

海信视像 (600060)

证券研究报告

2020年01月23日

更名之后，如何实现困境反转？

过去半年以来，海信视像动作不断，引人注目

2019年7月，青岛市国资委在官网公布了102户混改企业目录，海信集团位列首位；从2019年11月至2020年1月，海信电子控股累计增持股份占公司总股本2%；2019年12月，公司将名称“海信电器”正式更名为“海信视像”，海信电子控股成为公司控股股东。19年彩电行业低迷的情况下，20年是否有回暖迹象？此次混改会给公司带来哪些方面的改善与制度放松？

内销：外部环境边际改善，多品牌化运营最大化恢复利润。随着地产竣工数据逐步回暖，2020年东京奥运会有望刺激部分更新需求，面板价格温和和上涨有望使得价格战降温，行业边际出现改善的迹象。2019年，公司在社交电视、激光、超高清、叠屏等领域高端新品引人注目，产品结构不断优化；同时，多品牌战略进攻（高端产品提升毛利率）、退可守（高性价比产品应对价格战，守住市场份额）。

外销：TVS整合阵痛减去，海外市场份额不断提升。TVS渠道整合完成后，其原有渠道逐渐切换为自建渠道，省去了大量代理费。1月14日，海信集团副总工程师王志刚透露，2019年东芝在日本市场占有率名列前茅，已经开始盈利。1H19，海信及东芝牌电视合计在日本市场的销售量占有率达20.9%，超过索尼和松下；在北美市场电视业务销售额同比增长达到34.26%，其中美国市场同比增长达65.08%。

主业拓展：商业显示、互联网运营市场空间广阔。公司在公告中表示：公司已从单一的电视产品制造企业逐渐发展成为集视像技术研发应用，全景云平台运营为一体的综合解决方案提供商。目前公司已经在智慧教育、会议平板、互联网电视领域有所布局。

混改大幕已经拉开。改名完成后，控股股东转为海信电子。混改后公司将改善治理，增大激励。

我们认为，2020年外部边际改善，内生增长稳健，公司将迎来困境反转。

投资建议：调整19-21年归母净利润分别为4.30、6.62、9.22亿元，当前股价对应19-21年分别38.0x、24.7x、17.7xPE，当前PB为1.15X。给予公司1.4-1.6X的合理估值，引入19年三季报BPS 10.89元，对应目标价15.2-17.4元，较当前股价有23%-41%上升空间。考虑公司高比例在手现金和TVS扭亏带来的业绩弹性，将公司评级由“增持”上调至“买入”。

风险提示：面板价格涨幅过高压缩利润；中美贸易战影响外销市场；公司渠道整合进度未能完成；TVS扭亏为盈进度不及预期。

投资评级

| | |
|-------|-----------|
| 行业 | 家用电器/视听器材 |
| 6个月评级 | 买入（调高评级） |
| 当前价格 | 12.48元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|-------------|------------|
| A股总股本(百万股) | 1,308.48 |
| 流通A股股本(百万股) | 1,308.48 |
| A股总市值(百万元) | 16,329.85 |
| 流通A股市值(百万元) | 16,329.85 |
| 每股净资产(元) | 10.89 |
| 资产负债率(%) | 42.97 |
| 一年内最高/最低(元) | 13.27/7.31 |

作者

蔡雯娟 分析师
SAC执业证书编号：S1110516100008
caiwenjuan@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《海信电器-公司点评:公司拉开混改大幕，期待进一步激发活力》 2019-12-25
- 《海信电器-季报点评:毛利率改善明显，新品未来表现可期》 2019-10-23
- 《海信电器-半年报点评:受TVS并表影响，上半年业绩承压》 2019-08-09

| 财务数据和估值 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 32,870.41 | 35,128.28 | 35,181.10 | 37,791.73 | 41,893.79 |
| 增长率(%) | 3.26 | 6.87 | 0.15 | 7.42 | 10.85 |
| EBITDA(百万元) | 1,254.62 | 1,934.89 | 547.41 | 836.32 | 1,192.82 |
| 净利润(百万元) | 966.53 | 392.40 | 429.98 | 662.45 | 921.88 |
| 增长率(%) | (45.05) | (59.40) | 9.57 | 54.07 | 39.16 |
| EPS(元/股) | 0.74 | 0.30 | 0.33 | 0.51 | 0.70 |
| 市盈率(P/E) | 16.90 | 41.61 | 37.98 | 24.65 | 17.71 |
| 市净率(P/B) | 1.19 | 1.16 | 1.13 | 1.10 | 1.05 |
| 市销率(P/S) | 0.50 | 0.46 | 0.46 | 0.43 | 0.39 |
| EV/EBITDA | 14.00 | 5.50 | 30.63 | 14.48 | 14.32 |

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

| | |
|---|-----------|
| 前言..... | 5 |
| 1. 内销市场：多品牌化运作，最大化恢复利润增长..... | 6 |
| 1.1. 外部环境边际改善..... | 6 |
| 1.1.1. 前三季度行业低迷，四季度竣工数据回暖..... | 6 |
| 1.1.2. 价格战有望降温..... | 7 |
| 1.2. 差异化品牌运作..... | 9 |
| 1.3. 激光电视、ULED 超清等高端新品发布，产品结构优化..... | 10 |
| 1.3.1. 激光电视——大屏时代的王者..... | 11 |
| 1.3.2. 社交电视——家庭社交娱乐智慧中心..... | 12 |
| 1.3.3. 叠屏电视——液晶电视显示技术的里程碑..... | 13 |
| 1.4. 渠道整合提升经营效率..... | 13 |
| 2. 海外市场：TVS 扭亏为盈，海信+东芝市占率不断提升..... | 14 |
| 3. 主业延展：商业显示、互联网运营市场空间广阔..... | 15 |
| 3.1. 进军商业显示发挥技术优势..... | 15 |
| 3.1.1. 布局智慧教育..... | 16 |
| 3.1.2. 智能会议..... | 18 |
| 3.2. 互联网电视..... | 18 |
| 4. 混改大幕拉开..... | 20 |
| 4.1. 青岛国资企业混改基本情况..... | 20 |
| 4.2. 更名之后，集团在视像领域资产整合加速..... | 20 |
| 4.3. 改善公司治理..... | 21 |
| 5. 业绩预测..... | 24 |
| 5.1. 销量预测..... | 24 |
| 5.2. 费用率预测..... | 25 |
| 5.3. 营收预测..... | 25 |
| 5.4. 毛利率与净利率..... | 26 |
| 5.5. 估值分析..... | 27 |
| 5.6. 投资建议..... | 28 |
| 6. 附录..... | 29 |
| 6.1. 特大型国资电子信息产业集团——海信集团..... | 29 |
| 集团四大产业格局..... | 29 |
| 集团经营情况..... | 29 |
| 6.2. 集团控股公司..... | 30 |
| 广东海信物业服务有限公司..... | 31 |
| 海信集团财务有限公司..... | 31 |
| 青岛海信智慧家居系统股份有限公司..... | 31 |
| 青岛海信通信有限公司..... | 32 |
| 青岛智动精工电子有限公司..... | 33 |
| 6.3. 海信多媒体产业梳理..... | 34 |

| | |
|-----------------|----|
| 聚好看科技股份有限公司 | 34 |
| 青岛海信宽带多媒体技术有限公司 | 35 |

图表目录

| | |
|---------------------------------|----|
| 图 1: 前三季度中国市场彩电出货量下滑 2.8% | 6 |
| 图 2: 零售端彩电销售量与销售额双双下滑 | 6 |
| 图 3: 地产竣工数据刺激彩电行业需求 | 7 |
| 图 4: 国内液晶电视面板价格与面板企业毛利率持续下滑 | 7 |
| 图 5: 海信视像季度归母净利润自 2017 半年以来大幅下滑 | 8 |
| 图 6: 彩电零售端价格持续下滑 | 8 |
| 图 7: 历史上, 奥运会与世界杯会一定程度拉动电视销量 | 9 |
| 图 8: 2019 年零售市场分品牌均价 (元) | 9 |
| 图 9: 每百户彩电拥有量保持平稳 | 10 |
| 图 10: 零售端彩电尺寸不断增加 | 10 |
| 图 11: 冰箱行业零售量连年下滑 | 11 |
| 图 12: 海尔冰箱业务稳健增长 | 11 |
| 图 13: 海信激光电视发展历程 | 11 |
| 图 14: 海信发布全球首台卷曲屏幕激光电视 | 12 |
| 图 15: 海信发布 100 吋 L9 三色激光电视 | 12 |
| 图 16: 海信社交电视 S7 VS 华为智慧屏 | 12 |
| 图 17: 叠屏电视原理 | 13 |
| 图 18: 中国电视行业内销及外销情况 | 14 |
| 图 19: 海信视像的海外收购历程 | 14 |
| 图 20: 公司定位为综合解决方案提供商 | 15 |
| 图 21: 海信商显主要股东结构 | 15 |
| 图 22: 大陆商用显示产品年度销售额 | 16 |
| 图 23: 海信智慧教育解决方案 | 16 |
| 图 24: 海信交互式触摸一体机 | 16 |
| 图 25: 视源股份业务拓展历程 | 17 |
| 图 26: 聚好学 APP 教育资源覆盖从少儿到高中等领域 | 18 |
| 图 27: 海信智能会议解决方案 | 18 |
| 图 28: 聚好看科技有限公司股权结构 | 19 |
| 图 29: 海信视像四大核心优势 | 20 |
| 图 30: 海信国际营销公司股权结构 | 21 |
| 图 31: 海信电子控股为海信集团骨干员工激励平台 | 22 |
| 图 32: 复盘公司控股股东及一致行动人的增减持情况 | 23 |
| 图 33: 2018Q1-2019Q3 今季度费用率情况 | 25 |
| 图 34: 公司季度毛利率与净利率情况 | 26 |
| 图 35: 海信视像历史 PB (倍) | 27 |
| 图 36: 公司在手净现金情况 | 28 |

| | |
|---|----|
| 图 37: 海信集团产业布局 | 29 |
| 图 38: 青岛海信智慧家居系统股份有限公司股权结构图 | 32 |
| 图 39: 青岛海信电子产业控股股份有限公司股权结构图 | 32 |
| 图 40: 青岛海信通信有限公司股权结构图 | 33 |
| 图 41: 青岛智动精工电子有限公司股权结构图 | 33 |
| 图 42: EMS 产业链 | 34 |
| 图 43: 公司产品应用分类及应用场景 | 35 |
| 图 44: 光模块的产业链及公司产品在产业链所处位置 | 36 |
| 图 45: 中国光芯片市场规模预测 (亿美元) | 36 |
| 图 46: 数据中心与电信市场规模预测 (亿元) | 36 |
| 图 47: 2017 年光芯片国产化率 | 37 |
| 图 48: 中国光器件市场规模 (亿美元) | 37 |
| 图 49: 全球主要光器件厂商市场份额占比图 | 37 |
| 图 50: 2018 年国内光器件企业市场份额 | 38 |
| 图 51: 中国光模块市场规模及同比增长 (亿美元) | 39 |
| 图 52: 2017 年光收发模块国产化率 | 39 |
| 图 53: 2018 年光模块厂商市场份额 | 39 |
| | |
| 表 1: 教育 IWB 市场规模 | 17 |
| 表 2: 销售商品所产生的关联交易金额 (亿元) | 21 |
| 表 3: 美的集团六期股票期权激励计划 | 22 |
| 表 4: 保守预测: 预计公司 2024 年达成 4000 万台出货量目标 | 24 |
| 表 5: 中性预测: 预计公司 2023 年达成 4000 万台出货量目标 | 24 |
| 表 6: 乐观预测: 预计公司 2022 年达成 4000 万台出货量目标 | 24 |
| 表 7: 费用率预测 | 25 |
| 表 8: 收入预测拆分 | 26 |
| 表 9: 归母净利润预测 | 27 |
| 表 10: 可比公司 PB (倍) | 27 |
| 表 11: 海信集团近五年利润收入 | 30 |
| 表 12: 海信集团主要控股公司及持股比例 | 30 |
| 表 13: 广东海信物业服务服务有限公司营收情况 | 31 |
| 表 14: 海信集团财务有限公司营收情况 | 31 |
| 表 15: 2018 年国内 EMS 主要厂商收入利润规模 | 34 |
| 表 16: 主要企业光芯片生产能力 | 37 |
| 表 17: 国内光器件光模块行业典型公司一览 (营业收入为 2018 年数据) | 40 |

前言

事件：过去半年以来，海信视像动作不断

- 1) 2019年7月，青岛市国资委在官网公布了102户混改企业目录，海信集团位列首位；
- 2) 海信电子不断增持公司股份，从2019年11月22日至2020年1月累计增持股份占公司总股本2%；
- 3) 2019年12月16日，公司将名称“海信电器”正式更名为“海信视像”；
- 4) 2019年12月25日，公司公告称，海信集团将其持有的22.996%股份转让海信电子控股，海信电子控股成为公司控股股东。
- 5) 2020年1月14日，股权转让登记完成。

但与此同时，大家也对行业和公司未来存在疑虑：

- 1) 2019年电视行业销量整体低迷，互联网品牌利用价格战攻城掠地，行业未来前景如何？产品形态如何发生本质变化？
- 2) 前三季度公司归母净利下滑，TVS渠道整合拖累部分业绩。2020年，海信如何主动出击，提升业绩？
- 3) 国企体制之下，员工激励明显不足，治理效率有待提升。而新进入行业的多为互联网品牌，如何与它们进行人才竞争？此次混改会给公司带来哪些方面的改善与制度放松？

我们认为：

- 1) 随着地产竣工数据逐步回暖，2020年东京奥运会有望刺激部分更新需求，面板价格温和上涨有望使得价格战降温，**行业边际出现改善的迹象。**
- 2) 2019年，公司在社交电视、激光、超高清、叠屏等领域高端新品引人瞩目，产品结构不断优化；同时，**多品牌战略进可攻**（高端产品提升毛利率）、**退可守**（高性价比产品应对价格战，守住市场份额）；TVS渠道整合已经逐步完成，预计在2019-2020年期间实现扭亏为盈。
- 3) **公司更名为“海信视像”，沿着显示产业，开启多元化发展之路。**
- 4) 同城企业青岛双星混改已经启动，公司混改正逐步推进中。混改完成后，将进一步激发活力。

2020年，外部边际改善，内生增长稳健，公司有望迎来困境反转。

1. 内销市场：多品牌化运作，最大化恢复利润增长

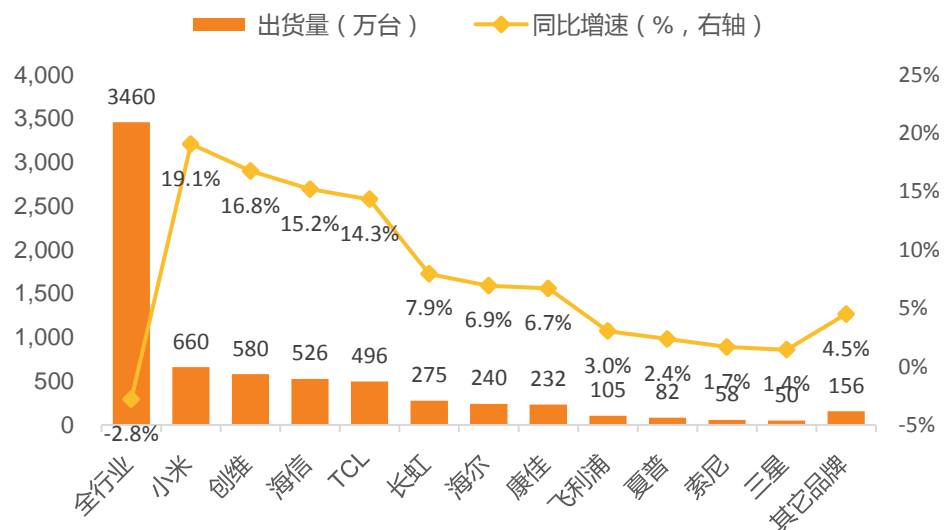
1.1. 外部环境边际改善

1.1.1. 前三季度行业低迷，四季度竣工数据回暖

出货端与零售端双双下滑。 **出货端：**根据群智咨询的数据，前三季度中国内销市场彩电出货量为 3460 万台，同比下滑 2.8%，其中三季度出货量为 1220 万台，同比大幅减少 7.4%。
零售端：据奥维云网(AVC)数据，2019 年中国零售市场全年零售量 4773 万台，同比下降 0.04%，零售额 1340 亿元，同比下降 10.08%。市场自 2018 年 Q4 以来，连续四个季度呈下滑态势，但 2019Q4 零售量出现边际好转，同比微增。

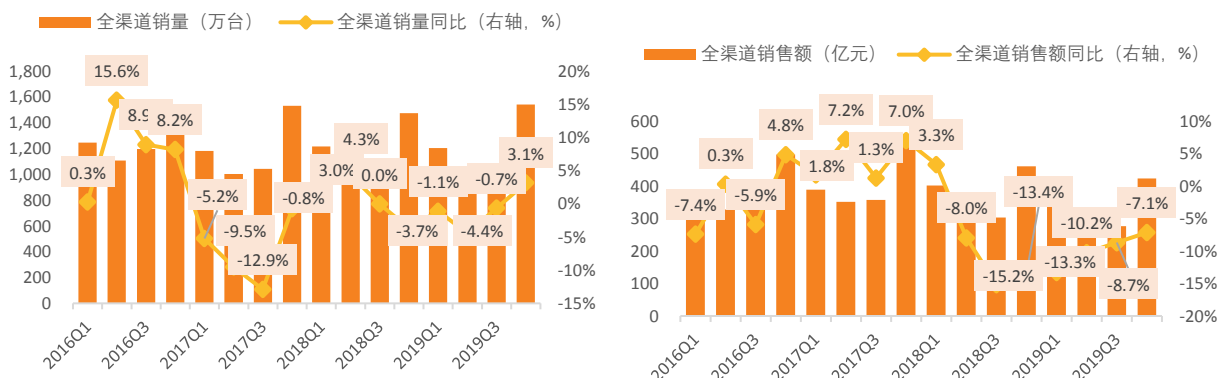
互联网品牌异军突起。在市场出货量规模萎缩的情况下，创维、海信、TCL 等传统龙头品牌出货量增速有所下滑，但仍保持在 10%以上，市场集中度进一步提升。12 月 30 日，互联网品牌小米公布 2019 年电视出货量已完成 1000 万台目标，晋升为行业第一。

图 1：前三季度中国市场彩电出货量下滑 2.8%



资料来源：群智咨询，天风证券研究所

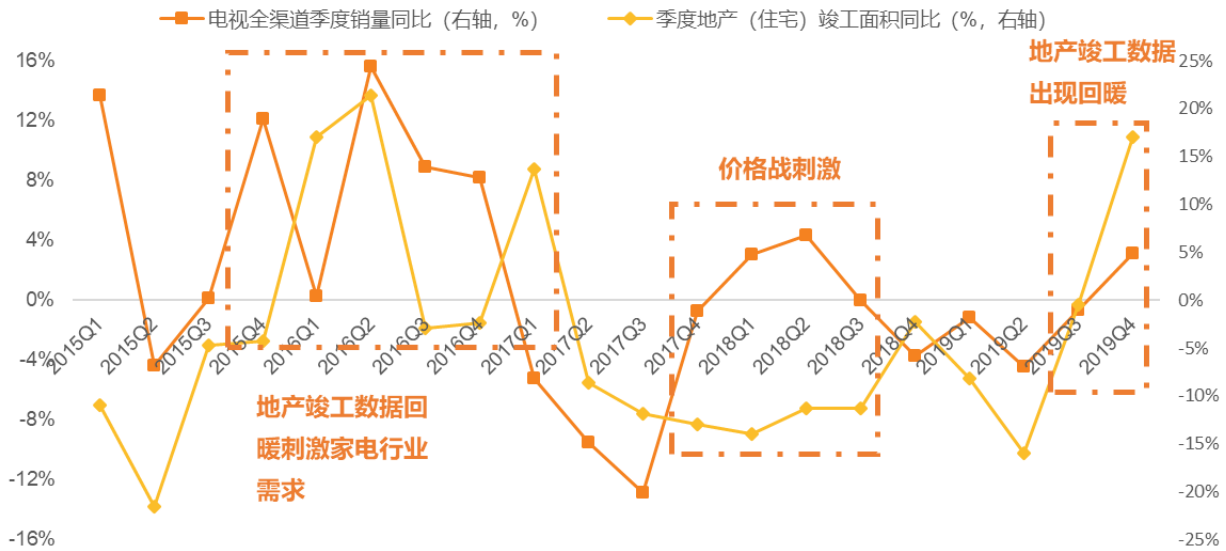
图 2：零售端彩电销售量与销售额双双下滑



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

四季度房屋竣工数据向好，将带动 2020 年电视需求好转。作为地产后周期行业，家电需求与房屋购置与装修呈现一定的关联性。复盘电视行业的季度销量数据与地产季度竣工数据，排除掉 2018 年价格战刺激影响，我们发现两者增速高度相关。2H2019 后，国内房屋竣工数据出现回暖，四季度竣工面积同比增长 17%，增速下行趋势出现反转。我们判断地产数据回暖将一定程度上拉动 2020 年 C 端家电需求。

图 3：地产竣工数据刺激彩电行业需求

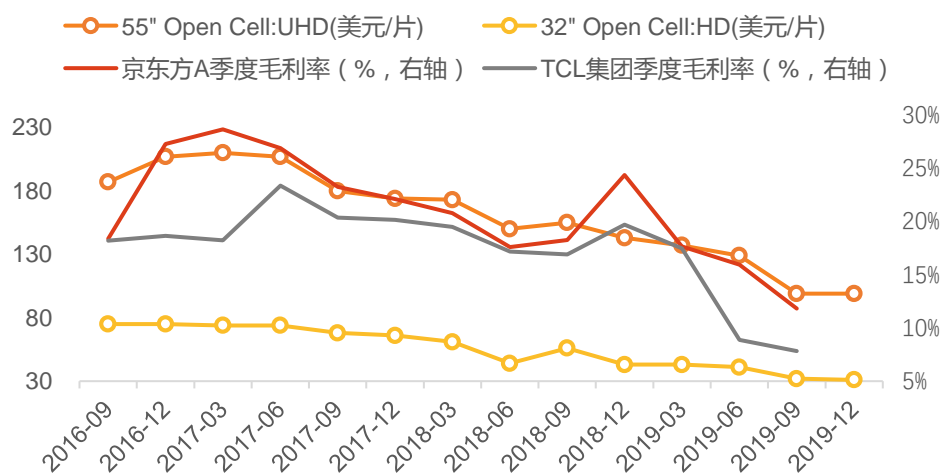


资料来源：奥维云网，天风证券研究所

1.1.2. 价格战有望降温

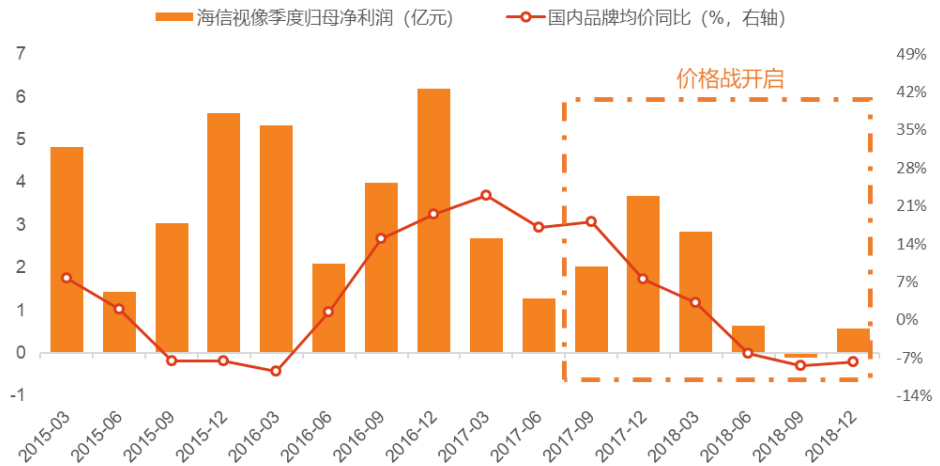
面板价格持续下跌，带动电视行业价格战不断。从 2017H2 开始，由于面板行业供过于求，面板价格持续滑落。2017 年 6 月，55 寸液晶电视 UHD 面板价格为 207 美元/片，至 2019 年 12 月份，价格跌至仅 99 美元/片。2017 年，随着乐视债务危机的全面爆发，下半年开始以小米为代表的互联网品牌通过发动价格战迅速抢占乐视电视的市场份额，尽管电视机行业的盈利能力下行，但互联网品牌由于看好后续智能家居战略布局，仍不断加入该行业。成本端面板价格的下跌是价格战持续至今的重要原因。

图 4：国内液晶电视面板价格与面板企业毛利率持续下滑



资料来源：WIND，天风证券研究所

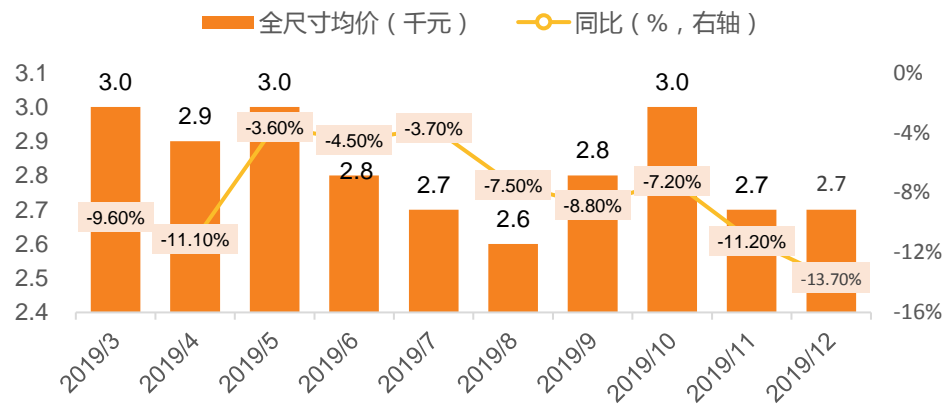
图 5：海信视像季度归母净利润自 2017 半年以来大幅下滑



资料来源：中怡康零售数据，天风证券研究所

2019 年全年，零售均价继续下滑。根据奥维云网的数据，12 月，市场全尺寸均价 2700 元，同比-13.7%，整体零售额 128 亿元，同比-17.5%。

图 6：彩电零售端价格持续下滑



资料来源：奥维云网全渠道推总数据，天风证券研究所

面板价格上涨有望使电视行业价格战降温。复盘面板价格周期，我们发现：2016 年-2017 年初面板价格上涨，公司 2016 年实现了 17.6 亿的归母净利润，而 17 年初后面板价格下跌，并没有带来利润的改善。核心原因是，不断下降的面板价格，给予新进互联网品牌发起价格战的空间，市场产品均价不断下滑，厂商利润空间被压缩。同理，面板价格温和上涨不会压缩厂商利润空间，而会使价格战降温，使得行业竞争格局边际改善。

我们判断，2020 年的国内电视市场：

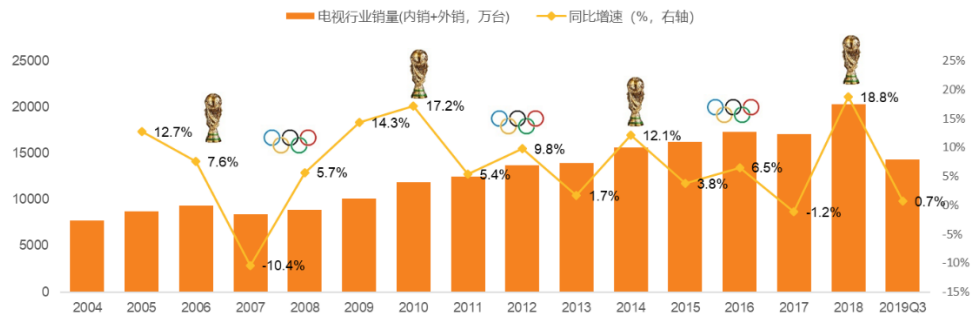
1) 2020 年上半年面板价格回暖。面板价格上涨主要源于几大因素共同影响：1) 日韩厂商相继出售或关闭液晶产线，如松下退出液晶面板业务、三星关停低世代面板生产线；2) 国内面板企业毛利率不断下滑，有望通过提价实现触底反弹；3) 5G、AI、4K、8K 等技术赋予 OLED、QLED 等高端液晶面板更大的舞台和空间。

2) 价格战降温缓解厂商利润下滑。2020 年，当面板价格进入温和上涨的阶段，有望抑制过激的行业价格竞争，从而边际上缓解电视厂商毛利率下滑。

3) 东京奥运会+地产数据回暖，有望一定程度上刺激行业需求。2020 年有两场重要的赛事举办：东京奥运会和欧洲杯（海信为本届欧洲杯赞助商）。数据显示，奥运会和世界杯举办年份通常都会迎来电视销量的跃升。2016 年巴西奥运会和 2018 年的俄罗斯世界杯分

别拉动中国电视机销量（内销+外销）增速达 6.5%和 18.8%。

图 7：历史上，奥运会与世界杯会一定程度拉动电视销量



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

1.2. 差异化品牌运作

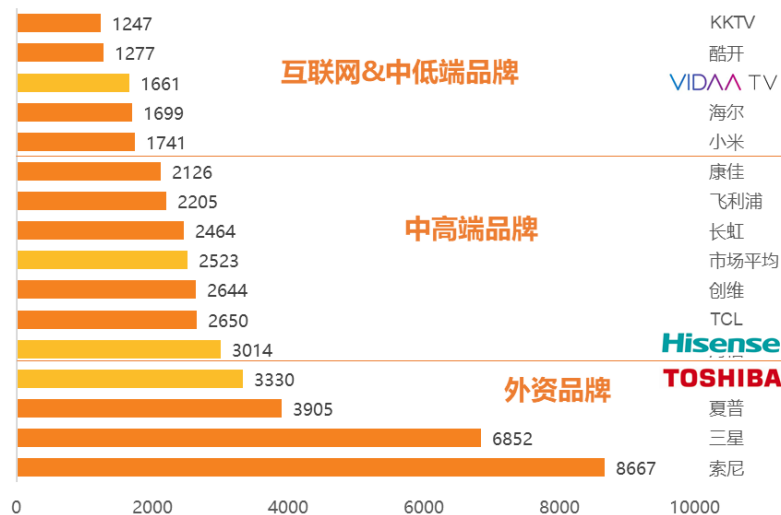
海信电视作为国产品牌，一直以来走中高端路线。在与夏普、索尼等海外品牌竞争时，长期的品牌定位，导致海信品牌提价空间较为有限；面对小米等互联网品牌的低价优势，其降价空间同样有限。海信通过自建与收购，将于 2020 年重塑“海信+TVS+VIDAA”品牌组合，建立了差异化品牌优势。

1) 海信品牌：线下为基本盘，迭代创新，占领大众中端市场。随着近年来激光、叠屏与社交电视等高端新品的发布，海信品牌的产品结构也在不断优化。

2) VIDAA 品牌：专注线上，主打性价比，占领价格敏感型消费者与年轻人市场。在线下渠道，海信占有较大优势；而在线上渠道，小米等互联网品牌则凭借高性价比异军突起。海信用 VIDAA 品牌主攻线上渠道，主打性价比来应对互联网品牌的冲击。

3) 东芝品牌：主打高端市场。索尼、夏普等外资品牌在国内主要走大屏幕、高清、智能等高端路线，由于其品牌优势拥有极强的定价权。前三季度外资品牌飞利浦、夏普、索尼、三星受国产品牌冲击，出货量分别下滑 25.5%、64%、12.3%、26%，但其出货量合计仍达 295 万台，合计出货市场占有率达 8.53%。在高端品牌市场，2020 年海信将拿回 TVS 在北美和国内的品牌授权，新的管理和品牌定位将使 TVS 焕发新活力，与夏普、索尼等争夺高端市场。

图 8：2019 年零售市场分品牌均价（元）



资料来源：中怡康零售数据，天风证券研究所

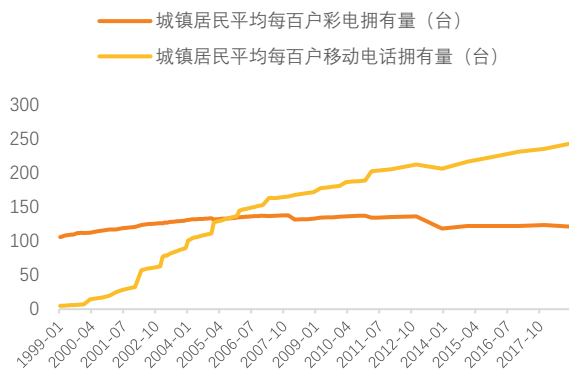
根据中怡康监测数据，1-12月，VIDAA、海信品牌均价分别为1661元、3014元。海信品牌市场零售额占有率达17.3%(+0.29ppt)，VIDAA品牌自4月上市以来市场零售额占有率达0.63%。

随着差异化品牌定位战略的实施，公司能够保证“进可攻（高端产品提升毛利率），退可守（低价产品守住市场份额）”，国内市场业务的业绩有望改善。

1.3. 激光电视、ULED 超清等高端新品发布，产品结构优化

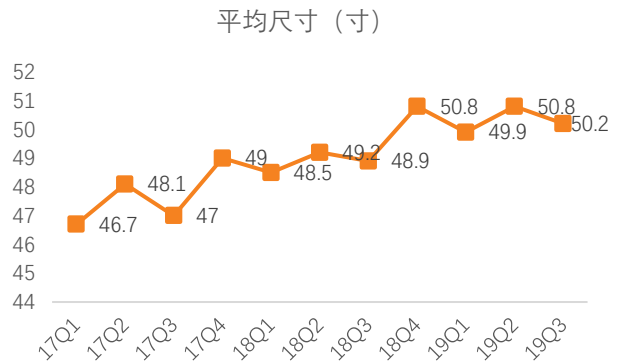
电视终端用户趋于饱和。2005年底，城镇居民每百户家庭移动电话拥有量达133.39台，首超每百户彩电拥有量133.37台。此后移动电话拥有量持续上升，2014年在4G开启加速普及的冲击下，彩电拥有量小幅下跌，之后保持平稳。2018年底，城镇居民每百户移动电话拥有量为243台，每百户家庭彩电拥有量反而下降至121台。我们认为，由于智能移动终端（手机、iPad等）电子产品的兴起，并没有减少个体在娱乐时长，但减少了坐在电视机前观赏视频的时长，从而对于电视终端的配置需求从原先的一户多台，逐渐下降至一户一台。但从电视使用场景来看，卧室电视的配置比例下降，客厅电视成为标配，从而在尺寸选择上进一步注重娱乐化，平均尺寸也在增加。

图 9：每百户彩电拥有量保持平稳



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

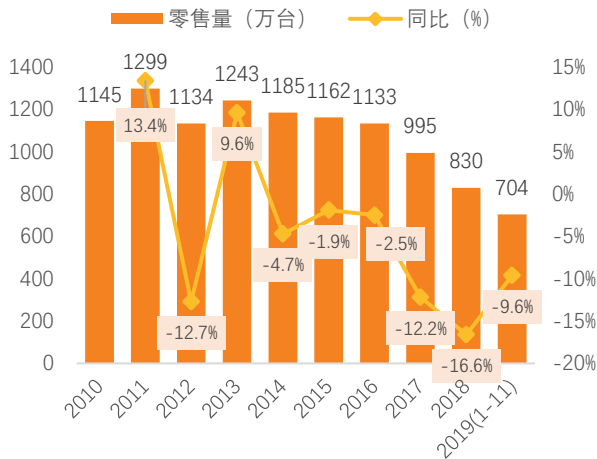
图 10：零售端彩电尺寸不断增加



资料来源：奥维云网全渠道推总数据，天风证券研究所

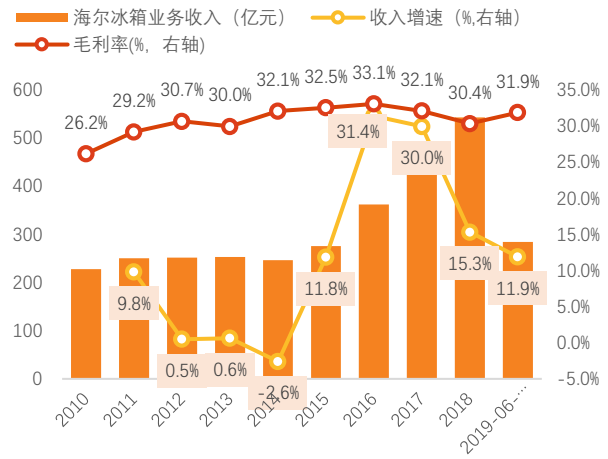
复盘冰箱行业，我们发现2014年后，在经历家电下乡的几年普及后，冰箱市场趋于饱和，零售量连年下滑。根据中怡康数据显示，2015年冰箱行业零售额同比下滑1.2%、零售量同比下滑4.9%；在行业低迷的情况下，海尔作为冰箱行业的龙头，冰箱业务营收达275.9亿元，同比大幅增长11.8%，其重要原因是卡萨帝品牌带动冰箱业务产品结构优化，毛利率达32.54%。其后，公司冰箱业务毛利率始终高于30%，市场占有率不断提升。电视市场目前正逐步进入存量竞争阶段，对于龙头厂商来说，产品结构的优化同样是其业绩提升的关键。

图 11：冰箱行业零售量连年下滑



资料来源：中怡康，天风证券研究所

图 12：海尔冰箱业务稳健增长



资料来源：WIND，公司公告，天风证券研究所

电视行业存量竞争阶段，我们认为企业业绩提升的两大突破口：

- 1) **技术优势领先对手**：企业通过在屏幕、显示芯片、算法等领域的技术优势提升产品的用户体验，优化公司的产品结构。
- 2) **提升用户粘性**：与内容方深度合作，掌握优势视频音频类资源，并通过游戏、视频通话、AI 语音控制等功能丰富其娱乐、社交属性。

1.3.1. 激光电视——大屏时代的王者

大屏时代，激光电视具备独特优势：

- 1) **价格优势**。激光电视能实现 80 吋以上甚至 100 吋的大屏，100 吋以上的液晶电视价格在数十万元，非常昂贵，而激光电视目前已经有万元的产品。
- 2) **近距离观影优势**。与 85/82 吋液晶电视 6 米的观看距离相比，激光电视对客厅视距要求较低，80 吋视距仅需 3 米，100 吋视距仅需 4 米，能够满足小户型的大屏观影需求。
- 3) **护眼优势**。激光电视屏幕采用菲涅尔无源仿生屏，不通电，靠主机光源投射出来的光线在屏幕成像，肉眼接收到的是折射光源，观看舒适自然。

图 13：海信激光电视发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

海信在激光电视领域占据绝对优势。在美国拉斯维加斯举办 CES 2020 专场发布会，正式发布了卷曲屏幕激光电视、全色激光电视以及屏幕发声激光电视等颠覆性产品。自 2014 年以来，海信相继发布了多款激光电视。2019 年，海信激光电视的销量同比增长 89.7%，80 吋及以上市场占比超过 40%，产品 80L5 牢牢占据了年榜第一。

图 14：海信发布全球首台卷曲屏幕激光电视



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 15：海信发布 100 吋 L9 三色激光电视



资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.3.2. 社交电视——家庭社交娱乐智慧中心

首款社交电视 S7：2019 年 8 月 19 日，海信首款社交电视 S7 亮相，这款电视支持视频畅聊、游戏、K 歌等社交活动。海信 S7 电视突破行业难题，首创 6 路视频畅聊，在播放 4K 高清电视的同时，6 路亲友可同时接入，实时 AI 语音控制，可以一边和亲人看电视，一边聊家常。与华为智慧屏比，海信 S7 应用市场中几乎涵盖了目前电视端主流的大部分 APP，支持第三方 APK 程序扩展等，其内容生态具备很大优势。

图 16：海信社交电视 S7 VS 华为智慧屏

| | 海信社交电视 S7 旗舰版 | 华为智慧屏 |
|------|---------------|------------|
| 价格 | 6499 | 6599 |
| 发布时间 | 2019年8月19日 | 2019年9月26日 |
| 尺寸 | 55英寸 | 65英寸 |
| 运行内存 | 4+32GB | 4+64GB |
| cup | 双芯架构 | 双芯架构 |
| 屏幕 | ULED | 量子点 4K |
| 摄像头 | AI智慧摄像头 | AI智慧摄像头 |
| 系统 | Hi Table | 鸿蒙系统 |
| 视频通话 | 6路 | 1路 |

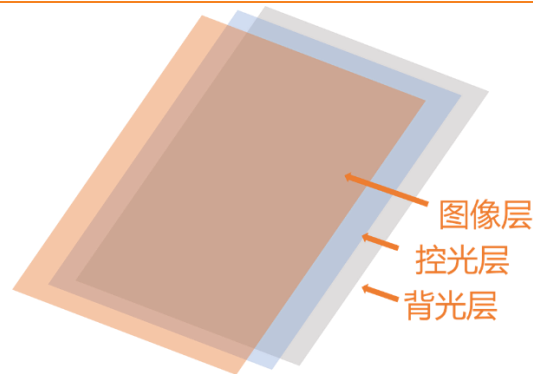
资料来源：公司官方商城，天风证券研究所

1.3.3. 叠屏电视——液晶电视显示技术的里程碑

2019年7月，海信发布了全球首台叠屏电视 U9。叠屏电视在液晶电视彩色面板和背光源之间，增加一层控光面板，利用自主研发的叠屏双控算法控制上下两层面板显示，上面板呈现细腻色彩，下面板精控明暗细节，具备像素级控光能力和超高对比度表现力，在液晶电视显示技术领域具有里程碑意义。

叠屏电视是海信强大显示技术的代表作，对于提升海信品牌形象、占领高端市场具有重要意义。海信的65吋观星级叠屏电视的2019年售价为17999元，超过了索尼2019年的65吋液晶画质旗舰产品的售价，2020年还将推55吋和75吋产品。

图 17：叠屏电视原理



资料来源：天风证券研究所

1.4. 渠道整合提升经营效率

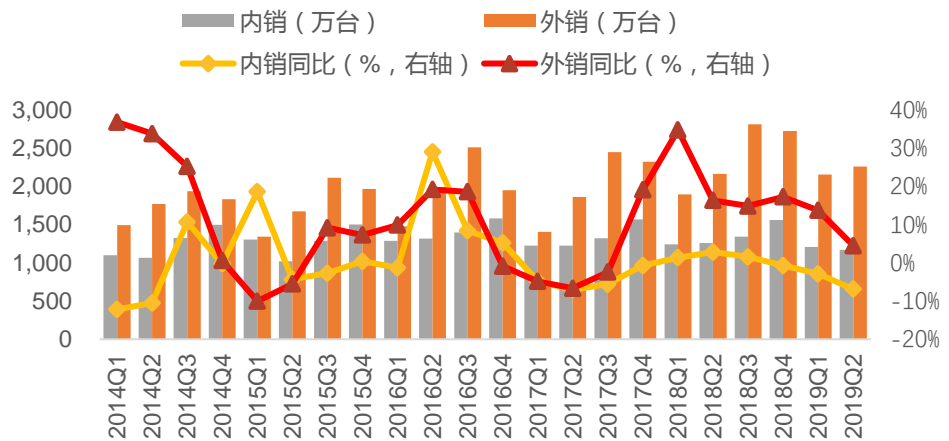
推动建立海信全品类门店，关闭低效门店。此前在 T5 市场，也包括三四级市场，海信专营店由海信集团市场营销部统筹，以海信电视，与海信冰洗和空调的市场营销部门负责分别落地推进。在发展过程中，由电视、冰洗、空调，以及手机，厨电等产品公司营销总部与各地营销中心负责对接、落地。这造成很多事情无法形成合力，对客户的服务，市场的变化等响应不及时。

目前公司有部分左右收入是通过线上，有部分是通过 KA 门店，剩余的部分主要是在三四线的经销商与渠道网络，19Q3 季度到 2020 年，公司正逐步关闭低效的门店，取缔低效的门店和经销商。国内市场的增长主要来自于三四级渠道规模的增长，销售费用的增长也和三四级渠道拓展有关系，渠道整合对内销的增长具有正面贡献。

2. 海外市场：TVS 扭亏为盈，海信+东芝市占率不断提升

中国品牌销量及市占率不断提升。根据产业在线的数据，1Q19 与 2Q19，行业内销分别完成 1208.5 万台与 1172.5 万台，同比-2.9%与-6.8%；而外销分别完成 2157.5 万台与 2263.4 万台，分别+13.8%与+4.5%，中国品牌出海表现越来越好。

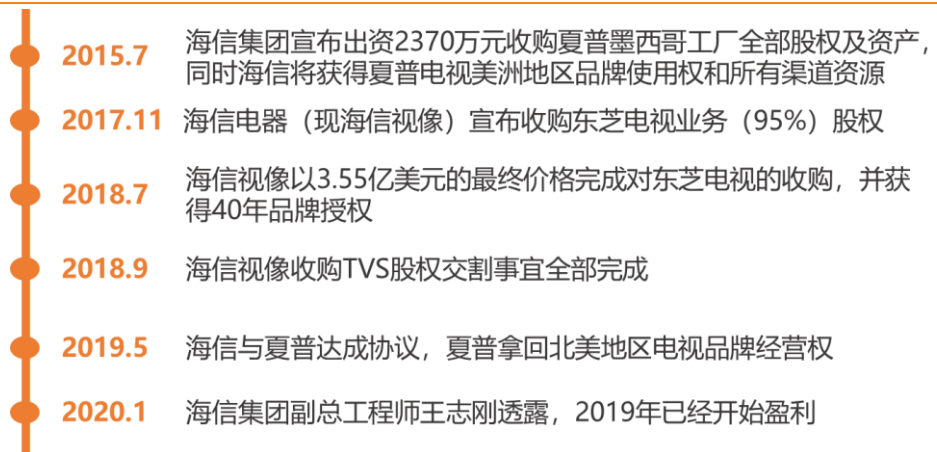
图 18：中国电视行业内销及外销情况



资料来源：产业在线，天风证券研究所

海信系公司近年来通过海外收购，获得了陆续获得了夏普工厂和渠道资源、TVS 品牌 40 年授权。海信通过海外并购，整合双方研发、供应链和全球渠道资源，加快了国际化进程。

图 19：海信视像的海外收购历程



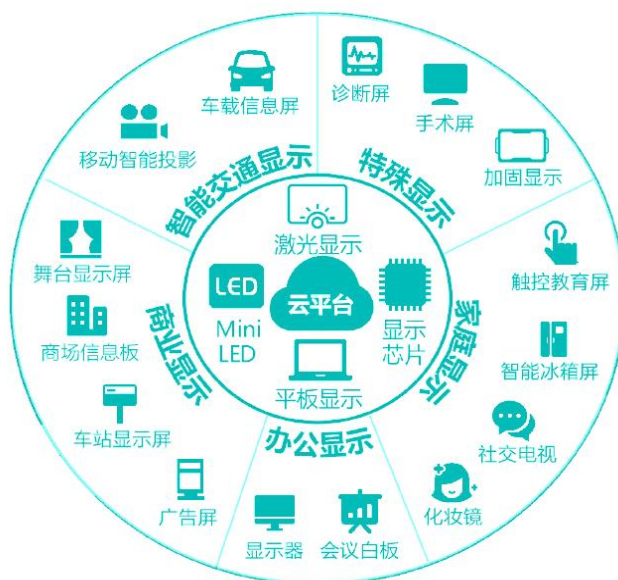
资料来源：公司官网，天风证券研究所

TVS 渠道整合阵痛渐去。1H19，TVS 营业收入 14.9 亿元，净利润亏损 0.87 亿元，其原因是 TVS 渠道整合过程中，公司需要支付原有渠道及自建渠道两方费用。TVS 渠道整合完成后，其原有渠道逐渐切换为自建渠道，省去了大量代理费。1 月 14 日，海信集团副总工程师王志刚透露，2019 年东芝在日本市场占有率名列前茅，已经开始盈利。

3. 主业延展：商业显示、互联网运营市场空间广阔

从电视业务向视像产业群拓展。海信电器在公告中表示：公司已从单一的电视产品制造企业逐渐发展成为集视像技术研发应用，全场景云平台运营为一体的综合解决方案提供商。未来公司以“视像无处不在、应用无处不在、客户无处不在、关爱无处不在”为导向，凭借显示领域的技术累积，通过主业拓展的形式，构建视像行业领先的产业集群。海信在以电视、冰箱大屏为代表的家庭显示之外，已经完成或正在对办公显示、商用显示、智能交通显示及特殊显示等领域布局。

图 20：公司定位为综合解决方案提供商

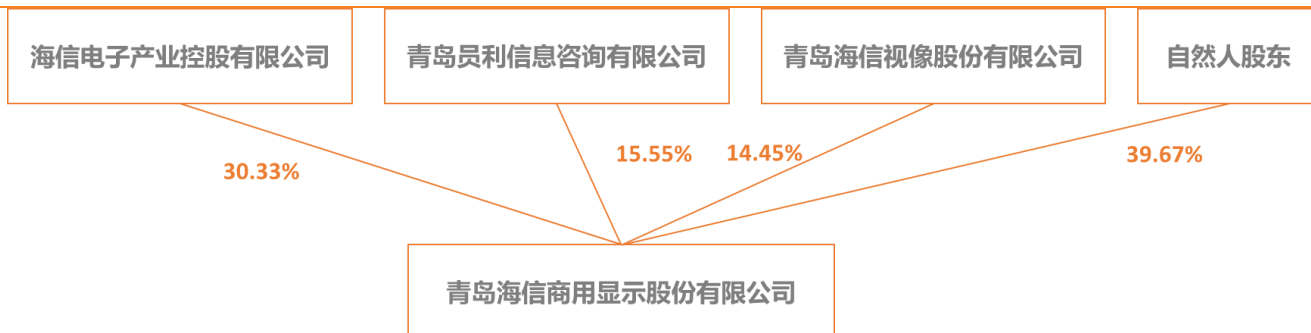


资料来源：公司官方微信公众号，天风证券研究所

3.1. 进军商业显示发挥技术优势

海信于 2017 年成立青岛海信商用显示股份有限公司，专注于为国内外市场提供商用显示产品及系统解决方案。海信商显先后在行业内率先推出具有拥有 20 点触控技术和 4K 超高清显示的交互式触控一体机，支持 3mm 精细化、真笔迹书写的 4K 全场景会议平板，基于老师传统 PPT 备授课使用习惯的智慧课堂系统解决方案等多种产品及系统解决方案，此外，海信的互动酒店电视、数字标牌、拼接显示器也凭借在显示方面的技术积累和优势，深得消费者信赖，广泛应用于商业广告、安防监控、指挥调度及其它应用。

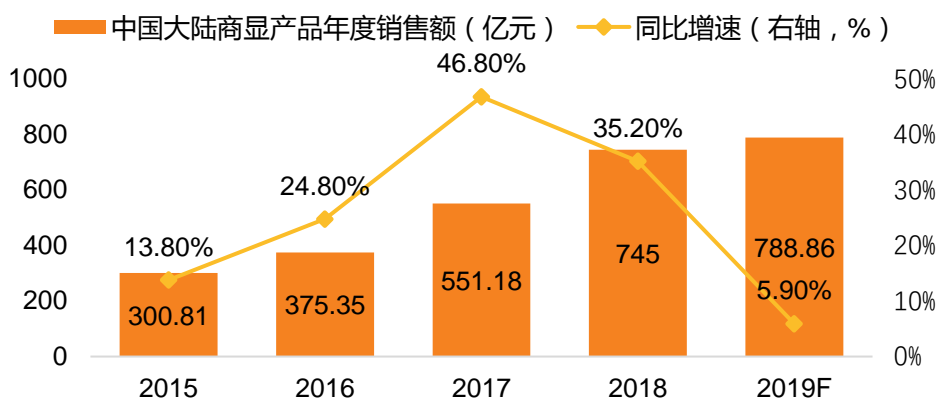
图 21：海信商显主要股东结构



资料来源：企查查，天风证券研究所

根据奥维云网数据，2019 年中国商用显示八大品类维持了 5.9% 的增长，达到 789 亿元。

图 22：大陆商用显示产品年度销售额

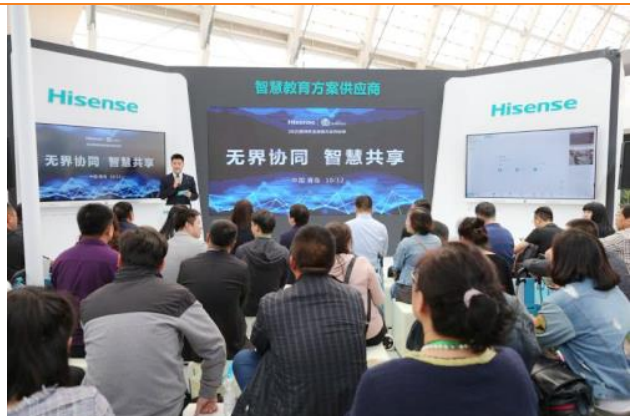


资料来源：奥维云网，天风证券研究所

3.1.1. 布局智慧教育

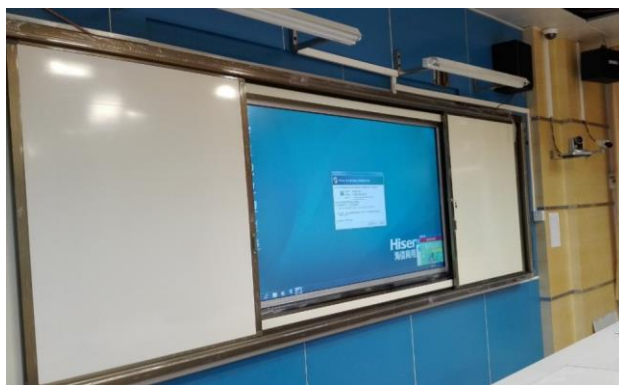
教育产业是商显重要的细分行业，海信发布云教室系统解决方案进军该市场。2019 年 10 月，海信召开“无界协同，智慧共享”海信云教室系统解决方案新品发布会，重磅推出全新的海信云教室系统解决方案。授课时只需一块海信触控屏+一块辅屏+一个简易摄像头+一只麦克风，通过海信云教室系统，便可以实现主讲教室和听讲教室的学生双向互动学习，异地的图像、声音、板书等均同步传输，直播、共享文件、协作白板、录课、音视频与电子白板互动等多元多样化的交互方式。

图 23：海信智慧教育解决方案



资料来源：中国教育装备网，天风证券研究所

图 24：海信交互式触摸一体机



资料来源：中国教育装备网，天风证券研究所

智慧教育领域具有百亿市场空间。中国大陆教育 IWB(交互式智能平板)市场呈稳步增长，奥维睿沃 (AVC Revo) 调研数据显示，2018 年教育 IWB 市场销量规模接近 125 万台，同比增长 3.4%，销额 201 亿元，同比增长 9.5%。其中教育液晶交互式智能产品销量 97.6 万台，销额 154.4 亿元，同比增长分别是 10.7%、9.5%。

表 1: 教育 IWB 市场规模

| | | 液晶式 IWB | 投影式 IWB |
|-----|----------|---------|---------|
| 出货量 | 销量 (万台) | 97.6 | 27.3 |
| | 增速 (%) | 10.70% | -6.50% |
| | 占比 (%) | 78.20% | 21.80% |
| 出货额 | 销售额 (亿元) | 154.4 | 46.7 |
| | 增速 (%) | 9.50% | 9.60% |
| | 占比 (%) | 76.80% | 23.20% |

资料来源: 奥维睿沃, 天风证券研究所

智能交互领域龙头——视源股份。目前国内的 IWB 的龙头为视源股份。2019 年上半年, 视源股份旗下希沃交互智能平板产品实现营业收入 20.96 亿元, 同比增长 14.15%, 交互智能平板销售额市占率为 40.40%, 同比上升 3.4%, 位居中国大陆教育市场交互智能平板排名首位。

视源股份起家于液晶电视显示主控板卡业务, 08 年后, 公司结合其在**显示控制领域的技术**, 开始涉足教育市场, 研发智能交互式平板, 并取得了巨大成功。2011 年公司营收为 11.6 元, 2018 年增至 169.8 亿元, 并于 2019 年 7 月被评为世界 500 强。

图 25: 视源股份业务拓展历程

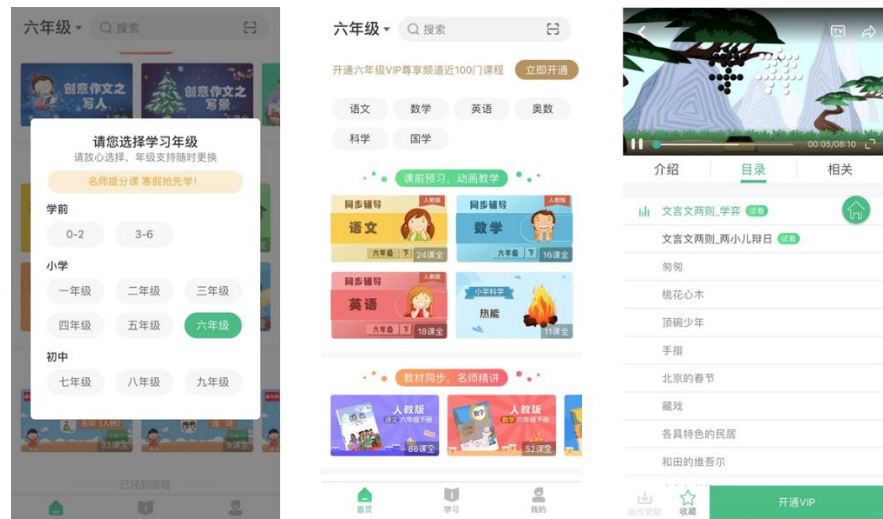


资料来源: 公司招股说明书, 天风证券研究所

相较于视源股份的业务拓展历程, 海信视像布局教育领域则建立在坚实的基础之上, 其具有**五大基础优势**:

- 1) 品牌基础:** 海信集团旗下电视、冰箱、冷柜、洗衣机及小家电等产品早进入全球千家万户, “海信”品牌已深入人心。在 2018 中国品牌价值排行榜中, “海信”品牌蝉联自主创新品牌价值第一。
- 2) 技术基础:** 公司作为电视龙头, 多年来在液晶高清显示、显示芯片、智能制造等多领域积累了巨大优势。截至 18 年底, 公司研发人员有 2577 名, 研发投入达 11.9 亿元。
- 3) 资金基础:** 公司经过多年积累, 资金实力雄厚。
- 4) 渠道基础:** 背靠海信集团, 已经多年来自身积累, 海信视像在海外及国内各地拥有丰富的经销商、政府资源。
- 5) 内容基础:** 公司在内容运营领域已有布局。在教育领域, 海信打造了“聚好学”平台。“聚好学”是一款以 B2B2C (business to business to Customer) 模式为产品形态, 以优质教学资源+服务为核心, 为全家庭成员提供一站式学习的服务平台。公司自 2015 年试运行一年多时间, 便与贝瓦、学而思、培诺、中公教育、中华会计网校等数十家国内顶级在线教育内容商建立合作。1H19, 聚好学已经覆盖 800 万用户; 形成了从少儿到高中的垂直一体化的教育体系, 教育资源用户数量已突破 1800 万, 专业课程超过 30 万小时, 成为资源最富的线上教育平台。

图 26：聚好学 APP 教育资源覆盖从少儿到高中等领域



资料来源：聚好看 app，天风证券研究所

3.1.2. 智能会议

根据奥维睿沃（AVC Revo）数据，中国大陆会议平板市场高速增长，2018 年会议平板销量 25.4 万台，同比增长 151%；销售额 54.8 亿元，同比增长 167%。海信目前的智慧会议产品包括会议平板、穿屏宝、摄像头等等。2019 年 7 月，海信宣布与英特尔携手打造下一代智能会议整体解决方案。

海信全场景会议平板（AS BOARD）作为一款“All in one”的音视频一体机。AS Board 还配置了业级视讯摄像头与拾音麦克风，能够胜任各种场景的远程音视频会议。

图 27：海信智能会议解决方案



资料来源：公司官网，天风证券研究所

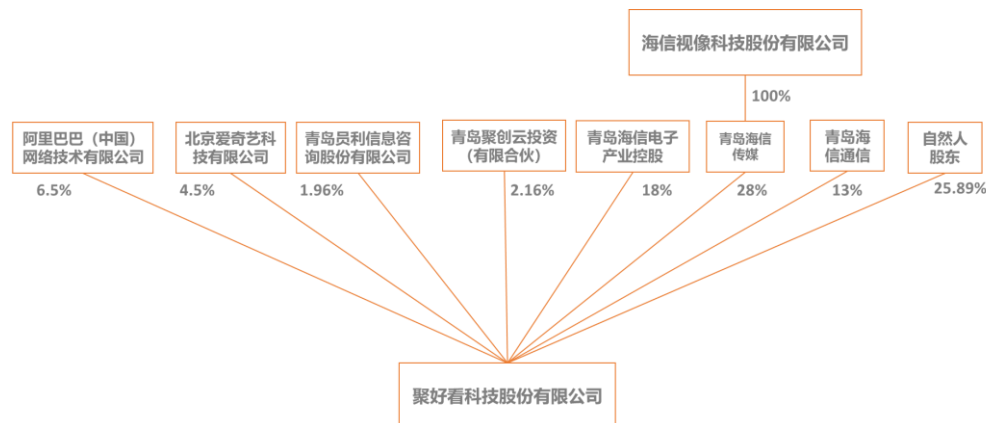
3.2. 互联网电视

海信互联网电视业务多元布局。海信围绕视频、教育、游戏、购物等核心业务提升用户运营服务，为海信互联网电视用户提供视频应用“聚好看”、游戏应用“聚好玩”、教育应用“聚好学”、购物应用“聚享购”、应用商店“聚好用”等互联网电视应用。

聚好看科技股份有限公司成立于 2016 年 9 月，是海信集团下属的一家以云平台和大数据驱动为基础的互联网技术型服务公司。聚好看是**全球最大的互联网电视运营商和国内最大的智能终端开放云平台**。2019 年公司被评为独角兽公司，市值估计为 12 亿美金，在 202 家中国独角兽企业榜单中排名 115 位。

海信互联网电视业务增长迅猛。2020 年 1 月，海信发布 2019 互联网电视白皮书：截至 2019 年 12 月 31 日，海信互联网电视服务全球家庭达 5127 万，其中国内家庭 3901 万，海外家庭 1226 万。

图 28：聚好看科技有限公司股权结构



资料来源：企查查，天风证券研究所

4. 混改大幕拉开

4.1. 青岛国资企业混改基本情况

青岛国有企业混合所有制改革启动。2019年7月，青岛国资委公布了109户混改企业名单，并于8月发布《青岛市国有企业混合所有制改革招商项目书》，海信集团位列其中。在2019年11月举行的中欧企业家峰会青岛论坛上，青岛市国资委党委书记、主任马卫刚向全球推介青岛的109个国有企业混改招商项目，把青岛的国有企业混改推向国际舞台、引进国际资源。

青岛双星成为首家混改企业。10月8日晚，青岛双星（000599）披露公告，双星集团正式启动混改，引入拥有加快双星发展所需关键资源的战略投资者并实施职工入股。

4.2. 更名之后，集团在视像领域资产整合加速

2018年海信集团确定四大产业布局。海信集团拥有海信电器和海信家电两家上市公司，海信、科龙、容声、东芝电视等多个品牌。其经营范围主要有电视机、冰箱、冷柜、洗衣机、小家电等电子产品的制造、销售及服务。其旗下经营范围广泛，涵盖软件开发、网络服务；技术开发，咨询；物业管理；有形动产租赁、不动产租赁等多个方面。形成了海信多媒体、海信家电、IT智能系统、地产及现代服务四大产业格局。**海信集团于2018年重新划分了四大产业集团，梳理清晰相关产业布局，旗下的另一家上市公司海信科龙（代码：000921）也于2018年正式更名为“海信家电”，更好地体现产业布局与产业联动经营。我们认为，此次海信电器更名为“海信视像”也意味着产业集团资产整合的提速。**

在本报告附录中，我们详细梳理了海信集团的各大产业情况。

更名之后，公司从单一的电视产品制造企业转变为集视像技术研发应用、全场景云平台运营为一体的综合解决方案提供商。公司未来以“视像无处不在、应用无处不在、客户无处不在、关爱无处不在”为导向来构建公司整体战略。集团完成四大产业集团的改制后，逐渐形成两大产业格局——家电家电（000921.SZ）与海信视像（600060.SH）。海信家电从单一生产冰箱、家用空调的家电制造企业已经发展成为集生产冰箱、家用空调、中央空调、洗衣机、厨房电器、环境电器、商用冷链等产品于一体的综合电器产品制造企业。海信以显示和图像处理技术为核心，向视像产业上下游不断延伸，打通了从底层技术、终端设备、场应用、云端支撑到内容服务的全产业链条。

图 29：海信视像四大核心优势

| | |
|--|--|
| <p style="text-align: center;">显示芯片</p> <p>国内最早涉足芯片研发的彩电厂商 收购东芝电视，充实芯片技术阵容 成立芯片公司，主攻SOC和AI芯片</p> | <p style="text-align: center;">技术平台</p> <p>叠屏控制算法 多云环境存储 精细化知识图谱 5G+8K+AI 深度学习建模 U+超清画质引擎 超高清视频场景化理解</p> |
| <p style="text-align: center;">标准</p> <p>主持参与发布28项国际标准 141项国家标准，198项行业标准</p> | <p style="text-align: center;">全球化</p> <p>130多个国家 中国市场第一 南非市场第一 澳洲市场第一 日本市场第一</p> |

资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司有望与海信集团及海信电子控股旗下产业形成业务战略协同。海信多媒体产业包括聚好看科技股份有限公司、海信商业显示股份有限公司、青岛智动精工电子有限公司等多家企业，会在混改后与公司形成业务战略协同。基于公司已在芯片、软件、云平台等方面的提前布局，未来有望步入新的增长通道。

4.3. 改善公司治理

关联交易与同业竞争的解决

1) **关联交易情况。**2018 年，公司营收达 351.3 亿元，其中涉及销售商品的关联交易金额达 130.69 亿元，占年度营收总额 37.20%。

表 2：销售商品所产生的关联交易金额（亿元）

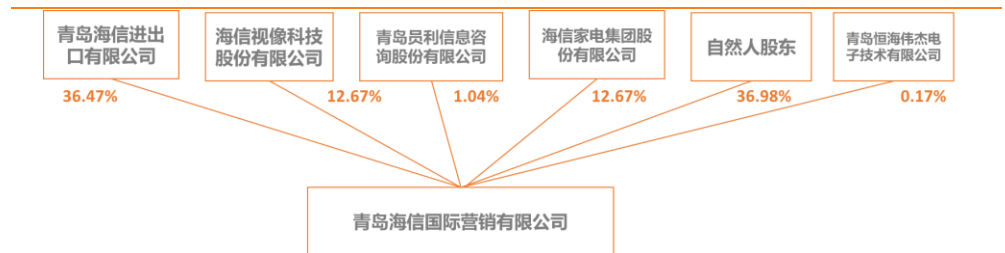
| 关联方 | 关联交易内容 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|------------|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 海信集团及其他子公司 | 销售商品 | 82.44 | 100.26 | 127.25 | 130.53 |
| 海信家电及其子公司 | 销售商品 | 0.14 | 0.15 | 0.17 | 0.16 |
| | 营业收入 | 301.90 | 318.32 | 328.70 | 351.28 |
| | 关联交易金额占营收比例（%） | 27.35% | 31.54% | 38.76% | 37.20% |

资料来源：公司年报，天风证券研究所

2) **收购 TVS 后产生的同业竞争。**12 月 24 日，海信电子控股将成为公司的控股股东，直接持有公司 29.99% 的股份。当海信电子控股成为公司第一大股东之后，梳理海信电子旗下资产，目前**最直接的同业竞争涉及到海外家电出口业务**：上市公司自主品牌海信品牌的海外业务是由海信电子控股旗下的**海信国际营销公司**负责，上市公司本质上只负责 OEM。而 TVS 的收购主体为上市公司，收购的业务线从产品研发设计生产一直到产品渠道销售，因此在一部分业务线上，将会构成同业竞争。

我们认为随着国企改革与混改的推进，公司会逐渐消除同业竞争，改善公司治理，这也符合证监会对于上市公司的监管要求。

图 30：海信国际营销公司股权结构

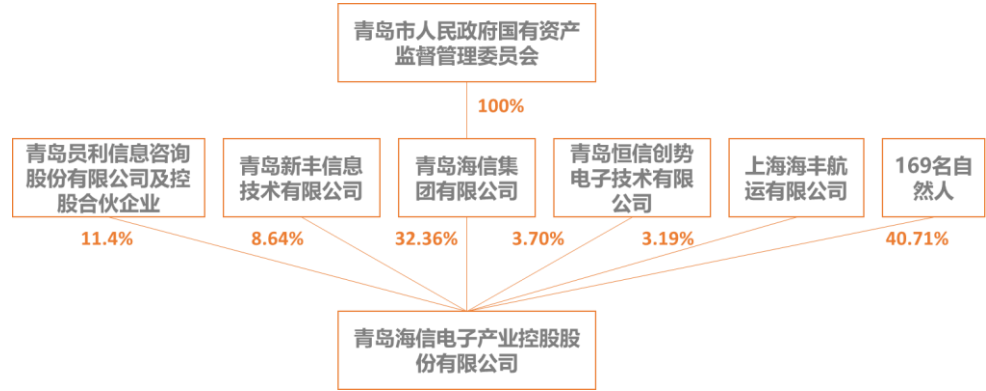


资料来源：企查查，天风证券研究所

加大公司激励

混改拉开序幕，进一步激发活力。海信电子控股是经青岛市政府及市国资委批准的海信集团骨干员工激励平台，并逐步发展成为海信集团实施混合所有制的重要载体。2020 年 1 月 14 日，海信集团将其持有的公司 22.996% 股份转让给其实际控制的青岛海信电子产业控股，海信电子控股成为公司的控股股东，直接持有公司 29.99% 的股份。根据公司公告的《详式权益变动报告书》，169 名自然人股东在海信电子控股合计持股 40.71%，包含海信集团高管及核心员工。

图 31：海信电子控股为海信集团骨干员工激励平台



资料来源：企查查，天风证券研究所

股权激励不足，公司经营潜力有待进一步释放。截至 2019 年 6 月 30 日，程开训、周厚健等 7 名核心高管合计持有 1170200 股，仅占总股本 0.089432%。无论是参考家电业内同行美的、海尔，甚至包括格力此次混改之后，也承诺将给予员工 4% 的公司股权作为激励，还是参考新晋竞争对手小米，持续给予员工股权激励也是驱动公司经营活力的重要手段。

1) 公司在互联网电视领域的竞争者小米集团，截至 2019 年 6 月 30 日，有 5375 名员工持有以股份为基础的奖励。2019 年 11 月 28 日，小米集团发布公告称根据股份奖励计划奖励合共 20452981 股奖励股份予 380 名选定参与者，根据授出奖励当日的股份收市价 8.89 港元，小米此次授出的股份奖励约 1.82 亿港元，约合人民币 1.63 亿元。

2) 美的集团也面向不同层级的公司核心管理及技术团队，建立了长、短期激励与约束相统一的激励机制，截至 2019 年底，公司已推出了六期股票期权激励计划，三期限制性股票激励计划，五期全球合伙人持股计划及两期事业合伙人持股计划。

表 3：美的集团六期股票期权激励计划

| | 登记完成时间 | 激励对象人数 | 激励股票期权总量（万份） | 行权价格 |
|-----|------------|--------|--------------|-------|
| 第一期 | 2014 年 3 月 | 691 | 4051.2 | 48.79 |
| 第二期 | 2015 年 6 月 | 733 | 8379 | 30.54 |
| 第三期 | 2016 年 7 月 | 929 | 12,729 | 21.35 |
| 第四期 | 2017 年 6 月 | 1,463 | 9,827.40 | 32.72 |
| 第五期 | 2019 年 5 月 | 100 | 534 | 47.17 |
| 第六期 | 2019 年 7 月 | 1,146 | 4,654 | 52.87 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3) 格力电器 2019 年 4 月对外宣布拟通过公开征集受让方的方式协议转让其持有的格力电器股份。10 月格力电器发布公告，确认高瓴资本成为 15% 股权最终受让方。混改完成后，在 12 月格力电器公告的《详式权益变动书》中披露：珠海高瓴、HH Mansion、Pearl Brilliance 和格臻投资一致同意，混改交割完成后，推进 4% 格力电器股份的股权激励计划。

格力混改助力珠海“二次创业”。根据发改委的精神：在完全竞争领域推行混改，并允许社会资本控股，并将为支持民营企业参与国企混改打开“进”的大门，提高“改”的质量，保障“在”的权益，畅通“退”的通道。格力电器的混改具有标杆意义，双方的共同协作发展有望为国有企业混合所有制改革探索一条新的路径，并将助力珠海市加速实现“二次创业”。

图 32：复盘公司控股股东及一致行动人的增减持情况



资料来源：WIND，公司公告，天风证券研究所

管理层对此次混改及公司未来充满信心。复盘海信集团及海信电子控股对公司的历次增持减持情况，当业绩预期较好时，控股股东、控股股东一致行动人及管理层通常会增持公司股份。2019年6月至8月，公司高管累计增持1322580股，占公司总股本0.101%；从2019年11月22日至2020年1月，海信电子控股累计增持股份占公司总股本2%。

通过混改，解决若干历史遗留问题后，建立中长期激励机制，提升管理效率，增强市场竞争活力。混改对于激发海信视像的内生动力，促进公司长远发展具有重要意义。

5. 业绩预测

5.1. 销量预测

内销方面：渠道改革带来毛利率改善，“海信+VIDAA+TVS”品牌组合优势逐步体现，海信国内业绩困境反转已经开始。2019Q2后，随着VIDAA品牌的放量，国内市场出货量总体微增；2020Q1-Q2期间，公司会针对奥运会做一定程度的促销活动。2020Q3后，国内TVS产品上线，内销毛利开始稳定；

外销方面：海信与收购品牌的技术、制造、渠道以及品牌的融合成为海外市场发展的重要动力。在日本市场，海信与TVS在技术、渠道和品牌方面的优势互补，整合效应已初步显现。我们预计2019年海信外销出货量大幅增长，并随着东芝品牌在全球范围内的品牌授权于2020年开始陆续收回转为海信自主经营，海外市场将迎来新一轮销量提升的阶段。

针对4000万台出货量目标的业绩预测。根据海信集团副总裁林澜在CES2020对外宣布的4000万台电视出货量目标，根据市场的需求情况，我们认为主要的增量来源是**内销的多品牌策略提升，以及海外东芝业务的扩展与恢复**。由于公司在转型期，很多业务发展具有不确定性，我们分别按照3年、4年、5年的期限，结合2018年与2019年内外销市场表现，对海信电视实现4000万台出货量目标的情景进行了乐观、中性与保守预测。

表 4：保守预测：预计公司 2024 年达成 4000 万台出货量目标

| | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------------|
| 内销量(万台) | 848.30 | 887.84 | 938.20 | 985.11 | 1034.37 | 1086.09 | 1140.39 |
| yoy (%) | -1.37% | 4.66% | 5.67% | 5.00% | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
| 外销量(万台) | 861.03 | 1023.20 | 1264.11 | 1554.86 | 1912.47 | 2352.34 | 2893.38 |
| yoy (%) | 12.75% | 18.83% | 23.54% | 23.00% | 23.00% | 23.00% | 23.00% |
| 合计(万台) | 1709.33 | 1911.04 | 2202.31 | 2539.97 | 2946.84 | 3438.43 | 4033.77 |
| yoy (%) | 5.27% | 11.80% | 15.24% | 15.33% | 16.02% | 16.68% | 17.31% |

资料来源：产业在线，天风证券研究所

表 5：中性预测：预计公司 2023 年达成 4000 万台出货量目标

| | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 内销量(万台) | 848.30 | 891.56 | 949.51 | 1011.23 | 1076.96 | 1146.97 |
| yoy (%) | -1.37% | 5.10% | 6.50% | 6.50% | 6.50% | 6.50% |
| 外销量(万台) | 861.03 | 1050.45 | 1386.60 | 1774.85 | 2271.81 | 2907.91 |
| yoy (%) | 12.75% | 22.00% | 32.00% | 28.00% | 28.00% | 28.00% |
| 合计(万台) | 1709.33 | 1942.02 | 2336.12 | 2786.08 | 3348.77 | 4054.88 |
| yoy (%) | 5.27% | 11.80% | 18.84% | 18.46% | 20.20% | 21.09% |

资料来源：产业在线，天风证券研究所

表 6：乐观预测：预计公司 2022 年达成 4000 万台出货量目标

| | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 内销量(万台) | 848.30 | 894.96 | 979.98 | 1048.58 | 1121.98 |
| yoy (%) | -1.37% | 5.50% | 9.50% | 7.00% | 7.00% |
| 外销量(万台) | 861.03 | 1093.51 | 1519.97 | 2097.56 | 2884.15 |
| yoy (%) | 12.75% | 27.00% | 39.00% | 38.00% | 37.50% |
| 合计(万台) | 1709.33 | 1988.46 | 2499.95 | 3146.14 | 4006.13 |
| yoy (%) | 5.27% | 11.80% | 18.84% | 18.46% | 27.33% |

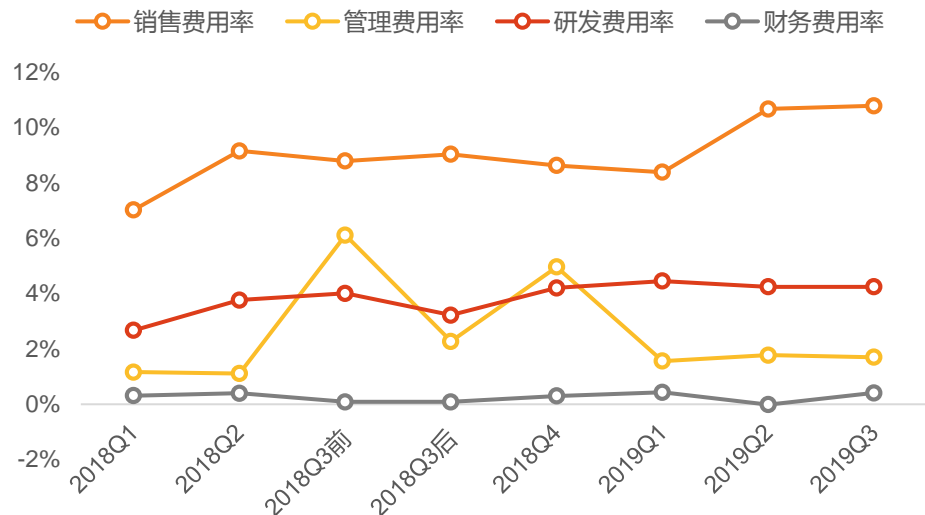
资料来源：产业在线，天风证券研究所

受中美贸易环境，欧洲宏观环境的影响，海外业务拓展的确具有一定不确定性。考虑宏观不确定，我们暂以最保守的5年达到4000万台销量目标情景进行盈利预测。根据中怡康的数据，1-12月海信与VIDAA品牌国内市场零售量同比增长8.53%。1H19，海信及东芝牌电视合计在日本市场的销售量占有率达20.9%，超过索尼和松下；在北美市场电视业务销售额同比增长达到34.26%，其中美国市场同比增长达65.08%。预计2019年全年内销市场出货量达887.84万台，同比+4.66%；外销出货量达1023.20万台，同比+18.83%。

5.2. 费用率预测

费用端：2019年销售费用率提升明显。从费用端来看，19Q3销售、管理、研发、财务费用率同比分别+1.75、-0.57、+0.24、+0.32pct，销售费用率提升主要与海外TV渠道整合费用和国内渠道下沉支出增加有关。预计2019年全年销售费用率、管理费用率分别为10.06%、1.65%，2020年渠道整合逐步完成后，分别下降至9.50%、1.45%，会带来一定的业绩弹性。

图 33：2018Q1-2019Q3 今季度费用率情况



资料来源：WIND，天风证券研究所

表 7：费用率预测

| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 销售费用率 (%) | 6.93% | 8.41% | 10.06% | 9.50% | 9.10% |
| 管理费用率 (%) | 1.25% | 1.64% | 1.65% | 1.45% | 1.38% |
| 研发费用率 (%) | 2.27% | 3.40% | 4.28% | 4.28% | 4.28% |
| 财务费用率 (%) | 0.34% | 0.26% | 0.32% | 0.32% | 0.30% |

资料来源：WIND，天风证券研究所

5.3. 营收预测

表 8: 收入预测拆分

| | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 内销 | | | | |
| 收入 (亿元) | 166.53 | 160.25 | 161.13 | 164.11 |
| yoy (%) | -7.1% | -3.8% | 0.6% | 1.9% |
| 毛利率 (%) | 17.61% | 24.34% | 23.70% | 23.8% |
| 外销 | | | | |
| 收入 (亿元) | 138.08 | 143.65 | 155.16 | 179.39 |
| yoy (%) | 6.32% | 4.03% | 8.01% | 15.62% |
| 毛利率 (%) | 7.15% | 8.17% | 8.85% | 9.00% |
| 其它业务 | | | | |
| 收入 (亿元) | 46.67 | 47.92 | 61.63 | 75.43 |
| yoy (%) | 1.00% | 2.67% | 28.62% | 22.40% |
| 毛利率 (%) | 18.50% | 19.20% | 20.08% | 22.52% |
| 总营业收入 (亿元) | 351.28 | 351.81 | 377.92 | 418.94 |
| yoy (%) | 6.87% | 0.15% | 7.42% | 10.85% |
| 毛利率 (%) | 14.69% | 17.04% | 17.02% | 17.23% |

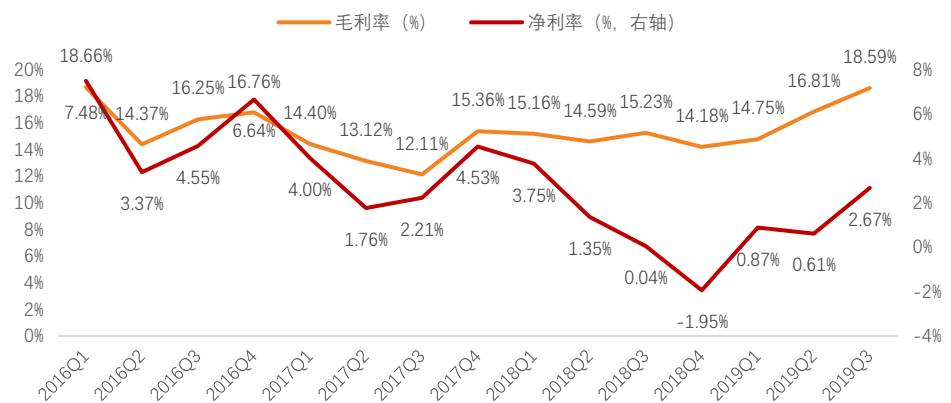
资料来源: WIND, 天风证券研究所

2019 年, 内销市场量增价跌, 外销市场收入贡献率不断增大。预计 2019 年全年内销收入 160.25 亿元, 同比微跌 3.8%; 外销市场收入 143.65 亿元, 同比增长 4.03%。全年公司收入 351.81 亿元, 同比增长 0.15%。

5.4. 毛利率与净利率

公司 19Q3 毛利率、净利率分别+3.36、+2.67pct, 同比改善明显, 主要系高端新品集中在 Q3 推出, 产品结构改善带来毛利率提升。随着 TVS 新品 2020 年在国内上市以及激光、社交、ULED 超高清等高端品类的放量, 公司毛利率有望大幅改善。2019 年 TVS 预计已经扭亏, 随着 TVS 渠道调整完成, 公司净利润率也将逐步回升。

图 34: 公司季度毛利率与净利率情况



资料来源: WIND, 天风证券研究所

由于 TVS 整合带来销售费用及管理费用的上涨，公司归母净利率水平出现大幅下滑，明显偏离正常水平。因此，在计算 2020 与 2021 年归母净利润时，我们同样采用了保守、中性与乐观三种情景进行分别预测。在后面估值计算中，我们暂采用了最保守的情景。预计 2019-2021 年间，公司归母净利率分别达 1.22%、1.75%与 2.20%。

表 9：归母净利润预测

| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 总营业收入 (亿元) | 328.70 | 351.28 | 351.81 | 377.92 | 418.94 |
| yoy (%) | 3.26% | 6.87% | 0.15% | 7.42% | 10.85% |
| 归母净利率 (%) | 2.94% | 1.12% | 1.22% | 1.75% | 2.20% |
| 保守预测 归母净利润 (亿元) | 9.67 | 3.92 | 4.30 | 6.62 | 9.22 |
| yoy (%) | -45.05% | -59.43% | 9.66% | 54.07% | 39.16% |
| 归母净利率 (%) | 2.94% | 1.12% | 1.22% | 1.80% | 2.40% |
| 中性预测 归母净利润 (亿元) | 9.67 | 3.92 | 4.30 | 6.80 | 10.05 |
| yoy (%) | -45.05% | -59.43% | 9.66% | 58.21% | 47.81% |
| 归母净利率 (%) | 2.94% | 1.12% | 1.22% | 2.10% | 2.90% |
| 乐观预测 归母净利润 (亿元) | 9.67 | 3.92 | 4.30 | 7.94 | 12.15 |
| yoy (%) | -45.05% | -59.43% | 9.66% | 84.57% | 53.08% |

资料来源：WIND，天风证券研究所

5.5. 估值分析

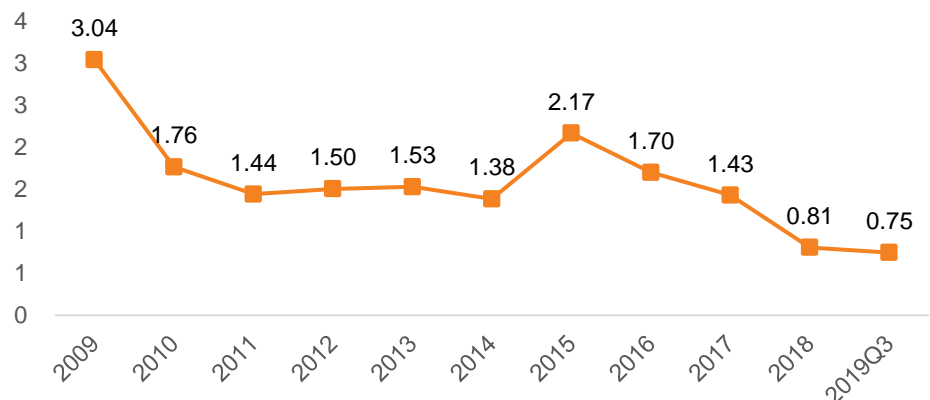
我们选取了国内自主彩电品牌彩电上市公司与彩电制造商深康佳 A、四川长虹及兆驰股份。

表 10：可比公司 PB (倍)

| 公司 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019Q3 |
|-------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 深康佳 A | 1.76 | 5.91 | 3.74 | 1.83 | 0.96 | 1.21 |
| 四川长虹 | 1.53 | 2.21 | 1.53 | 1.25 | 0.82 | 0.96 |
| 兆驰股份 | 2.71 | 4.21 | 2.33 | 1.97 | 0.99 | 1.36 |
| 平均值 | 1.64 | 4.06 | 2.64 | 1.54 | 0.89 | 1.08 |
| 海信视像 | 1.38 | 2.17 | 1.70 | 1.43 | 0.81 | 0.75 |

资料来源：WIND，天风证券研究所

图 35：海信视像历史 PB (倍)



资料来源：WIND，天风证券研究所

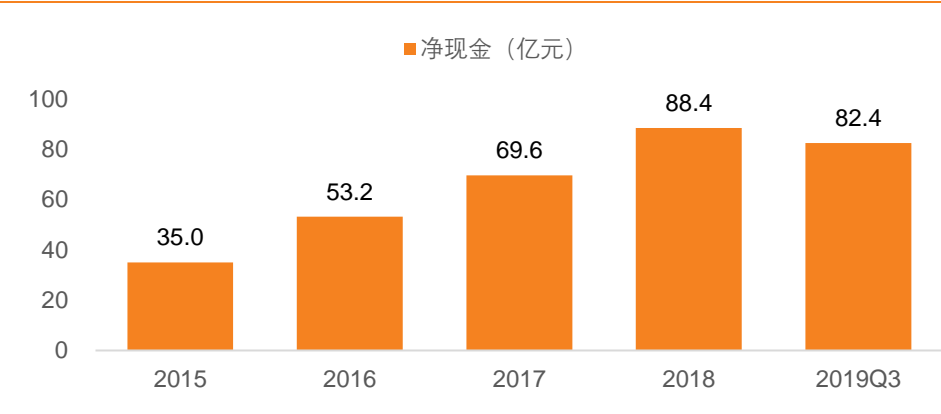
复盘可比公司与公司历史 PB，公司当前的市净率处于十年来历史最低位，偏离平均水平。公司困境反转，业绩逐渐正常化，PB 有望恢复到 2017 年正常水平，给予公司 1.4-1.6X 的合理估值，引入 2019 年三季报 BPS 10.89 元，对应目标价 15.2-17.4 元，较当前股价有

23%-41%上升空间。并提醒注意，公司一旦正常化经营，根据我们之前的不同情景假设分析之下，业绩改善弹性较大，仍存上调空间。

5.6. 投资建议

我们仍强调公司扎实的资产负债表所呈现出的公司实力，即公司账上现金 37.5 亿元，交易性金融资产 71.1 亿元，负债 26.2 亿元，净现金量 82.4 亿（净现金=货币资金+交易性金融资产-长期&短期借款），与市值相比的比例 0.50。

图 36：公司在手净现金情况



资料来源：WIND，天风证券研究所

受益于 19Q4 竣工数据改善及 20 年东京奥运会，行业边际出现回暖。19Q3 陆续推出社交电视、叠屏电视等引领行业的产品，带动产品结构改善，毛利率进一步提升；海外自主品牌销量延续快速提升趋势，TVS 渠道切换结束，日本市场迎来恢复性增长。调整 19-21 年归母净利润分别为 4.30、6.62、9.22 亿元，当前股价对应 19-21 年分别 38.0x、24.7x、17.7xPE，当前 PB 为 1.15X，目标 PB 为 1.5x。考虑到公司高比例的在手现金额和 TVS 扭亏带来的业绩弹性，将公司评级由“增持”上调至“买入”。

风险提示：面板价格涨幅过高压缩利润；中美贸易战影响外销市场；公司渠道整合进度较慢；TVS 扭亏为盈进度不及预期。

6. 附录

为了读者能够更详细的了解海信集团，我们分别梳理了海信集团产业格局、集团重要子公司及与多媒体产业。

6.1. 特大型国资电子信息产业集团——海信集团

集团四大产业格局

海信集团有限公司是一家以国有资产委托运营的特大型电子信息产业集团公司，拥有海信电器和海信家电两家上市公司，海信、科龙、容声、东芝电视等多个品牌。其经营范围主要有电视机、冰箱、冷柜、洗衣机、小家电等电子产品的制造、销售及服务。其旗下经营范围广泛，涵盖软件开发、网络服务；技术开发，咨询；物业管理；有形动产租赁、不动产租赁等多个方面。形成了**海信多媒体、海信家电、IT 智能系统、地产及现代服务**四大产业格局。

图 37：海信集团产业布局



资料来源：公司官网，天风证券研究所

海信多媒体产业包括聚好看科技股份有限公司、青岛智动精工电子有限公司、青岛顺海电子科技有限公司、青岛聚好联科技有限公司、青岛海信电子技术服务有限公司、青岛海信宽带多媒体技术有限公司、青岛海信通信有限公司。

海信家电产业包括青岛海信电器股份有限公司、海信家电集团股份有限公司。

IT 智能系统包括青岛海信电子设备股份有限公司、青岛海信网络科技股份有限公司、青岛海信智能商用系统股份有限公司、青岛海信医疗设备股份有限公司、青岛海信移动通信技术股份有限公司、青岛海信智慧家居系统股份有限公司。

地产及现代服务包括青岛海信房地产股份有限公司、青岛海信东海商贸有限公司海信广场、青岛海信模具有限公司、海信集团财务有限公司、青岛海信科技文化管理有限公司、青岛海信东海商贸有限公司、广东海信物业服务有限公司、青岛海信电子产业控股股份有限公司、青岛海信实业股份有限公司。

集团经营情况

表 11：海信集团近五年利润收入

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|----------|--------|--------|----------|----------|----------|
| 营业收入（亿元） | 980.00 | 990.16 | 1,003.00 | 1,110.65 | 1,266.35 |
| YoY | | 1.04% | 1.33% | 10.70% | 14.02% |
| 利润（亿元） | 59.00 | 60.00 | 72.71 | 82.35 | 68.91 |
| YoY | | 1.69% | 21.52% | 13.26% | |
| 产值（亿元） | | | 479.50 | 532.60 | |
| YoY | | | 16.00% | 15.00% | |

资料来源：山东省百强企业名单，青岛市情网，公司公告，天风证券研究所

海信集团已连续多年为位列前十的山东省百强企业。在传统产业领域，海信电视已连续 13 年保持中国市场第一，2018 年海信电视全球出货量位列第四。同时拥有 2400 万互联网电视激活用户和 900 万的日活用户这一国内最大的互联网电视平台。在信息产业，2011-2015 年海信在城市智能交通企业中业绩总排名第一，光模块产业规模居全球第五，其中接入网光模块全球第一，海信商业 POS 连续十二年中国第一，智能 POS 也连续 12 年国内第一。新兴产业为海信收入占比为 26.28%，利润占比达 39%。

2018 年海信集团营收 1266.35 亿，同比增长 14.02%；其中海外收入达 378 亿元，同比增长 30%；海信互联网电视用户突破 4000 万。2019 年海信集团以 833.1175 亿元的战略新兴产业收入进入中国战略性新兴产业领军企业 100 强排行榜前 20，位列第 14 位，在家电企业中排名第一。2025 年海信集团预计营收将达 3000 亿元。

海外市场表现优异，收入增速再创新高。公司自 2006 年首次提出“大头在海外”发展战略之后，十多年来复合增长率持续超过 20%。通过赞助 2016 年欧洲杯及 2018 年世界杯等顶级体育赛事、品牌收购、渠道建设布局全球，海信海外市场营收增速持续加快，2019 年 1-7 月海信海外销售收入超过 260 亿元，同比增长 44.8%。

6.2. 集团控股公司

集团拥有海信电器（600060）和海信家电（00921）两家分别在沪、深、港三地上市的公司，以及海信物业、海信集团财务、海信智能家居等多家子公司。我们按持股比例顺序梳理了除两大上市公司之外剩余重要子公司的经营情况。

表 12：海信集团主要控股公司及持股比例

| 企业名称 | 持股比例 |
|------------------|---------|
| 广东海信物业服务有限公司 | 100.00% |
| 青岛海信科技文化管理有限公司 | 100.00% |
| 青岛顺海电子科技有限公司 | 100.00% |
| 青岛聚好联科技有限公司 | 90.00% |
| 青岛海信电子技术服务有限公司 | 90.00% |
| 青岛海信智慧家居系统股份有限公司 | 47.81% |
| 青岛海信电子产业控股股份有限公司 | 47.11% |
| 青岛智动精工电子有限公司 | 47.11% |
| 青岛海信通信有限公司 | 47.11% |
| 青岛海信电器股份有限公司 | 39.53% |
| 青岛海信医疗设备股份有限公司 | 35.33% |
| 青岛海信电子设备股份有限公司 | 33.37% |
| 青岛海信移动通信技术股份有限公司 | 29.14% |
| 海信集团财务有限公司 | 25.24% |
| 聚好看科技股份有限公司 | 24.26% |
| 青岛海信模具有限公司 | 13.12% |

| | |
|------------------|-------|
| 青岛海信实业股份有限公司 | 8.00% |
| 青岛海信网络科技股份有限公司 | 7.98% |
| 青岛海信东海商贸有限公司 | 6.95% |
| 青岛海信智能商用系统股份有限公司 | 4.19% |
| 青岛海信房地产股份有限公司 | 2.13% |

资料来源：企查查，天眼查，wind，天风证券研究所

广东海信物业服务有限公司

公司经营范围主要为物业管理，房屋修缮，室内装饰装修；停车场管理服务；房屋租赁，钢管租赁，等租赁服务；销售：建筑材料，五金交电，花卉，日用百货，办公机械；以及房地产经纪服务，餐饮管理服务等。15 年公司进行规模扩张，从业人员从 41 人增加至 80 人，营业收入同比增长 143.87%至 1362.91 万元，净利润同比增长 284.92%至 648.3 万元。15 年后公司扩张规模放缓趋稳。

表 13：广东海信物业服务有限公司营收情况

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|----------|---------|----------|----------|---------|--------|
| 营业收入（万元） | 558.64 | 1,362.91 | 1,929.63 | | |
| YoY | | 143.97% | 41.58% | | |
| 净利润（万元） | -350.58 | 648.30 | 85.57 | 372.43 | 350.24 |
| YoY | | 284.92% | -86.80% | 335.24% | -5.96% |

资料来源：企查查，天风证券研究所

海信集团财务有限公司

公司成立于 2008 年，法定代表人周厚健，主要经营范围包括对成员单位办理财务和融资顾问、信用鉴证及相关的咨询等。

表 14：海信集团财务有限公司营收情况

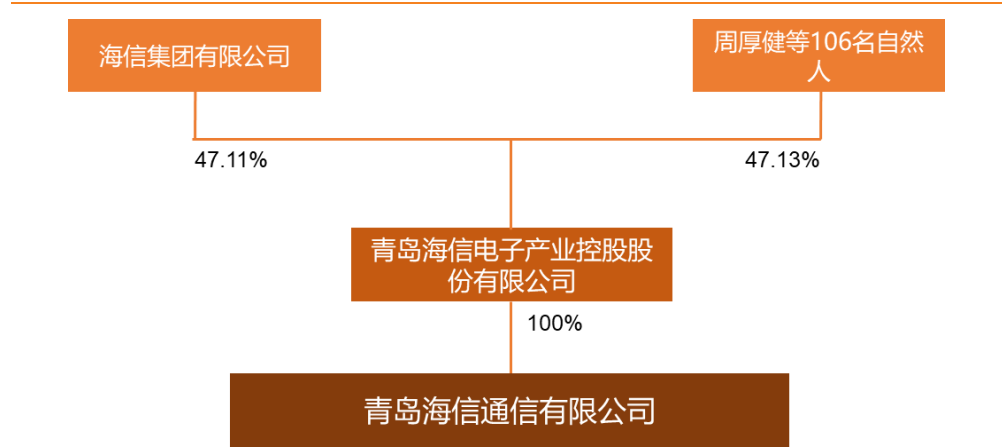
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|----------|------|------|------|--------|--------|
| 营业收入（亿元） | | | 3.16 | 4.36 | 5.74 |
| YoY | | | | 37.97% | 31.65% |
| 净利润（亿元） | | | 2.10 | 2.77 | 3.58 |
| YoY | | | | 31.90% | 29.24% |

资料来源：企查查，天风证券研究所

青岛海信智慧家居系统股份有限公司

公司基于海信在智能家电领域产品和技术优势，开发、集成智慧家居系统。2019 年 12 月 11 日，海信智慧家居揽获“2019 年十大智能锁、十大全屋智能家居、智慧城市与智慧社区优秀品牌奖”三大奖项。2003 年海信作为发起人之一成立闪联数字家庭联盟；2004 年国内率先推出基于 UPNP 协议电视-电脑无线互联适配器产品；2007 年海信正式推出“DNet-home”数字家庭系统；2011 年海信集团发布新战略：未来 10 年全面“智能化”，发起成立“中智盟”；2015 年开发推出智能家居 1.0 系统，并继续升级至 2.0 系统；2016 年海信智慧家居公司正式成立；开发推出慧享家 2.0 系统，17 年 9 月正式推出 2.2.2 版本。2018 年 6 月，有线系统方案的上市发布。2019 年 7 月，发布智慧公寓解决方案。

图 40：青岛海信通信有限公司股权结构图



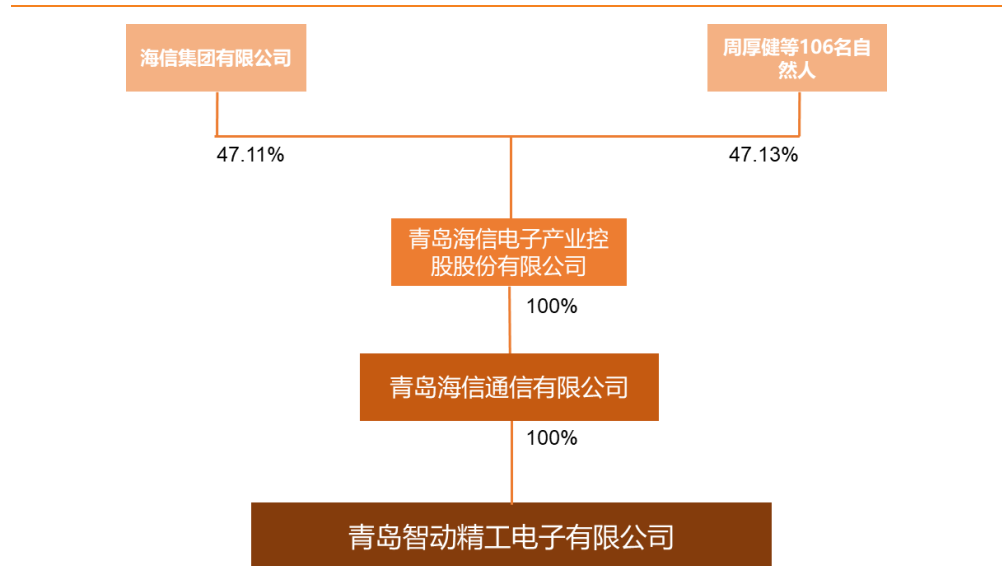
资料来源：天眼查，天风证券研究所

青岛智动精工电子有限公司

青岛智动精工电子有限公司成立于 2014 年 1 月 17 日，注册资本 1050 万元，是海信集团全资子公司，专业从事 PCBA 研发、制造、销售及服务。业务覆盖通信类主板、电视主板、冰洗电控板、光模块、LED 背光等领域。在青岛 SMT 行业中名列前茅。

公司已具备月产 100 万片手机主板、100 万片电视主板、70 万片空调电控板、100 万片光通信模块及 BOX 等产品的 PCBA 加工能力，在满足海信集团内部产品公司的 PCBA 加工业务外，还承接三星、首尔半导体、CVTE、利尔达等国内外知名客户的 PCBA 加工业务。公司已拥有 50 条 SMT 生产线，以及相配套的手机、电视、空调、Light Bar 等产品 PCBA 全自动及半自动测试线。

图 41：青岛智动精工电子有限公司股权结构图



资料来源：天眼查，天风证券研究所

EMS (Electronic Manufacturing Services, 电子制造服务) 作为代工模式的一种，服务内容涵盖原材料采购、新产品导入 (NPI)、PCBA、成品组装、仓储物流等完整的电子产品制造环节。主要包括 7 个业务工序，分别为原材料采购、SMT、DIP、单板测试、产品组装、产品包装及成品出货，其中核心工序 SMT、DIP、单板测试、组装和包装的工艺流程 (也就是 PCBA 和成品组装时关键业务流程)。青岛海信通信有限公司和青岛智动精工电子有限公司均为 EMS 厂商。

图 42: EMS 产业链



资料来源: 天风证券研究所

目前, 海外厂商仍占据主要份额, 并且行业集中度相对较高。根据 MMI 的数据, 2017 年全球前 50 大 EMS 厂商总营收超过 3000 亿美元, 占市场规模的 75%。全球 EMS 领先企业主要有鸿海精密、伟创力、捷普等, 国内 EMS 企业主要有环旭电子、深科技、光弘科技等。与国内 EMS 主要厂商收入利润规模相比, 青岛海信通信有限公司利润收入远小于这些上市公司。

表 15: 2018 年国内 EMS 主要厂商收入利润规模

| | 营业收入 (亿元) | 净利润 (亿元) |
|-------|-----------|----------|
| 比亚迪电子 | 410.47 | 21.89 |
| 环旭电子 | 335.50 | 11.80 |
| 深科技 | 160.61 | 5.30 |
| 卓翼科技 | 31.45 | -1.03 |
| 光弘科技 | 15.98 | 2.73 |

资料来源: 天眼查, WIND, 天风证券研究所

6.3. 海信多媒体产业梳理

公司在多媒体产业板块的子公司表现尤为抢眼, 特别在云平台和通信业务上表现出色。我们将重点梳理下这两家公司的业务信息。

聚好看科技股份有限公司

聚好看科技股份有限公司成立于 2016 年 9 月, 注册资本为 12500 万元人民币, 员工人数 236 人, 是海信集团下属的一家以云平台和大数据驱动为基础的互联网技术型服务公司, 致力于互联网视频云平台、智能产业系统云平台 (包含 NGB 和 OTT)、以及互联网智能应用相关领域的技术研发、平台服务与运营, 提供智能电视、智能手机、机顶盒、智能音箱等设备的互联网接入和服务。

聚好看是全球最大的互联网电视运营商和国内最大的智能终端开放云平台。截至 2019 年 7 月底, 海信互联网电视全球累计激活用户已经突破 4500 万, 预计 2020 年将达到 6500 万。2019 年公司被评为独角兽公司, 市值估计为 12 亿美金, 在 202 家中国独角兽企业榜单中排名 115 位。

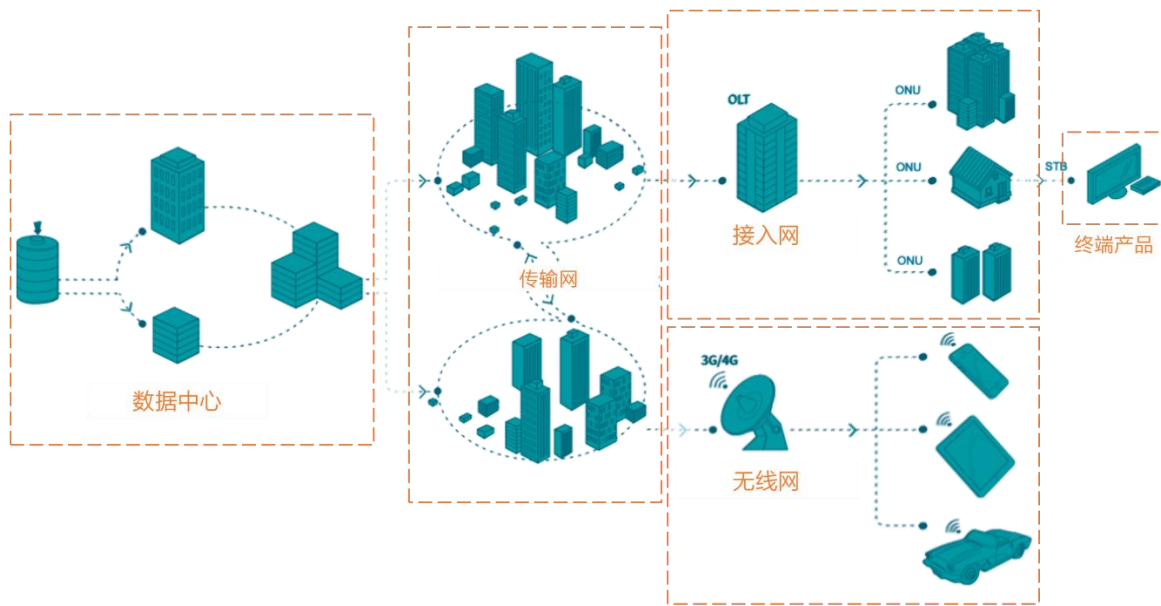
目前, 公司日均活跃用户近 1640 万, 同比提升 26%; 用户日均视频播放时长 5.47 小时, 同比增长超过 10%; 视频和平台增值服务收入已连续数年保持超过 50% 的增速; 在个别垂直细分服务领域, 例如互联网大屏教育, 其用户数量已超过整个市场份额的一半。尤其在天津、成都、武汉、南京等新一线城市中, 聚好看的渗透率高达 17.7%, 远高于行业平均水平, 成为高端大屏的领跑者。

青岛海信宽带多媒体技术有限公司

公司概况

青岛海信宽带多媒体技术有限公司成立于 2003 年 4 月 4 日，是海信集团旗下专业从事高性能光通信收发一体模块系列产品、数字电视接收机和数字家庭产品研发、生产、销售及服务的公司。公司产品主要分为**光通信**和**终端产品**两大类，光通信产品主要应用于电信市场（如 5G 基站）和数通市场（如数据中心），终端产品主要包括数字家庭场景下的各式机顶盒和接收器。光通信产品包括光芯片、光有源器件、光无源器件和光模块，是国内覆盖全产业链光通信产品的公司之一。其产品主要销往北美、欧洲、亚洲等全球多个国家和地区。

图 43：公司产品应用分类及应用场景



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司依托集团资源，从 98 年开始，致力于数字多媒体产品的研发和销售。公司目前具备从光芯片、光器件、光模块到光网络终端的全产业链整合能力，实现了光芯片、光模块、终端产品三大板块产品布局，是国内唯一一家可以提供稳定的 EML 光芯片供货源的厂商。注册资金为 11,187.95 万人民币，人员规模为 4000 人以上。

图 44：光模块的产业链及公司产品在产业链所处位置



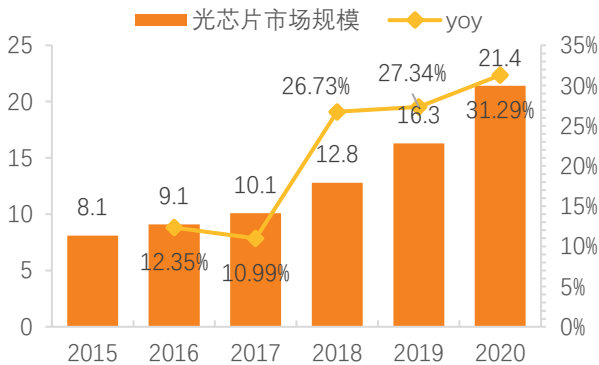
资料来源：智车行家，天风证券研究所

公司产品细分市场

在光模块产业链中，公司涉足的光通信产品可分为光芯片、光器件、光模块三个部分。

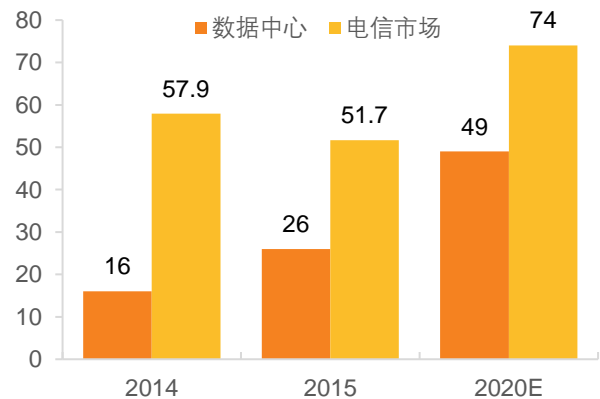
- **光芯片**：光芯片的细分市场可分为电信市场（60%）、数通市场（30%）和消费电子市场（10%）三大类。海信宽带光芯片类产品主要是应用于电信市场和数通市场的 2.5G DBF 和 10G EML。2015 年国内光芯片市场规模为 8.1 亿美元，随着数据中心市场的快速增长，预计到 2020 年中国光芯片市场规模将达到 21.4 亿美元，年复合增长率达 21.45%；其中数据中心市场与电信市场的市场规模将分别为 49 亿和 74 亿元。

图 45：中国光芯片市场规模预测（亿美元）



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

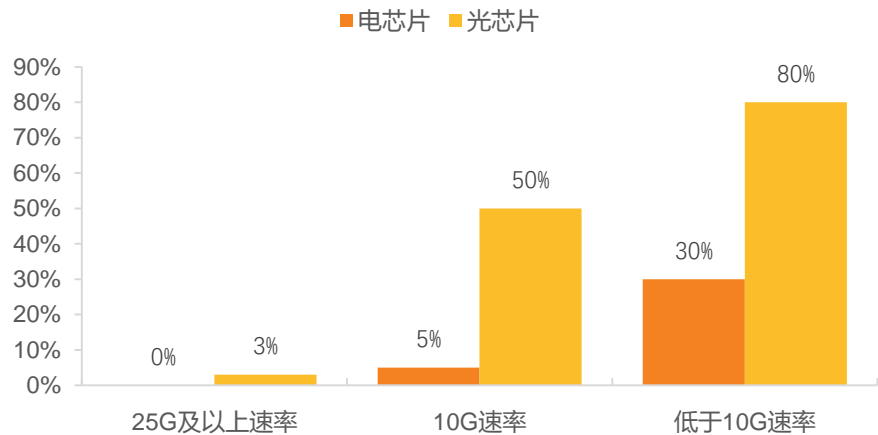
图 46：数据中心与电信市场规模预测（亿元）



资料来源：ovum，天风证券研究所

高端芯片国产化率低，国产替代的市场潜力巨大。在 10G 速率以下的低端光芯片市场上，国内企业已达到 80% 以上的国产化率，10G 速率的光芯片国产化率也已达 50%。但在国内高端光芯片市场仍是国外企业市占率占绝对优势，高端芯片严重依赖于博通、三菱等美日公司。在高端芯片高速率激光器和调制器芯片上，目前我国仅光迅科技、海信宽带、华工正源等少数厂商能量产，市占比不足 1%；25G 基本依赖进口，相干光模块中应用的窄线宽可调谐激光器、MZ 调制器等也都依赖进口。

图 47：2017 年光芯片国产化率



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

光芯片市场集中度较低，处于充分竞争状态。在全球市场份额排名前 10 的厂商中，美日厂商占据 9 个席位，中国仅一家光芯片龙头企业光迅科技位居全球第五，占全球市场份额的 5.6%。海信宽带光芯片产品的市场份额紧随其后为 4%。

表 16：主要企业光芯片生产能力

| 公司名称 | 光芯片生产能力 | 市场份额 |
|---------------|---|--------|
| Finisar | VCSEL、DFB、EML 等（自用） | 14.80% |
| Lumentum | VCSEL（自用）、25G EML | 8.60% |
| Avago | 25G VCSEL、EML | 7.00% |
| Oclaro | 自产 10G EML、28G EML、43G EML、56G EML、25G DFB | 5.40% |
| 光迅科技 | 量产 10G DFB/VCSEL；研发 10G EML，25G DFB/EML，25G VCSEL | 5.60% |
| Acacia | 自产硅光子调制器及探测器 | 4.70% |
| Neo Photonics | 自产 2.5G DFB/VCSEL/APD；研发 10G EML，25G DFB/EML | 4.20% |
| 三菱电机 | 25G DFB、25G EML | --- |
| 海信宽带 | 自产 2.5G DFB、10G EML | 4.00% |

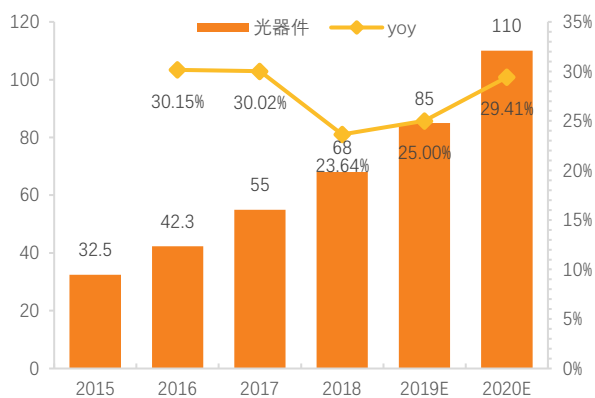
资料来源：公司年报、讯石信息咨询，天风证券研究所

目前我国在光通信芯片自研方面已具备一定实力，尤其是海信已经有了一定的话语权——海信与英特尔、Rockley Photonics 等一起成立 CWDM8 MSA 组织，旨在制定 400Gbps 光收发器规范。

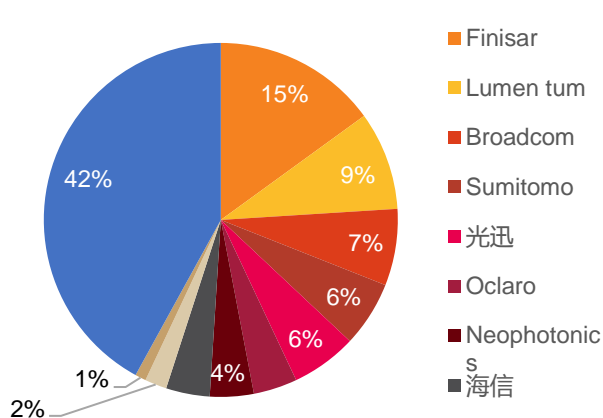
- **光器件：**光器件可分为光无源器件和光有源器件两大类，且有源器件市场远大于无源器件市场。据 OVUM 统计，2016 年，全球有源器件和无源器件市场规模分别为 79.4 亿美元和 16.1 亿美元，有源器件市场占比达到 83%。2018 年中国光器件的市场规模为 68 亿美元，预计 2020 年将达到 110 亿美元，年复合增长率达 27.6%。

图 48：中国光器件市场规模（亿美元）

图 49：全球主要光器件厂商市场份额占比图

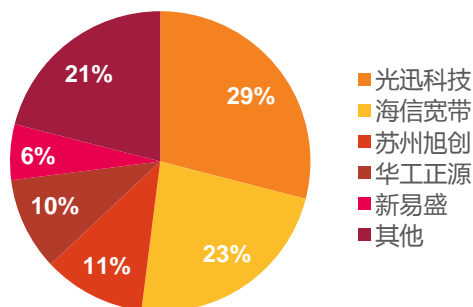


资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

图 50：2018 年国内光器件企业市场份额

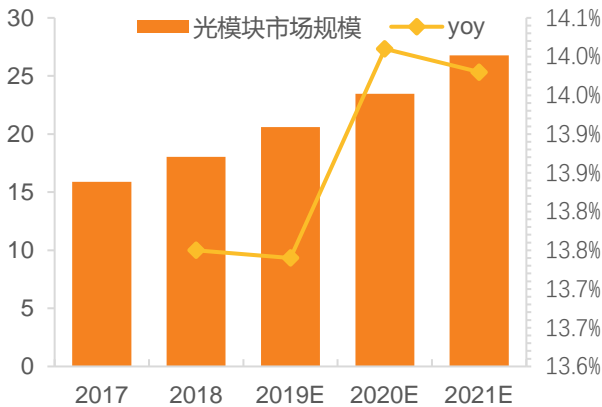


资料来源：ovum，天风证券研究所

光器件产品种类繁多，企业参与全球竞争。国内光器件厂商占据全球约 15% 的市场份额。海信宽带的产品主要为光有源器件。其国内企业生产光有源器件产品的主要有光迅科技、昂纳科技、海信宽带、博创科技、天孚通信等公司。在全球主要光器件厂商中光迅科技占比为 6%，海信宽带为 4%。在国内光器件厂商中，光器件龙头光迅科技占比为 29%，海信宽带紧随其后为 23%。

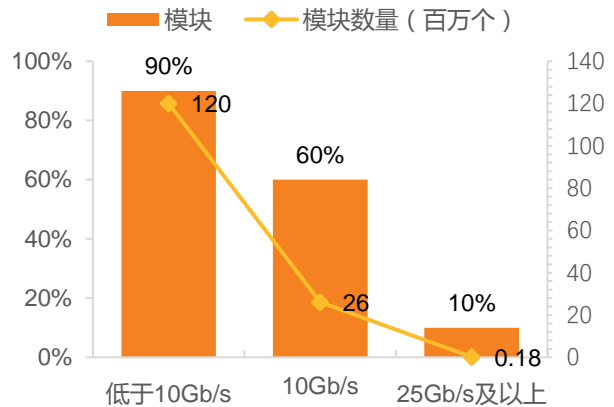
➤ **光模块**：光模块可分为光收发模块(10G/25G/100G/400G)、光放大器模块(EDFA、Raman)、动态可调模块(WSS、MCS、OXC)、性能监控模块(OPM、OTDR)。根据 Light Counting 数据显示，全球光模块市场规模从 2015 年的 46 亿美元增长至 2018 年的 50.66 亿元，根据预测，预计 2019-2021 年全球光模块市场规模将达到 59.40、69.12、74.76 亿美元。其中 2018 年中国光模块市场规模达 18.2 亿美元，预计 2021 年有望达到 26.9 亿美元。

图 51：中国光模块市场规模及同比增长（亿美元）



资料来源：Light Counting，天风证券研究所

图 52：2017 年光收发模块国产化率



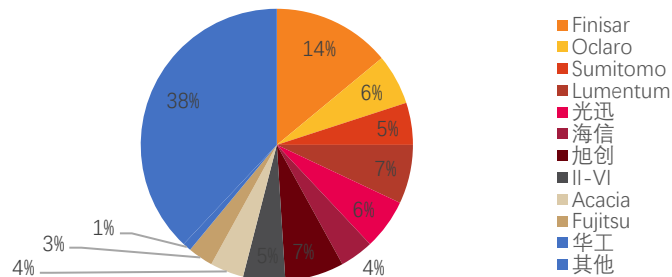
资料来源：《中国光电子器件产业发展路线图 2018-2022 年》，天风证券研究所

中低端产品基本完成国产替代，高端产品初具雏形。10G 以下速率光模块方面，国内厂家已经完成了从芯片到模块的国产替代；10G/25G/40G/100G 光模块方面，光迅科技、中际旭创、海信宽带、华工正源等国内厂家已经实现全系列产品的覆盖，模块设计能力和封装工艺成熟；400G 光模块方面，中际旭创、光迅科技、海信宽带、新易盛均已在 OFC2018 推出样品及解决方案。

全球光模块厂商集中度提升，国内光模块份额逐步加大。目前中国光模块厂商占据全球超 20% 市场份额，主要厂商有中际旭创、光迅科技、新易盛、昂纳科技、海信宽带等。2018 年光模块市场行业龙头整合进入高峰。

并购整合后各厂商的市场份额也随之改变，2018 年 Finisar 仍以 14% 位居第一，Lumentum 与 Oclaro 在 2019 年完成合并后以 13% 位居第二。国内企业中，旭创凭借其在数据市场的良好布局在北美数据市场取得了快速增长，本期排名跃升第三。光迅、海信、华工的市场份额分别为 6%、4% 和 1%。

图 53：2018 年光模块厂商市场份额



资料来源：OIDA，天风证券研究所

公司营收规模预测

根据光芯片、光器件、光模块三块产品的市场规模和市场份额估计，2018 年海信宽带国内的营收约为 4.15 亿美元，以美元兑人民币汇率为 7 计算，公司国内市场的营收在 29 亿人民币左右。

表 17：国内光器件光模块行业典型公司一览（营业收入为 2018 年数据）

| 公司名称 | 营业收入（亿元） | 市值（亿元） | 主营业务 |
|------|----------|--------|------------------------------------|
| 光迅科技 | 49.29 | 182.87 | 光收发模块、光纤放大器、AWG、VMUX、WDM、VOA、OPM 等 |
| 中际旭创 | 51.56 | 285.51 | 数据中心用 40G/100G 光收发模块 |
| 新易盛 | 7.60 | 90.87 | 点对点光收发模块、点对多点光收发模块（应用于 PON 领域） |
| 博创科技 | 2.75 | 41.69 | 分路器、波分复用器、10GPON 光收发模块 |
| 天孚通信 | 4.43 | 74.59 | 陶瓷套管、光纤适配器、光收发模块组件、OSA、光隔离器、MPO |
| 太辰光 | 7.94 | 64.05 | 陶瓷插芯、光纤连接器、光分路器、光纤传感器 |
| 昂纳科技 | 25.16 | 33.13 | 光收发模块、光纤放大器、WDM、VOA、光隔离器 |
| 华工科技 | 52.33 | 193.56 | 光收发模块、MPO、光衰减器 |
| 海信宽带 | - | - | 光收发模块、ONU、OSA、AOC |

资料来源：WIND，公司公告，天风证券研究所

从产品种类和产业链布局来看，海信宽带的业务规模与行业龙头光迅科技相似，产品覆盖光通信传输网、接入网和数据网等领域，可为客户提供从芯片、器件到模块的解决方案，属于国内光模块第一梯队。中际旭创与这两家企业相比，产品类型相对单一，主要产品为数据中心用 40G/100G 光模块。

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 利润表(百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------------|-------------------|-------------------|------------------|------------------|-------------------|------------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|
| 货币资金 | 2,794.12 | 4,043.12 | 3,518.11 | 8,617.41 | 4,189.38 | 营业收入 | 32,870.41 | 35,128.28 | 35,181.10 | 37,791.73 | 41,893.79 |
| 应收票据及应收账款 | 10,932.99 | 10,746.37 | 12,548.74 | 9,806.21 | 14,975.23 | 营业成本 | 28,370.01 | 29,967.93 | 29,186.94 | 31,361.41 | 34,674.54 |
| 预付账款 | 56.62 | 74.49 | 36.23 | 87.79 | 52.33 | 营业税金及附加 | 204.52 | 210.42 | 212.01 | 227.06 | 251.70 |
| 存货 | 3,231.05 | 3,527.83 | 3,452.63 | 3,973.56 | 4,302.89 | 营业费用 | 2,276.41 | 2,954.13 | 3,538.72 | 3,590.21 | 3,812.33 |
| 其他 | 5,274.76 | 6,553.01 | 4,980.49 | 5,608.80 | 5,715.42 | 管理费用 | 1,159.29 | 576.65 | 581.20 | 547.98 | 578.13 |
| 流动资产合计 | 22,289.54 | 24,944.82 | 24,536.20 | 28,093.77 | 29,235.25 | 研发费用 | 746.81 | 1,193.69 | 1,505.48 | 1,615.97 | 1,793.05 |
| 长期股权投资 | 366.45 | 443.12 | 443.12 | 443.12 | 443.12 | 财务费用 | 110.91 | 89.93 | 110.88 | 119.11 | 125.68 |
| 固定资产 | 1,158.69 | 1,401.13 | 1,297.29 | 1,186.29 | 1,070.99 | 资产减值损失 | 58.26 | 77.80 | 46.92 | 46.92 | 46.92 |
| 在建工程 | 24.38 | 36.01 | 21.60 | 13.02 | 7.87 | 公允价值变动收益 | 0.00 | (1.51) | 12.67 | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产 | 219.53 | 957.51 | 925.60 | 893.68 | 861.76 | 投资净收益 | 222.44 | 347.45 | 274.75 | 282.54 | 303.25 |
| 其他 | 639.54 | 1,616.78 | 1,123.71 | 1,162.18 | 1,239.63 | 其他 | (1,422.50) | (893.83) | (812.45) | (809.54) | (850.25) |
| 非流动资产合计 | 2,408.59 | 4,454.56 | 3,811.32 | 3,698.29 | 3,623.38 | 营业利润 | 1,144.27 | 605.63 | 523.98 | 810.07 | 1,158.43 |
| 资产总计 | 24,698.13 | 29,399.37 | 28,347.51 | 31,792.07 | 32,858.62 | 营业外收入 | 61.23 | 35.77 | 78.81 | 60.00 | 78.00 |
| 短期借款 | 800.00 | 1,951.16 | 2,046.31 | 1,800.00 | 2,234.29 | 营业外支出 | 42.54 | 36.05 | 42.67 | 40.00 | 40.00 |
| 应付票据及应付账款 | 7,510.51 | 7,676.76 | 6,523.68 | 9,016.43 | 8,191.79 | 利润总额 | 1,162.95 | 605.36 | 560.12 | 830.07 | 1,196.43 |
| 其他 | 1,975.86 | 2,485.05 | 2,505.61 | 2,453.11 | 2,997.32 | 所得税 | 135.91 | 58.59 | 34.22 | 50.71 | 111.87 |
| 流动负债合计 | 10,286.37 | 12,112.97 | 11,075.60 | 13,269.54 | 13,423.40 | 净利润 | 1,027.04 | 546.77 | 525.90 | 779.35 | 1,084.56 |
| 长期借款 | 6.50 | 1,207.85 | 1,200.00 | 1,800.00 | 1,811.47 | 少数股东损益 | 60.51 | 154.36 | 95.93 | 116.90 | 162.68 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 归属于母公司净利润 | 966.53 | 392.40 | 429.98 | 662.45 | 921.88 |
| 其他 | 103.62 | 720.73 | 310.43 | 378.26 | 469.81 | 每股收益(元) | 0.74 | 0.30 | 0.33 | 0.51 | 0.70 |
| 非流动负债合计 | 110.12 | 1,928.58 | 1,510.43 | 2,178.26 | 2,281.28 | | | | | | |
| 负债合计 | 10,396.49 | 14,041.56 | 12,586.03 | 15,447.80 | 15,704.68 | 主要财务比率 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 少数股东权益 | 544.55 | 1,266.47 | 1,362.40 | 1,479.30 | 1,641.98 | 成长能力 | | | | | |
| 股本 | 1,308.48 | 1,308.48 | 1,308.48 | 1,308.48 | 1,308.48 | 营业收入 | 3.26% | 6.87% | 0.15% | 7.42% | 10.85% |
| 资本公积 | 2,247.88 | 2,467.16 | 2,467.16 | 2,467.16 | 2,467.16 | 营业利润 | -37.66% | -47.07% | -13.48% | 54.60% | 43.00% |
| 留存收益 | 12,459.58 | 12,788.63 | 13,090.61 | 13,556.48 | 14,203.48 | 归属于母公司净利润 | -45.05% | -59.40% | 9.57% | 54.07% | 39.16% |
| 其他 | (2,258.84) | (2,472.93) | (2,467.16) | (2,467.16) | (2,467.16) | 获利能力 | | | | | |
| 股东权益合计 | 14,301.65 | 15,357.82 | 15,761.49 | 16,344.26 | 17,153.94 | 毛利率 | 13.69% | 14.69% | 17.04% | 17.02% | 17.23% |
| 负债和股东权益总计 | 24,698.13 | 29,399.37 | 28,347.51 | 31,792.07 | 32,858.62 | 净利率 | 2.94% | 1.12% | 1.22% | 1.75% | 2.20% |
| | | | | | | ROE | 7.03% | 2.78% | 2.99% | 4.46% | 5.94% |
| | | | | | | ROIC | 10.75% | 5.38% | 4.40% | 5.82% | 10.89% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| 现金流量表(百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 资产负债率 | 42.09% | 47.76% | 44.40% | 48.59% | 47.79% |
| 净利润 | 1,002.39 | 546.77 | 429.98 | 662.45 | 921.88 | 净负债率 | -13.90% | -5.22% | -1.55% | -30.48% | -0.55% |
| 折旧摊销 | 362.51 | 427.92 | 150.17 | 151.60 | 152.47 | 流动比率 | 2.17 | 2.06 | 2.22 | 2.12 | 2.18 |
| 财务费用 | 41.47 | 64.31 | 110.88 | 119.11 | 125.68 | 速动比率 | 1.85 | 1.77 | 1.90 | 1.82 | 1.86 |
| 投资损失 | (194.28) | (347.45) | (274.75) | (281.54) | (301.25) | 营运能力 | | | | | |
| 营运资金变动 | (1,208.47) | (1,940.16) | (1,110.42) | 4,002.04 | (5,848.22) | 应收账款周转率 | 3.02 | 3.24 | 3.02 | 3.38 | 3.38 |
| 其它 | 2,364.65 | 1,161.47 | 108.60 | 116.90 | 162.68 | 存货周转率 | 9.43 | 10.39 | 10.08 | 10.18 | 10.12 |
| 经营活动现金流 | 2,368.26 | (87.14) | (585.54) | 4,770.56 | (4,786.76) | 总资产周转率 | 1.39 | 1.30 | 1.22 | 1.26 | 1.30 |
| 资本支出 | 353.51 | 1,144.45 | 410.31 | (67.73) | (91.45) | 每股指标(元) | | | | | |
| 长期投资 | 194.66 | 76.67 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股收益 | 0.74 | 0.30 | 0.33 | 0.51 | 0.70 |
| 其他 | (3,586.48) | (2,716.61) | (149.25) | 349.35 | 392.82 | 每股经营现金流 | 1.81 | -0.07 | -0.45 | 3.65 | -3.66 |
| 投资活动现金流 | (3,038.31) | (1,495.50) | 261.06 | 281.61 | 301.37 | 每股净资产 | 10.51 | 10.77 | 11.00 | 11.36 | 11.85 |
| 债权融资 | 806.50 | 3,241.07 | 3,273.66 | 3,636.47 | 4,094.39 | 估值比率 | | | | | |
| 股权融资 | (111.50) | 141.91 | (97.76) | (111.76) | (118.33) | 市盈率 | 16.90 | 41.61 | 37.98 | 24.65 | 17.71 |
| 其他 | (231.47) | (752.45) | (3,376.42) | (3,477.59) | (3,918.71) | 市净率 | 1.19 | 1.16 | 1.13 | 1.10 | 1.05 |
| 筹资活动现金流 | 463.53 | 2,630.52 | (200.52) | 47.13 | 57.35 | EV/EBITDA | 14.00 | 5.50 | 30.63 | 14.48 | 14.32 |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 1.00 | 2.00 | EV/EBIT | 17.15 | 6.31 | 42.21 | 17.69 | 16.42 |
| 现金净增加额 | (206.52) | 1,047.88 | (525.01) | 5,100.30 | (4,426.03) | | | | | | |

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

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

一般声明

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

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

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

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|--|--|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |