

盈利提升明显，看好创新及全球协同

华泰研究

2022年8月30日 | 中国内地

中报点评

视听器材

投资评级(维持):

增持

目标价(人民币):

14.56

研究员	林寰宇
SAC No. S0570518110001	linhuanyu@htsc.com
SFC No. BQO796	+(86) 755 8321 3674
研究员	王森泉
SAC No. S0570518120001	wangsenquan@htsc.com
SFC No. BPX070	+(86) 755 2398 7489
研究员	周衍峰
SAC No. S0570521100002	zhouyanfeng@htsc.com
	+(86) 21 2897 2228

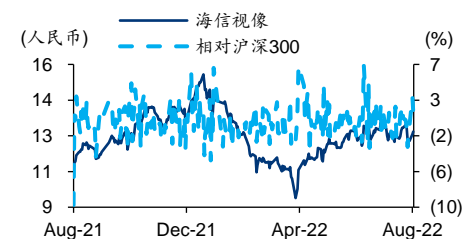
点击查看华泰证券研究团队介绍和观点



基本数据

目标价(人民币)	14.56
收盘价(人民币 截至8月30日)	12.70
市值(人民币百万)	16,615
6个月平均日成交额(人民币百万)	116.35
52周价格范围(人民币)	9.45-15.51
BVPS(人民币)	12.72

股价走势图



资料来源: Wind

1H22 收入同比小幅下滑，利润同比明显恢复

公司披露 2022 年中报，1H2022 公司实现营业总收入 202.14 亿元，同比 -3.55%，归母净利 5.94 亿元，同比+52.82%，其中，2Q2022 营收、归母净利分别同比-5.2%、+58.99%。我们维持 22-24 年 EPS 预测为 1.12、1.46、1.70 元，截至 2022/8/30，Wind 可比公司 2022 年平均 PE13x，电视行业面临面板价格下滑压力，公司智慧显示业务收入小幅下降，但通过发力产品高端化及新兴业务（激光显示、商用显示、云服务、芯片等），大幅抵消行业冲击，且产品结构优化带动盈利能力提升，认可给予公司 2022 年 13x PE，维持目标价格 14.56 元，维持“增持”评级。

电视业务发力差异化产品，新兴显示业务表现出色

面临行业压力，公司发力大尺寸、高清、游戏产品，结构不断优化，表现好于行业（奥维云网数据显示，1H22 电视行业全渠道销售额同比-10.5%），1H22 公司智慧显示终端收入同比-6.8%。同时，公司不断布局高端激光显示、商用显示市场，拓展云服务、芯片等产业，1H22 新显示新业务收入同比+8.41%。且公司品牌影响力不断向海外延展，北美、欧洲、日本市场份额表现积极。

面板价格下滑，毛利率回升明显

面板价格影响大幅减弱，同时高端化及差异化带动毛利率上行。公司 1H2022 毛利率为 17.58%，同比+1.54pct。其中，2Q2022 毛利率同比+2.06pct。

期间费用小幅提升，研发费用保持高位

1H2022，公司整体期间费用率同比+0.23pct。其中，销售费用率同比-0.37pct，管理费用率同比+0.24pct，公司聚焦新兴显示技术，研发费用率同比+0.48pct。受到利息支出及汇兑影响，财务费用率同比-0.12pct。

看好公司电视差异表现，巩固显示创新及全球协同

公司产品持续向高端大屏发展，维持较好的均价表现，奥维云网数据显示，1H22，行业线上/线下均价分别同比-12.3%/+14.8%，公司线上/线下均价分别同比-3.9%/+22.8%，体现出较强的品牌力与产品力。且公司在显示技术、云、交互、人工智能及显示芯片上不断积累技术优势，有望巩固高端份额。全球协同优化东芝经营表现，1H22 东芝 (TVS) 净利润同比+52.3%，净利润率提升至 6.7%。

风险提示：面板价格大幅上升；TVS 再度亏损；电视需求大幅下滑。

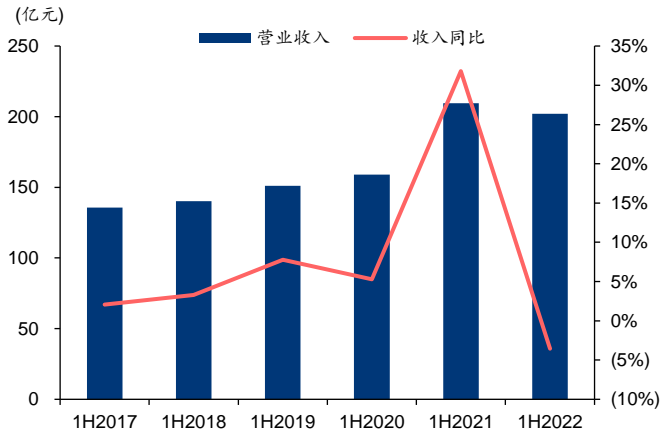
经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (人民币百万)	39,315	46,801	47,613	52,978	60,837
+/-%	15.28	19.04	1.74	11.27	14.83
归属母公司净利润 (人民币百万)	1,195	1,138	1,463	1,911	2,229
+/-%	114.98	(4.83)	28.59	30.59	16.64
EPS (人民币, 最新摊薄)	0.91	0.87	1.12	1.46	1.70
ROE (%)	8.73	8.78	9.98	11.18	11.58
PE (倍)	13.90	14.60	11.36	8.70	7.46
PB (倍)	1.07	1.03	0.95	0.86	0.78
EV EBITDA (倍)	5.15	5.39	4.30	2.90	2.20

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

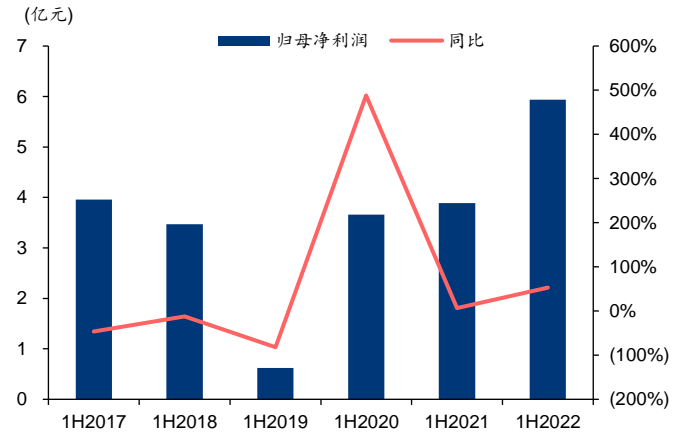
经营业绩指标概览

图表1: 1H22 公司营业收入同比-3.55%



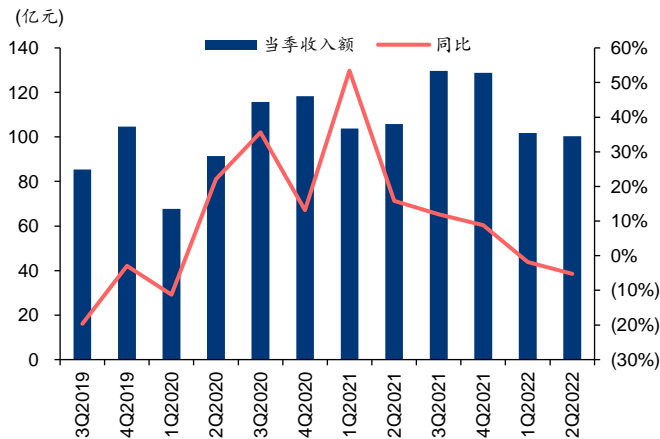
资料来源: Wind, 华泰研究

图表2: 1H22 公司归母净利润同比+52.82%



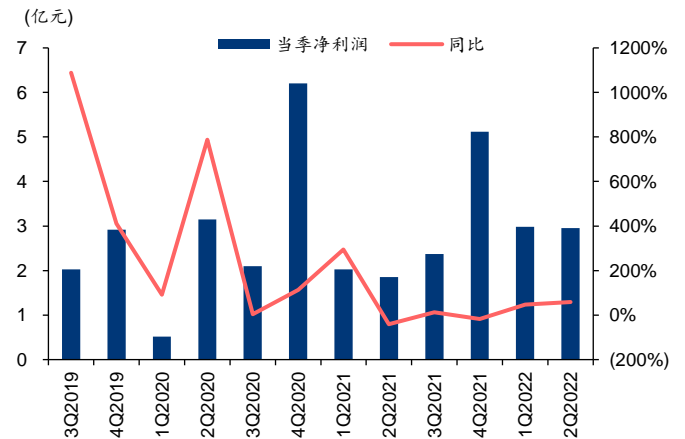
资料来源: Wind, 华泰研究

图表3: 2Q2022 公司营业收入同比-5.20%



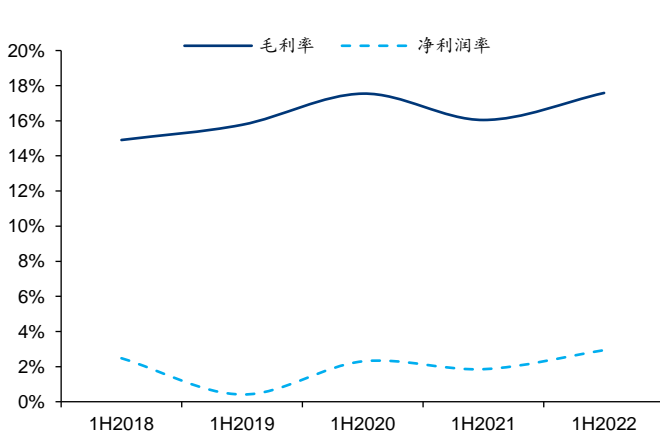
资料来源: Wind, 华泰研究

图表4: 2Q2022 公司归母净利润同比+58.99%



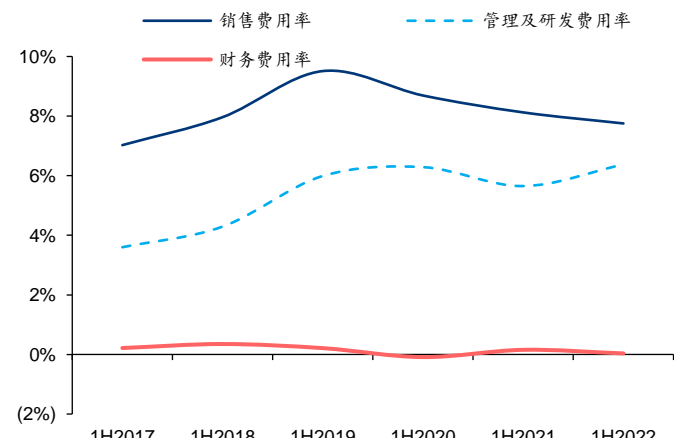
资料来源: Wind, 华泰研究

图表5: 1H22 公司毛利率、净利润率同比回升



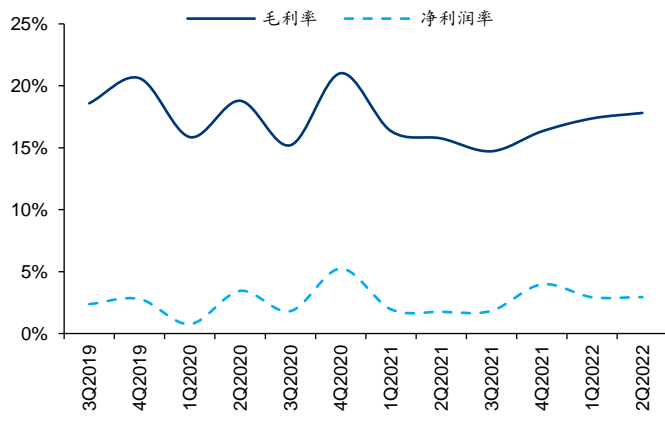
资料来源: Wind, 华泰研究

图表6: 1H22 公司期间费用率同比提升



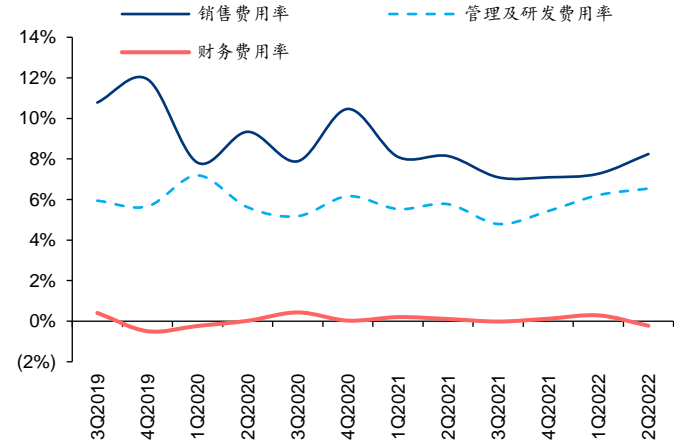
资料来源: Wind, 华泰研究

图表7: 2Q2022 公司毛利率、净利润率均同比回升



资料来源: Wind, 华泰研究

图表8: 2Q2022 公司期间费用率同比提升



资料来源: Wind, 华泰研究

图表9: 行业可比公司 Wind 一致预期 PE

证券代码	证券简称	市值	2021	2022E	2023E	2024E
000100 CH	TCL 科技	589.3	7.1	9.8	6.3	5.3
000333 CH	美的集团	3,660.0	17.6	11.5	10.1	9.1
000810 CH	创维数字	248.6	23.8	27.0	21.4	17.4
0751 HK	创维集团	102.0	10.4	5.5	4.9	4.7
平均			14.7	13.4	10.7	9.1

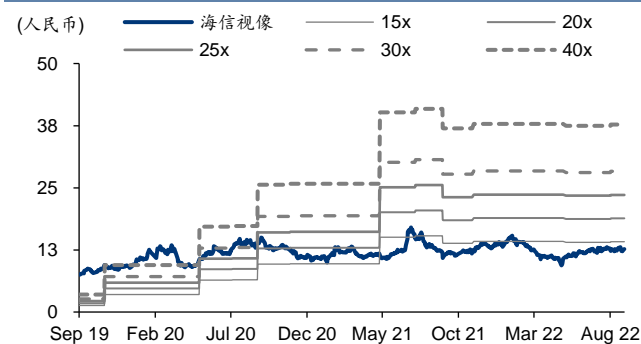
注: 均为 Wind 一致预测, 数据截至 2022/8/30

资料来源: Wind、Bloomberg、华泰研究

风险提示

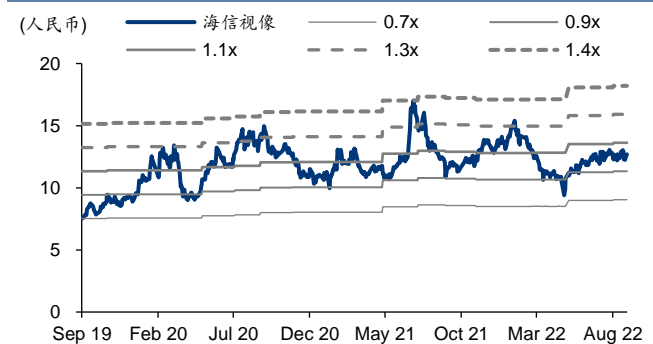
- 1) 面板价格大幅上升。公司电视产品主要原材料面板价格成本如果大幅提升, 公司产品利润面临下滑的可能, 影响公司整体盈利水平。
- 2) TVS 再度亏损。公司并表 TVS 短期业绩扭亏, 如果面板价格继续提升, TVS 业绩再度亏损, 公司盈利表现将继续受到 TVS 亏损经营带来的不利影响。
- 3) 电视需求大幅下滑。公司积极拓展海外市场业务, 如果海外电视需求出现不利变化, 可能影响公司产品出口, 进而导致公司收入增速下滑风险。

图表10: 海信视像 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表11: 海信视像 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	26,156	27,980	27,607	34,049	36,323
现金	2,918	4,055	4,672	7,118	8,910
应收账款	3,301	4,282	3,433	5,151	4,706
其他应收账款	41.20	52.81	42.83	63.59	58.62
预付账款	86.71	107.34	90.07	129.58	122.65
存货	4,547	5,135	4,458	6,136	5,997
其他流动资产	15,262	14,347	14,911	15,451	16,528
非流动资产	5,301	5,282	5,194	5,262	5,247
长期投资	394.99	367.25	385.53	385.53	371.87
固定投资	1,515	1,448	1,305	1,318	1,381
无形资产	1,027	892.12	945.28	1,019	968.82
其他非流动资产	2,363	2,575	2,558	2,540	2,525
资产总计	31,456	33,262	32,801	39,312	41,571
流动负债	12,746	14,327	11,979	16,088	15,535
短期借款	1,762	1,134	1,134	1,134	1,134
应付账款	5,072	5,651	4,973	6,759	6,679
其他流动负债	5,912	7,542	5,871	8,195	7,722
非流动负债	1,236	755.45	754.15	758.27	755.53
长期借款	506.50	6.50	5.20	9.32	6.58
其他非流动负债	729.14	748.95	748.95	748.95	748.95
负债合计	13,982	15,083	12,733	16,846	16,290
少数股东权益	1,903	2,093	2,633	3,233	3,933
股本	1,308	1,308	1,308	1,308	1,308
资本公积	2,469	2,425	2,425	2,425	2,425
留存公积	11,823	12,610	14,613	17,124	20,053
归属母公司股东权益	15,571	16,086	17,436	19,232	21,347
负债和股东权益	31,456	33,262	32,801	39,312	41,571

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	124.23	662.68	1,161	2,513	1,834
净利润	1,526	1,595	2,003	2,511	2,929
折旧摊销	463.26	380.72	288.46	312.50	362.02
财务费用	39.45	46.19	50.00	(50.00)	(50.00)
投资损失	(386.14)	(340.53)	(360.00)	(360.00)	(360.00)
营运资金变动	(1,600)	(1,034)	(796.38)	123.45	(1,023)
其他经营现金	82.08	15.52	(24.00)	(24.00)	(24.00)
投资活动现金	888.58	1,729	171.01	(8.28)	24.67
资本支出	(317.56)	(304.14)	(161.94)	(354.74)	(329.37)
长期投资	748.97	1,634	(18.28)	0.01	13.66
其他投资现金	457.18	399.45	351.24	346.45	340.38
筹资活动现金	(1,755)	(1,444)	(715.20)	(58.36)	(66.60)
短期借款	(106.57)	(627.73)	0.00	0.00	0.00
长期借款	(31.95)	(500.00)	(1.30)	4.12	(2.74)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1.80	(43.98)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,618)	(271.95)	(713.90)	(62.48)	(63.86)
现金净增加额	(705.43)	959.96	616.99	2,446	1,792

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	39,315	46,801	47,613	52,978	60,837
营业成本	32,277	39,429	39,065	43,139	49,410
营业税金及附加	145.45	174.99	178.02	198.08	227.46
营业费用	3,534	3,536	4,047	4,556	5,293
管理费用	588.41	654.11	712.61	792.91	910.52
财务费用	39.45	46.19	50.00	(50.00)	(50.00)
资产减值损失	(69.82)	(59.38)	(12.00)	(12.00)	(12.00)
公允价值变动收益	43.73	46.56	12.00	12.00	12.00
投资净收益	386.14	340.53	360.00	360.00	360.00
营业利润	1,630	1,609	2,145	2,685	3,035
营业外收入	46.55	77.51	50.00	50.00	150.00
营业外支出	33.10	30.75	40.67	34.84	35.42
利润总额	1,644	1,655	2,154	2,700	3,149
所得税	118.07	60.02	150.77	188.98	220.44
净利润	1,526	1,595	2,003	2,511	2,929
少数股东损益	330.10	457.48	540.02	600.02	700.02
归属母公司净利润	1,195	1,138	1,463	1,911	2,229
EBITDA	2,100	2,024	2,394	2,909	3,344
EPS (人民币, 基本)	0.91	0.87	1.12	1.46	1.70

主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	15.28	19.04	1.74	11.27	14.83
营业利润	121.10	(1.33)	33.33	25.18	13.04
归属母公司净利润	114.98	(4.83)	28.59	30.59	16.64
获利能力 (%)					
毛利率	17.90	15.75	17.95	18.57	18.78
净利率	3.88	3.41	4.21	4.74	4.81
ROE	8.73	8.78	9.98	11.18	11.58
ROIC	22.56	22.19	26.83	36.28	39.68
偿债能力					
资产负债率 (%)	44.45	45.35	38.82	42.85	39.19
净负债比率 (%)	(2.41)	(11.84)	(16.55)	(25.65)	(29.89)
流动比率	2.05	1.95	2.30	2.12	2.34
速动比率	1.62	1.54	1.86	1.69	1.89
营运能力					
总资产周转率	1.29	1.45	1.44	1.47	1.50
应收账款周转率	13.54	12.34	12.34	12.34	12.34
应付账款周转率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.91	0.87	1.12	1.46	1.70
每股经营现金流(最新摊薄)	0.09	0.51	0.89	1.92	1.40
每股净资产(最新摊薄)	11.90	12.30	13.33	14.70	16.32
估值比率					
PE (倍)	13.90	14.60	11.36	8.70	7.46
PB (倍)	1.07	1.03	0.95	0.86	0.78
EV EBITDA (倍)	5.15	5.39	4.30	2.90	2.20

免责声明

分析师声明

本人, 林寰宇、王森泉、周衍峰, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰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。同时, 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。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师林震宇、王森泉、周衍峰本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司