

海信视像 (600060.SH) 智慧显示终端基本盘稳健，新显示新业务迎来快速增长收获期

2022年06月10日

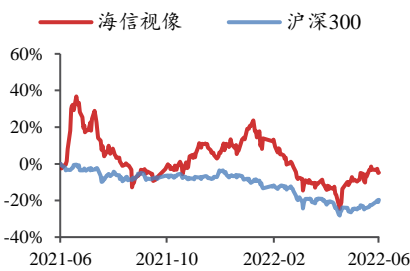
投资评级：买入（首次）

——公司首次覆盖报告

日期	2022/6/10
当前股价(元)	11.93
一年最高最低(元)	17.90/9.14
总市值(亿元)	156.08
流通市值(亿元)	153.79
总股本(亿股)	13.08
流通股本(亿股)	12.89
近3个月换手率(%)	41.41

吕明（分析师）	周嘉乐（分析师）	陆帅坤（联系人）
lvming@kysec.cn	zhoujiale@kysec.cn	lushuaikun@kysec.cn
证书编号：S0790520030002	证书编号：S0790522030002	证书编号：S0790121060033

股价走势图



数据来源：聚源

● **彩电基本盘稳健，新显示新业务开启成长空间，首次覆盖给予“买入”评级**
智慧显示终端基本盘稳健，坚持高端化全球化布局份额持续提升；新显示新业务迎来收获期，高景气度激光电视行业全球领先，商显、芯片、云服务齐头并进。看好世界杯营销拉动高端需求，叠加面板降价周期利好盈利能力修复。预计公司2022-2024年归母净利润为14.68/18.83/22.12亿元，对应EPS分别为1.12/1.44/1.69元，当前股价对应PE为10.6/8.3/7.1倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● **彩电大屏化趋势延续，公司全球化高端化助力智慧显示终端业务稳健发展**
公司作为彩电龙头，坚持海信、东芝、VIDDA多品牌差异化布局，依托ULED等技术充分受益全球彩电行业大屏化、性能化趋势，市场份额持续提升。据欧睿数据，公司国内销额市占率第一，全球市占率第四，考虑到海外市场彩电渗透率相比中国仍有提升空间，全球化战略下看好智慧显示终端业务保持稳健增长。

● **新显示新业务迎来高速增长收获期，助力公司转型全球一流显示服务商**
激光显示方面公司实现激光电视产品全尺寸覆盖和价格带持续拓宽，并成功拓展三色激光微投新品类。伴随核心器件国产替代降本持续推进，品类渗透有望提速。商业显示受商教需求拉动增长迅速，公司凭借micro-led等领先技术，持续推出差异化新品。云服务面向C+B端打造“大屏+X”显示生态，实现业务延伸。公司坚持芯片在内的纵向一体化战略，公司画质芯片打破国外垄断，显示类TCON芯片在全球彩电产品中市占超50%，看好高性能SOC芯片实现家电领域外延。

● **技术护城河优势明显，看好世界杯营销机遇加速公司高端化全球化进程**
公司以研发立身，在显示技术、云平台技术、芯片技术方面积累深厚，持续构筑公司护城河，通过IPD研发组织变革驱动降本增效。公司在线下采取场景化套系化营销，线上构建数字化营销，叠加世界杯营销机遇，加速高端化全球化进程。

● **风险提示：**原材料价格上涨风险；海外需求下行风险；疫情扰动风险。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	39,315	46,801	52,422	58,835	66,018
YOY(%)	15.3	19.0	12.0	12.2	12.2
归母净利润(百万元)	1,195	1,138	1,468	1,883	2,212
YOY(%)	115.0	-4.8	29.0	28.3	17.5
毛利率(%)	17.9	15.8	18.0	18.2	18.3
净利率(%)	3.0	2.4	2.8	3.2	3.4
ROE(%)	8.7	8.8	9.8	11.5	11.9
EPS(摊薄/元)	0.91	0.87	1.12	1.44	1.69
P/E(倍)	13.1	13.7	10.6	8.3	7.1
P/B(倍)	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 智慧显示终端基本盘稳健，新显示新业务迎来收获期.....	5
1.1、 彩电业务起家，转型全球一流系统显示解决方案提供商.....	5
1.2、 混改推进顺利，股权激励深度绑定核心管理层利益.....	6
1.3、 产品结构持续提升叠加面板价格趋于下降，看好毛利率修复机会.....	6
2、 智慧显示终端业务：产品高端化、业务全球化推进顺利.....	12
2.1、 行业端：海外渗透率仍有提升空间，产品大屏化性能化趋势凸显.....	12
2.2、 公司端：高端品牌定位持续受益，业务全球化进展顺利.....	15
3、 新显示新业务：高成长细分赛道公司产品技术优势明显，业务迎来收获期.....	19
3.1、 激光显示：大屏高色域的成本端最优解，核心技术助力业务高增.....	20
3.2、 商用显示：下游商务、教育行业需求旺盛，产品端持续推陈出新.....	23
3.3、 云服务：“大屏+X”构造新生态，业务延伸把握行业发展新机遇.....	26
3.4、 芯片：突破国外对画质芯片垄断，构筑产业纵向一体化能力.....	28
3.5、 其它：布局车载显示等前沿新兴显示，业务发展空间广阔.....	30
4、 技术引领构筑公司护城河，营销助力全球化高端化进程.....	31
4.1、 一流技术构筑护城河，IPD 组织变革驱动研发端降本增效.....	31
4.2、 发力世界杯营销机遇，助力公司全球化高端化进程.....	32
5、 盈利预测与投资建议.....	35
6、 风险提示.....	36
附：财务预测摘要.....	37

图表目录

图 1： 公司的历史是打破技术垄断，不断自主革新外拓的奋斗史.....	5
图 2： 公司无实控人，管理层话语权较强.....	6
图 3： 2017-2021 年公司收入 CAGR 达 9.24%.....	7
图 4： 2018 年以来公司营收增速始终快于行业.....	7
图 5： 2019-2021 年公司新显示新业务主营占比快速增长.....	7
图 6： 2020-2021 年国外主营业务占比已超国内.....	7
图 7： 2017-2021 年公司归母净利润 CAGR 为 4.2%.....	8
图 8： 2022Q1 公司归母净利润增速快于可比公司.....	8
图 9： 2018-2021 年公司扣非净利润持续增长.....	8
图 10： 2020 年以来公司扣非净利润增速快于可比公司.....	8
图 11： 受面板价格上涨影响 2021 年公司毛利率承压.....	8
图 12： 2021 年下半年开始彩电液晶面板价格趋于下降.....	8
图 13： 公司新显示新业务毛利率高于智慧显示终端业务.....	9
图 14： 分区域看国内毛利率远高于国外.....	9
图 15： 2019 年以来销售费用率持续优化，与可比公司创维集团水平相近.....	9
图 16： 2017-2021 年公司管理费用率控制较好，低于创维集团.....	9
图 17： 2018 年以来公司研发费用率保持提升趋势.....	10
图 18： 2018 年以来公司研发费用逐年增长.....	10
图 19： 财务费用率稳中有降处于较低水平，受利息支出和汇兑损益影响较大.....	10
图 20： 净利率在毛利率拉动下呈上升趋势，与可比 OBM 公司相近.....	11

图 21: 公司资产周转能力领先可比公司	11
图 22: 公司的财务杠杆相对较低, 经营稳中求进	11
图 23: 公司 ROE 受归母净利率影响较大, 未来有望持续上行	12
图 24: 2021 年国内彩电零售额同比增长 6.6%	12
图 25: 2021 年全球 TV 出货额同比增长 10.4%	12
图 26: 2021 年国内和全球市场彩电出货量均有所下滑	13
图 27: 2021 年国内彩电零售均价、全球 TV 出货均价较快提升	13
图 28: 国内及全球彩电市场品牌集中度较高	13
图 29: 全球彩电渗透率仍有提升空间	13
图 30: 高端化是行业大势所趋, 2022Q1 国内万元以上彩电销售额占比已达 18.2%	14
图 31: 我国彩电市场平均尺寸预计将不断上升	14
图 32: 2021 年我国彩电市场中大屏产品的份额增长较快	14
图 33: 全球高端产品的出货量份额有望持续提升	15
图 34: 全球高端产品的出货量增速有望继续远超大盘	15
图 35: 2021 年海信牌彩电国内线上销额市占率保持第一	15
图 36: 2021 年海信品牌全球零售量市占率升至 7.5%	15
图 37: 北美、欧洲和日本等增量市场是公司海外发力的主战场	16
图 38: 近年来海外主营业务增速超国内	17
图 39: 公司收购东芝后表现良好	17
图 40: 2022 年三月海信推出新品 ULED8K 彩电 U79H-MAX	18
图 41: 2021 年东芝推出高端 OLED 新品 X8900KF, 可呈现出 10.7 亿自然色彩	18
图 42: 海信社交电视可实现 AI 健身等功能	19
图 43: 二代海信社交电视首次搭载家庭私有云	19
图 44: 激光方案是当前最为先进的投影解决方案	20
图 45: RGB 方案使用三种光合成, 具有亮度高、色彩表现极致等特点	20
图 46: 公司研发实力强劲, 激光专利数量排名全球第二	21
图 47: 2017-2021 年国内激光电视出货量 CAGR52.7%	21
图 48: 2020 年激光电视 CR3 为 79%, 品牌集中度较高	21
图 49: 激光成本集中于光源、芯片、镜头以及屏幕	23
图 50: 激光经过调制器及镜头投射至屏幕形成图像	23
图 51: 2014-2020 年财政性教育经费投入逐年扩大	24
图 52: 中国企业数量逐年增多, 长期保持 10% 以上增速	24
图 53: 2015-2020 年商显行业零售额 CAGR 为 15.6%	24
图 54: 商用显示行业公司毛利率与家用显示相比较较好	24
图 55: 海信商用形成在智慧教育、智慧办公、智能显示领域的布局	25
图 56: “Vision” 系列包含办公、教育、智能多个场景	26
图 57: 公司于行业率先定义“高管屏”会议平板产品	26
图 58: 目前家庭彩电呈现智能化特点, OTT 终端规模稳步上涨	26
图 59: OTT 广告的投放效率逐渐提高	27
图 60: 公司的云服务业务 BC 兼顾, 内容生态丰富	27
图 61: 公司互联网电视总数和付费用户数不断高增	28
图 62: 聚好看用户活跃程度不断提高	28
图 63: 公司的大显示业务背后支撑是底层的云平台、显示以及芯片技术	31
图 64: 公司多个行业技术处于领先地位	31
图 65: 公司研发费用率稳定在 4% 左右	31

图 66: 2015 年以来公司研发人员占比呈现提升趋势	31
图 67: IPD 组织变革后, 公司的研发体系形成了 1+N 的形态	32
图 68: 公司的研发中心遍布北美、欧洲、日本和中国	32
图 69: 海信成为巴黎圣日尔曼足球俱乐部官方合作伙伴	33
图 70: 公司是首家赞助了 2016 年欧洲杯、2018 年世界杯、2020 年欧洲杯三届顶级体育赛事的中国企业	34
图 71: 公司推出的 U7 系列具有的超画质、高刷新率及 MEMC 等特性完美契合体育营销场景	34
图 72: 公司通过线下开设情景体验店助力体验转化销售	34
图 73: 公司的品质之家线下体验店有效带动套系化销售	34
图 74: 公司组成包括 BOSS 直播在内的全方位直播矩阵	35
图 75: 公司采用超级体验官形式直播带货	35
表 1: 时隔十二年后再次进行股权激励, 改革信心凸显	6
表 2: 公司三大品牌覆盖全价格段, 满足不同人群差异化需求	17
表 3: 公司的游戏电视新品在刷新率、输入延迟等方面性能拔尖	19
表 4: 激光显示相比于 OLED、Micro Led 技术具有使用寿命长、色域高和大尺寸技术成熟的优点	20
表 5: 公司激光显示产品起于 B 端, 技术迭代后延伸至 C 端形成差异化产品矩阵	22
表 6: 公司是唯一实现三色激光光源彩电全尺寸覆盖的厂商	22
表 7: 公司的激光电视产品价格带覆盖更全, 同等价格段下色彩表现力更好	22
表 8: 公司的芯片业务由显示类起家, 逐步完成对国外企业的追赶	29
表 9: 围绕 ISP、家电智能化等技术和整机应用需求, 持续开发核心技术与芯片解决方案	29
表 10: 我们预计 2022-2024 年公司新显示新业务将延续快速增长趋势	35
表 11: 可比公司估值情况	36

1、智慧显示终端基本盘稳健，新显示新业务迎来收获期

公司全称海信视像科技股份有限公司，前身为成立于1965年的青岛无线电二厂，并于2019年由“青岛海信电器股份有限公司”更名而来。公司主要从事显示及上下游产业链产品的研究、开发、生产与销售，旗下包括ULED彩电、激光电视、智慧黑板、TCON芯片在内的产品远销海内外多个国家和地区。

1.1、彩电业务起家，转型全球一流系统显示解决方案提供商

1969-1992年，专注收音机和彩电制造。公司前身为青岛无线电二厂，生产半导体收音机。1979年青岛彩电机总厂成立，公司开始生产和制造自己的彩电机品牌。

1993-2007年，积累技术蓄势待发。公司研发出中国音视频领域第一款芯片信芯，同时建立了中国第一条液晶模组生产线，开始了激光电视研发。

2008-2018年，中国彩电市场领头羊，海外动作频现。2008年推出42英寸超薄LED彩电，宣告中国LED液晶彩电时代的到来。同时开始推出VIDAA、激光电视等技术领先产品，并加大走出去力度，持续拓展海外市场。

2018年至今，争做全球一流显示解决方案供应商。推出具有领先技术地位的叠屏、8K、Mini Led、Micro Led等产品，并继续在海外进行大力度收购与营销。

公司以技术立身，不仅打破外国技术垄断推出了中国第一款自主知识产权的数字视频处理芯片、第一条国产液晶模组生产线、更掌握了国际领先的ULED背光技术、激光电视技术等，成为激光显示国际标准等多个行业标准的制定者。

2021年公司完成了相互协同、相互支撑、独立发展的“1+(4+N)”产业结构升级：“1”是指正迈入高质量发展阶段拐点的智慧显示终端业务；“4+N”是指处于高速发展阶段的新显示新业务，其中，4是指激光显示、商用显示、云服务、芯片四大核心，N是指有广阔延展空间的其他前沿新型显示，如虚拟现实显示、车载显示、广播级监视器等。智慧显示终端业务高质量稳健发展，新显示新业务快速增长，推动公司成为“显示无处不在、服务无处不在、连接无处不在”的全球一流系统显示解决方案提供商。

图1：公司的历史是打破技术垄断，不断自主创新外拓的奋斗史

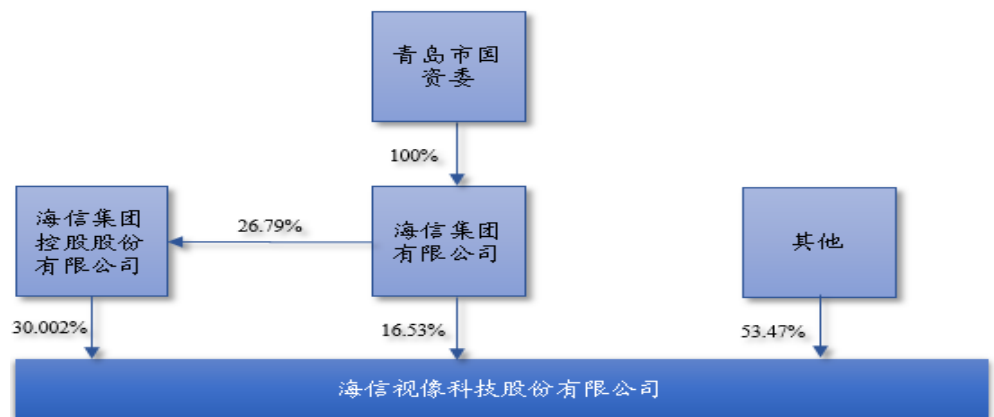
	初创期 (1969-1992)	发展期 (1993-2007)	扩张期 (2008-2018)	成熟期 (2018-至今)
战略	<ul style="list-style-type: none"> 1969年青岛无线电二厂成立，生产半导体收音机 1979年以青岛无线电二厂为主体，与四个单位组成“青岛电视机总厂” 	<ul style="list-style-type: none"> 1993年中美合资青岛AT&T通讯设备服务有限公司成立，海信正式涉足通信技术领域，开始布局3C产业格局 1996年10月南非海信成立，跨出国际化的第一步 1997年海信剥离电视产业核心资产在上交所上市，海信电器由此成为社会公众公司 	<ul style="list-style-type: none"> 2008年海信首款42英寸超薄LED背光液晶电视正式上市，宣告了中国LED液晶电视时代的到来 2012年围绕“智能化战略”进行一系列产业布局 2015年收购夏普美国 2016-2018年成功赞助2016年欧洲杯、2018俄罗斯世界杯、2018年FIFA世界杯 	<ul style="list-style-type: none"> 2018年接管东芝公司(TVS) 2021年海信成功赞助2020欧洲杯；成为2022卡塔尔世界杯全球官方合作伙伴
产品	<ul style="list-style-type: none"> 1983年中国第一台22英寸彩电在海信诞生 1984年公司引进世界一流彩电生产线，第一代青岛牌彩色电视机问世 	<ul style="list-style-type: none"> 2007年海信电视液晶模组生产线投产，这是中国彩电业第一条液晶模组生产线 2007年开启激光电视研发 	<ul style="list-style-type: none"> 2013年全球操作速度最快的智能电视VIDAA TV发布 2014年推出全球首款自主研发的100寸超短焦激光电视 2018年推出双色激光电视 	<ul style="list-style-type: none"> 2019年发布全球首款叠屏电视 2020年发布全球首款8K Pro双屏电视、首台医疗超声产品HD60泰山系列以及三色4K激光电视 2021年AWE展示ULED 8K电视、卷曲屏激光电视、社交电视、Mini-LED、OLED以及专业监视器等 2022年推出micro LED一体机

资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.2、混改推进顺利，股权激励深度绑定核心管理层利益

混改持续进行，管理层话语权较强。公司控股股东为海信控股。2020年海信控股引入战略投资者进行混改，海信集团在海信控股的持股比例降为26.79%，公司的实际控制人由原先控制海信集团有限公司的青岛市国资委变为无实际控制人。2022年2月22日，由于激励计划中3名激励对象因离职或职务调整已不符合激励条件，将回购注销共计220000股限制性股票，海信控股持有公司股份从29.997%被动增至30.002%，公司仍无实控人。伴随混改的推进，公司管理层话语权较强，为公司发展战略的长期执行和推进奠定基础。

图2：公司无实控人，管理层话语权较强



资料来源：公司公告、开源证券研究所

股权激励计划推进，深度绑定核心管理层与上市公司利益一致性。2021年9月8日，公司发布最终限制性股票激励计划授予结果，包括董事、总裁于芝涛、财务负责人李佳、董秘刘莎莎及核心骨干员工在内的216人被授予限制性股票数量1940万股，占海信视像已发行股本总额的1.48%。本计划授予的限制性股票的价格经2021年分红后调整后为8.295元/股，分三个限售期，业绩考核条件为2021-2023年归母扣非净利润较2020年增速分别不低于30%、55%、85%，时隔12年后公司再次进行股权激励，深度绑定核心管理层与上市公司利益一致性。

表1：时隔十二年后再次进行股权激励，改革信心凸显

股权激励项目	激励对象	拟授予股票数量	授予价格	限售期及比例	考核指标
2021年限制性股票激励计划	高管、核心员工 共计216人	1940万股	8.295元/股	自授予登记完成之日起12个月，1/3的限制性股票	以2020年归母扣非净利润为基数，2021年归母扣非净利润增长率不低于30%
				自授予登记完成之日起12-24个月，1/3的限制性股票	以2020年归母扣非净利润为基数，2022年归母扣非净利润增长率不低于55%
				自授予登记完成之日起24-36个月，1/3的限制性股票	以2020年归母扣非净利润为基数，2023年归母扣非净利润增长率不低于85%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

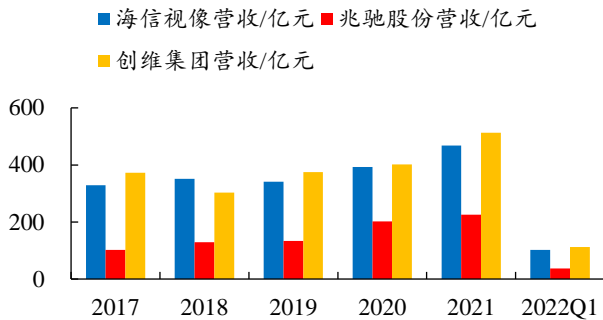
1.3、产品结构持续提升叠加面板价格趋于下降，看好毛利率修复机会

2017至2021年公司收入CAGR达9.24%，2019年出现负增长主要系面板价格下行叠加房地产销售下滑影响，彩电行业开启价格战所致。2021年收入468.0亿元(+19.0%)，主要系智慧显示终端业务的稳健增长以及新显示新业务的快速增长所致，

2022Q1 收入同比略降主要系受疫情影响。

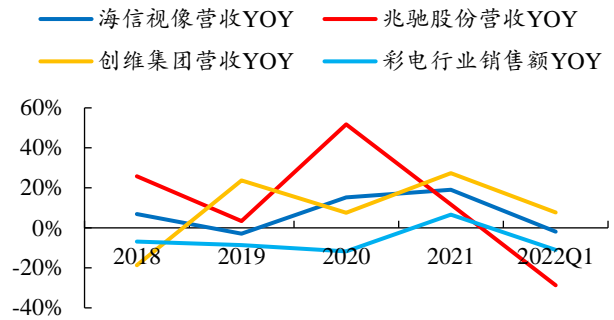
从可比公司看，2018-2022Q1 区间在彩电行业销售额持续不振的情况下公司、创维集团、兆驰股份均保持增长，主系彩电市场存量竞争下集中度提高。

图3：2017-2021 年公司收入 CAGR 达 9.24%



数据来源：Wind、开源证券研究所

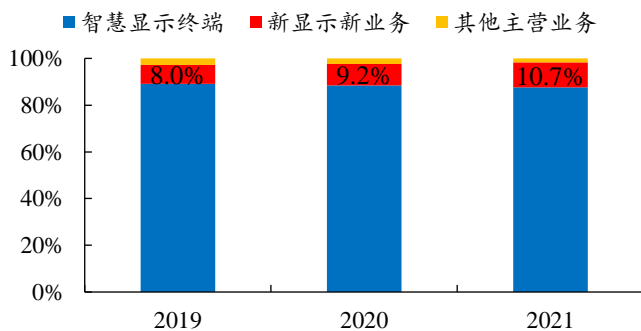
图4：2018 年以来公司营收增速始终快于行业



数据来源：奥维云网、Wind、开源证券研究所

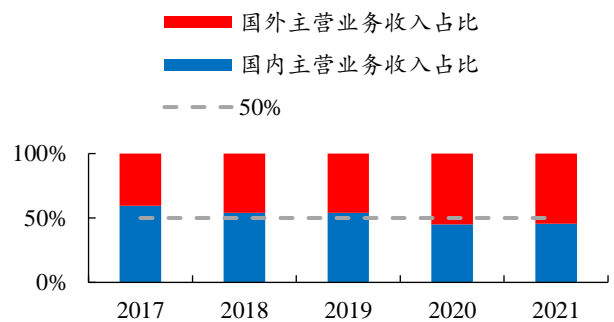
营收分品类看，智慧显示终端基本盘业务稳健，新显示新业务快速增长。2021 年公司智慧显示终端业务和新显示新业务营收分别为 378.0/46.0 亿元，占公司主营收入占比分别为 87.7%/10.7%。公司新显示新业务主营收入占比从 2019 年的 8.0% 增长至 10.7%，主要系公司激光显示、商用显示、芯片和云服务 etc 新兴业务快速发展。主营收入分区域看，2020 年起国外主营业务占比已超国内。2021 年公司国内/国外主营业务收入分别为 196.9/234.3 亿元，国外主营业务占比自 2020 年首次超过 50% 后，2021 年达 54.3%。

图5：2019-2021 年公司新显示新业务主营占比快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

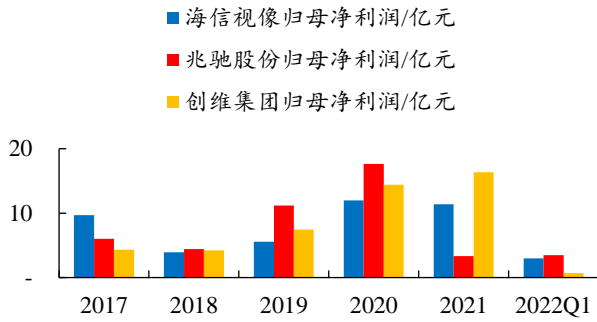
图6：2020-2021 年国外主营业务占比已超国内



数据来源：Wind、开源证券研究所

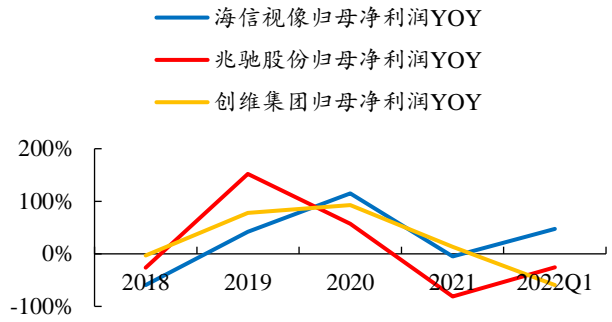
2017-2021 年公司归母净利润 CAGR 为 4.2%，其中 2021 年有所下滑主系面板价格上涨影响。伴随面板价格 2021 年 8 月以来进入下降周期，2022Q1 公司归母净利润为 2.99 亿元，同比增长 47.2%，增速快于可比公司创维集团与兆驰股份，主系公司高端化战略推进顺利，叠加面板成本下降带来的利好。

图7: 2017-2021 年公司归母净利润 CAGR 为 4.2%



数据来源: Wind、开源证券研究所

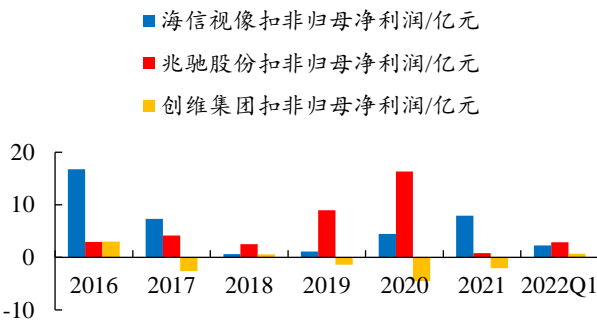
图8: 2022Q1 公司归母净利润增速快于可比公司



数据来源: Wind、开源证券研究所

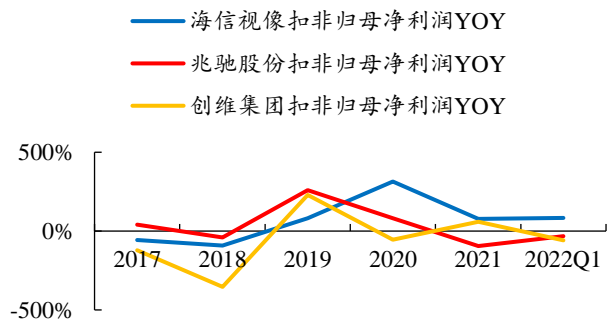
公司的非经常性损益对归母净利润影响较大, 主要包括政府补助以及持有的交易性金融资产和负债的公允价值变动。公司扣非净利润 2019 年以来重回正增长, 并保持持续增长趋势。在 2020 年、2021 年、2022Q1 扣非净利润分别增长 314.8%、77.6%、83.5%, 趋势向好。

图9: 2018-2021 年公司扣非净利润持续增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

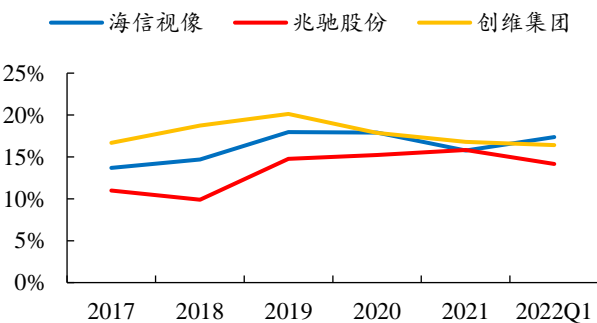
图10: 2020 年以来公司扣非净利润增速快于可比公司



数据来源: Wind、开源证券研究所

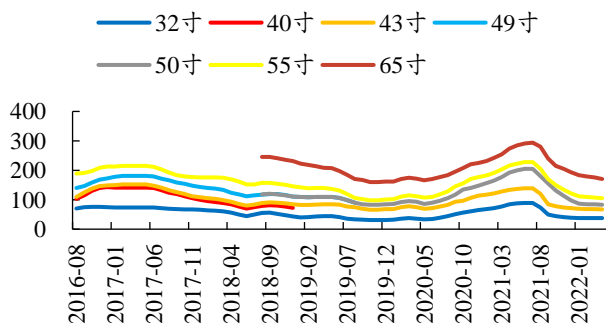
2021 年公司毛利率受面板价格上涨影响有所下降, 随着彩电液晶面板价格趋于下降, 毛利率有望迎来修复机会。公司产品高端化趋势推动下, 2017-2020 年毛利率保持提升趋势, 2021 年毛利率下降主系面板价格上升所致。2021 年 8 月彩电液晶面板价格进入下行周期, 2022 年 Q1 公司毛利率达 17.36%, 同比提升 1pct, 趋势向好。

图11: 受面板价格上涨影响 2021 年公司毛利率承压



数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 2021 年下半年开始彩电液晶面板价格趋于下降

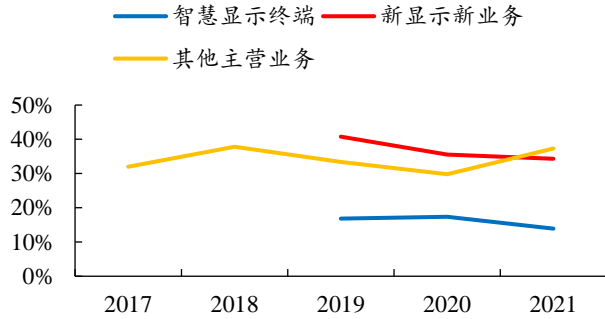


数据来源: Wind、开源证券研究所

分业务看, 新显示新业务毛利率高于智慧显示终端业务。2020 年, 公司智慧显示终端业务的毛利率为 17.36%, 2021 年受原材料价格大幅上升毛利率下滑 3.5pcts

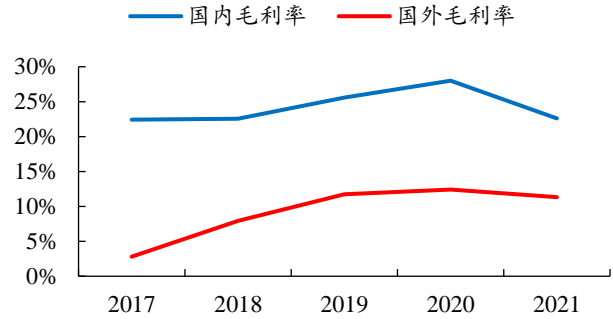
至 13.90%。2021 年新显示新业务的毛利率为 37.3%，主系其中激光显示、云服务等业务毛利率较高。分区域看，2017-2021 年国内业务毛利率高于国外，国外业务毛利率存在较大提升空间。

图13: 公司新显示新业务毛利率高于智慧显示终端业务



数据来源: Wind、开源证券研究所

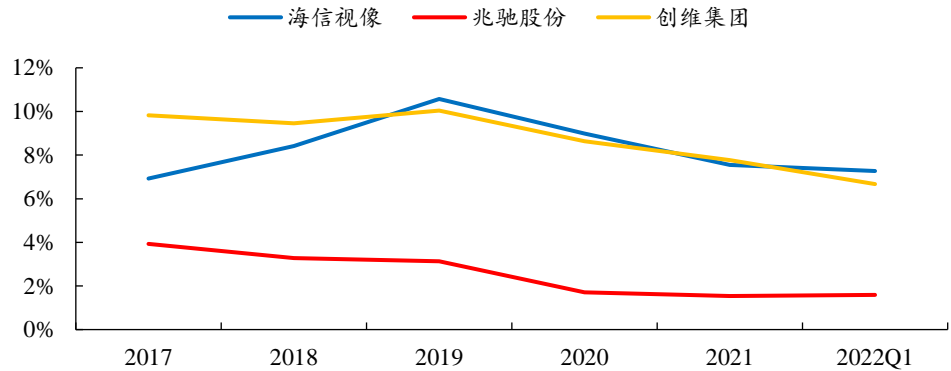
图14: 分区域看国内毛利率远高于国外



数据来源: Wind、开源证券研究所

2019 年以来公司销售费用率持续优化，与可比公司创维集团处于相似水平。兆驰股份的销售费用率较低与其 ODM 厂商身份有关，2021 年销售费用率仅为 1.5%。

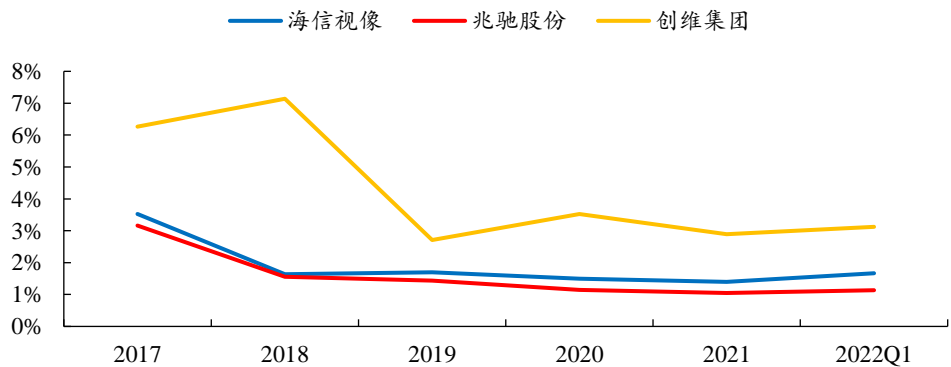
图15: 2019 年以来销售费用率持续优化，与可比公司创维集团水平相近



数据来源: Wind、开源证券研究所

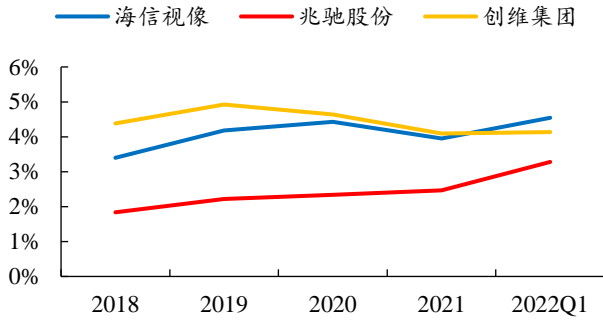
2017-2021 年公司管理费用率控制较好。2021 年公司管理费用率为 1.40%，低于创维集团。

图16: 2017-2021 年公司管理费用率控制较好，低于创维集团

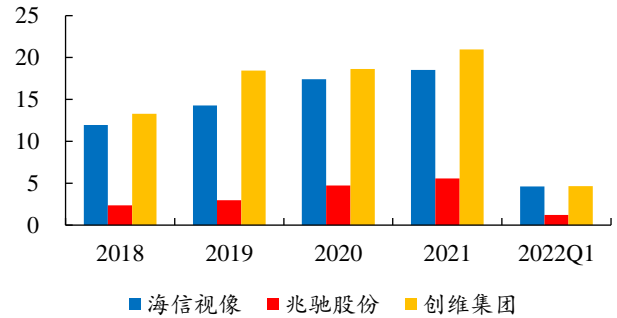


数据来源: Wind、开源证券研究所

2018-2021 年研发费用率稳中有升，主要系高端化及发展新显示新业务所致。2018-2021 年，公司研发费用率由 3.40% 增加至 4.09%，主要是增大了对 Mini Led、激光显示、芯片和 Micro Led 等业务和产品的研发所致，有助于保持研发技术端优势。在可比公司中研发费用率和研发费用绝对值均与创维集团类似，在同业中处于较高水平。

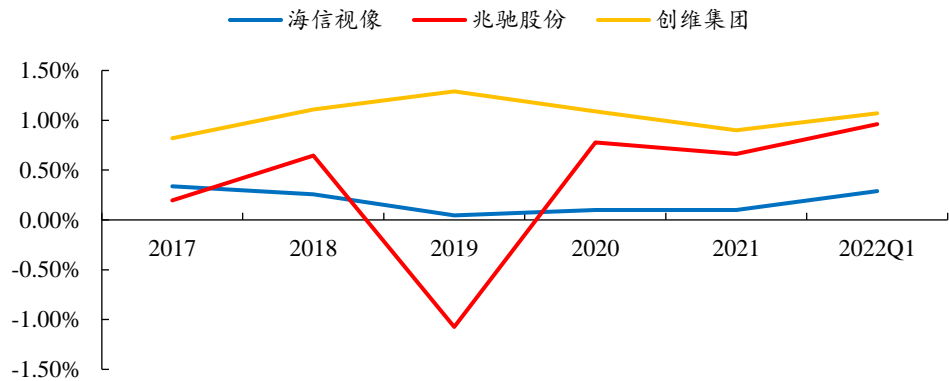
图17：2018 年以来公司研发费用率保持提升趋势


数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：2018 年以来公司研发费用逐年增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

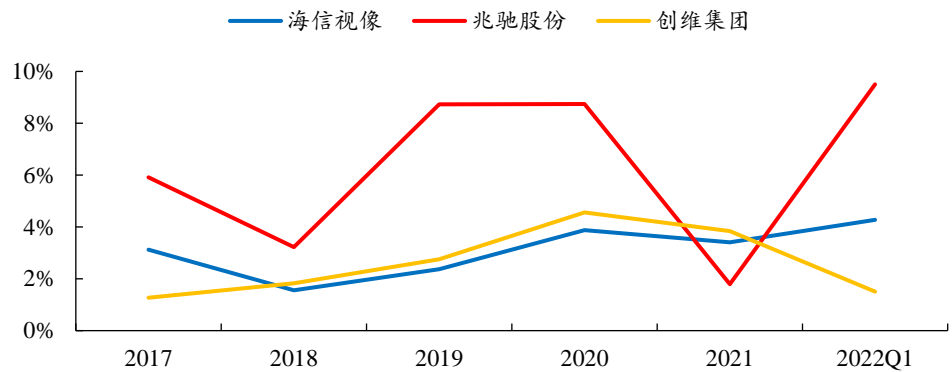
2017 年以来公司财务费用率保持下降趋势，受利息支出和汇兑损益影响较大，在可比公司中处于较低水平。2017-2021 年，公司财务费用率由 0.34% 下降至 0.10%，与可比公司相比，处于稳定且较低的水平。

图19：财务费用率稳中有降处于较低水平，受利息支出和汇兑损益影响较大


数据来源：Wind、开源证券研究所

2018 年以来公司净利率在产品结构改善下呈上升趋势。2018-2020 年，公司净利率从 1.56% 提升至 3.88%，2021 年有所下滑主要系毛利率拖累，但 2021 年 Q1 公司净利率达 4.3%，同比提升 1.4pcts，看好在面板价格下降带来的成本优化和产品结构提升趋势下，公司净利率持续提升。

图20：净利率在毛利率拉动下呈上升趋势，与可比 OBM 公司相近

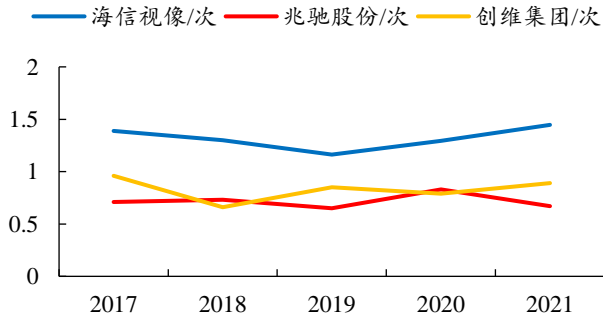


数据来源：Wind、开源证券研究所

营运能力方面，公司资产周转能力领先同业，主要源于较强的应收账款周转能力。2017-2021 年，公司的资产周转率保持在 1-1.5 之间，对比同业处于较高的水平，主要源于其较强的应收账款周转能力。2021 年海信视像、兆驰股份和创维集团的应收账款周转天数分别为 29.6 天、86.1 天和 91.2 天。

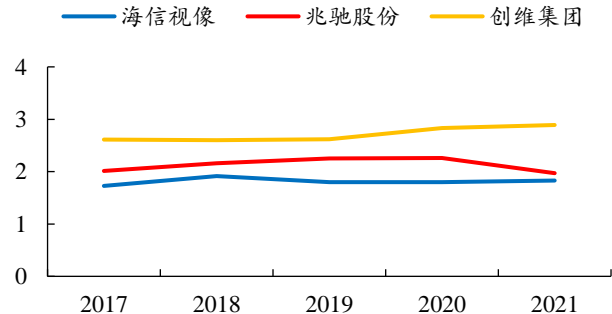
公司的权益乘数与可比公司相比较低，经营较为稳健。2021 年公司的权益乘数为 1.83，低于创维集团和兆驰股份。偿债能力方面流动比率 1.96，长期负债占比仅 0.04%，整体的财务战略较为稳健。

图21：公司资产周转能力领先可比公司



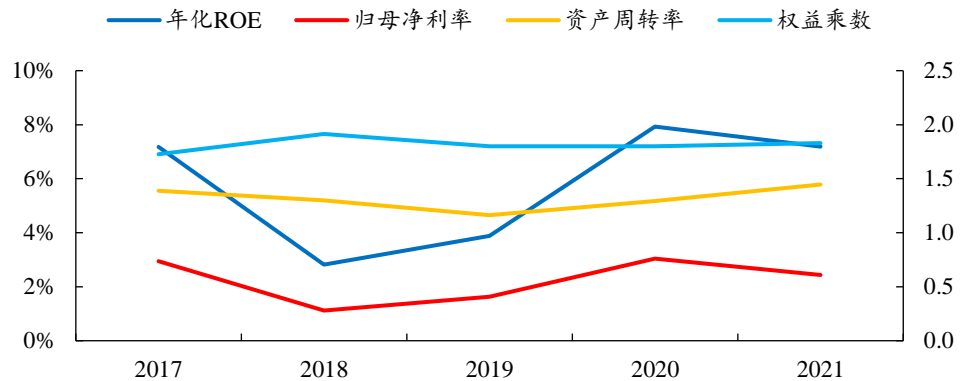
数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：公司的财务杠杆相对较低，经营稳中求进



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司的资产周转率和权益乘数较为稳定，ROE 受归母净利率影响较大，未来有望持续上行。2019 年彩电价格战迎来结尾，公司的归母净利率开始上升，2021 年受面板价格影响有所回落，整体较 2018 年仍上升了 1.31 pcts 至 2.43%，在此区间内年化归母 ROE 由 2.82% 上升至 7.19%。未来公司的传统产品结构高端化持续进行、高毛利的新显示新业务持续扩量以及 IPMS 与 IPD 营销研发变革推动降本提效下有望带动归母净利率上行，进一步打开 ROE 增长空间。

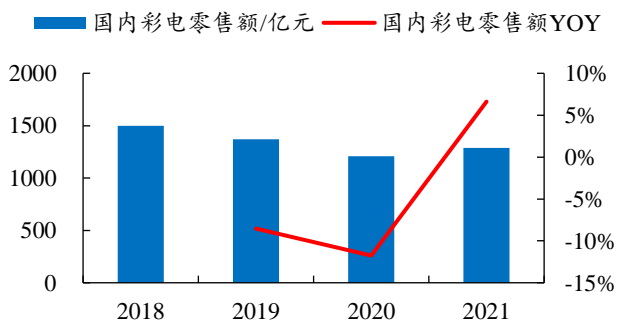
图23：公司 ROE 受归母净利率影响较大，未来有望持续上行


数据来源：Wind、开源证券研究所

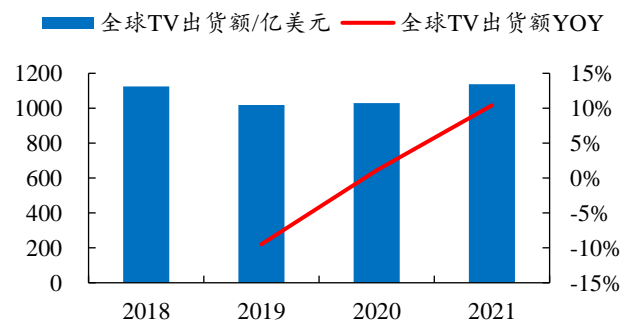
2、智慧显示终端业务：产品高端化、业务全球化推进顺利

2.1、行业端：海外渗透率仍有提升空间，产品大屏化性能化趋势凸显

2018-2020 年受面板价格不断下行带来的终端价格竞争加剧，国内彩电行业整体零售额呈现下降趋势。2021 年疫情带动宅经济发展，叠加面板价格大幅上涨带动整机价格提升，2021 年国内彩电行业零售额达 1289 亿，同比增长 6.6%，重回正增长。2021 年全球 TV 出货额为 1136.9 亿美元，同比提升 10.4%，趋势向好。

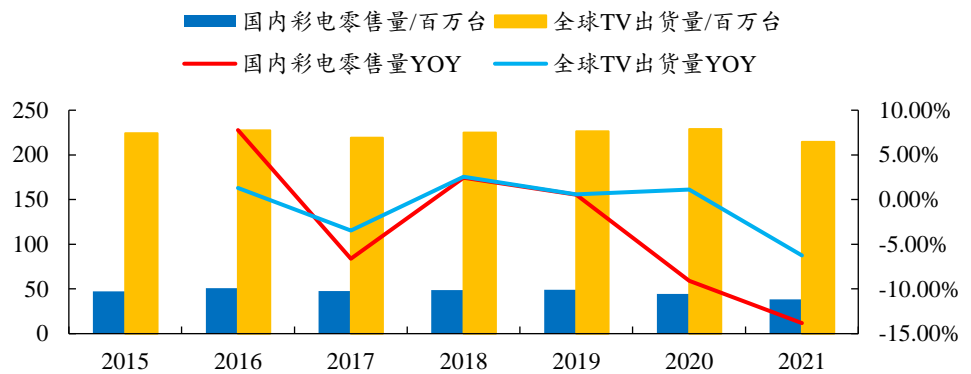
图24：2021 年国内彩电零售额同比增长 6.6%


数据来源：奥维云网、开源证券研究所

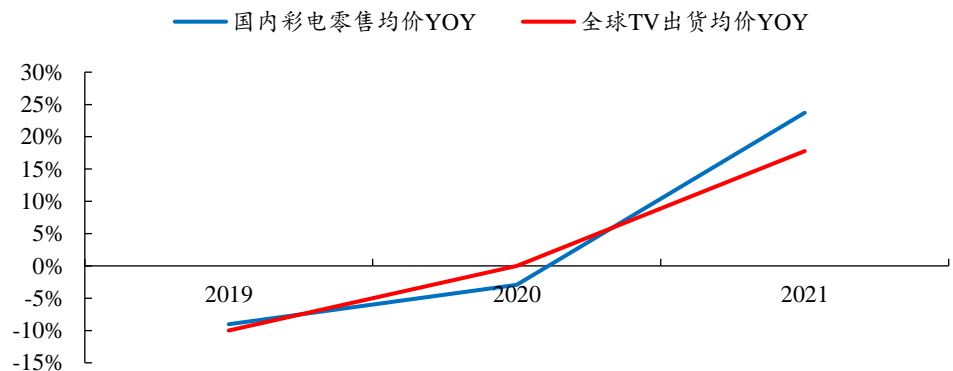
图25：2021 年全球 TV 出货额同比增长 10.4%


数据来源：奥维睿沃、开源证券研究所

从量上看，2018-2020 年全球 TV 出货量维持在 2.3 亿台，受均价快速提升及航运受阻等影响 2021 年出货量有所下降。国内彩电零售量自 2020 年开始持续下跌，主系价格战后均价恢复及房地产遇冷所致。从国内、全球彩电均价上看，2020 年降幅均收窄，2021 年均重回正增长，结构提升趋势明显。

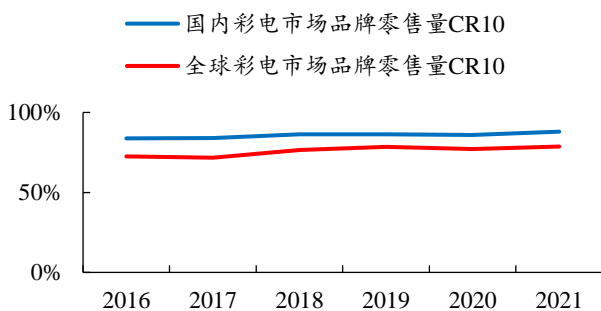
图26：2021年国内和全球市场彩电出货量均有所下滑


数据来源：奥维云网、奥维睿沃、开源证券研究所

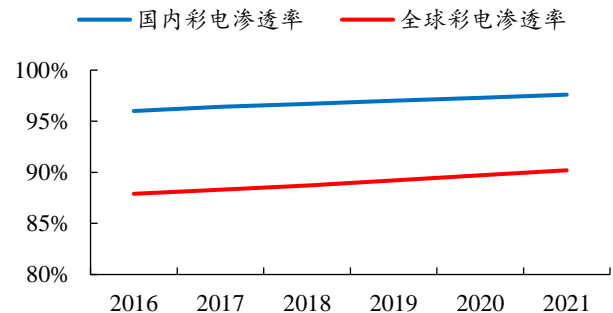
图27：2021年国内彩电零售均价、全球TV出货均价较快提升


数据来源：奥维云网、奥维睿沃、开源证券研究所

从竞争格局来看，在全球/国内彩电市场品牌集中度持续提升。2021年国内彩电市场品牌销售量CR10为88%，较2016年的83.8%提升了4.2pcts，市场格局整体已较为稳定。2021年全球彩电市场品牌销售额CR10为78.7%，较2016年的72.6%提升了5.1pcts。从渗透率看，全球彩电渗透率仍有提升空间。2021年我国彩电的渗透率达到了97.6%，2021年全球彩电渗透率为90.2%，全球彩电渗透率仍有提升空间。

图28：国内及全球彩电市场品牌集中度较高


数据来源：奥维云网、欧睿咨询、开源证券研究所

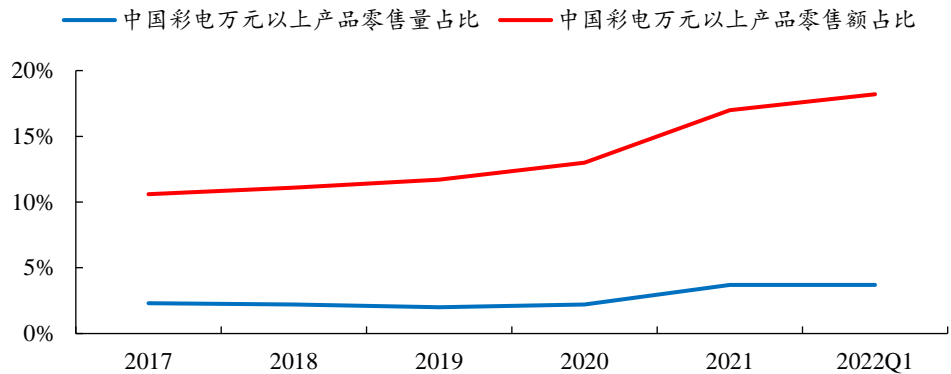
图29：全球彩电渗透率仍有提升空间


数据来源：奥维云网、欧睿咨询、开源证券研究所

高端化发展是彩电行业大势所趋，大屏化和性能化引领发展。根据Omdia数据，2021年，全球单价1500美元及以上电视出货量增至1158万台，同比提高36.6%。

同时根据奥维云网数据，2022Q1 中国彩电万元以上产品零售量占比已达 3.7%，零售额占比已达 18.2%。

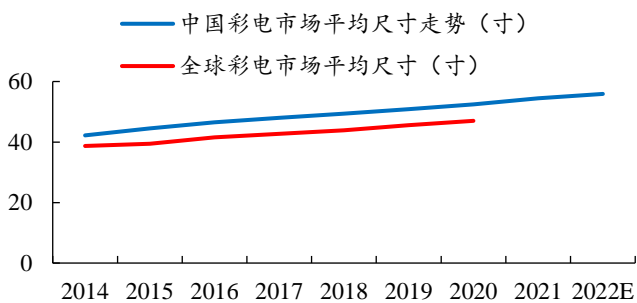
图30：高端化是行业大势所趋，2022Q1 国内万元以上彩电销售额占比已达 18.2%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

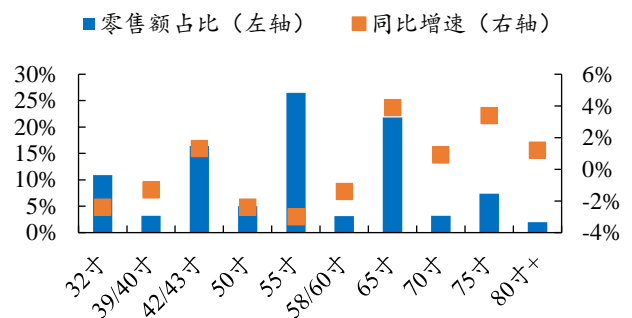
彩电平均尺寸持续扩大，大尺寸产品零售额增速较快。2021 年中国彩电平均尺寸达到了 54.5 寸，同比提高 1.5 寸，大尺寸市场在市场整体不振的情况下逆势增长，65 英寸及以上产品零售额占比达到 34.4%，65/70/75/80+ 尺寸彩电产品的同比增速分别达到 3.9%/0.9%/3.4%/1.2%，大屏化趋势依然明显。

图31：我国彩电市场平均尺寸预计将不断上升



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图32：2021 年我国彩电市场中大屏产品的份额增长较快

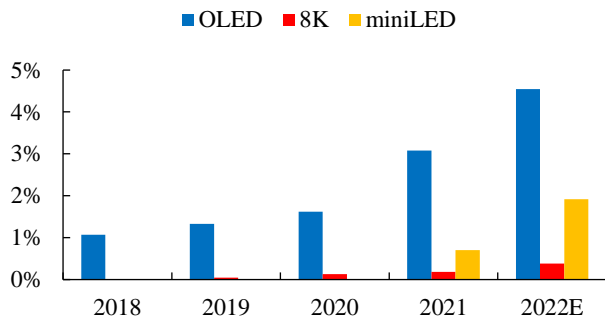


数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

超清、高色域、高对比度等高性能表现产品不断成为全球彩电升级换代新选择。2021 年，全球高性能代表产品 OLED 出货量约为 6.6 万台，同比增长 43.9%，出货量份额同比增加 1.4 个百分点至 4.5%。同时 8K、mini LED 产品同比分别高增 100%/166.7%，相比之下全球总体出货量下降 6.3%。

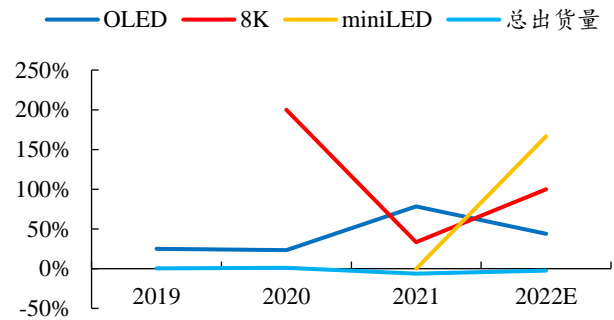
政策指引和行业竞争加剧下我国高性能彩电产品快速增长。2019 年，工业和信息化部等多部门联合印发《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》，将按照“4K 先行、兼顾 8K”的总体技术路线，大力推进超高清视频产业发展和相关领域的应用。同时高端的彩电产品成为企业规避价格战而施行的重要差异化竞争手段。2021 年 1-11 月，中国市场激光、OLED、Mini Led、量子点电视产品零售规模总计 162 万台，同比增长 29.7%，远超全品类表现。

图33：全球高端产品的出货量份额有望持续提升



数据来源：奥维睿沃、开源证券研究所

图34：全球高端产品的出货量增速有望继续远超大盘



数据来源：奥维睿沃、开源证券研究所

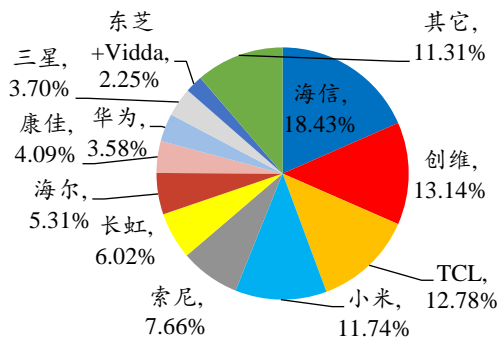
2.2、公司端：高端品牌定位持续受益，业务全球化进展顺利

智慧显示终端业务是公司多年来稳健发展的基本盘业务，遵循高端化和全球化路径发展，从原先单一的显示，发展到当前以画质、音质、内容、交互和AIoT为一体的多元化实力比拼，公司在保持国内市场领先优势的同时，大力开拓海外市场。

在中国市场，公司自2004年起至今均保持线下渠道的领先地位。根据奥维云网，2021年，公司彩电产品(含激光电视)零售额市场占有率为20.9%，同比提升3.1pcts，蝉联全国第一；其中线上同比提升3.2pcts，线下同比提升3.6pcts。

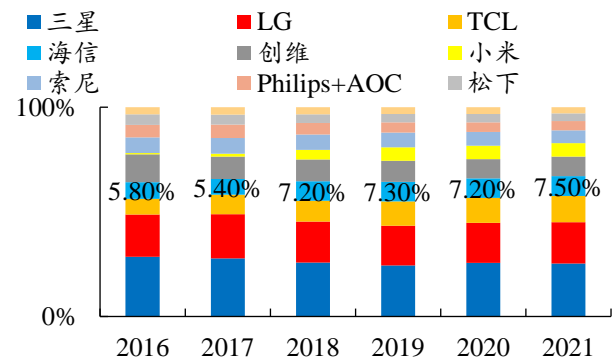
在全球市场，2021年海信品牌零售量市占率为7.5%，排名第四，五年内上升了1.7pcts。份额不断上升主要系公司针对性推出全球化战略，把握重点增量区域、进行海外顶级赛事的赞助、设立全球化研发网络以及产销研一体化中心等所致。

图35：2021年海信牌彩电国内线上销额市占率保持第一



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图36：2021年海信品牌全球零售量市占率升至7.5%



数据来源：欧睿咨询、开源证券研究所

(1) 北美市场：2016-2020年全球主要市场中，北美的出货量CAGR最高，达到了3.8%，且2020年绝对值超过了中国市场，2020年以53.3百万台销量位居第一。据NPD数据，2021年海信牌彩电美国销量市占率为10.2%，同比提升1.4pcts；墨西哥市场销量市占率15.9%，同比提升1.2pcts。

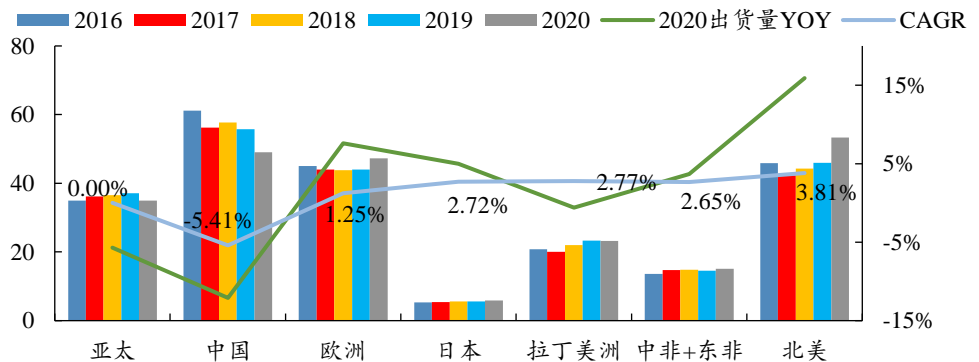
(2) 日本市场：2016-2020年出货量CAGR为2.72%，公司居于稳固龙头地位。据GfK数据，2021年东芝和海信牌彩电销量合计市占率在全渠道及线上均蝉联第一，其中全渠道占有率28.1%，同比提升1.5pcts，线上占有率36.3%。

(3) 欧洲市场：受益于多年的本土化精耕细作与持续的体育赛事营销，海信牌彩电销量在以德国、英国、法国、意大利为代表的欧洲市场稳步提升。据GfK数据

显示，2021年海信牌彩电销量市占率在西欧市场同比增长1.3个百分点至4.1%；在法国、德国、英国和斯洛文尼亚分别提升2.3、1.8、1.8和6.3个百分点。

(4) **澳洲市场**：海信牌销量市占率18.5%，同比提高1.2pcts，排名市场前两位。

图37：北美、欧洲和日本等增量市场是公司海外发力的主战场



数据来源：欧睿、开源证券研究所

业务端：品牌运营、研产销一体化和全球化营销协同，海外市场有望量价齐升。

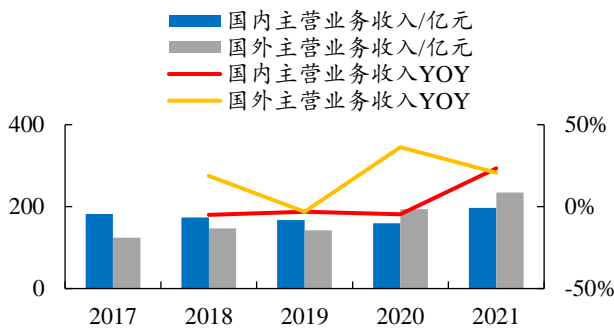
2021年公司海外业务实现主营业务收入234.3亿元，同比提升20.7%，近四年CAGR为17.3%，比国内2.0%的增长高出15.3pcts。海外业务持续高增，背后离不开全球化品牌、研发、生产和营销端的努力。

(1) **品牌协同方面**，2018年2月公司完成对东芝TVS公司的收购，并迅速结合双方在采购和制造的成本、显示技术、产品制造、渠道和品牌方面的优势，较好完成了东芝的再发展，为公司海外业务拓展打下良好基础。业绩方面，2021年东芝营收为44.8亿元，三年的CAGR为18.8%，利润由2018年的-1.76亿元转为1.99亿元，其中2021年同比增长达46.2%。市占率方面，2021年日本市场上东芝牌和海信牌彩电销量合计占有率28.1%，蝉联第一，相比2018年提高了7.6个百分点。

(2) **研发和营销方面**，公司建立了全球化的产销研中心，从而迅速满足各个市场的差异化产品需求，截至目前全球范围内已有20个研发中心，29个工业园区和生产制造基地，实现了从市场的国际化，到供应链的当地化，到区域研发的本土化，到产业布局的全球化。未来海信将在美国和日本建立全新的家电研发中心，同时在全球布局近百家高端品牌旗舰店，继续为产品的全球化服务。

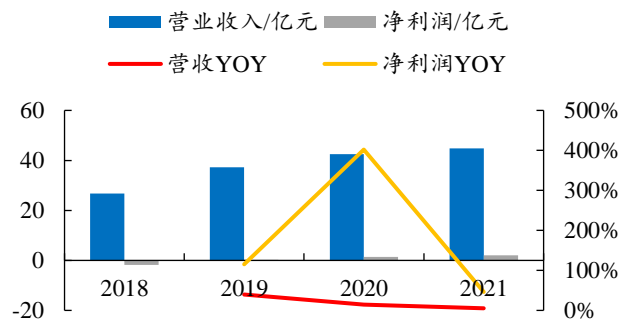
未来的海外市场有望实现量价齐升。2021年海外市场毛利率为11.3%，远低于国内市场的22.6%，存在毛利率改善的重大潜力，公司有望依托于大屏化性能化等高端产品线的持续输出，在充分挖掘海外增量市场下得以实现量价齐升。随着掌管国际业务的新董事长林总的上任，集团“大头在海外”战略有望进一步得到展开。

图38：近年来海外主营业务收入增速超国内



数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：公司收购东芝后表现良好



数据来源：Wind、开源证券研究所

产品端：品牌覆盖全价格段，高端化产品市占率高

公司共有海信、Vidda 和东芝三大品牌，覆盖各类消费人群。海信拥有齐全的产品线，价格带覆盖高、中和低端市场；Vidda 面向潮流年轻用户，是中国首个主打音乐电视的品牌。东芝是源自日本的高端品牌，专注于满足家庭的一流音画需求。

公司高端化发展顺利。根据 Omdia 数据，2021 年上半年海信品牌彩电全球平均出货单价同比提升 33.5%，比行业同比增幅高 6.8pcts。根据奥维云网数据，2022 年 2 月 28 日-3 月 13 日，海信品牌的线下高端市场市占率为 32.43%，同比提升 9.6pcts，位列行业第一。从大屏化看，2021 年公司在 65 寸及以上、75 寸及以上大屏市场销售额和销售量市占率均高居第一。在性能化方面，公司不仅拥有自研的 ULED 和激光电视产品，也通过收购东芝品牌快速提升 OLED 产品实力，同时针对不同应用场景开发出社交电视、游戏电视。2022 年 Q1 高端市场销售额市占率线下同比提高 4.36 个百分点至 28.11%，线上同比提高 2.17 个百分点至 26.13%。

表2：公司三大品牌覆盖全价格段，满足不同人群差异化需求

品牌	价格段	代表产品	面向人群
 <p>海信 ULED U7系列 行业首款XDR智能电视 自主研发的全新一代信芯U+超画质芯片</p>	800-100000	激光电视、ULED 超画质彩电、8K 双屏彩电、OLED 彩电、社交电视等	拥有差异化多元化需求的家庭
 <p>Vidda V3F 酷狗联名款音乐电视 前出音设计、百瓦功率音箱、蝮蛇音效</p>	650-9000	自旋转竖屏彩电、壁挂式圆角艺术彩电	新潮的年轻用户
 <p>东芝 OLED X9400S系列 双REGZA画质引擎Cloud Pro REGZA Power Audio X-PRO II立体音效</p>	2800-35000	OLED 彩电、高端 4K 彩电	注重音画体验的高端家庭用户

资料来源：公司公告、京东旗舰店、开源证券研究所

ULED、OLED 彩电：自研与收购并举，补足每一块高端市场拼图

高端市场中海信推出 ULED 技术与 OLED 分庭抗礼。2011 年海信开始的研发 ULED 技术，在 LED 背光液晶屏基础上通过多分区动态背光、高色域背光、超解像技术等一系列显示技术，在高对比度、高色域、高清晰度和高响应速度等方面大幅度提高显示效果，其暗场表现、画质和色域均优于 LED 液晶屏。2013 年 OLED 彩电诞生，在高端市场中开始呈现 ULED、OLED 和激光显示三种技术方案。

ULED 技术持续突破，是公司高端市场的中流砥柱。2014 年公司在 ULED 技术取得重大突破下发布了自主知识产权的 ULED 彩电产品，比 4K 更绚丽、比 OLED 更细腻。2015 年结合 QLED 技术，上市了全球首批量子点膜背光 ULED 彩电，2016 年发布 8K ULED 新品。2018 年超画质技术日臻完美，推出搭载 MotionFlow 智能运动帧测系统的旗舰高端大屏 U7、U9 等世界杯官方指定系列产品，借世界杯与欧洲杯等顶尖赛事开始全球国民级营销。2022 年 3 月，海信 8K ULED 彩电 U79H-MAX 售价首次下探到万元以内，65 寸售价 9999 元，进一步提高了 ULED 产品的竞争力。

图40：2022年三月海信推出新品ULED8K彩电U79H-MAX



资料来源：公司官网

公司 OLED 产品经收购东芝品牌后得以完善，后亦自主实现 OLED 技术难题突破。2018 年 2 月，公司完成对日本东芝公司的收购，后者主要经营 OLED 及高端 4K 彩电，此次收购大大补强了公司的 OLED 技术实力。2021 年东芝推出高端 OLED 新品 X8900KF，可呈现出 10.7 亿自然色彩，进一步拓展了公司产品线。此外公司也持续突破 OLED 技术，2019 年团队解决了困扰 OLED 彩电多年的残影、图像衰减等核心技术难题，同年发布海信 OLED 彩电 A8。

图41：2021年东芝推出高端OLED新品X8900KF，可呈现出10.7亿自然色彩



资料来源：公司官网

社交、游戏电视：显示无处不在，多场景满足差异化需求

人工智能技术发力，社交电视延伸传统彩电使用场景。2019 年公司推出了行业首款社交电视 S7，通过应用语音识别，自然语言处理、计算机视觉等 AI 技术，依托自研的 Hi Table 系统实现了全场景语音、图像交互、AIoT、多屏互动等功能，形成了边看边聊、AI 健身、AR 变妆、跨屏 K 歌以及与智能设备动态交互控制等玩法。

2020 年公司发布第二代社交电视 S7F，创造性地应用 325° 云台摄像头突破固定视野限制，并通过语音、人脸识别比对等技术和自研 AI 声像追踪算法，打造情感化多模式互动方式。同时，公司首次在彩电上搭载标配 1024GNAS 的家庭私有云，通过自研 Hi Drop 数据传输方式，打通手机、电脑、电视间的设备屏障，为家庭用户提供安全的数据共享空间。

图42：海信社交电视可实现 AI 健身等功能



资料来源：环球网

图43：二代海信社交电视首次搭载家庭私有云



资料来源：公司官网

技术溢出产出高性能游戏电视，充分拓展每一个显示使用场景：2020 年上半年，公司推出第一代游戏电视，搭载 120HZ 屏幕刷新率、广色域技术、高性能画质芯片，以及公司自主研发的 AI 场景识别和智慧光感系统。同年公司通过技术溢出实现 240HZ 刷新频率以及 1ms 极速响应。公司电竞产品色域值指标突出，sRGB 色域值达到 130%、DCI-P3 色域值达 104%，核心的画质指标 AdobeRGB 色域值高达 112%，除应用在电竞领域，也可达到专业设计师对显示器的要求。

与可比产品相比，公司的游戏电视具有较强的产品竞争力。2022 年 3 月，海信于发布了最新游戏电视系列产品 ACEE55H，拥有 240hz 刷新率、≤2.7ms 超低输入延迟、130%BT.709 以及 50000: 1 的超高对比度，与可比公司相比在刷新率、输入延迟等方面性能拔尖，同时价格处于较低水平，具有较强的产品竞争力。

表3：公司的游戏电视新品在刷新率、输入延迟等方面性能拔尖

	尺寸	价格	刷新率	输入延迟	清晰度	色域	对比度	HDMI 最高版本
海信 ACEE55H	65	4999	240	2.7	4K	90%DCI-P3	2500 (静态) 50000 (动态)	2.1
索尼 XR-65X91J	65	6699	120	8.5	4K	95%DCI-P3	200	2.1
小米 L75R8-X	75	4999	120	4	4K	94%DCI-P3	6500	2.1

资料来源：各公司京东旗舰店、开源证券研究所

3、新显示新业务：高成长细分赛道公司产品技术优势明显，业务迎来收获期

3.1、激光显示：大屏高色域的成本端最优解，核心技术助力业务高增

第四代显示技术主要包含 OLED、Micro Led 和激光显示技术。OLED 有机材料化学性质活泼，其极易受到水和氧气的侵蚀所以寿命较短，且大尺寸屏良品率低，难以量产。Micro Led 采用无机材料制作，寿命和稳定性都要比 OLED 屏幕强，但目前的技术工艺中的微缩制程技术和巨量转移技术尚未成熟。相较于 OLED 的使用寿命以及 Micro Led 的大尺寸技术难题，激光显示产品的色域空间大、色饱和度高，色彩表现力超过主流 OLED，且由于激光强度较高需要投影使用，大尺寸产品的成本较低。随着技术发展，激光显示成本逐渐下探，终端产品售价已至消费级产品的价格区间。

表4：激光显示相比于 OLED、Micro Led 技术具有使用寿命长、色域高和大尺寸技术成熟的优点

技术名称	亮度	使用寿命	色域	大尺寸技术
激光显示	中等	很长	最高	成熟、成本相对较低
OLED	较高	短	较高	大尺寸面板良品率低
Micro Led	最高	长	高	家用大尺寸技术仍未成熟

资料来源：《近代显示技术综述》、开源证券研究所

激光显示隶属于投影显示，是最先进的投影解决方案，技术核心光源主要有三色激光和荧光激光两种。投影产业链由上游的镜头、光源和光调制器（核心是芯片），中游的光机和主控，以及下游的整机厂商构成。其中激光显示路线是将光源由 LED 或灯泡换为激光，光机组装为激光光机而成，具有亮度高、色彩饱和度高、发光点尺寸小等优势，现已成为投影显示技术的理想光源。

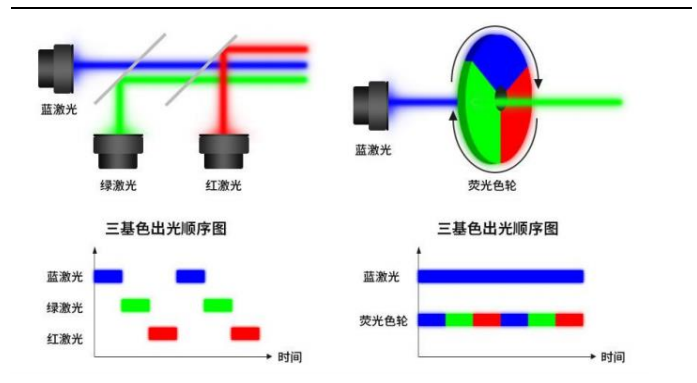
据中国产业白皮书显示，共计 31.3%的激光显示技术专利分布于光源且申请趋势与总专利数量一致，这与光源直接关系到投影亮度、颜色纯度等性能有关。目前光源技术主要有两种，荧光激光方案使用蓝光+荧光色轮的方式合成三色激光，成本较低且不易产生散斑；三色激光（RGB）方案使用三色激光进行合光，具有亮度高、色彩表现极致等特点。

图44：激光方案是当前最为先进的投影解决方案



资料来源：OFweek、开源证券研究所

图45：RGB 方案使用三种光合成，具有亮度高、色彩表现极致等特点

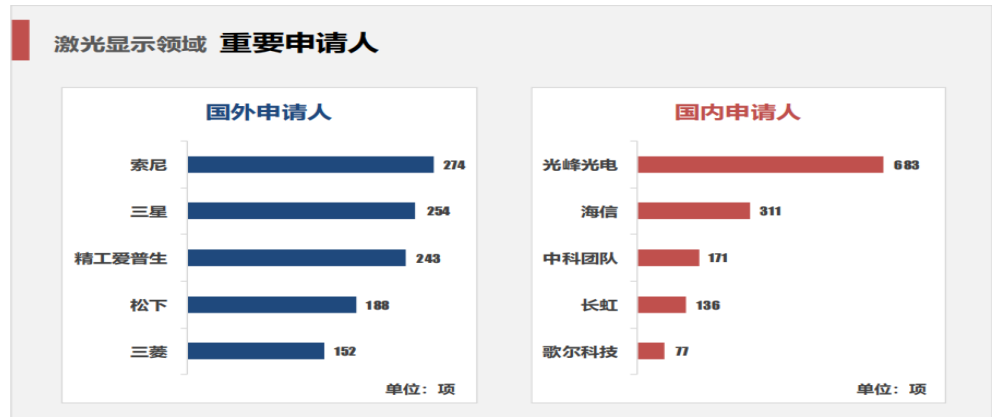


资料来源：光峰科技招股说明书

公司研发实力强劲，三色光光源技术行业领先，是多个激光电视标准的推动者。公司 RGB 三色激光光源技术专利数量最多、应用早且技术领先。截至 2021 年上半年，公司在激光显示领域已累计申请国内外专利接近 1500 件，其中已授权 575 件（包括 57 件国外专利），包括高效激光光源模块技术、高效低噪声散热技术、激光光源显示模组设计技术在内多项技术处于行业领先地位。同时在激光电视标准建设领域，

公司已累计推动 6 项国际标准，2 项行业标准和 13 项团体标准的制定发布。

图46：公司研发实力强劲，激光专利数量排名全球第二



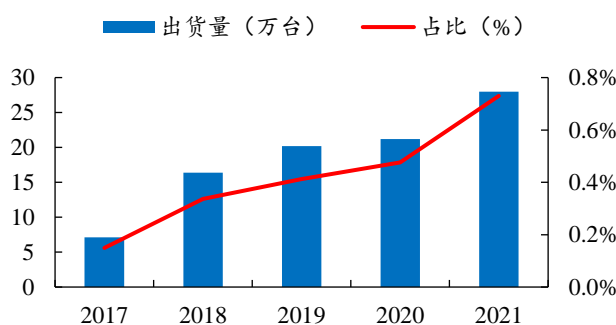
资料来源：中国激光电视产业白皮书

2014 年，海信七年研发后推出全球首款自主研发的 100 寸超短焦激光显示产品，率先提出“激光电视”概念，接连推出 88L5，80L5，75L9S 三款激光电视产品。

激光电视近年来市场规模增长迅速，2017-2021 年国内激光电视行业出货量 CAGR 为 52.7%。2021 年中国市场激光电视出货量 28 万台，同比上升 32.1%。

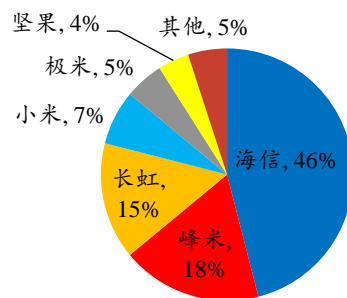
国内激光电视行业品牌集中度较高，2020 年行业前三名品牌海信、峰米和长虹合计市占率约八成。根据洛图科技，2020 年激光电视出货量 CR3 指数为 79%，其中海信激光电视以 46% 的出货量市占率拔得头筹，峰米 18% 位居第二，长虹 15% 排名第三。头部企业快速增长。根据 Omdia 及奥维云网数据，2021 年海信激光电视在全球市场出货量口径市占率达 49%，在国内市场销售量和销售额口径市占率分别高达 82% 和 81%。头部企业凭借着先发优势、规模优势以及技术优势有望持续扩大份额。

图47：2017-2021 年国内激光电视出货量 CAGR52.7%



数据来源：洛图科技、奥维云网、开源证券研究所

图48：2020 年激光电视 CR3 为 79%，品牌集中度较高



数据来源：洛图科技、开源证券研究所

公司激光显示产品起于 B 端，技术迭代后延伸至 C 端形成差异化产品矩阵。2014 年，海信的激光影院成功商用，成为革命性的显示产品，但受制于成本暂无法向家庭市场大规模应用。2015 年公司发布全新一代 100 寸激光电视，定价 59999 元并率先在国内实现批量销售。2022 年 1 月公司在 CES 展推出全球首个 8K 激光显示解决方案，引领激光显示进入 8K 时代。2022 年 4 月公司发布全色（三色）系列新品 120L9-Pro，是全球行业首款达到彩电亮度标准的 110 寸及 120 寸全色（三色）激光电视，持续引领行业。

表5: 公司激光显示产品起于B端, 技术迭代后延伸至C端形成差异化产品矩阵

类别	产品	进度
家用产品	激光电视 (75-120 寸)	已上市
	激光家庭影院 (120、150 寸)	已上市
	激光智能投影	2022 年上市
商用产品	激光商用投影机 (工程 4K)	已上市
	会议显示设备	已上市
	教育显示设备	已上市
	非平面显示 (异型显示) 设备	已上市
激光显示核心组件	家用及商用光学引擎	已上市
	抗光屏幕	研发中

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

公司是唯一实现三色激光光源彩电全尺寸覆盖的厂商, 并推动价格带拓宽加速品类渗透。2022 年 3 月, 公司推出售价 7999 元的 75 寸激光电视 75L5G 与 10999 元的 80L5G, 主机体积相比上一代产品缩小 30%, 刷新自身最小体积的历史纪录。自此, 公司的激光电视尺寸覆盖 75-150 寸, 在成为唯一实现三色激光光源彩电全尺寸覆盖的厂商的同时成功将激光电视价格打下 8000 元, 引领了激光电视的普及。

表6: 公司是唯一实现三色激光光源彩电全尺寸覆盖的厂商

系列	尺寸范围	色域	对比度	亮度	尺寸	价格	特点
L5		116%BT.709	1000-3500	380nit	75-100	7999-25999	对应尺寸高性价比
9D		107%BT.2020	1000	380nit	75-80	9999-13999	大色域高性价比
L5V		116%BT.709	1000	350nit	88	17999	震撼音频体验
L9F		107%BT.2020	1000	380-410nit	80-100	14999-59999	社交功能
L9Pro		107%BT.2020	1000	430nit	100-120	99999-119999	家用顶配
T68		116%BT.2020	1000	6000ISO 流明	120-150	129999-169999	商用顶配

资料来源: 海信京东旗舰店、开源证券研究所

与可比产品相比, 公司的价格带覆盖更全, 同等价格段下色彩表现力更好。中低端激光电视产品中, 公司拥有唯二万元以下带屏产品, 且高对比度及高色域产品 75L5G 与 75J9D 在色彩表现力上也富有竞争力。在百寸的中高端产品中, 公司不仅拥有 25999 元的激光影院产品, 也布局了高色域、高亮度以及高音画表现的顶级家用旗舰产品 100L9Pro, 产品矩阵丰富, 差异化卖点十足。

表7: 公司的激光电视产品价格带覆盖更全, 同等价格段下色彩表现力更好

品牌	海信				峰米		长虹	
图片								
产品型号	75L5G	75J9D	100L5G	100L9Pro	Cinema2	T1	4KMax	D6U
带屏价格	7999	9999	25999	99999	12499	19999	26999	14999
尺寸	75	75	100	100	80-150	80-150	100-200	80-120
光源	单色激光	三色激光	单色激光	三色激光	单色激光	三色激光	单色激光	单色激光

品牌	海信				峰米			长虹
亮度	380 尼特	380 尼特	380 尼特	430 尼特	2200ANSI 流明	2800ANSI 流明	4500ANSI 流明	3500ANSI 流明
对比度	3500	1000	1000	1000	3000	3000	1500	15000
分辨率	4K-HDR	4K-HDR	4K-HDR	4K-HDR	4K-HDR	4K-HDR	4K-HDR	4K
色域	116%BT.709 9	107%BT.2020	116%BT.709	107%BT.2020	110%BT.709	BT.2020	BT.709	130%BT.709
其他特色	JUUI 互动系统、DLP 数字影院技术	JUUI 互动系统、0 有害蓝光	JUUI 互动系统、2cm 超薄屏幕	JUUI 互动系统、CalMAN 色彩调校、哈曼卡顿音响、天穹升降音场	FengOS 互动系统、莱茵护眼认证	FengSO 互动系统、B&W 定制音响	FengSO 互动系统、THX 画质认证	CHiQ6 操作系统

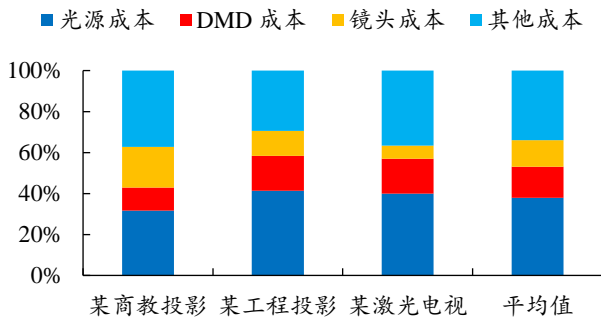
资料来源：海信京东旗舰店、长虹京东旗舰店、峰米京东旗舰店、开源证券研究所

依托底层激光技术，公司 2022 年 5 月发布全球首款 4K 全色激光投影 Vidda C1，拓展激光微投新品类。Vidda C1 定价 6999 元，主打高色域、高色深、高色准和高对比度，色域覆盖达 202% BT.709，色准值达 $\Delta E \approx 0.9$ ，达到专业级显示设备的标准，同时其采用了海信高端液晶电视同源的画质调教技术，支持 MEMC 智能运动补偿、HDR10+ 解码、全维 AI 画质增强技术，有望推动智能微投行业进入画质比拼新阶段。

激光电视产品毛利率较高，有效推动公司产品结构优化。2019 年公司激光电视毛利率为 33.2%，与整体毛利率 17.8% 相比高出了 15.4%，是公司高端彩电系列的重要产品。同时，2021 年公司在芯片短缺情况下激光显示主营业务收入依然同比增长 25.0%，产品销量同比增长 34.2%，规模放量下有望形成公司新增长极。

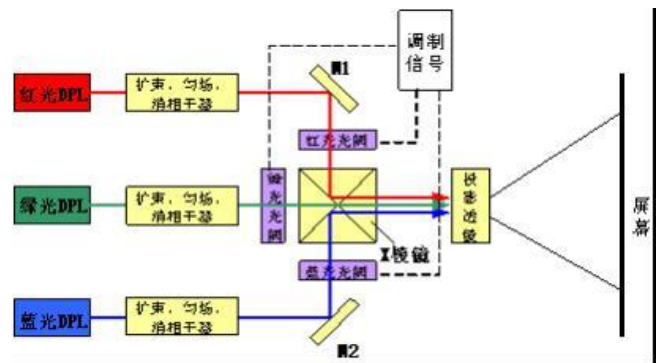
我们认为，伴随激光电视规模、组装和研发三方面打开降本空间，有望进一步加速品类渗透。激光显示的原理是激光经过扩束、匀场、消相干后进入调制器，随后经镜头投射至屏幕形成图像，四大核心器件（光源、DMD 芯片、镜头以及屏幕）成本占比约为 80%，其中光源约占 40%，核心器件是激光器；DMD 芯片约占 15%；镜头约 10%；屏幕约 15%。伴随四大核心器件的国产替代持续推进，激光电视、激光微投的成本下降空间有望打开。

图49：激光成本集中于光源、芯片、镜头以及屏幕



数据来源：光峰科技招股说明书、开源证券研究所

图50：激光经过调制器及镜头投射至屏幕形成图像



资料来源：《激光显示技术概述》

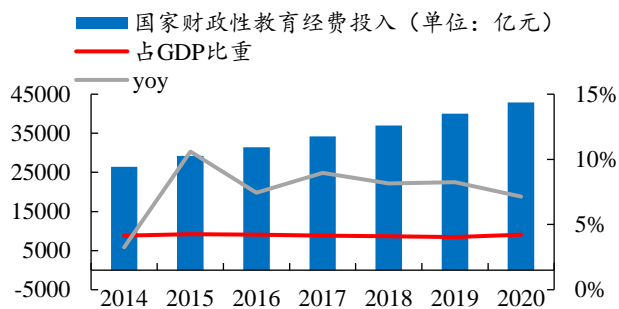
3.2、商用显示：下游商务、教育行业需求旺盛，产品端持续推陈出新

教育与企业端需求旺盛，支撑商显市场快速发展。

教育需求方面，教育显示产品主要应用于教育信息化及智能化领域，其发展与国家财政性教育经费投入紧密相关，在《中国教育现代化 2035》、《教育信息化 2.0 行动计划》等规划下，教育市场需求有望保持稳定。根据国家统计局数据，2014 年至 2020 年，国家财政性教育经费由 26421 亿元增长至 42908 亿元，CAGR 为 8.4%，占 GDP 比重自 2012 年以来连续九年超过 4%。

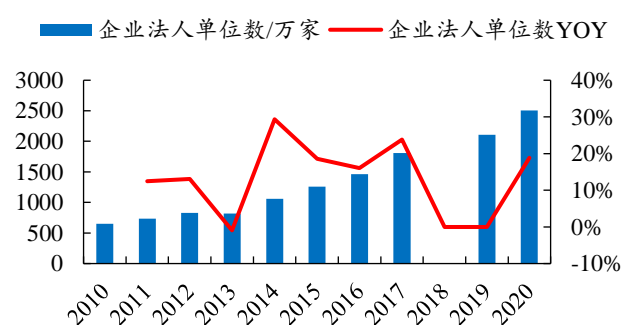
企业需求方面，我国企业在大众创业、万众创新氛围下数量长期稳定增长，会议平板、商用电视等产品需求有望持续释放。根据国家工商总局数据，2020 年我国企业法人单位数量为 2505.5 万户，同比增长 18.8%，除去数据缺失的 2018 年，企业数量增速大部分时间内超过 15%。

图51：2014-2020 年财政性教育经费投入逐年扩大



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图52：中国企业数量逐年增多，长期保持 10% 以上增速

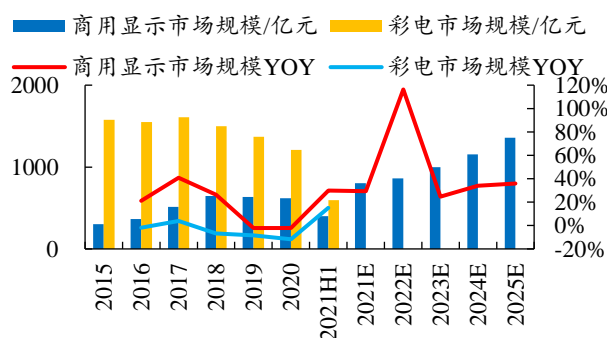


数据来源：国家统计局、开源证券研究所（注：2018 年数据缺失）

从零售额上看，商用显示行业增速较彩电行业高，主要系教育、办公等场景的智能显示化需求增加所致。奥维云网数据显示，2015-2020 年我国商用显示市场零售额由 300.8 亿元增长至 620.4 亿元，CAGR 为 15.6%，同期彩电市场为 -5.2%。主要系商用市场中教育、办公及其它行业智能显示渗透率的提高所致。据欧睿数据以及 Future Source 数据显示，2019 年发展中国家教育互动显示屏渗透率为 12%-24%，低于发达国家的 67%-92%；全球市场中会议智能交互平板的渗透率仅为 3%。根据奥维云网预测，商用显示市场在 2025 年将达到 1357 亿元，2021-2025 年的 CAGR 为 16.4%。

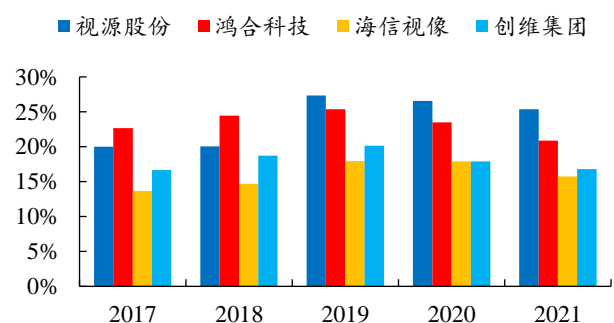
从毛利率上看，商用显示业务毛利率较高。视源股份和鸿合科技等商用显示的头部企业毛利普遍高于 20%，相比之下主营业务在 C 端的家用显示行业毛利在 15% 左右，我们认为或与行业发展处于早期，渗透率仍较低有关。

图53：2015-2020 年商显行业零售额 CAGR 为 15.6%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图54：商用显示行业公司毛利率与家用显示相比较好



数据来源：Wind、开源证券研究所

2017年青岛海信商用显示股份有限公司成立，作为专注于商显领域的子公司，海信商用聚焦细分市场，打造差异化产品，逐步形成在智慧教育、智慧办公、智能显示等领域的产品开发和系统解决方案的整体布局。公司的商用显示产品主要包含交互式触控一体机、智慧黑板、全场景智慧平板、小间距LED及一体机、拼接显示器、数字标牌、互动酒店彩电等。根据奥维睿沃数据，2021年公司教育交互式触控平板和会议平板销量、销售额均已高居全国第四。

图55：海信商用形成在智慧教育、智慧办公、智能显示领域的布局



资料来源：公司官网、开源证券研究所

(1) **智慧教育领域**，奥维睿沃预测，2021-2024教育交互式电子白板IWB行业将保持每年12.8%的年复合增长率。公司产品重点围绕健康护眼和音视频研发形成差异化竞争力，已掌握的6大护眼技术和多模态AI交互优势使得产品健康且便于操作，目前在K12基础上进一步拓展高校增量市场。2021年公司智慧教育业务销量同比增长16%，收入同比增长20%，增长态势良好。

(2) **智慧办公领域**，奥维睿沃预测，2021-2014年会议平板仍将保持18.9%的年复合增长率，2024年将超过80亿规模。公司的产品端聚焦智能书写、智能降噪、AI语音助手，主打书写流畅及云服务业务协同下的会议专属AI智能交互，已形成增强版、专业版、电商产品在内的完整产品阵容体系；行业端，2021年公司围绕金融、能源、医疗、电信、高校等细分行业，推出智慧医疗、智慧金融等行业解决方案。得益于公司的技术和品牌影响力，办公领域业务增长迅速，仅2019年一年，公司全场景会议平板服务数量已达千家。2021年公司智慧办公业务销量同比增长336%，收入同比增长312%。

(3) **智能显示领域**，奥维睿沃预测，2021-2014年单屏显示器将保持9.7%的年复合增长率，拼接平板将保持10.4%的年复合增长率。公司在产品端有在液晶拼接屏、数字标牌、酒店彩电、小间距LED“天启”、“磐石”和大型会议室LED一体机等产品，方案端形成了智慧展馆、智慧零售、智慧机场、轨道交通等多个领域的解决方案。2021年公司实现国内外20多个终端及系统方案交付，签下了首个千万级指挥中心项目以及多个海外百万美金订单，智能显示业务收入同比增长21%。

公司“Vision”产品线涵盖办公、教育和智能显示。2022年5月，公司举行商业显示新品发布会，推出了集办公、教育、智能显示在内的“Vision”系列产品战略：“Vision One 巨幕”LED一体机专为会议室、演播厅打造；“Vision X 视界”LED拼接屏为大场景而生并可无限拼接延展；“Vision Flip”数字标牌液晶显示屏面向多行业场景；“Vision Hub”全场景会议平板帮助政企进行数字化改造；“Vision Board”交互式触控平板为教育信息化助力。随着遵循差异化、细分化需求推出的产品矩阵不断

完善，商业显示业务有望依托于公司领先的显示技术持续保持高增。

在“Vision Hub”产品中，公司率先推出“高管屏”，首创大尺寸电容悬浮屏，配备专业的 SONY 4K 摄像头和腾讯天籁 Inside 解决方案，打造沉浸式会议体验。通过对全球 500 强企业高管的领导力模型进行分析并应用于产品，真正发挥会议平板的作用。系列其它产品也遵循差异化功能进行推品：P 系列专业款主打专业稳定、高性价比，安卓系统召开 1080P 专业视频会议；S 系列智享款 98 寸拥有业内顶尖的视听品质与丰富流畅的会议应用。

在“Vision One 巨幕”产品中，Micro LED 一体机是目前国内少数搭载真正微米级 LED 芯片并能实现量产的 Micro LED 产品，拥有 163 寸 4K 超高清巨幕和沉浸式的深黑显示，以及行业独有的双重混 bin 技术，三重技术加持带来深远视界。

图56：“Vision”系列包含办公、教育、智能多个场景



资料来源：公司官网

图57：公司于行业率先定义“高管屏”会议平板产品

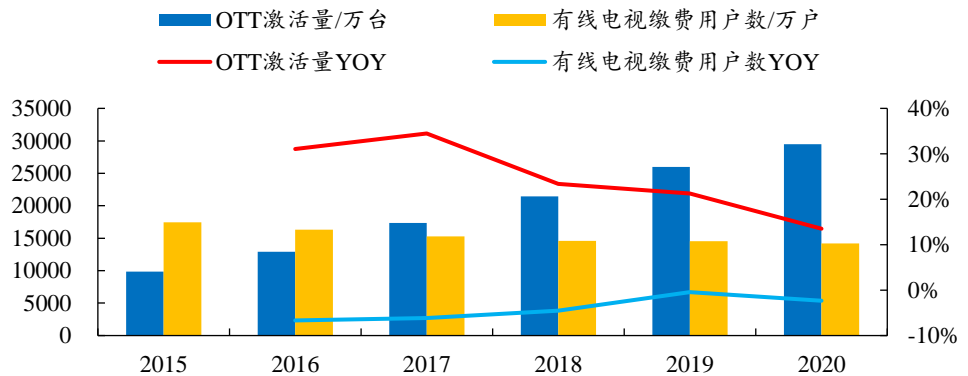


资料来源：公司官网

3.3、云服务：“大屏+X”构造新生态，业务延伸把握行业发展新机遇

智能终端普及下云服务重要性凸显，OTT 终端规模稳步上涨。根据奥维云网数据，2021 年 1-11 月中国彩电中智能电视零售额占比达到 97.1%，对比同期增长 1.7 个百分点。智能电视的普及得益于云服务业务的快速发展。OTT 业务区别于有线彩电业务，可以通过以搭载无线上网功能的智能电视或互联网机顶盒为平台，为彩电用户提供在线视频、网上购物以及在线游戏等互联网服务。近年来 OTT 业务发展迅速，在规模和增速上都超过了有线彩电。2020 年 OTT 激活量已达 2.95 亿台，2015-2020 年 CAGR 为 24.5%，同期有线彩电缴费用户数仅为 1.42 亿户，CAGR 为 -4.1%。

图58：目前家庭彩电呈现智能化特点，OTT 终端规模稳步上涨



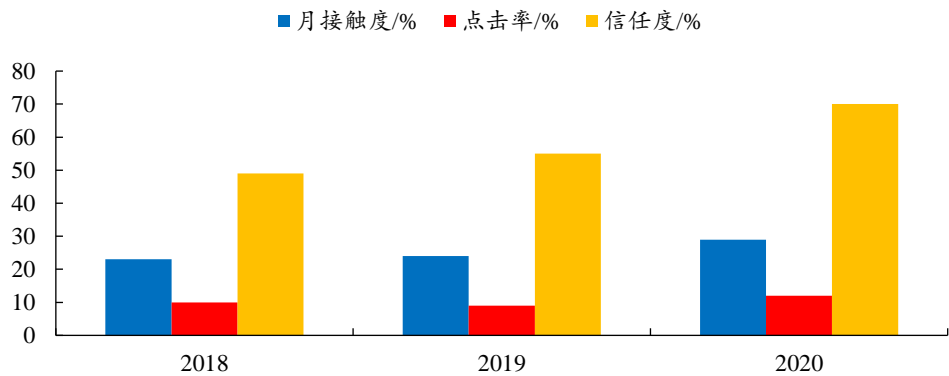
数据来源：奥维互娱、群邑中国、开源证券研究所

OTT 流量承载能力提高加之用户付费意愿增加，传统彩电盈利模式或已转变。

(1) OTT 端流量的数量和质量都有所提高，有望带动广告收入增长。根据 Quest Mobile 和奥维互娱数据，2021 年 5 月中国市场移动端流量同比增长率首次出现负增长，而与此同时智能大屏正在升级为家庭智能中枢和流量入口：2019 年互联网广告流量中，OTT 终端占比 15%，相比 2017 年增长了 9pcts，已与日渐衰落的 PC 端相当。OTT 广告的质量同样较为良好，2018-2020 年广告的月接触度、点击率和信任度分别上升了 6/2/21pcts。

(2) 会员数量及收入快速增长。根据奥维云网，2020 年我国 OTT 会员规模达 4329 万人，近四年 CAGR 为 32.6%。同期会员收入 48 亿元，CAGR 为 41.4%，智能电视用户的付费意愿显著增强。基于广告与会员服务的快速发展，智能电视的角色愈发成为云服务的载体，价值更多体现为收入增量而非购买时点的硬件收入。

图59：OTT 广告的投放效率逐渐提高



数据来源：群邑中国、开源证券研究所

公司在 2003 年就开始智能家庭技术研发，2010 年海信云服务平台正式上线运营。目前公司的云服务业务目前主要由旗下成立于 2016 年的聚好看科技提供，后者已连续三年（2018-2020）被评为“中国独角兽企业”，是 OTT 行业中唯一一位。

截至 2021 年，公司云服务业务主要包含“家庭娱乐”、“教育”、“办公”三大场景，拓展出家庭院线、教育、视频会议、VR 等七大产品，由面向 C 端的家庭互联网云平台 JUUI 系统以及面向 B 端的聚连会议（云视频平台）、知渔（行业培训 SaaS 服务）、JuCloud（云原生 PaaS 云平台）、聚好看云 VR 等五个平台提供服务。

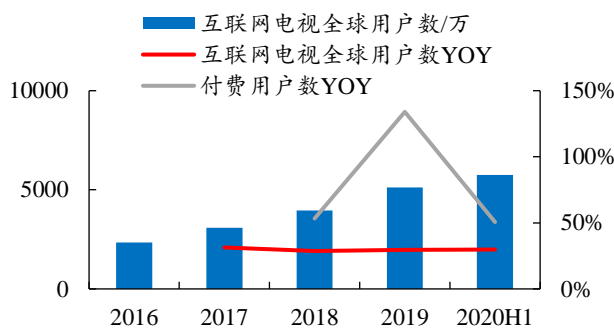
图60：公司的云服务业务 BC 兼顾，内容生态丰富



资料来源：聚好看官网、开源证券研究所

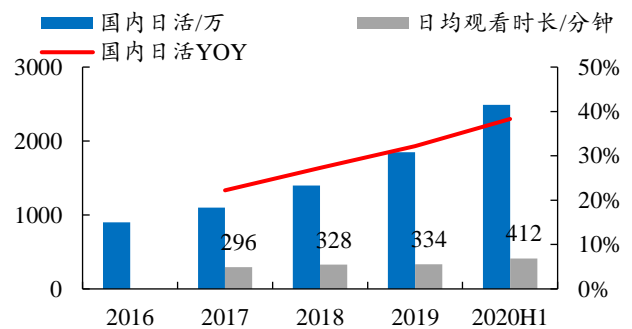
C端以聚好看为主，内容和功能丰富，用户粘性持续提升。聚好看汇聚了腾讯、爱奇艺、优酷等一线内容方的正版资源影视资源，同时基于AI技术提供个性化的内容分发服务，实现全场景图搜、语音一键搜索以及教育、健身、游戏等功能。随着5G+AIoT打破人机交互瓶颈、疫情常态化和教育现代化，彩电大屏有望实现在线教育的新突破。用户和会员数量持续增加，2020年上半年，海信互联网电视全球用户数量为5748万，同比增长29.7%，付费用户数继续保持50.6%的高速增长。2021年上半年，在期会员规模同比增长27%。用户活跃程度不断提高，2020年上半年聚好看国内日活峰值为2490万，同比高增38.3%，同时日均观看时长提升至412分钟，相比2019年提高了78分钟。2021年，日均开机时长6.8小时，同比增长26%。

图61：公司互联网电视总数和付费用户数不断高增



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图62：聚好看用户活跃程度不断提高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

B端前景广阔，公司面向企业、教育机构、文旅等用户推出相应云服务产品。

企业服务方面，根据IDC预测，中国视频会议市场规模2024年将超100亿元，其中云会议市场占比将近40%；教育服务方面，多鲸资本报告显示，2024年教育实时音视频市场规模预计有望突破百亿。

2020年10月公司推出直播授课平台易知课堂。基于自研音画系统，易知课堂可实现高清晰度、超低延时的实时授课直播，满足一对一家教、小班课、大班课等多场景直播授课需求。2021年3月发布的全终端聚连会议产品，依托自研云视频平台技术，推出“云+屏+端+行业”系统解决方案，可适用远程办公、远程教学等场景。2021年6月，公司发布聚好看云VR直播平台，可实现平面8K、VR8K的双8K超高清直播，提供一站式VR直播解决方案，在播放能力、渲染效果、转头加载时延等技术上处于国际先进水平，目前已在文旅、监工、企业活动营销等行业应用。

3.4、芯片：突破国外对画质芯片垄断，构筑产业纵向一体化能力

公司目前主要有显示类以及面向AIoT智能家电的芯片两类。芯片作为海信大显示战略的核心底层技术，关乎公司完整定义高端产品的能力。公司的芯片业务主要由旗下2019年的青岛信芯微电子科技股份有限公司运营，通过在芯片领域近20年的布局，截至2021年海信已先后拥有20余款画质和AI芯片，发展为“显示类芯片”及“AIoT人工智能物联网芯片”两大板块，对外销售收入占比超过80%。

显示类芯片：芯片业务由显示类起家，逐步完成对国外企业的追赶。

(1)超高清显示画质芯片打破技术垄断，性能行业领先。2005年海信研发出中国第一颗拥有自主知识产权并产业化的数字视频处理芯片——“信芯”，彻底打破了国外芯片的垄断地位。2015年发布Hi-ViewPro超高清画质引擎芯片一代，是中国第

一款自主高端画质芯片，和三星、LG、索尼一起成为全球仅有的4家拥有高端画质芯片的彩电厂商。2022年1月，海信发布第五代8KAI画质芯片，是研发芯片以来集成度最高、功能最丰富的一代。这颗芯片在视频处理领域的相关算法和技术实现完全自主可控，可以匹配最高规格的视频流，做到2K-8K全覆盖，打破了日韩企业画质处理细分领域技术壁垒，预计2022年起将在东芝等品牌高端8K彩电量产应用。

(2) TCON 时序控制芯片行业全球市占率第一，逐步拓展至其它中小尺寸显示产品。TCON 芯片又称逻辑板、时序控制器等，其作用是将接收到的图像数据信号，转换成同步的行控制信号和数据输出信号，实现图像在液晶面板的显示。2020年海信子公司信芯微公司显示时序控制芯片(TCON) ODM产品出货量超4000万，累计出货已超过1亿颗，全球市占率超50%，稳居第一。截至2021年底，超高清8K电视TCON芯片已开始生产。

未来公司的TCON芯片技术将向显示器、笔记本电脑等中小尺寸产品的Scalar SOC芯片和TCON芯片拓展，从而加速提升芯片产业化规模。

表8：公司的芯片业务由显示类起家，逐步完成对国外企业的追赶

芯片类型	芯片名称	发布时间	应用范围	荣誉/性能表现/产品表现
数字视频处理芯片	信芯一号	2005	数字彩电高清显示	中国首颗具有自主知识产权的彩电芯片
画质芯片	Hi-ViewPro画质引擎芯片	2015-2022	运动估计运动补偿MEMC、图像超解析度提升、多分区动态背光控制、动态对比度增强等	中国第一款自主高端画质芯片，第五代已达到世界领先水平 三代4K画质处理芯片均获得“中国芯”优秀奖项
时序控制芯片 TCON	4KTCON、4KFRCTCON、8KTCON等	2019	将图像数据信号，转换成同步的行控制信号和数据输出信号，实现图像在液晶面板的显示	全球市占率超50%
叠屏驱动芯片		2020	叠屏显示控制，支持全球领先的MEMC算法以及20000分区背光	全球首颗自主知识产权的叠屏驱动芯片

资料来源：公司公告、开源证券研究所

智能化类芯片：起于彩电，不断拓展至 AIoT 智能家电。2013年，海信研制出国内首款基于国产高性能CPU核的网络多媒体彩电SOC主芯片，开始了智能化芯片自研之路，随后分别在蓝牙、语音和MCU上都有所突破。目前语音芯片除用于显示产品外，正在积极推进空调整机应用项目；应用于白电、厨电、小家电等的MCU芯片已通过回片调试。未来公司将围绕智能信号处理、家电智能化等技术和整机应用需求，持续开发核心技术与芯片解决方案，逐步实现更高性能SOC芯片的开发。

表9：围绕 ISP、家电智能化等技术和整机应用需求，持续开发核心技术与芯片解决方案

芯片类型	研发时间	应用范围	荣誉/性能表现	研发及应用进展
SOC 主芯片	2013	彩电等显示设备	国内首款基于国产高性能CPU核的网络多媒体彩电SOC主芯片	已成功实现整机量产，2022年流片
低功耗蓝牙芯片	2017		性能、功耗等方面均达到行业领先水平	
语音芯片	2020	智能设备	超低功耗待机，片内集成VAD、支持200条离线语音识别处理等功能	积极推进空调整机应用项目，2022年对外供应
MCU 芯片	2020	显示产品、白电、厨电、小家电等	基于国产CPU高端电机变频驱动，电机高速运转的精确变频控制，电机低速平稳启	已通过回片调试，联合整机应用项目正快速推进实施，预计2022年量产

芯片类型	研发时间	应用范围	荣誉/性能表现	研发及应用进展
------	------	------	---------	---------

动，实现国产高端 MCU 的进口替代

资料来源：公司公告、开源证券研究所

与乾照光电强强联合，持续加码芯片业务。2022 年 3 月，乾照光电披露定增发行情况，其中海信视像获配 6200 万股，获配金额 4.96 亿元，正式跻身乾照光电第一大单一股东，持股比例为 6.93%。乾照光电主要从事全色系超高亮度 LED 外延片、芯片、高性能砷化镓空间太阳能电池外延片、Mini-LED/Micro-LED 以及 VCSEL 等化合物半导体器件的研发、生产与销售，产品性能指标居国际先进水平。通过与乾照光电的战略合作，公司有望进一步提升芯片生产能力，加快实现大显示战略的步伐。

3.5、其它：布局车载显示等前沿新兴显示，业务发展空间广阔

公司的新显示新业务中的 N 是指有广阔延展空间的其他前沿新型显示，包括虚拟现实显示、广播级监视器和车载显示等。

(1) 虚拟现实显示硬件实现突破，搭配软件完成应用。2021 年的初代 VR 一体机搭载全自研双 6DoF VR 产品算法，主要面向 B 端的教育、培训、文旅等多个行业；二代 To C 消费级 VR 一体机研发正有序进行，研发中的 6DoF VR 产品将同时具备 VR（虚拟现实显示）和 MR（混合现实显示）功能，真实感进一步提升。

2021 年，公司发布了聚好看云 XR 原型产品，实现了“写实”虚拟数字人的生产、驱动和融合。公司人物 3D 虚拟数字化处理技术可支持通过 AR、VR、手机、大屏等多终端互动，在 Vidda 新品数字人发布会成功商用；在国内 OTT 行业首推了虚拟会议、虚拟签约、虚拟家庭聚会等 AR 沉浸式实时互动场景。截至 2021 年年底，公司在虚拟现实显示领域在全球累计申请专利 186 件。

(2) 广播级监视器有效衔接技术优势，打破国外垄断。用于音视频制作的监视器技术要求较高，其中“技术基准”监视器是反映显示行业画质“标准”的顶级显示设备。公司产品包括**技术基准监视器和图像监视器**。

研发方面，2021 年公司成功研发出我国首个 4K 技术基准监视器，打破国外垄断，成为国内首家掌握技术基准监视器核心技术的企业，产品经第三方专业测评达到世界领先水平，采用 4K 叠屏技术，全白场亮度高达 1000nit 及超高对比度高达 100 万：1，搭配公司自研的画质芯片及色彩精准映射算法，配合大师级色彩精准调校，可实现 $\Delta E_{2000} < 1$ 的电影工业级调色及光影效果。

应用方面，公司超高清 4K 技术基准监视器/4K 图像监视器上市仅一年，已广泛应用于央视上海总站、央视体育频道演播室、央视 8K 春晚演播室和冬奥会 4K/8K 转播车，以及央视的东京奥运会、北京冬奥会、西安全运会、欧洲杯转播等世界级/国家级高品质大型节目制作，市场化成效显著。根据公告，2022 年公司预计**将上市行业最前沿的中国首台 8K 超高清技术基准监视器**，突破 8K 音视频关键制播技术，从 8K 产业链的最前端的内容制作入手促进 8K 超高清视频产业生态发展。

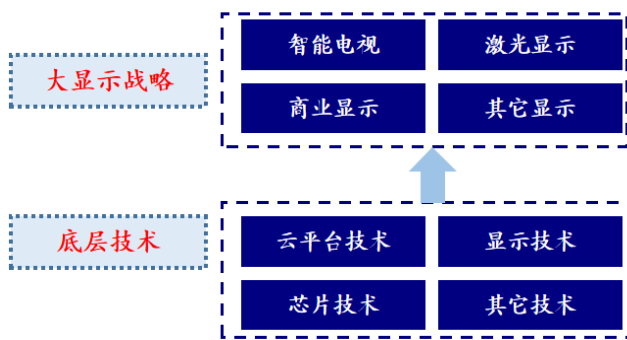
(3) 车载显示延伸显示场景，2022 年将完成产品交付。作为除家用和商用外的第三大显示场景，公司通过 MiniLED、芯片技术等方面的优势，积极参与了高端车载显示产品预研。根据公告，公司预计 2022 年将进入高端汽车电子前装市场，并完成公司首批产品交付。

4、技术引领构筑公司护城河，营销助力全球化高端化进程

4.1、一流技术构筑护城河，IPD 组织变革驱动研发端降本增效

公司大显示战略的背后是显示、芯片以及云平台等技术数十年的积累。公司从彩电起家，自第一台彩电、第一条世界一流彩电生产线以及中国首条液晶模组生产线起，到 3D 彩电、智能电视、ULED 彩电、激光电视、micro Led 彩电等大显示产品布局，背后技术积累深厚。显示技术方面，公司的叠屏显示、Mini-LED、多分区控光等技术处于行业领先地位，同时三色激光相关显示技术全球领先，此外也结合商用特点开发出了领先的触控交互、智能 AI 交互技术。芯片技术方面，公司包括 MEMC、叠屏显示控制等画质处理技术处于行业领先水平。云平台技术方面，公司的超高清 VR 转码、异地双活等技术积累了先发优势。

图63：公司的大显示业务背后支撑是底层的云平台、显示以及芯片技术



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图64：公司多个行业技术处于领先地位

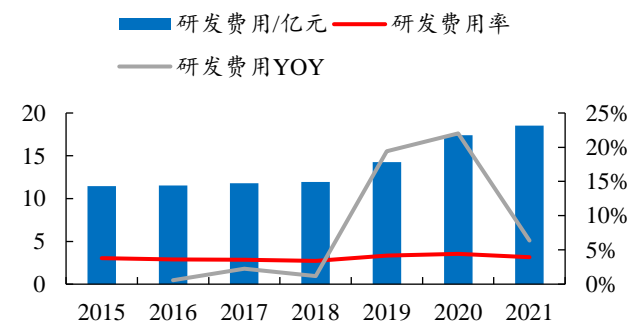
技术领域	优势技术
平板显示	叠屏显示技术、Mini-LED 技术、多分区控光技术和控光算法、超解像技术、健康显示技术以及色彩精准还原技术、AI 画质技术
激光显示	高效激光光源模块技术、高效低噪声散热技术、远心照明光路、核心超短焦镜头技术、针对独有芯片的画质提升技术、激光消散斑技术、激光光源显示模组设计技术以及菲涅尔抗光幕设计组装技术
商业显示	触控交互、智能 AI 交互技术、组合健康护眼技术及应用以及贴合工艺技术、大并发、低延时的场景化应用中的音视频技术
云服务	PaaS 云平台和云 VR 平台技术及应用、超高清 VR 转码、异地双活等技术
芯片	运动估计及运动补偿 (MEMC) 技术、叠屏显示控制技术、动态背光控制技术、图像超解像度提升技术、动态对比度增强技术等显示画质处理技术
人工智能	语音交互、图像识别和交互技术等

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司的技术领先源于持续的人力与财力投入、研发的 IPD 组织变革以及全球化的产销研体系建设。

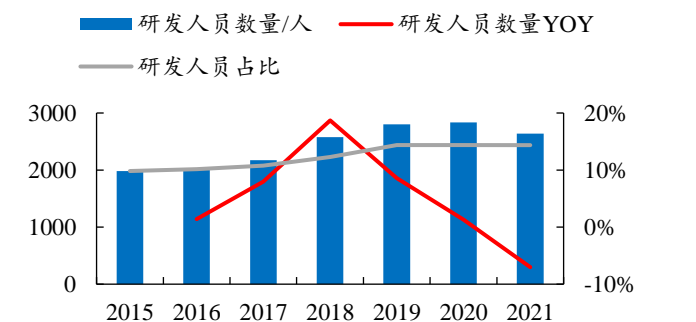
研发支出和人员配备自 2018 年以来快速增长。2021 年公司的研发费用达 18.5 亿元，同比增长 6.4%，2018-2021 年 CAGR 为 15.8%，主系公司在 ULED、激光显示及画质芯片的研发技术外，又增加了对 AI 交互、情景交互系统的研发等投入。2021 年研发费用率为 3.96%，近年稳定在 4% 左右。研发人员方面，2016 年数量逐渐增长，2018 年增速达 18.7% 的顶峰，同时占比持续提升，2021 年研发人员占比为 14.3%，相比于 2015 年提升了 4.5pcts，体现了公司对于研发部门的重视程度。

图65：公司研发费用率稳定在 4% 左右



数据来源：Wind、开源证券研究所

图66：2015 年以来公司研发人员占比呈现提升趋势

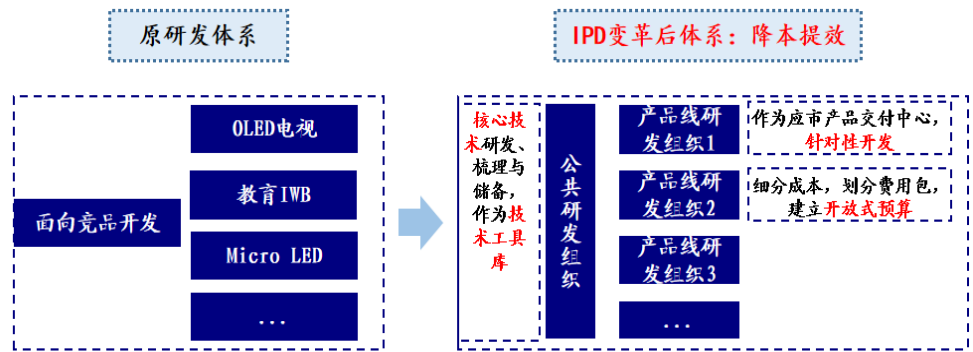


数据来源：Wind、开源证券研究所

IPD 组织变革后，公司的研发体系形成了 1+N 的形态，实现了研发体系的降本提效。IPD（集成产品开发）是一套系统的产品创新管理思想、模式与方法，其变革可以有效规范产品的开发从而实现降本提效。公司自 2019 年开始 IPD 组织变革，目前已形成了以公共研发组织为技术与产品平台中心、以产品线研发组织为应市产品交付中心的 1+N 研发组织。

公司的 IPD 变革首先建立核心技术库完善技术研究、产品技术预研与平台开发，然后在每个产品线上单独进行应市产品开发，通过细分成本与划分费用包建立开放式预算，提高研究产出比，构建出基于市场需求和核心技术双驱动的产品管理体系。通过“研究一代、储备一代、开发一代”的研发体系，有效提高了研发效率，进一步强化了“技术立企”战略。

图67: IPD 组织变革后，公司的研发体系形成了 1+N 的形态



资料来源：公司公告、融智咨询、开源证券研究所

海外产销研本土化布局助力全球化发展。截至 2021 年，海信集团在全球共有 20 所研发中心，同时与国内外多家知名高校及科研机构开展合作，构筑的全球化研发网络涵盖北美、欧洲、日本等多个海外销售主战场。此外，公司在全球共有 29 个工业园区，并于海外成立了 55 个销售分公司和办事处。通过全球化的产销研布局，公司可以更快响应各区域各国家日益增多且独特的后疫情时代市场需求，通过开发适合当地的本土化产品持续助力公司的海外业务高增。

图68: 公司的研发中心遍布北美、欧洲、日本和中国



资料来源：公司官网

4.2、发力世界杯营销机遇，助力公司全球化高端化进程

公司持续推进全球化营销，通过世界杯、欧洲杯等顶级赛事的赞助打造高端品

牌形象，拉动大屏电视、激光电视等高端品类的持续热销。

公司全球化营销主要集中于体育赛事，具有政治敏感度低、用户忠诚度高等特点。2006年，公司获得澳网主场球馆的冠名权至2017年。2015年F1中国大奖赛期间，与冠军车队红牛车队签署战略合作协议。2016年海信成为欧洲杯官方赞助商，这是欧洲杯设立56年以来首个中国赞助商，随后继续成为2018年FIFA世界杯、2018年俄罗斯世界杯、2020年欧洲杯、2022年卡塔尔世界杯官方赞助商。相比于文娱板块，体育内容的政策不确定性较低，同时政治敏感度低，适宜于全球化的营销活动，同时体育类节目以男性观众为主，价格敏感度低且节目忠诚度高，有效提升了公司营销的传播效力与销售转化率。

顶级足球俱乐部官方合作伙伴，有效助力全球化拓展。2020年8月10日，巴黎圣日耳曼足球俱乐部正式宣布海信为其全球赞助商。通过与世界足坛顶级豪门的合作，海信有望与俱乐部一起向全世界的球迷展示海信的产品，进一步提高自身的全球化形象，结合其优异的产品力，在家用与商用两端同步推进。2022年4月，海信为巴黎主场王子公园带来了球场显示的全新解决方案，包括环绕LED显示屏、巨型LED墙，以及球场看台中部高达450平方米的10毫米像素间距的LED显示屏，通过充分发挥4500万高像素的优势，为球迷带来更佳的观赛体验。

图69：海信成为巴黎圣日尔曼足球俱乐部官方合作伙伴



资料来源：公司公告

持续的国民级营销为公司赚足知名度的同时助力海内外业务高增。根据国际权威调查机构益普索在2020年欧洲杯赛前、赛后调研数据显示，海信品牌在中国知名度提高了2个百分点，在欧洲六国提高了4个百分点；在赞助商品牌认知排名中，海信品牌在中国排名第一、欧洲六国排名第三。赛事期间公司海内外业务表现良好。2018年，海信推出ULED高端旗舰系列U7，之后在2021年推出欧洲杯全球官方指定彩电U7G系列，具有超画质、高刷新率及MEMC运动补偿等契合赛事观看的功能，实现了品销合一的营销，进一步激活了公司的高端大屏市场。根据奥维云网数据，欧洲杯期间(2021.6.14-7.11日)，中国市场海信彩电U7系列销量同比提高33.7%，海信激光电视销量同比提高56.4%。

图70：公司是首家赞助了 2016 年欧洲杯、2018 年世界杯、2020 年欧洲杯三届顶级体育赛事的中国企业



资料来源：公司官网

图71：公司推出的 U7 系列具有的超画质、高刷新率及 MEMC 等特性完美契合体育营销场景



资料来源：公司官网

公司线下渠道前置化、场景化和套系化营销不断推进，做大用户价值。

公司前置化、场景化营销不断推进，有望带动高端彩电产品不断增长。公司大力发展前置渠道，一方面在中国加速地产、智能定制、影音渠道、定制家居等新渠道不断开拓，2021 年拓展前置渠道 1500 余个；另一方面积极与头部前置市场品牌开展合作，截至 2021 年底已与绿米智能、欧派等近十家头部品牌达成战略合作。而在场景化方面，线下体验活动不仅创造了家电专卖店新的流量入口，也使消费者能够有效感知产品竞争力，而且相比线上渠道更易冲动消费。2021 年海信彩电在全国拥有超过 3300 家场景体验专卖店，在 9 个城市参与建设海信全品类高端旗舰体验店品质之家，有效拉动了高端产品销售。

套系化营销有效搭建了差异化需求与高端化供给之间的桥梁。从消费者角度看，家电家居套系统一的设计风格与搭配方案能有效形成协同效应，高效便捷的售后服务也迎合了省时省力的消费趋势。从企业角度看，套系化产品可以充分发挥品牌效应，提升客单价的同时实现强弱品类的引流，有效提高客单价。目前家电企业的套系化销售主要依靠线下的前置化渠道以及场景化体验店完成。

2021 年公司依托海信集团全品类优势，参与了约 300 余家璀璨套系家电体验店以及多家海信集团品质之家线下家电专业体验店的建设。璀璨家电系海信集团为家庭定制的高端化套系化场景化产品，家电品类从 2020 年 4 个品类 4 个型号增长至 2021 年 7 个品类 9 个型号，其中彩电作为家庭媒体中心能够，实现一屏操控全屋，互联互通、互传互动。

图72：公司通过线下开设情景体验店助力体验转化销售



资料来源：公司官网

图73：公司的品质之家线下体验店有效带动套系化销售



资料来源：公司官网

公司线上渠道持续创新数字化营销，巩固行业领先地位。根据中怡康数据，受疫情影响，2021年上半年全球彩电线上销售额已达32.2%，重要性愈发凸出。公司作为传统彩电龙头，在线下渠道具有绝对优势的情况下，也积极布局线上市场，近年来通过数字化升级、数智化驱动、用户分层运营、全场景内容搭建、用户资产管理等不断提升用户运营能力。在直播带货方面，组成了BOSS直播、明星直播、超头部主播带货以及店铺自播的全方位直播矩阵，成效明显，为海信品牌注入了新的活力，线上份额持续增长。根据奥维云网数据，2021年公司中国市场线上零售额占有率16.19%，同比提升1.69个百分点。

图74：公司组成包括BOSS直播在内的全方位直播矩阵



资料来源：海信天猫旗舰店

图75：公司采用超级体验官形式直播带货



资料来源：海信天猫旗舰店

销售费用端积极推动组织优化，带动降本提效。2021年，公司通过优化GTM组织、持续推动IPMS流程改革，构建了以消费者为中心的产品上市营销管理操盘管理体系，从定义、定价、上市准备、推广、退市等产品全生命周期进行把控，有效推动了营销的降本提效。2021年，公司销售及管理费用率合计为8.95%，相比2020和2019年分别下降了1.53、3.31 pcts，趋势向好。

5、盈利预测与投资建议

从公司业务层面看，在全球化和高端化趋势下，我们判断公司智慧显示终端业务将保持稳健增长，预计2022-2024年公司智慧显示终端收入增速分别为10%/10%/10%；受益于激光电视、激光微投以及商用显示、芯片、云服务等业务渗透率提升和下游需求拉动，我们预计公司新显示新业务将迎来收获期，延续快速增长，预计2022-2024年新显示新业务收入增速分别为40%/35%/30%。

盈利能力方面，我们预计伴随公司高端彩电产品、新显示新业务的收入占比持续提升，以及面板成本进入下行周期，看好公司毛利率修复并实现稳步提升。在组织架构优化、降本增效驱动下，费率有望得到优化，利好净利率提升。

表10：我们预计2022-2024年公司新显示新业务将延续快速增长趋势

	2021A	2022E	2023E	2024E
公司营收/亿元	468.01	524.22	588.35	660.18
yoy	19.04%	12.01%	12.23%	12.21%
智慧显示终端/亿元	378.06	415.87	457.45	503.20
yoy	20.89%	10.00%	10.00%	10.00%
新显示新业务/亿元	46.01	64.41	86.95	113.04
yoy	40.96%	40.00%	35.00%	30.00%

	2021A	2022E	2023E	2024E
其他主营业务/亿元	7.11	7.11	7.11	7.11
yoy	-14.25%	0.00%	0.00%	0.00%
其他业务/亿元	36.83	36.83	36.83	36.83
yoy	-6.70%	0.00%	0.00%	0.00%

数据来源：Wind、开源证券研究所

根据以上假设，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 14.68/18.83/22.12 亿元，对应 EPS 分别为 1.12/1.44/1.69 元，当前股价对应 PE 为 10.6/8.3/7.1 倍。智慧显示终端基本盘稳健，坚持高端化全球化布局份额持续提升；新显示新业务迎来收获期，高景气度激光电视行业全球领先，商显、芯片、云服务齐头并进。看好世界杯营销拉动高端需求，叠加面板降价周期利好盈利能力修复。与行业可比公司相比，公司估值水平较低，首次覆盖，给予“买入”评级。

表11：可比公司估值情况

证券代码	证券简称	评级	收盘价 (元)	归母净利润增速 (%)				PE (倍)			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
688696.SH	极米科技	买入	308.00	79.87	34.85	36.34	30.93	57.1	23.6	17.3	13.2
688007.SH	光峰科技	买入	19.15	104.98	8.43	52.37	40.11	66.6	34.3	22.5	16.1
002841.SZ	视源股份	未评级	75.39	-10.65	34.34	22.28	19.08	31.94	22.0	18.0	15.1
002429.SZ	兆驰股份	未评级	3.73	-81.12	357.35	22.65	4.93	66.07	11.0	9.1	8.7
A 股平均								55.4	22.7	16.7	13.3
600060.SH	海信视像	买入	11.93	-4.83	29.00	28.29	17.50	15.5	10.6	8.3	7.1

数据来源：Wind、开源证券研究所（极米科技、光峰科技采用所内盈利预测数据，视源股份、兆驰股份采用 Wind 一致预期，收盘价日期为 2022/06/10）

6、风险提示

原材料价格上涨风险；海外需求下行风险；疫情扰动风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	26156	27980	32471	35416	39882
现金	2918	4055	5881	6580	7395
应收票据及应收账款	8190	9010	10772	11137	13610
其他应收款	41	53	35	73	42
预付账款	87	107	102	171	113
存货	4547	5135	7146	8378	9916
其他流动资产	10373	9619	8535	9077	8806
非流动资产	5301	5282	5151	5311	5340
长期投资	395	367	384	419	444
固定资产	1515	1448	1470	1491	1501
无形资产	1027	892	945	1014	964
其他非流动资产	2363	2575	2353	2388	2431
资产总计	31456	33262	37622	40728	45223
流动负债	12746	14327	16921	17629	19320
短期借款	1762	1134	2178	2293	1628
应付票据及应付账款	8301	8927	11854	11147	14080
其他流动负债	2683	4266	2889	4189	3612
非流动负债	1236	755	675	733	721
长期借款	507	7	-11	3	-3
其他非流动负债	729	749	686	730	724
负债合计	13982	15083	17596	18362	20041
少数股东权益	1903	2093	2586	3280	4058
股本	1308	1308	1308	1308	1308
资本公积	2469	2425	2425	2425	2425
留存收益	11823	12610	14178	16367	18834
归属母公司股东权益	15571	16086	17440	19086	21123
负债和股东权益	31456	33262	37622	40728	45223

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	124	663	941	1364	1680
净利润	1526	1595	1961	2576	2991
折旧摊销	463	346	279	302	314
财务费用	39	46	213	243	173
投资损失	-386	-341	-342	-345	-307
营运资金变动	-1600	-1034	-1210	-1335	-1456
其他经营现金流	82	50	39	-78	-35
投资活动现金流	889	1729	816	-360	157
资本支出	318	304	28	83	-14
长期投资	749	1634	-16	-30	-26
其他投资现金流	1955	3668	828	-307	117
筹资活动现金流	-1755	-1444	-662	-576	-278
短期借款	-107	-628	314	-157	78
长期借款	-32	-500	-18	14	-5
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	2	-44	0	0	0
其他筹资现金流	-1618	-272	-958	-433	-351
现金净增加额	-705	960	1095	428	1558

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	39315	46801	52422	58835	66018
营业成本	32277	39429	42986	48127	53970
营业税金及附加	145	175	195	219	246
营业费用	3534	3536	4246	4589	5083
管理费用	588	654	1153	1177	1320
研发费用	1740	1851	2307	2530	2773
财务费用	39	46	213	243	173
资产减值损失	-70	-59	-80	-82	-96
其他收益	290	219	254	237	246
公允价值变动收益	44	47	45	46	34
投资净收益	386	341	342	345	307
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	1630	1609	2043	2660	3136
营业外收入	47	78	62	70	43
营业外支出	33	31	32	31	32
利润总额	1644	1655	2073	2698	3147
所得税	118	60	112	122	156
净利润	1526	1595	1961	2576	2991
少数股东损益	330	457	493	694	779
归母净利润	1195	1138	1468	1883	2212
EBITDA	2160	1949	2303	2949	3370
EPS(元)	0.91	0.87	1.12	1.44	1.69

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	15.3	19.0	12.0	12.2	12.2
营业利润(%)	121.1	-1.3	27.0	30.2	17.9
归属于母公司净利润(%)	115.0	-4.8	29.0	28.3	17.5
获利能力					
毛利率(%)	17.9	15.8	18.0	18.2	18.3
净利率(%)	3.0	2.4	2.8	3.2	3.4
ROE(%)	8.7	8.8	9.8	11.5	11.9
ROIC(%)	8.7	8.6	9.7	11.7	12.6
偿债能力					
资产负债率(%)	44.4	45.3	46.8	45.1	44.3
净负债比率(%)	-2.4	-11.5	-17.6	-18.1	-22.0
流动比率	2.1	2.0	1.9	2.0	2.1
速动比率	1.4	1.3	1.3	1.3	1.4
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.4	1.5	1.5	1.5
应收账款周转率	5.8	5.4	5.3	5.4	5.3
应付账款周转率	4.2	4.6	4.1	4.2	4.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.91	0.87	1.12	1.44	1.69
每股经营现金流(最新摊薄)	0.09	0.51	0.72	1.04	1.28
每股净资产(最新摊薄)	11.90	12.30	13.33	14.59	16.15
估值比率					
P/E	13.1	13.7	10.6	8.3	7.1
P/B	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	4.5	5.1	4.2	3.2	2.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn