子品牌应对价格竞争，小米份额冲高回落，龙头份额震荡回升。

图表1：2018年以来中国电视市场持续缩量，但近两年量、额走势分化

图表2：2021年以来均价6k以上电视销量占比明显提升

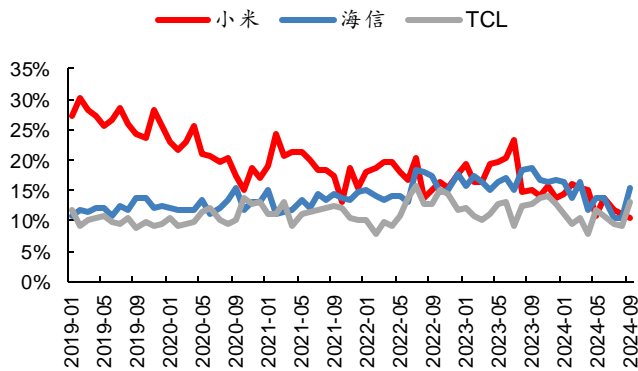


来源：奥维云网，国金证券研究所

来源：奥维云网，国金证券研究所

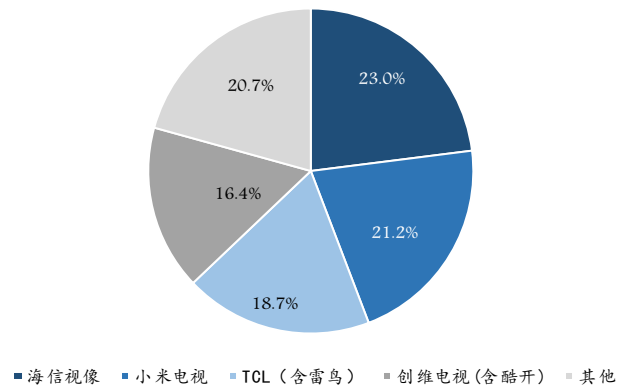
图表3：2019年以来小米线上销量占有率震荡下行

图表4：2023年海信内销量占有率23%，位列第一



来源：奥维云网，国金证券研究所

来源：洛图科技，国金证券研究所

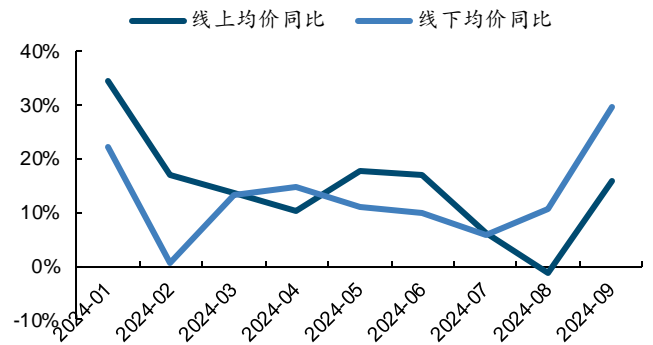
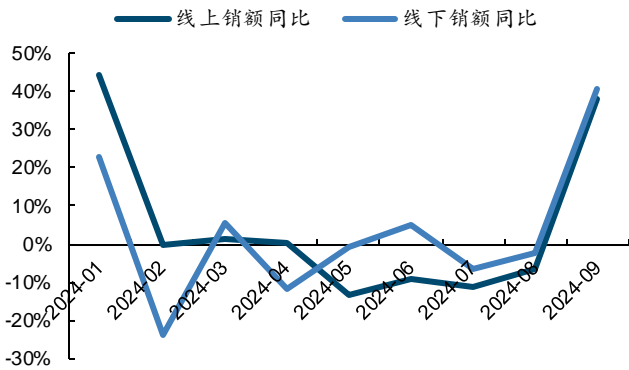


“以旧换新”拉动下黑电内销迅速改善。国补政策刺激下黑电消费情绪明显好转，量额均有明显提升，据奥维云网，9月电视线上/线下销额同比分别+38.3%/+40.6%，均价同比分别+15.8%/29.7%，较年初至今大幅反弹。



图表5：“以旧换新”政策拉动下单月销额增速大幅提升

图表6：9月电视均价大幅回弹



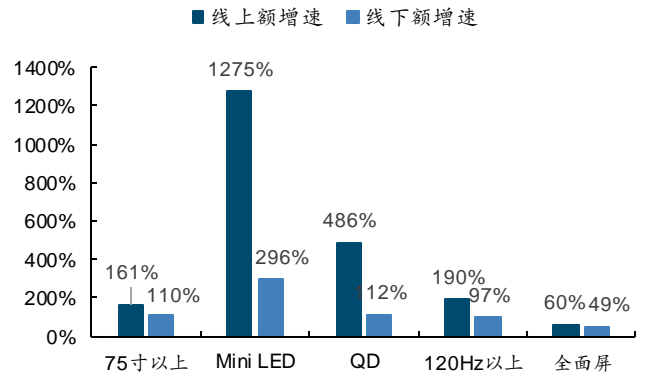
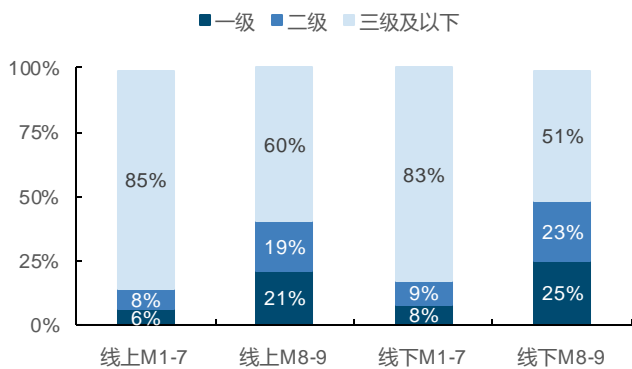
来源：奥维云网，国金证券研究所

来源：奥维云网，国金证券研究所

结构明显提升，大尺寸、高端化进程提速，看好 Q4 电视消费继续升温。国补政策拉动下需求结构明显提升，据奥维云网，今年 1-7 月线上/线下二级能效及以上产品占比仅为 14%/17%，8-9 月在国补政策的刺激下，高效能产品占比大幅提升至 40%/48%。高端化进程同样提速，据 GFK，“双 11”前两周 Mini LED 线上/线下的零售额同比增速分别达 1275%/296%，QD 在双线市场的额同比增速分别为 486%/112%，量与结构共振下 Q4 电视消费有望继续升温。

图表7：“以旧换新”政策以来二级能效以上产品销售占比大幅上升

图表8：双“11”前两周高端电视销额增速大幅领先

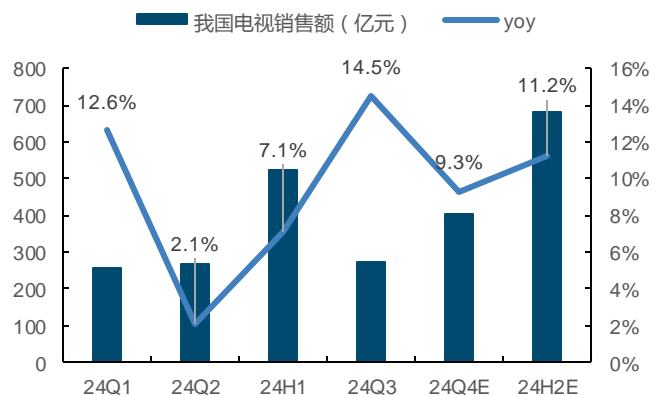
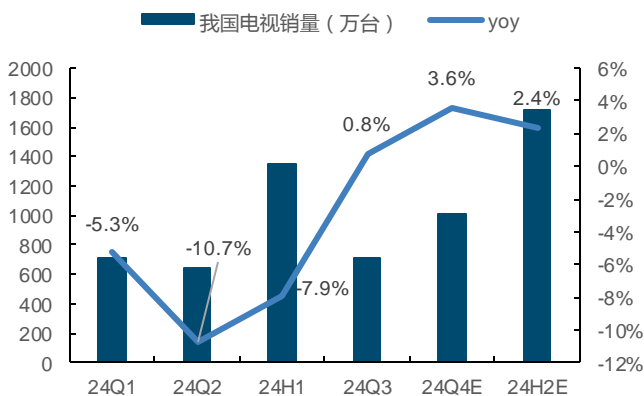


来源：奥维云网，国金证券研究所 注：M1-7 指 2024 年 1 月至 7 月，其他同理

来源：GFK，国金证券研究所

图表9：奥维预计 Q4 我国电视销量同比+3.6%

图表10：奥维预计 Q4 我国电视销额同比+9.3%





来源：奥维云网，国金证券研究所

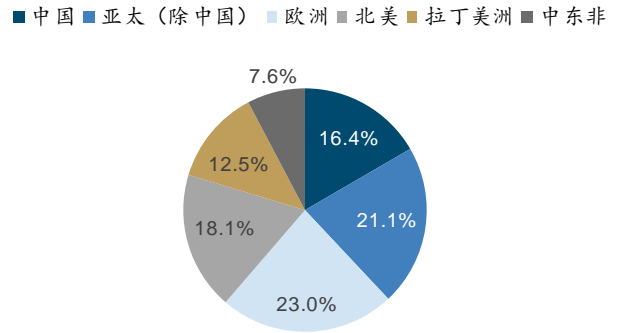
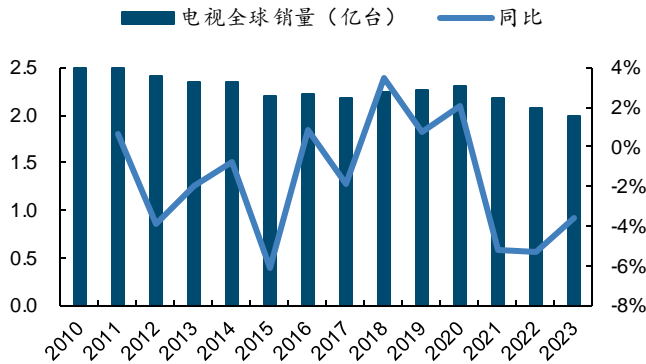
来源：奥维云网，国金证券研究所

1.2、海外市场：“国进韩退”趋势明显，国产厂商品牌出海提速

全球电视出货每年2亿台左右，北美、欧洲、亚太为核心市场。全球黑电消费相对稳定，2015-2021年期间全球出货量基本稳在2.2亿台，近两年略有下滑但仍保持在2亿台左右。从区域结构来看，北美、欧洲、亚太是核心市场，合计约占全球电视销量的80%左右。

图表11：全球电视出货量持平略降，2023年出货约2亿台

图表12：北美+欧洲+亚太合计占全球电视市场的80%左右



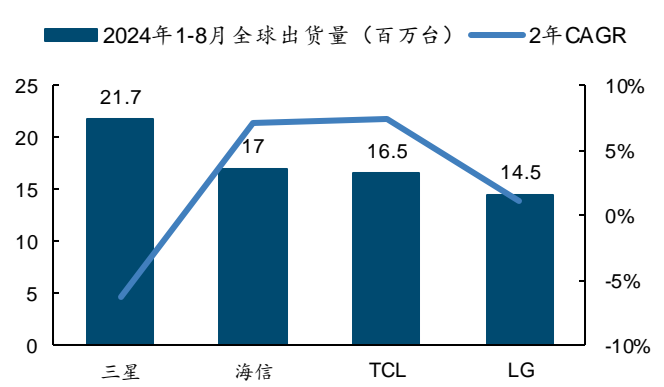
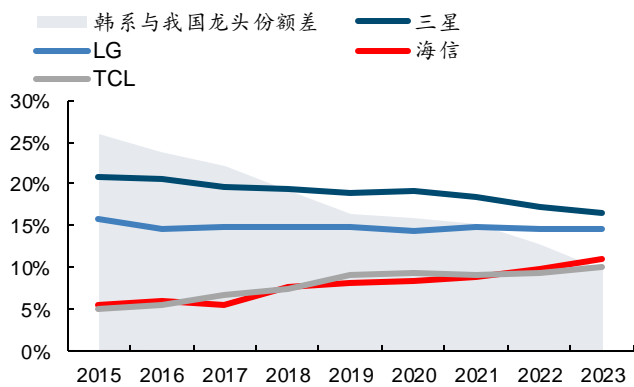
来源：Euromonitor，国金证券研究所

来源：Euromonitor，国金证券研究所

黑电“国进韩退”趋势明显，近年国产厂商品牌出海提速。据欧睿，2018年至今，三星、LG合计占有率则由34.4%下滑至30.9%，而海信+TCL合计占有率则由15.1%提升至21.1%，近两年有提速趋势。24年8月夏普宣布SDP工厂停产、24年10月LG Display宣布将广州8.5代线出售至TCL华星，标志着日系、韩系企业已全面退出LCD TV面板的竞争，我国企业在供应链、成本端优势进一步放大，随着我国在技术端、品牌端加速追赶，国牌海外份额大概率保持加速提升态势。

图表13：我国黑电企业全球份额逐步向韩系靠拢

图表14：近两年我国黑电龙头全球出货增速明显领先



来源：Euromonitor，国金证券研究所

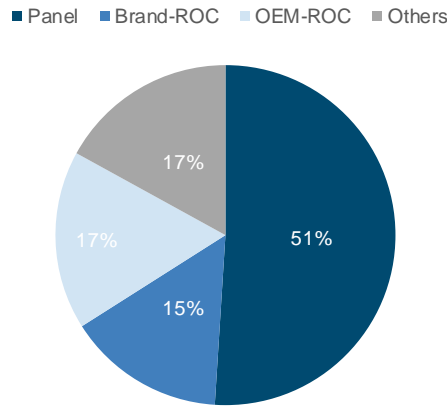
来源：DISCIEN，国金证券研究所

1.3、盈利能力：成本因素改善有望带动短期盈利企稳回升，面板周期属性减弱有望稳定长期盈利中枢

面板成本占比较高，其价格与黑电行业盈利能力关联度较高。根据Omdia，65寸超高清液晶电视的面板成本占比51%，为主要构成部分。黑电企业对于上游供应链的话语权弱于白电，更易受到原材料价格波动的影响。



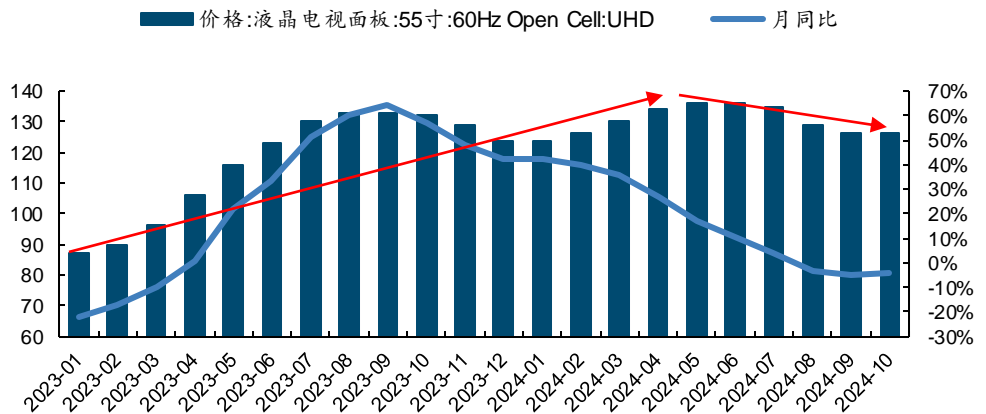
图表15: 面板在电视成本中占比最高



来源: Omdia, 国金证券研究所

短期看, 面板价格回落, 黑电企业盈利能力有望迎来改善。23Q2 以来, 面板厂持续控产叠加赛事备货订单旺盛, 面板价格步入上行通道。进入 24Q3, 受海外赛事订单释放结束、国内终端动销弱于预期等因素影响, 面板价格企稳、回落, 8-10 月 55 寸面板价格同比分别 -3.0%/-5.3%/-4.5%。展望 Q4, 海外备货旺季已进入尾声, 电视面板价格预计易跌难涨, 横盘调整可能性偏大, 黑电企业盈利能力有望迎来改善。

图表16: 面板在电视成本中占比最高



来源: wind, 国金证券研究所

长期看, 我国厂商成为主导+以销定产策略下, 面板供需错配概率降低, 周期波动预计减弱, 黑电厂商盈利能力有望趋稳。

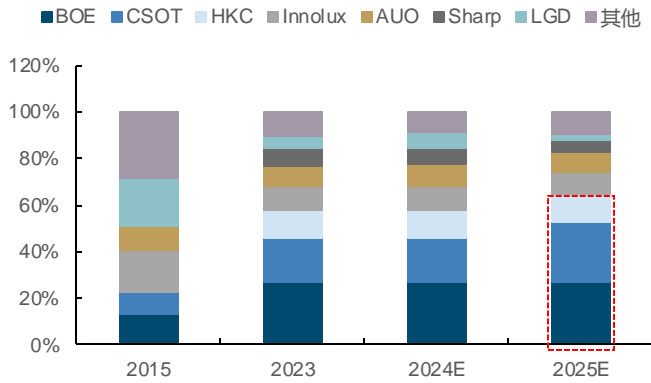
2016-2019 年的面板周期波动较大, 主要受供需大幅错配影响。15 年, 多条高世代面板产线陆续投产, 供给严重溢出下价格短期内大幅走低; 16 年, 海外奥运会赛事拉动+内需地产回暖下需求有所回暖, 但三星、LG 意外关停 LCD 产能, 引发下游恐慌性备货, 面板价格迅速上升; 18、19 年, 京东方、华星光电高世代产线再次进入量产阶段, 大尺寸面板均价大幅下调。

2020-2022 年的周期更多源于外因扰动。20-21 年, “居家办公”影响下电视等家庭娱乐设备需求量大幅提升, 欧美渠道备货需求旺盛、补库存意愿强, 但全球公共卫生事件影响下全球供应链效率大幅下降, 供不应求下面板价格大幅上涨; 22 年, 欧美高通胀+需求透支下, 面板价格快速回落。

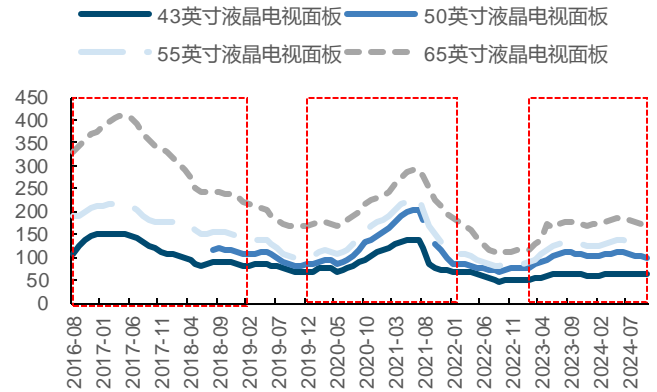
2023 年至今, “以销定产”策略下, 面板价格波动收窄。以 55 寸面板价格为例, 本轮周期中价格由底部向上最高反弹 68%, 振幅较上轮周期的 133%收窄接近一半。



图表17: LCD TV 面板市场内资主导趋势加强



图表18: 2023 年至今面板价格振幅显著收窄 (单位: 美元/片)

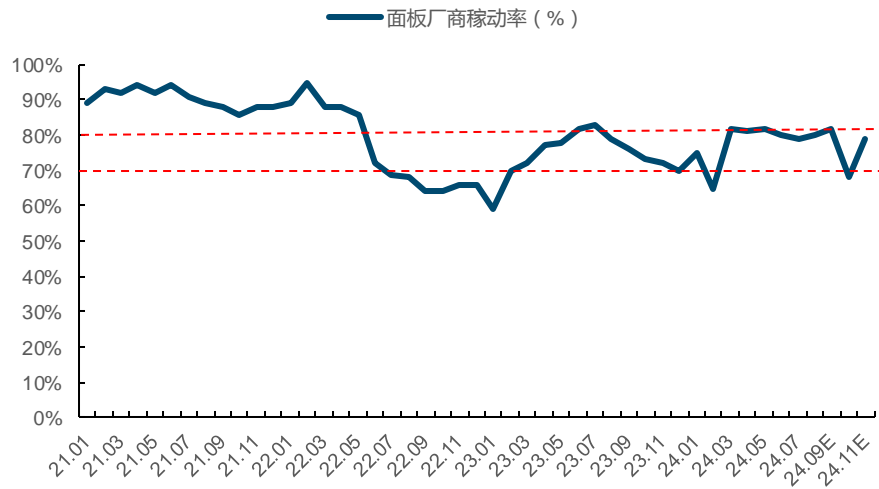


来源: 群智咨询, 国金证券研究所 (注: 2015 年 HKC、Sharp 份额较低, 未有数据, 计入其他; BOE、CSOT、HKC 为大陆系)

来源: wind, 国金证券研究所

TV 面板长期处于供大于求的局面, 价格中枢存在下移空间。据 OMDIA 及群智咨询, 面板厂订单常态下平均稼动率保持在 70%-80% 区间, 供大于求的特征凸显。拉长维度看, 面板价格随着供需博弈、技术迭代呈现整体中枢下移趋势, 如 65 寸全球液晶电视面板价格目前价格相较于 2016 年约降低一半, 55 寸、50 寸面板价格也呈现相似趋势。日本堺工厂停产难对供求现状造成实质影响, 且即将有华星光电 T9 Phase2、深天马 TM19 2 条新 LCD 产线进入量产爬坡阶段, 因此从长期角度看, 我们认为面板价格中枢存在下移空间。

图表19: 2022 年以来面板厂稼动率整体在 70%-80% 波动



来源: Omdia, 群智咨询, 国金证券研究所

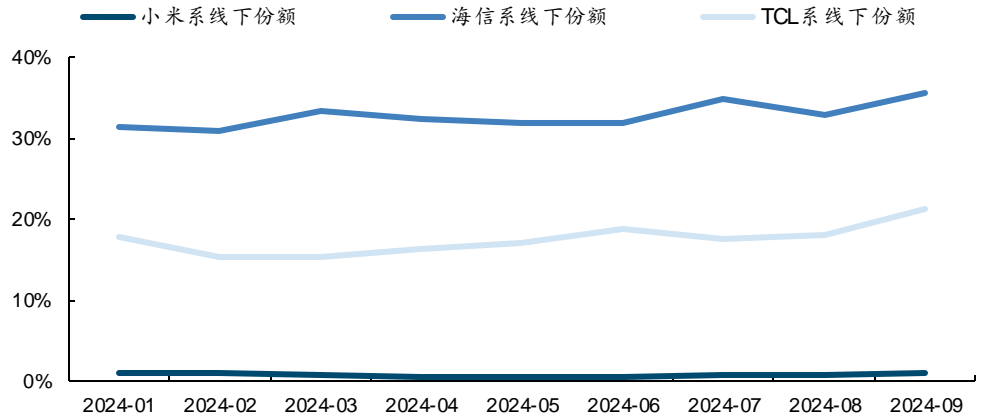
2、海信内销策略清晰, 全球布局有望进入收获期

2.1、内销: 新品覆盖价格带广、竞争力强, 有望充分享受国补政策红利

上半年海信线下份额继续扩张, 龙头实力凸显。上半年海信线下表现亮眼, 核心新品聚焦中高端, 维持龙头品牌的调性, 线下优势继续扩大, 据奥维云网, 海信系线下零售额份额由年初的 32% 上升至 36%。



图表20: 年初以来海信系线下份额持续扩张



来源: 奥维云网, 国金证券研究所 注: 表中为销售份额

图表21: 海信上半年发布的核心产品集中在中高价格带, 维持龙头品牌调性

品牌	新品型号	上市时间	尺寸	上市价格 (元)	峰值亮度 (nits)
海信	E5N pro	2024年3月	65寸	4699	1600
			75寸	6199	2000
	E8N pro	2024年4月	65寸	7099	4200
			75寸	9499	4200
TCL/雷鸟	鹤6 pro	2024年3月	55寸	2999	1300
			65寸	3699	1300
	T7K	2024年4月	65寸	4599	1600
			75寸	6399	1600

来源: 京东商城, 国金证券研究所

下半年海信新品覆盖价格带广、竞争力强, 有望充分享受本轮政策红利。9月以来, 海信通过Vidda品牌强化了Mini LED中低价格带的产品矩阵, 9月上市新品E7N精准卡位国补政策, 提供更有质价比的产品。E7N系列是全球首个搭载了联发科MT9655的电视产品, 支持四个HDMI 2.1接口与4K UI界面, 采用“一灯一区”设计, 分区数大幅领先同价格带竞品, 我们认为E7N系列具备很强的放量潜力, 有望成本本年Mini LED电视的“黑马”。

图表22: 9月Vidda的新品强化了海信Mini LED在中低价位带的布局

品牌	型号	上市时间	尺寸	补贴后价格 (元)	分区数	峰值亮度 (nits)
Vidda (海信)	Vidda X mini	2024年9月	55寸	2079	192	1300
			65寸	2599	264	1000
	Vidda 发现 X	2024年9月	65寸	2951	528	2000
			75寸	3887	704	2000
小米	S Mini	2024年3月	65寸	2799	392	1200
			75寸	3679	512	1200

来源: 京东商城, 国金证券研究所 注: 补贴后价格为各品牌京东商城旗舰店中标注的折后价格



图23: 海信 E7N 系列具备强价格、规格竞争力, 精准卡位国补政策放量可期

	型号	上市时间	尺寸	补贴后价格 (元)	分区数	峰值亮度 (nits)	其他亮点
海信	E7N	2024 年	65 寸	4399	1800	3800	自研画质芯片; 全球首款搭载 MT9655 芯片; 4K UI
		9 月	75 寸	6399	2340	3800	
TCL	Q10K	2024 年	65 寸	5407	1512	3500	自研画质芯片
		4 月	75 寸	6751	2160	3800	

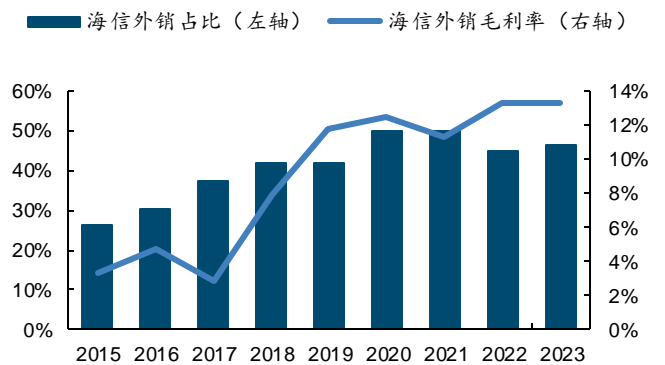
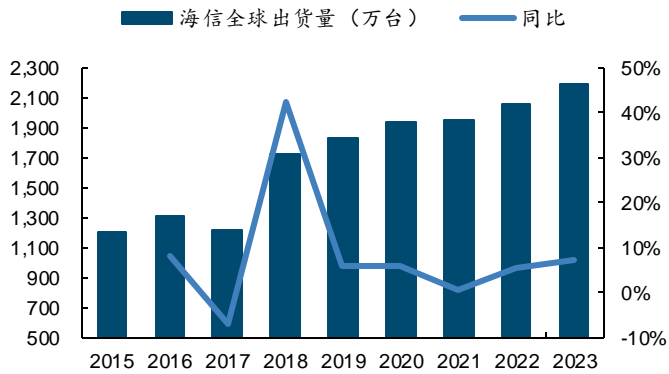
来源: 京东商城, 国金证券研究所 注: 补贴后价格为各品牌京东商城旗舰店中标注的折后价格

2.2、海外：“品牌、产品、渠道、产能”全面推进，全球布局进入收获期

多年海外运作卓有成效，海信有望步入“量利双收”阶段。海信深耕海外市场多年，自 2015 年起外销占比持续提升，2015 年-2018 年期间海信通过收购夏普工厂、夏普北美品牌使用权、东芝 TVS、古洛尼集团等方式加速拓展海外版图，全球出货量逐年提升，2015-2023 年期间 CAGR 达 7.8%，同期全球电视出货量 CAGR 为-1.2%。从盈利能力的角度看，2015-2017 年期间海信外销毛利率高点不足 5%，而近两年已能够稳在 13%以上，海信在海外多年的布局有望进入“量利双收”阶段。

图24: 2015 年以来海信全球出货量持续提升

图25: 2015 年至今海信外销占比及盈利能力均提升



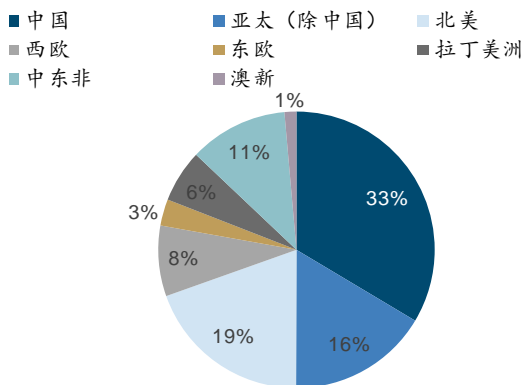
来源: Euromonitor, 国金证券研究所 注: 不同机构统计数据结果有差异, 本处采用 Euromonitor 数据

来源: wind, 国金证券研究所

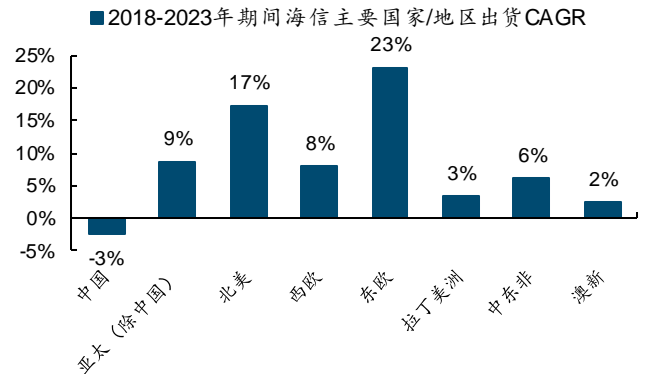
拆分地区来看，海信全球出货结构与需求结构类似。北美、亚太（除中国）是海信外销出货的主要区域，2023 年分别占海信全球出货量的 20%、16%。从成长性来看，海信在东欧、北美、亚太（除中国）地区的出货增速更快，2018-2023 年 CAGR 分别为 23%、17%、9%。



图表26: 海信的全球出货结构与需求结构类似, 北美、亚太占比最高



图表27: 2018 年至今海信在 东欧、北美、亚太地区



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

来源: Euromonitor, 国金证券研究所

2.2.1、日本市场: 海信全球运作的标杆市场, 海信+东芝市占率已稳居第一

对于东芝 TVS 的收购及成功运作是海信出海的标杆性项目, 其彰显了海信在跨文化管理、本土化运营方面的深度理解。自海信收购至今, 东芝 TVS 的净利率由-6.6%提升至 2024H1 的 5.7%, 在日本市场的占有率登顶后稳居第一。长期来看, 我们认为海信对东芝的定位不于扭亏, 其发展也不限于日本, 有望成为海信全球高端化运作的一把利剑。

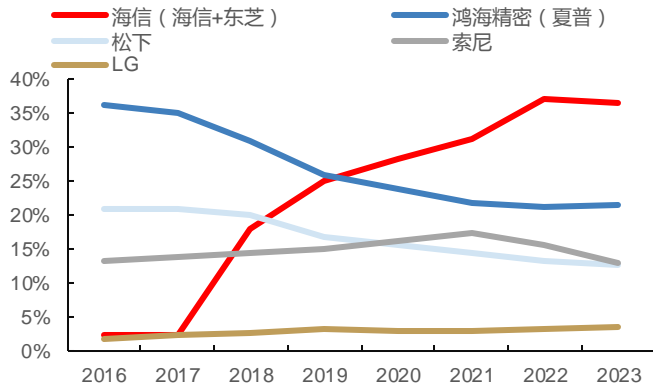
据 GFK 数据, 2024 年上半年海信 (包括海信主品牌+东芝品牌) 在日本的合计销量占比达 36.6%, 稳居第一。结合 Euromonitor 的数据, 在海信接手东芝 TVS 的两年内, 结束了 TVS 长达 8 年的连续亏损, 2020 年海信牌+东芝牌在日本量占有率首次登顶, 并在接下来几年内蝉联第一, 较第二名的领先优势持续扩大。日系黑电企业在画质、产品等方面沉淀的底蕴叠加我国黑电企业的管理体系、供应体系、营销理念等优势发挥出了 1+1>2 的效果, 是海信在海外资产重组及运作方面向投资者交出的一份优秀答卷, 具体而言我们认为海信在以下几点决策尤为正确:

- 1) 坚持建立 TVS 自营的销售渠道体系: TVS 过去的销售及售后体系由东芝集团旗下的 TCM 运营, TVS 距用户太远, 对 C 端需求的变化不敏感, 海信收购后坚持由 TVS 自建营销体系, 并引入新的服务商, 逐步将渠道管理权收归 TVS。
- 2) 优势互补而非单方面技术吸收: 日系黑电曾经在 1980-2000 年期间登顶全球, 在音画表现及优化方面技术底蕴深厚, 掌握 OLED、Mini LED、4K HDR 等尖端显示技术, 海信优势则在产品运营、品牌运营、供应链整合等方面。海信收购后, 保留 TVS 的优势技术, 海信负责产品矩阵、内容服务等运营, 并为 TVS 提供更低成本的原材料及物流仓储服务。
- 3) 因地制宜的管理: 日本黑电市场线下 KA 渠道话语权极强, 营商模式、商业习惯与我国区别很大, 海信坚持在日本做本土化管理, 优化东芝控股时期的复杂层级体系、以资历为核心的薪酬体系等, 但保留日本团队中的优秀员工, 高层任命也以日本员工为主, 充分放大本土团队的杠杆效应。在 TVS 连续多年经营不善的情况下, 海信依然能够坚持本土化运营的决策体现了其多年的出海经营积累的丰富经验, 也是我们相信未来海信能够在海外市场进一步成长的重要原因。

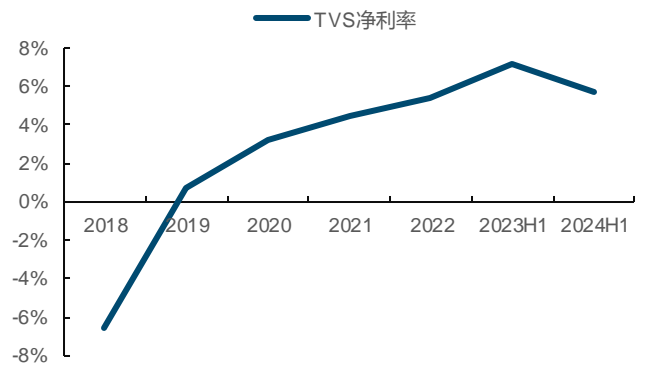
韩系企业在日本市场的发展多年都未实现较大突破, 可以见得日本消费者对于电视产品、技术等方面要求极高, TVS 占有率连续多年第一彰显了其在技术、产品等方面的综合实力, 很好的强化了海信在音画尖端技术方面的布局。展望未来, 我们认为东芝 TVS 品牌的发展远不止日本市场, 与海信在技术、品牌等维度上的协同潜力还有充足的挖掘空间, 有望成为海信进军全球高端市场的“利剑”。



图表28: 海信+东芝的品牌占有率持续提升, 而韩系企业在日本市场并未出现明显突破



图表29: 海信收购后 TVS 盈利能力大幅提升



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

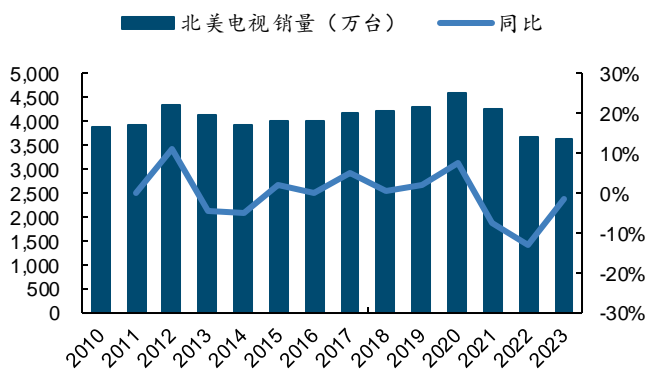
来源: 公司公告, 国金证券研究所

2.2.2、北美市场: 近年竞争加剧的成熟城市, 渠道结构清晰, 我国企业份额快速提升

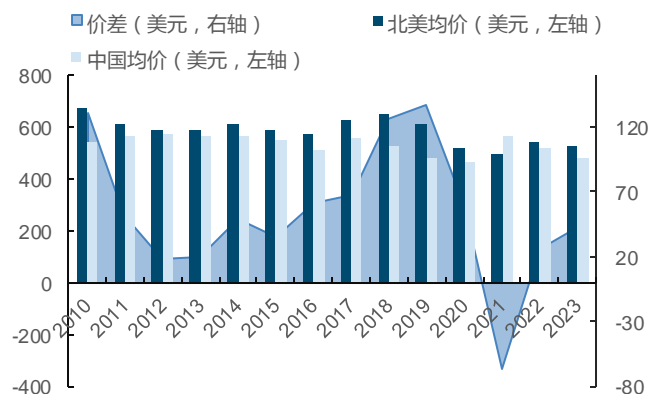
对黑电而言, 欧美是最重要的两大成熟市场, 其特征有所不同。其中, 北美以美国市场为主, 渠道结构清晰, KA 具备极强话语权, 近年渠道自牌的大力发展下竞争逐渐加剧, 均价水平下行, 我国品牌份额提升较快, 但产品结构偏低。

- 1) 从总量的维度看, 2023 年北美电视需求总量 3600w+台 (其中美国需求 3400w+, 占比超过 90%), 北美整体约占全球的 18%, 近五年销量 CAGR 为-2.9%。
- 2) 从消费及渠道结构来看, 美国家电零售消费仍然以线下消费为主, 渠道商话语权强且渠道结构清晰, 黑电零售主要涉及 6 大渠道, 其中 Walmart、Costco、Sam's 主要为综合类卖场, Walmart 中低端产品居多, Costco、Sam's 中高端产品居多, Target、Best Buy 为专业型渠道, 中高端产品居多, 亚马逊为线上渠道。
- 3) 从品牌竞争角度看, 受北美的渠道特征影响, 线下展位曝光率与出货量具有强相关性, 我国黑电龙头品牌经过近 10 年运作均已完成主流线下渠道的进驻, 份额方面也有了明显的提升。但北美的消费者品牌认知偏固化, 品牌认知及出货结构的提升需要长时间耕耘。目前北美龙头品牌仍是韩系的三星, 虽然份额有下滑趋势, 但高端品牌调性依然稳固, 较竞品拉开了较大的价差。
- 4) 值得注意的是, 近两年美国渠道品牌动作逐渐加大, 沃尔玛并购 Vizio 后, 旗下 ONN+Vizio 合计占有率有望冲击美国第一。沃尔玛自牌定位中低端, 与我国品牌的部分产品定位有重叠。但长期看, 对我国品牌的发展并非只有负面影响, 一方面沃尔玛占据北美黑电线下渠道约一半的份额, 其对自牌的扶持大概率将会影响我国品牌能够获得的展位数量, 另一方面我们预计 Vizio 后续将会退出沃尔玛以外的其他渠道, 我国品牌有望补足其空出的展位。

图表30: 北美电视市场已进入成熟期



图表31: 北美电视消费均价高于中国, 但 2020 年以来价差有所收窄



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

来源: Euromonitor, 国金证券研究所



图表32: 渠道自牌在主要集中在美国中小尺寸市场, 韩系品牌仍主导中大尺寸市场

热销尺寸	美国均价 (元)	top1 销量品牌
32 寸	910	INSIGNIA
43 寸	1764	AMAZON
50 寸	1470	INSIGNIA
55 寸	2646	Samsung
65 寸	3276	Samsung
75 寸	4550	Samsung

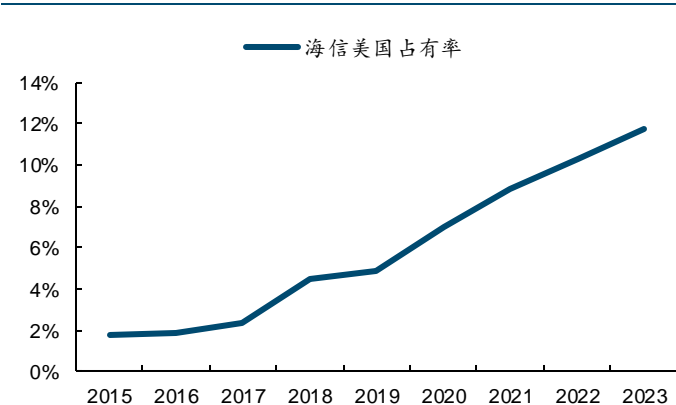
来源: 亚马逊, 奥维云网, 国金证券研究所

注: 标红色为核心尺寸 (按出货量最大原则筛选), 选择亚马逊 best seller 榜单中量最大的产品为均价代表。此外, 65 寸中销量排名最高的为 LG 产品, 但其未公布价格, 因此选择排名第二的三星产品作为替代

我国电视出海已经由 OEM、ODM 过度至 OBM 阶段, 仅订单与产品的提升带来的边际收益在放缓。OBM 出海对企业综合实力要求较高, 品牌、产品、渠道、海外产能的布局缺一不可, 从这四个维度拆解来看, 我们认为海信在美国市场具备长期增长潜力。

- 1) 品牌: 不同于 TCL 专注在美国市场做当地化品牌运营, 海信选择在全球维度提高品牌调性, 自 2016 年初次赞助欧洲杯、2018 年初次赞助世界杯以来, 海信体育营销已在全球运作 8 年, 品牌运作或进入收获期, 2023 年海信北美价格指数同比提升 6 个单位, 2024H1 同比继续提升 7 个单位。近期海信已官宣成为美加墨世界杯的官方合作伙伴, 本次赛事有望大幅提升海信品牌在美洲的知名度, 助力海信在美洲的份额再上台阶。
- 2) 产品: 海信目前在北美销售的产品结构较韩系的差距在快速收窄, 同时高端价位带中 ULED X 系列反馈良好, 在美国评分网站 RTINGS 的 24 年秋季《The 8 Best Smart TVs》榜单中占据两个席位。随着对东芝 TVS 音画调教技术的进一步吸收、整合, 海信高端系列综合产品力有望继续提升。
- 3) 渠道: 海信借助收购夏普墨西哥工厂、东芝 TVS 的机会, 将夏普、东芝在北美的渠道资源整合, 已完成了其自有产品在北美 6 大主流渠道的铺设。展台数量、渠道结构均有提升空间, 目前沃尔玛商超仍是海信品牌在美国的主要渠道, 未来海信有望通过提升在 BBY、Costco 等更高端渠道的展台数量提升出货结构与盈利水平。
- 4) 产能: 2015 年收购夏普墨西哥工厂, 产能经过扩建后已超过 800 万台/年, 2023 年海信在美国当地的年销量约 400 万台, 能够充分满足当地需求。

图表33: 海信在美国的占有率快速提升



图表34: 2023 年以来海信在北美价格指数持续提升

	2024H1	2023FY	2023H1
海信牌美国价格指数变化	提升 7 个单位	提升 6 个单位	提升 2 个单位
海信牌加拿大价格指数变化	提升 10 个单位	提升 6 个单位	-

来源: Euromonitor, 国金证券研究所 注: 此处为出货量占有率

来源: 公司公告, 国金证券研究所

2.2.3、欧洲市场: 西欧电视消费水平较高, 线下渠道结构分散, 我国企业份额温和提升
欧洲是除亚太外全球最大的区域性市场, 西欧黑电消费均价长期保持较高水平, 由于线下渠道分散, 我国企业在当地发展偏缓:

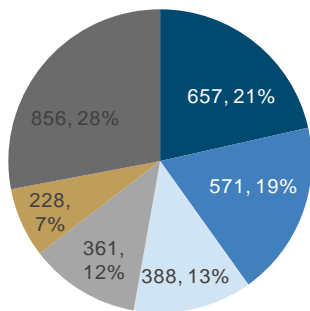
- 1) 从总量的维度看, 2023 年欧洲电视整体需求总量 4600w+ 台 (其中西欧需求 3000w+, 占比接近 70%), 整体约占全球的 23%, 近五年销量 CAGR 分别为 -2.7%/+1.8%。



- 2) 从消费及渠道结构来看, 据 Product Ident GmbH, 2023 年欧洲线上零售占比约占总体的 16%, 与美国市场类似, 线下渠道仍是主流, 但不同点在于欧洲渠道结构更分散, 线上渠道除亚马逊外, eBay 同样占有相当一部分份额, Ceconomy 是电子电器类产品线下渠道龙头, 在德、西、意等多个国家位列第一, 但欧洲各国当地同样存在本土强势零售商, 如英国当地的 Currys, 法国当地的 FNAC、Boulangier, 意大利当地的 unieuro, 荷兰当地的 euronics 等均在当地市场拥有丰富的线下渠道及不错的影响力, 多样的文化、消费习惯及复杂的渠道结构使得欧洲线下市场的开拓难度明显高于北美市场。
- 3) 从品牌竞争的角度看, 由于欧洲线下渠道的壁垒分散, 渠道开拓需逐个突破, 三星、LG 的龙头地位非常稳固, 2015 年至今三星在西欧的占有率虽小幅下滑但仍维持在 23% 左右, LG 占有率小幅提升至约 21%, 断层领先于其他品牌, 我国企业如海信、TCL 占有率较 2015 年均有数倍以上的提升, 但依然具备长期成长空间。

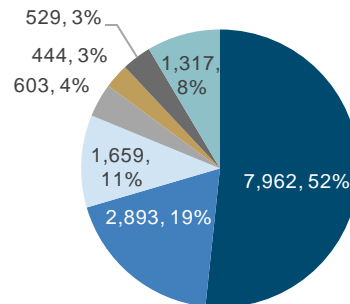
图表35: 德、英、法、意、西合计占据西欧电视销量的70%以上 (单位: 万台)

■ 德国 ■ 英国 ■ 法国 ■ 意大利 ■ 西班牙 ■ 其他



图表36: 俄罗斯、波兰、罗马尼亚是东欧电视的主要消费国 (单位: 万台)

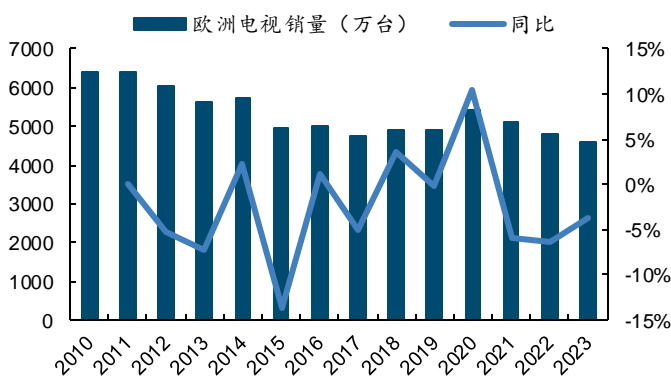
■ 俄罗斯 ■ 波兰 ■ 罗马尼亚 ■ 捷克 ■ 乌克兰 ■ 奥地利 ■ 其他



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

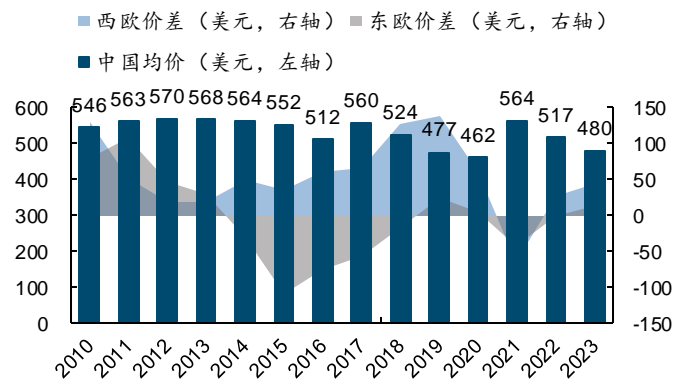
来源: Euromonitor, 国金证券研究所

图表37: 欧洲电视市场已进入成熟期



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

图表38: 西欧电视消费均价长期高于我国



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

收购古洛尼集团后, 海信在斯洛文尼亚建立了欧洲本土的电视制造工厂, 解决了本土产能及供应问题, 同时有望借助古洛尼在欧洲丰富的渠道资源提升产品的覆盖广度及深度, 我们同样从四个维度拆解海信在欧洲的发展潜力:

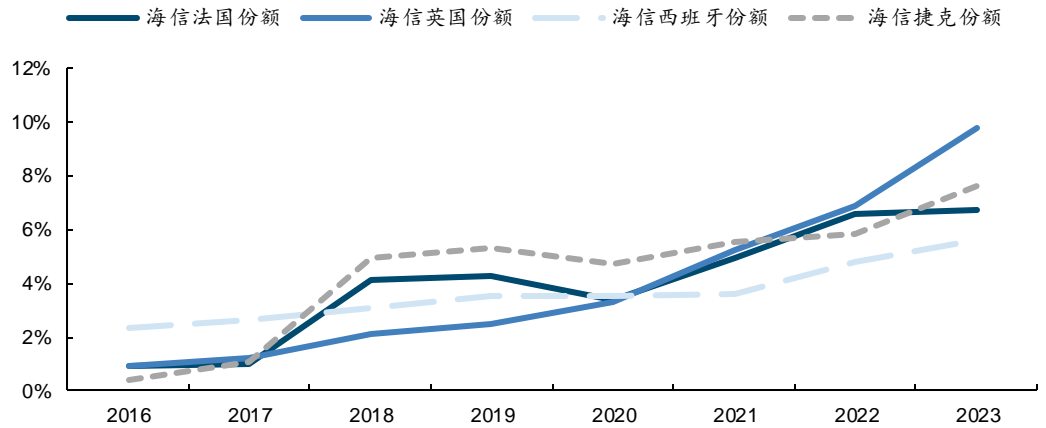
- 品牌: 海信深耕欧洲当地的品牌建设, 2016、2020、2024 连续赞助三届欧洲杯赛事, 与欧洲顶级体育赛事建立了稳定的合作关系, 有效的提升了品牌的海外知名度, 2024 年海信成功进驻欧洲顶级渠道 Media Markt, 海外知名度已经达到 54%, 较 2016 年提升 17 个百分点。
- 产品: 在西欧的高消费水平市场, 海信依靠质价比抢占市场, 高端产品线通过 ULED X 系列布局, 参考上文 RTINGS 榜单, 海信在高端产品线较韩系的劣势在快速收窄。



此外，通胀+消费疲软的影响下，欧洲消费者对品牌溢价的支付意愿减弱，高端品牌平替存在一定机会。

- 渠道：2018 年海信集团收购了欧洲老牌四大家电集团之一的古洛尼，古洛尼深耕欧洲多年，拥有完整的线下网络，成熟的物流及售后团队等，海信有望借助古洛尼的渠道网络，加速提升在欧洲市场的渠道及产品覆盖率。
- 产能：欧洲地区过去主要由国内工厂及南非工厂供货，2020 年海信在斯洛文尼亚建立电视工厂，计划 2023 年产能达到 400w 台/年，2023 年海信欧洲地区年出货量约 250w 台，若斯洛文尼亚工厂产能按计划爬坡，则本地产能已能够充分满足当地销售。

图表39：海信在欧洲重点市场的份额快速提升



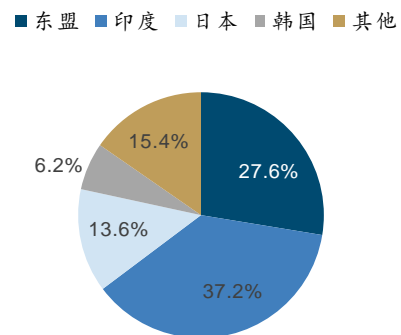
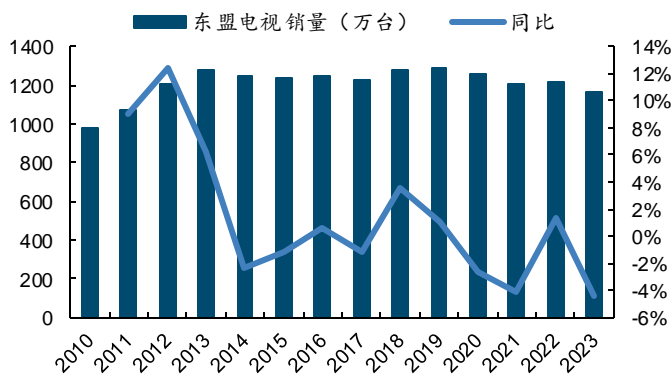
来源：Eurnomonitor，国金证券研究所 注：此处为出货量占有率

2.2.4、亚太（除中国）市场：人口基数大的成长中的市场，海信更注重在东盟的运作

- 1) 从总量的维度看，2023 年亚太（除中国）电视出货 4200 万台以上（其中东盟国家中新马泰越菲印合计需求 1160w 台左右，占比约 28%），整体约占全球的 21%，东盟地区电视渗透率仍在上升阶段，近五年销量 CAGR 为 0.7%
- 2) 从消费及渠道结构看，东南亚地区仍以线下消费为主，线上受益于跨境电商兴起发展迅速，据 eMarketer 统计，2023 年东南亚地区电商消费占零售比重约 10%，Shopee 为最大的电商平台，Lazada、Tiktok 占有率同样可观。
- 3) 从品牌竞争的角度看，韩系两家企业在东盟区域仍然较为强势，2015 年至今三星+LG 合计份额保持在 50%左右，我国企业通过抢占长尾品牌份额，占有率实现小幅提升。

图表40：东盟地区电视销量基本稳定

图表41：东盟、印度、日韩出货合计占亚太（除中国）市场的 85%



来源：Euromonitor，国金证券研究所 注：此处东盟仅包括新加坡、马来西亚、泰国、越南、菲律宾及印尼

来源：Euromonitor，国金证券研究所 注：此处东盟仅包括新加坡、马来西亚、泰国、越南、菲律宾及印尼

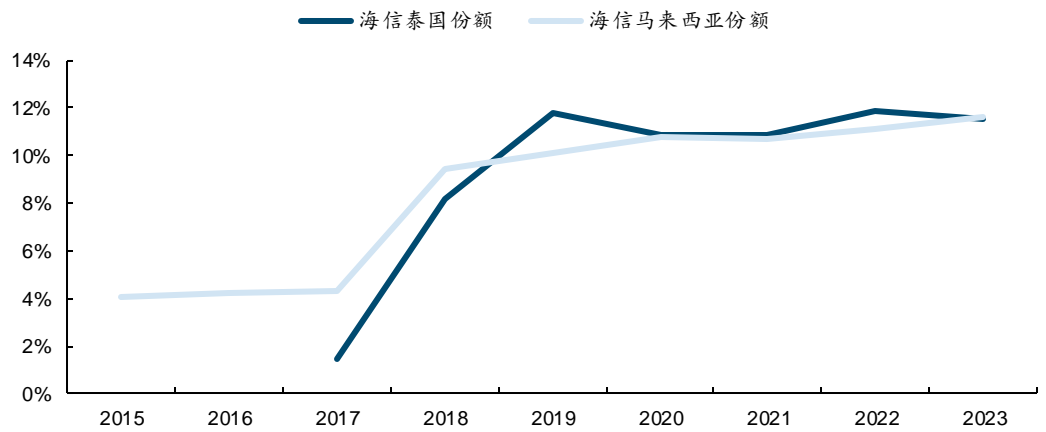
东盟是海信集团的重要的直营试点市场，在集团内具有重大战略意义，标志着海信对海外



市场管理精细化程度进一步提升。2023 年海信家电、海信视像合资成立了青岛海信环亚控股有限公司，推进东盟地区的渠道及品牌建设。

- 品牌：日系品牌曾经在东盟区域具备较强影响力，从目前的消费者习惯来看，新、马、泰消费者对我国品牌的接受度较高，而越南、菲律宾、印尼则更倾向于外国品牌，海信通过对东芝和海信的双品牌运作，能够有效发挥中、日品牌在目标市场的相对优势。
- 产品：东盟区域的消费水平适中，海信牌产品集中在中端市场竞争，东芝品牌对标韩系高端系列产品线。
- 渠道：东盟地区是继日本之后的第二个直营市场，集团层面资源明显倾斜，黑白电上市公司管理当地渠道后，低附加值的代工业务有所缩减，专注于 OBM 发展，渠道调整后经营质量有望提升，亚太其他地区主要依靠以国际营销及东芝 TVS 的渠道网络为突破口。
- 产能：国内产能可以高效的辐射亚太市场，此外，海信在重点市场也同样投入资源建立当地供应体系，2024 年为推进全球化发展战略在越南成立了 REGZA 越南电子有限公司，计划进一步提升当地产能。

图表42：海信在东盟重点市场的份额快速提升



来源：Euromonitor，国金证券研究所 注：此处为出货量占有率

2.2.5、中东非：海信在非洲份额显著高于中东，借助卡塔尔世界杯扩大在海湾国家的影响力

- 1) 从总量的维度看，2023 年电视中东非需求总量 1500w+台，约占全球的 8%，近五年销量 CAGR 为 3.2%，非洲地区渗透率偏低。
- 2) 从消费及渠道结构来看，中东电视消费的尺寸结构低于我国，据亚马逊 Best Seller 榜单，沙特、阿联酋等地热销尺寸集中在 50-60 寸，北非地区埃及热销尺寸则在 50 寸以下。从渠道结构来看，中东地区线上消费占比 3.6%，较全球平均水平仍有较大差距，其中海湾国家相对偏高，2024 年沙特、阿联酋等地电商零售额占比分别为 11.4%、7.3%，主要线上平台为 souq (亚马逊收购)、noon 等，非洲各区域消费水平波动较大，其中经济较好的国家如南非零售市场线上消费占比达到了 7.5%。
- 3) 从品牌竞争的角度，海信主要优势市场在非洲，其中在南非、尼日利亚出货量占有率达到 30%以上，反超韩系位居第一，在中东、北非等地发展缓于非洲，主要地区占有率在 10%上下，排名多居于 3-4 位。



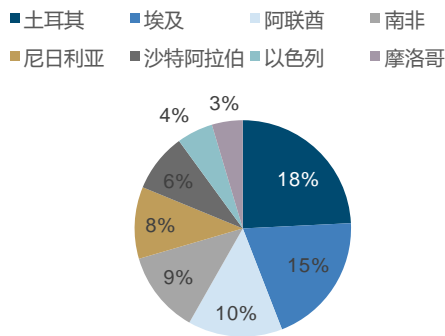
图表43: 中东非代表国家线上热销产品各尺寸段品牌及均价统计

热销尺寸均价 (元)	中东				非洲		我国
	沙特	品牌	阿联酋	品牌	埃及	品牌	
32寸	-	-	-	-	1230	Sumsung	633
43寸	2468	Sony	1224	Hisense	1379	Jac	1041
50寸	2147	Hisense	1802	Hisense	2475	LG	1442
55寸	2658	Panasonic	2132	Blaupunkt	2354	Jac	2100
65寸	4155	Sumsung	3296	Sumsung	3840	LG	3463
75寸	5128	Panasonic	4196	Hisense	4949	Sumsung	5250
电商零售占比	11.40%		7.30%		-		30%+

来源: 亚马逊, 奥维云网, Asendia, 人民日报, 国金证券研究所

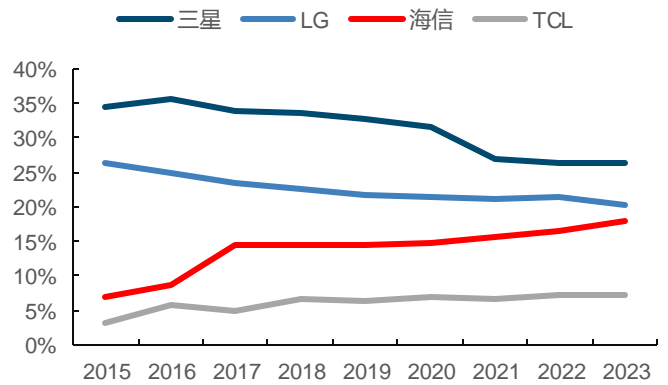
注: 标红色为核心尺寸(按出货量最大原则筛选), 选择亚马逊 best seller 榜单中量最大的产品为均价代表, 埃及亚马逊线上 tv 消费主要集中在 50 寸以下, 50 寸以上产品仅有高端品牌有所布局, 因此均价偏高

图表44: 中东非地区中经济较好的国家为电视的主要需求来源



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

图表45: 海信在中东非份额已接近 LG



来源: Euromonitor, 国金证券研究所 注: 此处为出货量占有率

3、盈利预测与投资建议

3.1、盈利预测

我们预计 24-26 年公司实现营业收入为 587.7、648.5、720.2 亿元, 同比分别+9.6%、+10.3%、+11.1%, 归母净利润 20.0 亿/23.7 亿/27.6 亿元, 同比-4.5%/+18.4%/+16.3%。

智慧显示终端业务:

营收: 公司智慧显示终端业务主要产品为电视, 2024H1 收入占比接近 80%, 是公司的主要营收及利润来源。内销方面, 近年国内黑电市场高端化、大屏化发展趋势凸显, 公司作为内销龙头凭借 ULEDX 技术平台及产品, 发布 ULED AI 画质专家战略, 引领行业高端化进程, 产品结构不断提升, 带动营收增长。今年 Q3 以来公司根据内销环境的变化迅速调整产品策略, 补齐了 Mini LED 的空缺价格带, 强化了中高端市场的产品优势, 我们认为海信当前产品矩阵已经调整到位, 有望充分享受国补政策带来的红利。海外方面, 2018 年至今全球黑电需求总量持平略降, 公司在海外坚持推进“品牌、产品、渠道、产能”的全面布局, 抓住全球化趋势, 营收逆势增长, 全球份额增长近年提速, 目前已稳居全球出货第二的位置, 有望向 top1 冲击。综上, 预计 2024-2026 年公司智慧显示终端业务收入分别为 458.6、508.1、565.6 亿元, 同比分别+11.1%、+10.8%、+11.3%。

毛利率: 公司持续推出 ULEDX 高端新品系列, 紧跟新技术、大屏化趋势, 坚持体育、游戏等 IP 营销提升品牌全球影响力, 近两年主要海外市场海信品牌价格指数持续上升, 带动毛利率稳步提升, 预计 2024-2026 年智慧终端显示业务板块毛利率为 15.1%/15.3%/15.4%。



新显示业务:

营收: 公司新显示业务主要为激光显示、商用显示、云服务及芯片业务, 2024H1 收入占比约 13%, 2023 年 1 月 31 日海信公告控股、并表乾照光电, 加快 Mini LED 等新品研发进程, 布局 Micro LED 等前沿技术, 强化供应链资源优势, 为公司显示业务赋能。具体来看, 激光显示为新一代显示技术, 是公司的重要战略储备, 随着激光模组降本进程的推进, 渗透率有望提升; 商用显示方面, 受益于应用场景丰富度提高, 行业规模持续扩容; 云服务主要基于电视产品提供内容服务, 云服务业务有望随着公司黑电产品渗透率提升而扩容, 此外, 海信还通过聚好看物联网为用户提供 AIoT 服务, 通过传感器技术、无线网络技术、云计算技术, 实现设备间信息的互联互通; 芯片业务方面, 海信 TCON 芯片市场龙头地位稳固, 横向拓展 AIoT 智能控制芯片、低功耗蓝牙 SoC 芯片等产品, 致力于为显示行业客户提供全面的芯片解决方案。预计 2024-2026 年公司新显示业务收入分别为 69.4、79.1、91.9 亿元, 同比分别+6.5%、+14.0%、16.1%。

毛利率: 公司新显示业务仍在快速发展阶段, 预计毛利率保持稳定, 预计 2024-2026 年新显示业务板块毛利率为 29.1%/29.1%/29.0%。

其他主营业务: 主要系公司代销的部分白电产品, 24H1 规模占比 0.9%, 近年规模逐渐缩小, 预计未来保持收窄态势。预计 2024-2026 年其他主营业务营收 6.0、5.8、5.6 亿元, 同比分别-3%、-3%、-3%, 毛利率预计维持在 25%。

图表46: 盈利预测

单位: 百万元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	468.0	457.4	536.2	587.7	648.5	720.2
yoy	19.0%	-2.3%	17.2%	9.6%	10.3%	11.1%
毛利率	15.8%	18.2%	16.9%	16.0%	16.3%	16.5%
智慧显示终端	378.1	352.6	412.6	458.6	508.1	565.6
yoy	20.9%	-6.7%	17.0%	11.1%	10.8%	11.3%
毛利率	13.9%	17.4%	16.0%	15.1%	15.3%	15.4%
新显示业务	46.0	46.4	65.2	69.38	79.12	91.88
yoy	41.0%	0.7%	40.6%	6.5%	14.0%	16.1%
毛利率	34.3%	38.2%	31.7%	29.1%	29.1%	29.0%
其他主营业务	7.1	6.6	6.2	6.0	5.8	5.6
yoy	-14.2%	-7.9%	-6.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%
毛利率	37.3%	24.6%	25.2%	25.0%	25.0%	25.0%

来源: wind, 国金证券研究所

费用率预测: 公司持续加强费用管控, 2019 年至今销售费用率呈下降趋势, 规模效应提升+费用管控下预计销售费用投放效率将继续提升, 预计 24-26 年销售费用率为 6.0%、5.8%、5.8%; 23 年公司推出了股权激励计划, 费用摊销下管理费用略有提升, 预计 24-26 年管理费用率维持在 1.7%; 公司持续加大对高端显示技术、新兴显示技术等前沿领域投入, 预计 24-26 年研发费用率为 4.5%、4.5%、4.6%。

3.2、投资建议及估值

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润 20.1、23.8、27.6 亿元, 对应 PE 分别为 14、12、10 倍。我们选取 TCL 电子、创维数字、兆驰股份作为可比公司, 可比公司 24-26 年平均 PE 分别为 23、14、12 倍。公司持续推进供应链垂直整合, 强化供应链掌控力, 依托自研的画质芯片技术、ULED X 平台及多品牌布局构建差异化竞争优势, 龙头地位稳固, 同时前瞻性布局激光显示、芯片等高成长性赛道, 短期看内销策略清晰, 有望充分享受国补红利, 长期看海外增长提质+提速, 业绩有望随海外盈利能力提升而加速增长。考虑到 TCL 电子存在港股流动性折价的情况, 参考创维数字、兆驰股份 2025 年 17.0x 的平均 PE 或更能反应公司的市场价值, 我们给予公司 2025 年 16.0x 的 PE 估值, 对应目标价为 29.10 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。


图表47: 可比公司估值

证券代码	股票名称	股价 (元)	EPS					PE				
			2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
1070. HK	TCL 电子	4.91	0.17	0.28	0.50	0.61	0.74	30	18	10	8	7
000810. SZ	创维数字	12.58	0.72	0.52	0.27	0.54	0.65	17	24	47	23	19
002429. SZ	兆驰股份	5.17	0.25	0.35	0.41	0.49	0.58	21	15	13	11	9
	平均		0.38	0.38	0.39	0.55	0.66	23	19	23	14	12
600060. SH	海信视像	21.07	1.28	1.61	1.54	1.82	2.11	16	13	14	12	10

来源: wind, 国金证券研究所 注: 股价为 11 月 19 日收盘价, 人民币与港元汇率按 1:0.92 换算, TCL 电子、创维数字、兆驰股份 EPS 为 wind 一致预期

4、风险提示

- 1) **面板价格波动。**面板价格占电视整机成本较高, 黑电企业的盈利能力对面板的价格波动较为敏感。
- 2) **海外需求不及预期。**公司的长期成长逻辑与海外市场的需求情况息息相关, 地缘政治、贸易保护、经济景气度下滑等因素有可能导致海外需求不及预期。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
主营业务收入	46,801	45,738	53,616	58,775	64,846	72,017	货币资金	4,055	3,075	2,271	4,779	6,460	9,034	
增长率	-2.3%	17.2%	9.6%	10.3%	11.1%		应收款项	12,429	12,880	14,290	13,478	14,515	15,725	
主营业务成本	-39,429	-37,403	-44,534	-49,352	-54,285	-60,135	存货	5,135	4,189	5,831	5,408	5,949	6,590	
%销售收入	84.2%	81.8%	83.1%	84.0%	83.7%	83.5%	其他流动资产	6,361	9,150	13,064	13,553	14,083	14,615	
毛利	7,373	8,335	9,082	9,423	10,562	11,882	流动资产	27,980	29,294	35,456	37,218	41,007	45,964	
%销售收入	15.8%	18.2%	16.9%	16.0%	16.3%	16.5%	%总资产	84.1%	81.9%	78.6%	81.5%	83.1%	85.1%	
营业税金及附加	-175	-219	-258	-294	-324	-360	长期投资	1,045	2,487	1,568	1,568	1,568	1,568	
%销售收入	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	1,516	1,365	4,796	4,799	4,682	4,390	
销售费用	-3,536	-3,504	-3,607	-3,526	-3,761	-4,177	%总资产	4.6%	3.8%	10.6%	10.5%	9.5%	8.1%	
%销售收入	7.6%	7.7%	6.7%	6.0%	5.8%	5.8%	无形资产	1,452	1,340	1,998	1,996	1,992	1,987	
管理费用	-654	-710	-934	-999	-1,102	-1,224	非流动资产	5,282	6,465	9,651	8,459	8,333	8,031	
%销售收入	1.4%	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	%总资产	15.9%	18.1%	21.4%	18.5%	16.9%	14.9%	
研发费用	-1,851	-2,080	-2,379	-2,615	-2,918	-3,277	资产总计	33,262	35,760	45,107	45,677	49,339	53,995	
%销售收入	4.0%	4.5%	4.4%	4.5%	4.5%	4.6%	短期借款	1,685	525	1,153	856	400	400	
息税前利润 (EBIT)	1,156	1,821	1,903	1,988	2,456	2,844	应付款项	11,608	13,265	15,052	15,761	17,778	20,028	
%销售收入	2.5%	4.0%	3.5%	3.4%	3.8%	3.9%	其他流动负债	1,034	1,366	2,177	1,372	1,536	1,716	
财务费用	-46	45	12	-7	37	76	流动负债	14,327	15,156	18,382	17,989	19,715	22,143	
%销售收入	0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%	长期贷款	7	0	638	638	638	638	
资产减值损失	-108	-51	-128	-40	-35	-35	其他长期负债	749	704	855	442	456	479	
公允价值变动收益	47	18	78	10	10	10	负债	15,083	15,860	19,874	19,069	20,809	23,260	
投资收益	341	250	514	550	600	650	普通股股东权益	16,086	17,552	18,895	19,971	21,443	23,147	
%税前利润	20.6%	10.6%	18.5%	21.9%	19.5%	18.3%	其中：股本	1,308	1,308	1,305	1,305	1,305	1,305	
营业利润	1,609	2,340	2,764	2,501	3,067	3,545	未分配利润	11,118	12,466	13,724	14,925	16,347	18,002	
营业利润率	3.4%	5.1%	5.2%	4.3%	4.7%	4.9%	少数股东权益	2,093	2,348	6,338	6,638	7,088	7,588	
营业外收支	47	7	18	15	15	15	负债股东权益合计	33,262	35,760	45,107	45,677	49,339	53,995	
税前利润	1,655	2,347	2,782	2,516	3,082	3,560	比率分析		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	3.5%	5.1%	5.2%	4.3%	4.8%	4.9%	每股指标							
所得税	-60	-195	-232	-214	-262	-303	每股收益	0.870	1.284	1.606	1.535	1.816	2.113	
所得税率	3.6%	8.3%	8.3%	8.5%	8.5%	8.5%	每股净资产	12.294	13.422	14.474	15.304	16.432	17.738	
净利润	1,595	2,151	2,550	2,303	2,820	3,257	每股经营现金净流	0.506	3.827	2.243	3.524	2.870	3.199	
少数股东损益	457	472	454	300	450	500	每股股利	0.087	0.644	0.805	0.614	0.726	0.845	
归属于母公司的净利润	1,138	1,679	2,096	2,003	2,370	2,757	回报率							
净利率	2.4%	3.7%	3.9%	3.4%	3.7%	3.8%	净资产收益率	7.07%	9.57%	11.09%	10.03%	11.05%	11.91%	
							总资产收益率	3.42%	4.70%	4.65%	4.38%	4.80%	5.11%	
							投入资本收益率	5.56%	8.11%	6.41%	6.47%	7.60%	8.19%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	19.04%	-2.27%	17.22%	9.62%	10.33%	11.06%	
							EBIT增长率	12.28%	57.57%	4.49%	4.45%	23.53%	15.81%	
							净利润增长率	-4.83%	47.58%	24.82%	-4.45%	18.37%	16.32%	
							总资产增长率	5.74%	7.51%	26.14%	1.26%	8.02%	9.44%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	29.6	31.0	27.6	25.0	23.0	21.0	
							存货周转天数	44.8	45.5	41.1	40.0	40.0	40.0	
							应付账款周转天数	49.6	54.9	52.1	55.0	58.0	60.0	
							固定资产周转天数	11.3	10.6	30.4	26.4	22.4	18.3	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	-44.04%	-57.16%	-51.58%	-61.41%	-66.58%	-71.87%	
							EBIT利息保障倍数	25.0	-40.2	-163.5	302.2	-67.2	-37.6	
							资产负债率	45.35%	44.35%	44.06%	41.75%	42.17%	43.08%	

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	16	22	40	67
增持	3	9	14	22	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.36	1.39	1.35	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究