

技术为核，领军大显示时代

➤ **大显示时代领军者，“1+4+N”横纵布局。**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，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、TCN芯片在内的产品远销海内外多个国家和地区。公司是国内彩电市场的龙头，2021年公司确立了“1+4+N”的产业结构布局，显示技术为轴心，彩电业务为基本盘，激光、商显、芯片、云服务等新业务横纵发展。

➤ **面板周期属性变化叠加大屏化趋势，黑电行业盈利能力有望趋稳。**2015年我国大陆地区厂商全球LCD面板产能占比仅为23%，2020年已增至50%以上，后保持逐年提升趋势。伴随着韩系厂商加速退出，我国面板厂商或已基本具备面板价格的调控能力，面板周期属性有望减弱。大显示趋势下，大尺寸产品渗透率稳步提升，大屏产品面板价格占整机比例更低，双重因素下，下游的黑电企业有望获得更稳定的盈利能力。

➤ **内销以海信为基目标高端化，Vidda作为防御性品牌补全空白市场。**公司内销围绕海信及Vidda两个核心品牌运作，其中，海信牌是基石品牌，覆盖中端至高端市场，独创ULEDX，突破LCD显示天花板，东芝TVS作为海信高端系列的补充丰富产品矩阵。Vidda定位为消费电子科技潮牌，是为应对互联网电视而设立的防御性品牌，布局在更具性价比的价格带，线上占有率为2021年的不到5%左右迅速提升至目前的接近10%。

➤ **整合TVS试点日本市场成功，产、销背书下海信外销潜力亟待释放。**公司于2018年收购TVS后，对TVS的渠道、代理模式、产品矩阵、内部治理调整，通过产业链赋能，2020-2022年TVS净利率由3.2%升至5.4%，2019Q4海信+TVS品牌在日本市占率首次第一，2020-2022持续提升至32.8%，稳居市占率第一。2015年收购夏普墨西哥工厂后产能在5年间由60w台/年提升至850w台/年，我们估算占海信外销量的比例超过50%，2016年以来海信持续加大品牌在国际市场的营销投入，多次赞助世界级体育赛事，全球出货排名已由2018年的第四位提升至第二。

➤ **投资建议：**公司是国内市场黑电龙头，推进产业链的垂直整合，构筑制造环节壁垒，战略上采取“1+4+N”布局，积极开拓新增长曲线，在面板可控+大屏化趋势+出海逻辑下公司营收有望持续增厚，盈利能力有望进一步增强。我们预计公司2023-2025年实现归母净利润22.3/27.2/31.8亿元，同比+33.1%/21.7%/16.7%，当前市值对应PE为14/12/10倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**面板等上游环节价格大幅波动，海外需求不及预期，汇率波动。

推荐

首次评级

当前价格：

24.10元



分析师 汪海洋

执业证书：S0100522100003

邮箱：wanghaiyang@mszq.com

分析师 王刚

执业证书：S0100522020001

邮箱：wanggang_yjy@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	45,738	54,601	60,763	67,261
增长率（%）	-2.3	19.4	11.3	10.7
归属母公司股东净利润（百万元）	1,679	2,234	2,720	3,175
增长率（%）	47.6	33.1	21.7	16.7
每股收益（元）	1.28	1.71	2.08	2.43
PE	19	14	12	10
PB	1.8	1.7	1.5	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2023年11月9日收盘价)

目录

1 大显示时代领军者，全球布局巩固龙头地位	3
1.1 显示技术创新为驱动，“1+4+N”多元化布局	3
1.2 混改落地，股权激励+管理“焕新”再出发	4
1.3 产业链垂直布局初显成效，近四年营收稳步增长	5
2 智慧显示终端：产品升级提升价值量，发力海外开辟远期空间.....	8
2.1 行业：存量时代“大屏+高清”趋势确定，行业龙头“摆脱”互联网品牌冲击	8
2.2 面板：周期属性有望减弱，黑电企业盈利能力有望趋稳	11
2.3 海信：内销多品牌运作补齐空白市场，“大头在海外”打开长期成长空间	12
3 新显示业务：横纵拓展打造新增长曲线，深化“（4+N）”布局	18
3.1 激光显示：降本路径清晰，海信引领三色激光显示行业	18
3.2 商用显示：2021年商显市场规模超800亿元，海信致力于提供系统级解决方案	23
3.3 芯片+云服务：向产业上游延伸，强化芯片及内容服务环节的垂直供应能力	25
4 对标三星、LG，海信视像出海打开长期空间	28
5 盈利预测与投资建议	30
5.1 盈利预测假设与业务拆分	30
5.2 估值分析	31
5.3 投资建议	32
6 风险提示	33
插图目录	35
表格目录	36

1 大显示时代领军者，全球布局巩固龙头地位

1.1 显示技术创新为驱动，“1+4+N”多元化布局

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。

根据公司主营业务及产品线拓展研发，公司的发展历程主要分为 4 个阶段。

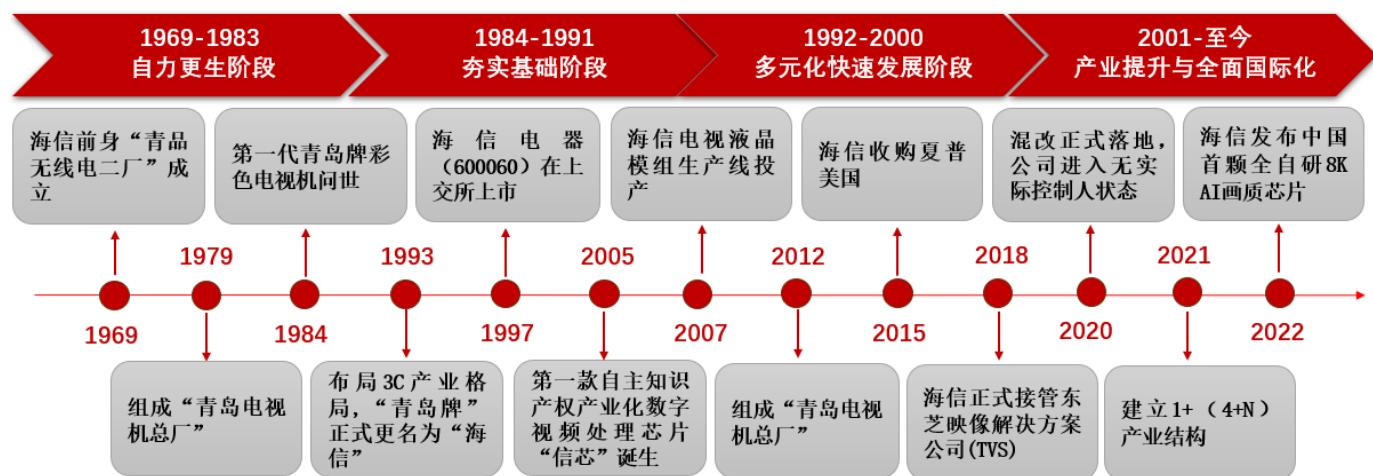
1969-1983 年，自力更生阶段。1969 年，海信的前身“国营青岛无线电二厂”成立，开启了白手起家的奋斗之路。从收音机生产到山东省第一台 14 英寸电子管黑白电视机，企业获得突破性发展。

1984 年-1991 年，夯实基础阶段。通过狠抓质量夯实企业发展基础，“青岛”牌电视机成为国家著名品牌，青岛电视机总厂位居中国电子百强企业 20 强。

1992 年-2000 年，多元化快速发展阶段。确立“技术立企、稳健经营”的理念，大胆尝试资本运营，实现企业低成本扩张，加快产业结构调整，进入多元化快速发展阶段。

2001 年-至今，产业提升与全面国际化。将产品向高端转型，产业链向高技术延伸，产业架构向高科技转移，家电板块与科技板块相得益彰，加快向世界一流企业迈进。

图1：海信视像发展历程

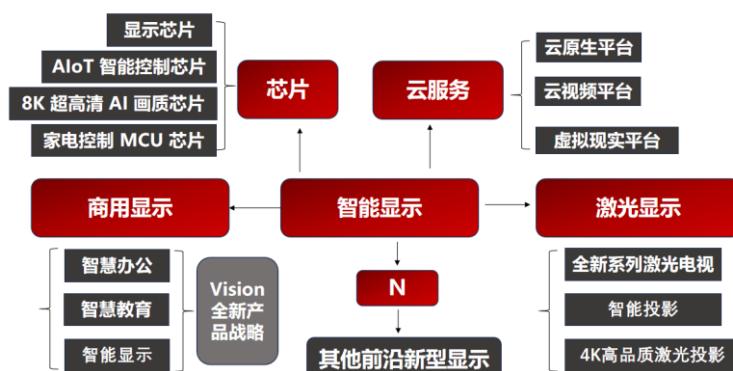


资料来源：公司官网，民生证券研究院

2021 年公司确立了“1+ (4+N)”产业结构布局。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。目前公司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，不断向着“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发展。

图2：公司 1+ (4+N) 产业结构布局

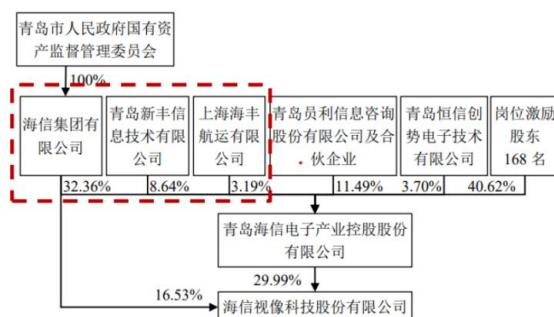


资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.2 混改落地，股权激励+管理“焕新”再出发

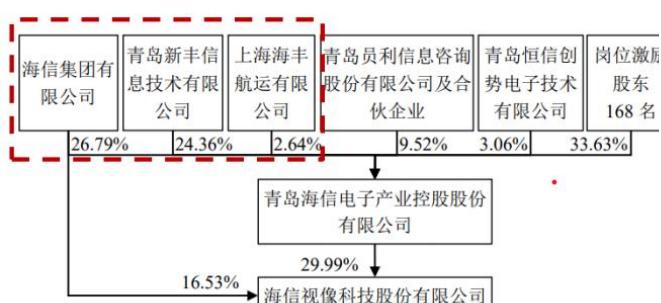
混改落地后公司处于无实控人状态，公司治理更加市场化。海信集团深化混改，以海信电子控股为主体公开挂牌、增资扩股，引入具有产业协同效应、能助力海信国际化发展的战略投资者青岛新丰，青岛新丰与海信电子控股签署了增资协议。此次增资扩股完成后，海信电子控股不存在任何单一股东（含一致行动人）持股比例超过 30%，其实际控制人由青岛市国资委变更为无实际控制人，海信视像由青岛市国资委实际控制变为无实际控制人，从而导致海信集团也将不再为海信视像的间接控股股东。此次混合所有制改革帮助公司的股权结构更加多元化，治理结构更加市场化。

图3：混改前海信视像实控人为青岛市国资委



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图4：增资后海信视像为无实控人状态



资料来源：公司公告，民生证券研究院

股权激励计划推进，管理换新“70”后管理团队上阵。海信集团控股是海信集团实施混合所有制的重要载体，也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。公司基于对公司未来发展前景的信心以及实施股权激励的需要，于2021年7月15日推出限制性股票激励计划，授予1940万股，限制性股票价格8.295元，授予对象为公司高管及213名核心员工。管理层方面，2023年2月于芝涛总接任程开训总，担任海信视像董事长职务，李炜升任海信视像总裁，乾照光电董事长金张育任副总裁。新任总裁李炜曾任制造中心工艺部部长、海信墨西哥工厂总经理、副总工程师、制造中心总经理等职务，制造、技术经验深厚，具备丰富的海外管理经验，契合海信“大头在海外”的集团战略，有望夯实“全球第二”地位，向“全球第一”的目标进军。

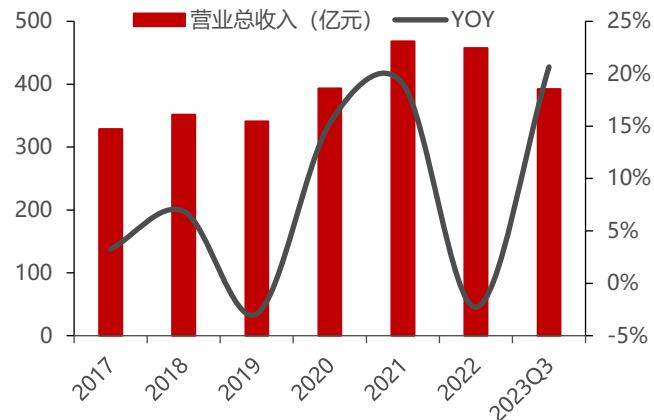
表1：海信视像股权激励计划

激励计划名称	姓名	职务	获授数量（万股）	占本次股权激励计划总量比例（%）
2021年海信视像股权激励计划	于芝涛	董事、总裁	125	6.44
	李佳	财务负责人	10	0.52
	刘莎莎	董秘	10	0.52
核心骨干员工 (213)			1795	92.52
合计 (216)			1940	100

资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.3 产业链垂直布局初显成效，近四年营收稳步增长

收入端稳健增长，近两年盈利能力显著修复。公司营收端在产业链波动的外部压力下表现出较强的经营韧性，2017-2022年营收实现CAGR 6.7%。2019年出现负增长，主要因面板价格波动叠加房地产景气度下行影响所致。2021年收入468.0亿元(+19.0%)，2022年收入457.4亿元(-2.3%)主要系疫情影响下智慧显示终端业务的增长与下跌所致。业绩端，自2019年起，东芝TVS重回盈利通道，公司持续推进新显示业务，利润重回正增长。2023年上半年，公司实现归母净利润10.37亿元，同比增长74.7%，除一定程度上受益于面板价格压力减缓外，产品结构改善和产业链高度垂直一体化也使得公司盈利水平有所提升，下半年盈利环比增长可期。

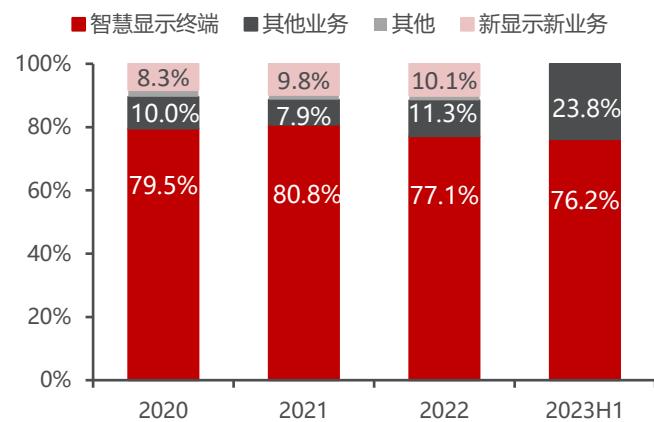
图5：2017-2023年公司营收稳健增长


资料来源：wind, 民生证券研究院

图6：2019年后公司盈利能力进入修复通道

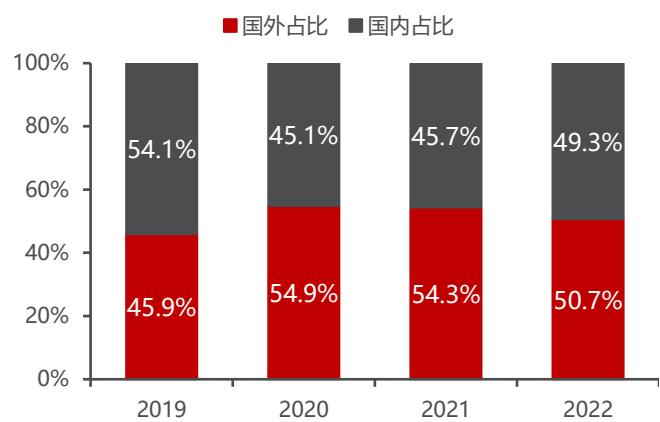

资料来源：wind, 民生证券研究院

横纵延伸布局初显成效，海外市场营收已占大头。 营收分品类看，智慧显示终端始终是公司的核心业务，其收入占比约 80%，2023H1 公司实现收入 189.5 亿元，同比提升 19.6%。公司新显示新业务主营收入占比于 2019-2022 年有所提升，主要系公司激光显示、商用显示、芯片和云服务等新兴业务快速发展。得益于公司“大头在海外”的战略规划，海信持续加大海外市场投入，自 2020 年起，公司国外主营业务占比超国内。2021 年，疫情扰动下海外电视需求激增，带动公司出口业务大幅增长，公司国内外分别实现收入 196.9/234.3 亿元，海外占比达 54.3%。

图7：2020-2023H1 各项营业收入业务占比


资料来源：wind, 民生证券研究院

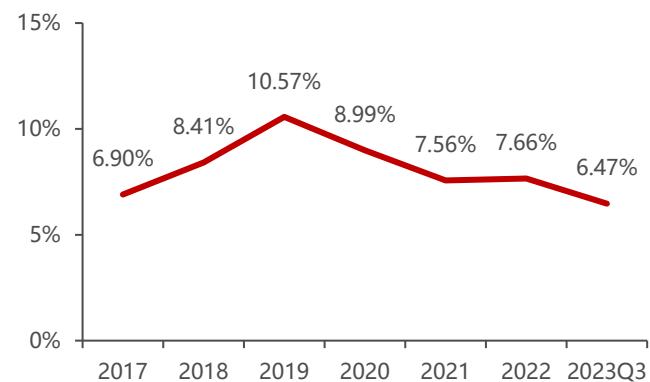
注：2023H1 其他业务中包含“其他”及“新显示业务”

图8：近三年国外主营业务占比过半


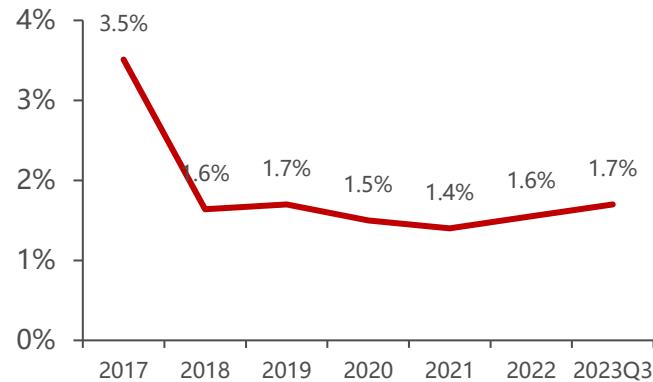
资料来源：wind, 民生证券研究院

经营效率提高费用结构优化，销售净利率提升。 2019 年以来，公司经营效率持续提高，期间费用结构优化，销售费用率已由 2019 年的 10.6% 下降到 2023H1 的 6.8%，其中 2020 年和 2021 年两年显著下降；研发费用率呈上升趋势，与公司持续推进激光显示、ULEDX、车载激光等技术相关；管理费用率过去 4 年基本持平在 1.4%~1.7% 间。盈利能力方面，得益于毛利率更高的新显示业务占比增加及更强的供应链把控能力，公司毛利率与净利率同步改善（其中 21 年受疫情扰动和面板价格影响略有下滑），净利率已由 2018 年的 1.6% 上升至 2023H1 的 4.8%，

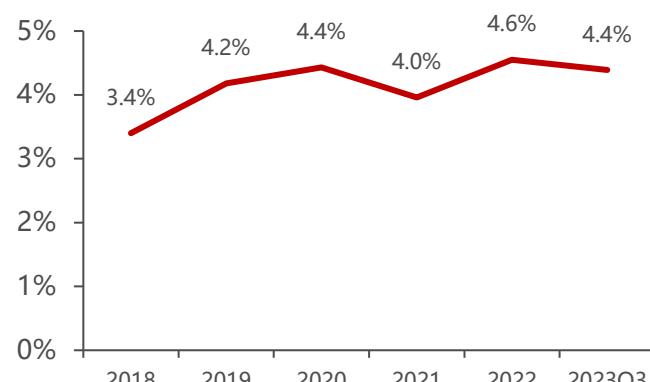
随着公司高端化战略持续推进、产业链垂直整合能力增强及集团层面协同效应增强，公司盈利能力或仍有提升空间。

图9：2019-2023Q3 公司销售费用率趋势呈下降趋势


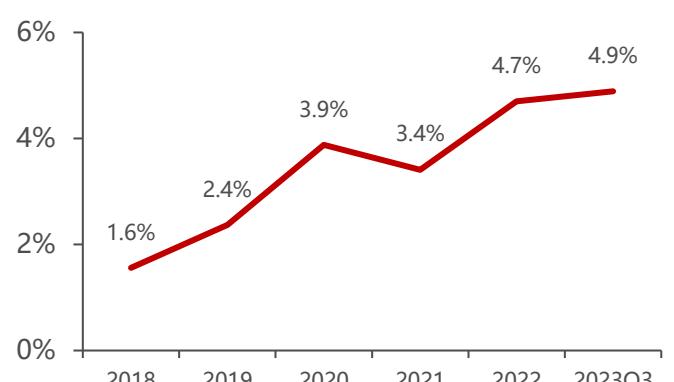
资料来源：wind, 民生证券研究院

图10：2018-2023Q3 公司管理费用率较为稳定


资料来源：wind, 民生证券研究院

图11：2018-2023Q3 公司保持较高研发投入


资料来源：wind, 民生证券研究院

图12：2018以来公司净利率持续提升


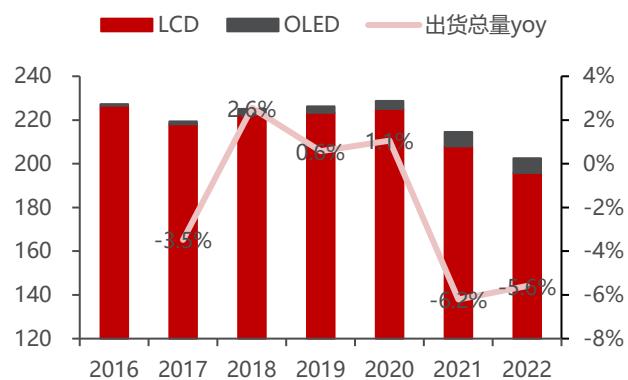
资料来源：wind, 民生证券研究院

2 智慧显示终端：产品升级提升价值量，发力海外开辟远期空间

2.1 行业：存量时代“大屏+高清”趋势确定，行业龙头“摆脱”互联网品牌冲击

彩电行业已进入存量时代，我国品牌集中度存在进一步提升空间。彩电行业经过多年高速发展已进入成熟阶段，用户使用习惯变化叠加替代产品的不断冲击，电视出货量增长停滞，全球、我国彩电市场均已经进入存量竞争时代。据 AVC Revo，2022 年全球电视出货 2.02 亿台，同比 -5.6%，在 2021 年同比下滑的基础上并未出现较大反弹。随着彩电需求定位的快速变化，我国彩电市场出货不断探底，据 AVC Revo，2022 年我国彩电零售量 3634 万台，同比 -5.2%，连续三年承压。随着我国彩电步入存量甚至缩量市场，我们认为企业间的直接竞争或有加剧的趋势，多品牌齐头并进的局面或将迎来改变，马太效应下行业集中度有进一步上升空间。

图13：2016-2022 全球电视出货（百万台）及同比



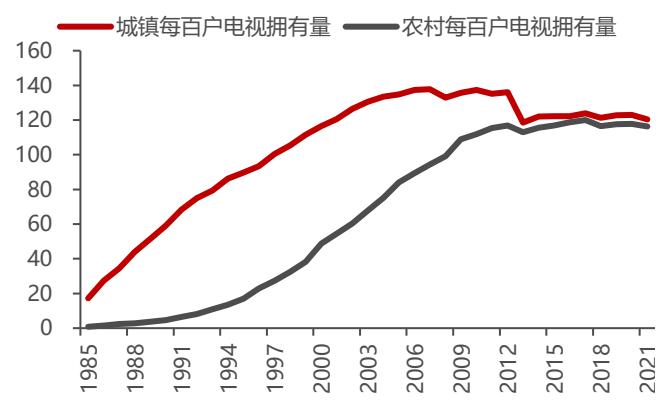
资料来源：AVC Revo，民生证券研究院

图14：2010-2022 我国电视出货（万台）及同比



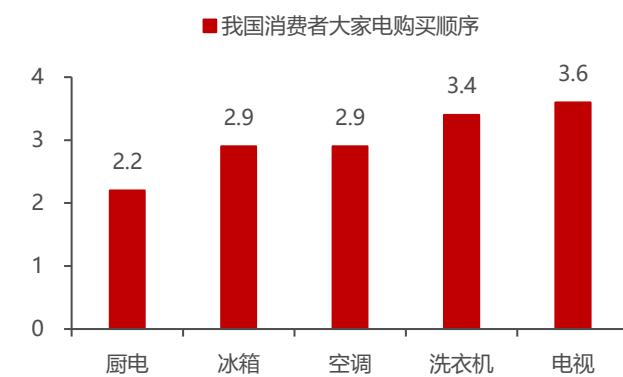
资料来源：AVC，民生证券研究院

图15：我国彩电保有量已趋于饱和（单位：台）



资料来源：wind，民生证券研究院

图16：彩电的刚需属性明显下降



资料来源：AVC，民生证券研究院

注：数值为 2022 年，按照购买顺序数值及选择比例加权计算得来

从显示技术看，LCD 凭借成本优势占据统治地位，但 OLED、Micro LED 等新技术有望在高价位电视产品获得更广泛应用。按照背光光源类型来分，屏幕可以分为需要背光模组的方案，主要有 LED、Mini LED、ULED 及 QLED 等技术，不需要背光模组的自发光方案主要有 OLED 及 Micro LED 等。LCD 电视技术较为成熟，目前主流的背光模组为 LED 光源，从上文全球电视出货数据来看，虽然 LCD 电视存在着低对比度、高功耗、厚度偏高等问题，但凭借着成熟的产业技术及成本优势依然占据着出货首位，2022 年 LCD 电视依然占据全球出货量 95%以上。采用有机自发光 LED 的 OLED、Micro LED 方案可以将屏幕做薄做弯，在显示效果方面较 LCD 有较大提升，目前主要应用在较高价格段的产品中，随着产业成熟度上升、批量生产降本，新一代方案有望在获得更广泛的应用。

表2：主流屏幕显示技术对比

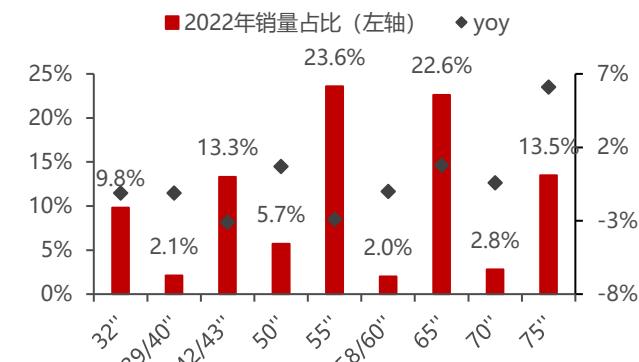
	LCD (传统 LED)	Mini LED	OLED	Micro LED
技术原理	外界电场影响液晶分子排列+背光源显色发光	将 LED 背光模组替换为更小的 mini LED	采用自发光的有机 LED	自发光的像素级别 LED (<100μm)
光源来源	背光模组 (LED)	背光模组 (Mini LED)	自发光	自发光
对比度	CCFL 低于 LED	接近无限	接近无限	接近无限
色域值	75%NTSC	>110%NTSC	>100%NTSC	140%NTSC
响应速度	毫秒 (ms)	纳秒 (ns)	微秒 (μm)	纳秒 (ns)
寿命	长	长	中	长
功耗	较高	LCD 的 30%-40%	约 LCD 的 60%-80%	约 LCD 的 30%-40%
价格	低	较高	中等	高
优势	成本低、无频闪、产业成熟	亮度高、对比度高、低功耗、寿命长、色域广	响应速度快、亮度高、色彩效果好、自发光、可轻薄弯曲	响应速度快、亮度高、色彩效果好、寿命长、自发光、可轻薄弯曲
劣势	高功耗、对比度低 (无法显示纯黑色)、响应速度慢	成本较高、光晕问题	易烧屏、寿命较短	成本高、技术不够成熟
产业成熟度	高	难度低于 Micro LED 初步量产	高	成熟度偏低 良品率低

资料来源：电子科技博物馆，微型显示，超毅电子元器件，民生证券研究院

从产品类型看，大尺寸电视渗透率提升趋势确定。尽管近两年我国彩电市场表现总体疲软，但在消费者更注重生活品质+面板价格压力减缓+企业加速布局的背景下，大尺寸产品表现亮眼。据 AVC，2013-2022 年期间，我国电视平均尺寸每年保持 2 英寸左右的增长，2022 年 75 英寸及以上的电视销量占比 13.5%，同比大幅提升 6.1 pct。

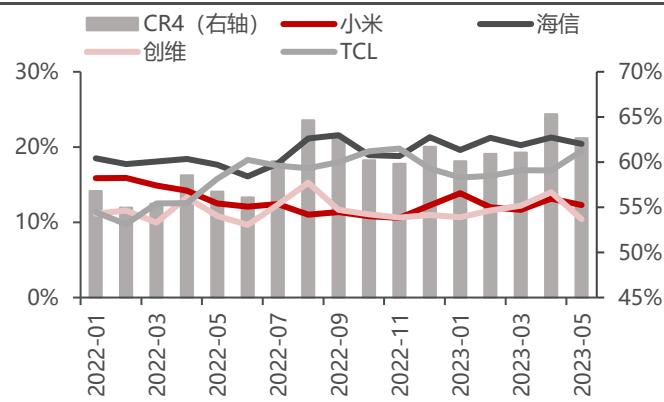
图17：2013-2022年期间我国电视平均尺寸逐年提升


资料来源：AVC，民生证券研究院

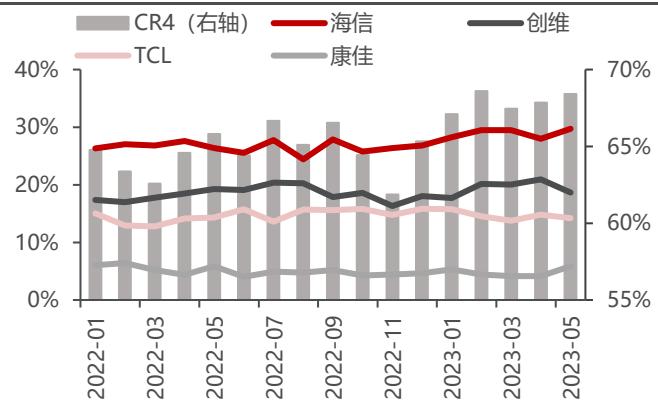
图18：2022年大尺寸电视占比显著提升


资料来源：AVC，民生证券研究院

龙头品牌的占有率先升，行业集中度存在进一步提升空间。虽同为发展较为成熟的存量市场，彩电行业尾部品牌仍占有相当量的份额，相较白电行业集中度仍有提升空间。自2016年小米电视入局，2017年乐视退出，市场格局发生了较大变化，目前仍处于动态博弈阶段。从各品牌占有率的变化情况来看，彩电头部品牌地位较为稳定，马太效应下市场集中度保持上升趋势。随着头部厂商对线上、线下渠道及全价格带的覆盖逐步增强，竞争将向成本因素偏移，小品牌规模优势不足的缺点将会放大，尾部品牌出清风险加大，行业集中度存在进一步提升的空间。

图19：2022年至今线上各品牌市占率变化


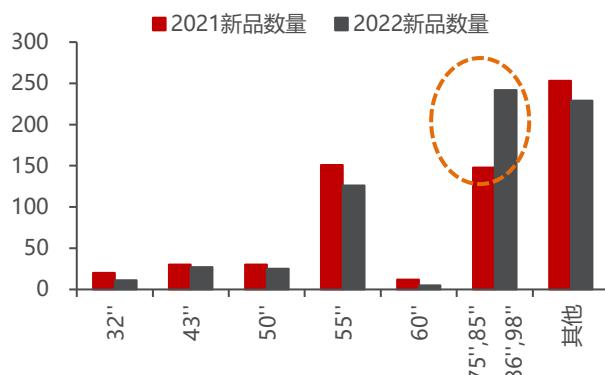
资料来源：AVC，民生证券研究院

图20：2022年至今线下各品牌市占率变化


资料来源：AVC，民生证券研究院

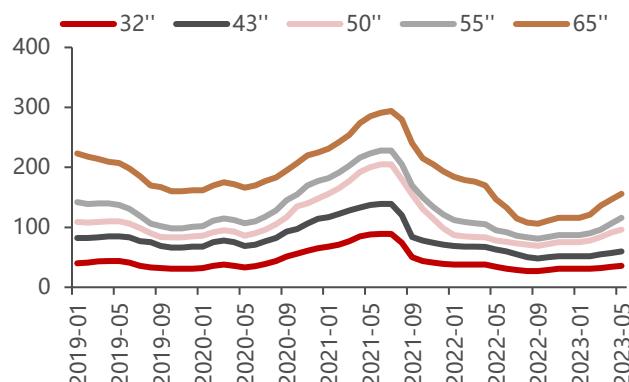
存量市场下产品结构升级或为机遇。中长期视角下，综合考虑以下因素：1) 居民对更高品质生活的向往及消费等级提升的趋势不变；2) 面板价格自2021年触达高位后进入新价格周期，传统显示产品的终端需求较难出现显著回温，厂家压低稼动率、推动面板价格回升的行为长期看较难持续，我们预计面板价格小幅回升后将会建立新价格中枢，大尺寸电视均价下行后目标消费群体有望进一步延伸；3) 各品牌逐渐聚焦大尺寸产品，新品促销力度明显更大。综上，我们认为消费者“新增+换新”需求或将向大尺寸产品倾斜，行业量饱和的情况下均价的提升有望成为我国电视行业规模增长的新动力。

图21：2022年线上彩电市场仅大尺寸新品数量增长
(单位：个)



资料来源：AVC Revo，民生证券研究院

图22：面板价格自2021年中的高位回落进入新周期
(单位：美元/片)

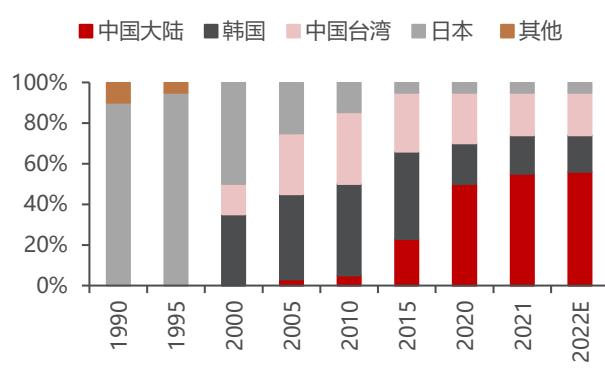


资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 面板：周期属性有望减弱，黑电企业盈利能力有望趋稳

面板约占电视价格40%左右，其供应格局的长期变化方向有利于黑电企业平稳发展。面板价格具有明显的周期属性，其价格波动主要由供给（产能）与需求（终端+库存）的错配而造成，其中需求的波动变化较难预测，而供给端由于产线建设周期久，其边际变化趋势更清晰。从产能端格局看，我国面板厂商在全球面板市场的占比不断提升，2015年我国大陆地区厂商全球LCD面板产能占比仅为23%，2020年已提升至50%以上，后保持逐年提升趋势。自2022年以来，伴随着韩系厂商加速退出，我们认为我国面板厂商已基本具备面板价格的调控能力，今年年初以来多家厂商通过调整稼动率的方式应对终端高库存的局面。长期来看，随着面板供应不断向我国企业集中，下游的黑电企业有望获得更稳定的盈利能力。

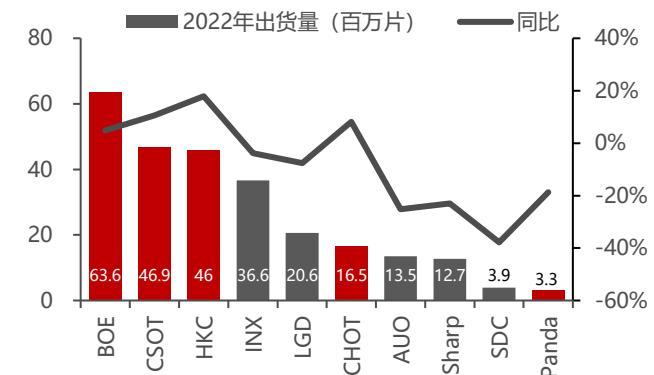
图23：1990-2022全球LCD产能区域结构变化



资料来源：华经产业研究院，智研咨询，民生证券研究院

注：2021及2022E数据来自智研咨询

图24：2022年LCD TV面板出货排名



资料来源：Discien，民生证券研究院

注：深红色为我国面板厂商

面板需求端或难有大幅放量，供大于求或为长线旋律。1) 从供给端看，2022年以来新产能释放节奏快于旧产能退出节奏，面板厂商通过控制稼动率的方式调节供需关系，面板价格小幅恢复但依然处于近4年以来的较低水平，面板供给

呈现温和增长；2)从需求端看，电视仍是消化面板需求的主力军，约占面板需求的70%左右，长期来看需求端难有较大变动，而供给端却仍有闲置产能待释放，供大于求或为长期旋律；3)从面板上游看，包括LED芯片、玻璃基板、偏光板等在内的面板产业链向国内转移在一定程度上消化了中长期面板价格上升的压力。综上，我们认为面板价格或将在低于过去平均水平的位置建立新的价格中枢，黑电行业盈利能力及盈利稳定性均存在提升空间。

图25：DSCC 预测 23Q4 面板厂商稼动率或将回落



资料来源：DSCC，民生证券研究院

图26：2022-2023 年面板产能增减情况

退出产能情况				
厂商	产线	世代	退出产能 (千片/季)	产能退出时间
LG Display	P7	7	225	2022Q4
	SDC L8-2 Phase1b	8.5	60	2022Q2
Samsung Display	SDC L8-2 Phase2	8.5	180	2022Q2
	SDC L8-2 Phase3	8.5	18	2022Q2
合计				483
新增产能情况				
厂商	产线	世代	新增产能 (千片/季)	产能进入时间
BOE	B10	8.5	45	2022Q3
	B17	10.5	60	2023Q1
CSOT	T7	10.5	90	2023Q2
	T6	10.5	30	2023Q3
HKC	H2	8.6	60	2022Q1
	H4	8.6	90	2022Q1
INX	H5	8.6	54	2022Q1
	ILX Fab 7	7	15	2022Q3
AUO	L8B	8.5	60	2023Q1
	合计			
				504

资料来源：Discien，民生证券研究院

2.3 海信：内销多品牌运作补齐空白市场，“大头在海外”

打开长期成长空间

品牌矩阵成型，定位清晰，消费层级全覆盖。海信是我国彩电头部品牌，市场地位稳固，品牌具备较高知名度，据中怡康及奥维云网数据，自 2004 年起海信连续十多年线下市场销量第一。海信定位为中高端综合品牌，高端线主推 ULED X 显示技术、8K 电视、激光电视等系列产品，定价基本在 5000 元以上，中端线定价 2000-4000 元左右；2018 年海信收购东芝后承接东芝品牌定位，定位较海信牌更精细化，主打高端 OLED、火箭炮系列产品，2019 年重启互联网品牌 Vidda，主打“质价比”、“年轻化”、“潮流化”，重点推音乐电视、游戏电视和智能投影等差异化产品。目前公司已经形成了“海信、东芝、Vidda”构成的品牌矩阵，基本实现了主流价格带全覆盖，三品牌的产品打造各有特点，锚定不同层级的消费群体，基本实现了消费层级全覆盖。

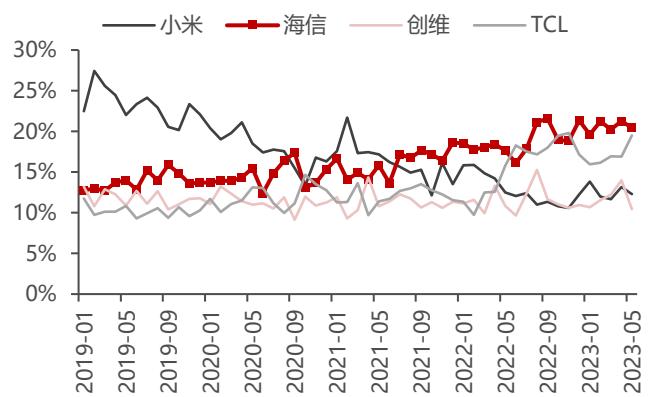
图27：海信旗下三品牌电视及投影产品差异化定位、覆盖全价格段（单位：元）

品牌	品牌定位	主推系列产品	主推产品均价范围	
Hisense 海信视像	全球综合显示品牌定位，中高端市场均有产品系列布局	彩电：ULED、ULED X	4000-17000元	海信电视 4000 17000
		激光：三色激光电视系列	8000-20000元	海信激光电视 8000 20000
TOSHIBA	全球高端品牌定位，重点布局高端OLED、火箭炮音响系列产品	彩电：OLED、4K系列	4000-25000元	东芝电视 4000 25000
Vidda	定位“高质价比”消费电子科技潮牌，差异化布局音乐电视、游戏电视和智能投影相关产品	彩电：音乐电视、智能电视 投影：三色激光投影系列	600-8000元 3000-9000元	Vidda电视 600 8000 Vidda投影 3000 9000

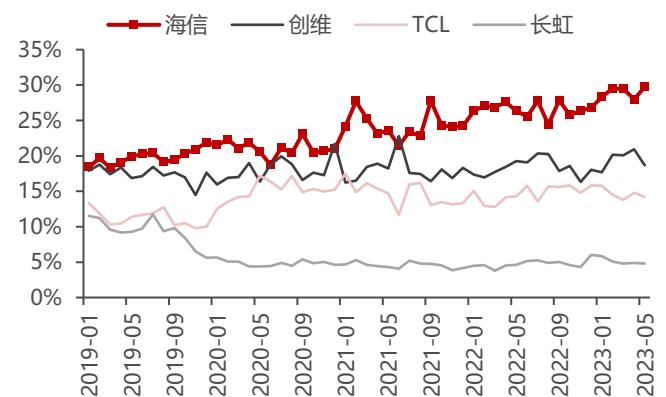
资料来源：海信视像官网，东芝官网，Vidda 官网，京东商城，民生证券研究院

2.3.1 内销以海信为基，Vidda 补全空白市场

海信品牌：电视业务的基石品牌，国内市占率持续提升。海信定位为全球综合显示品牌，主推 ULED 电视、激光电视、8K 电视、商用显示屏、触控智慧屏及显示器等系列产品。海信是国内显示市场龙头，海信电视连续 18 年国内市占率第一，市占率持续提升，据奥维云网，2019-2022 年海信电视线下/线上市占率（销额口径）分别由 20%/15% 左右提升至 30%/20% 左右。海信品牌是公司全球化发展的轴心品牌，连续 6 年位居 BrandZ 中国全球化品牌 10 强，2022 年为此榜单中家电行业第一。

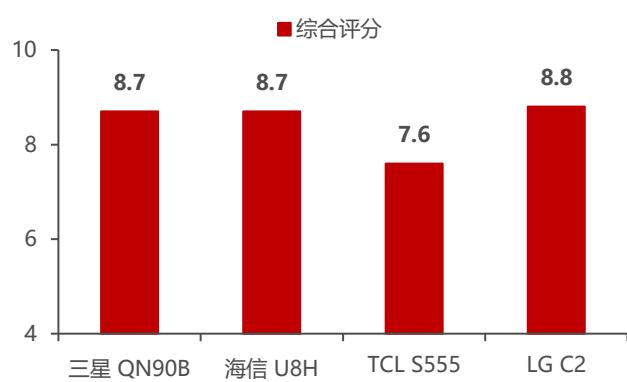
图28：海信线上份额呈上升趋势


资料来源：AVC，民生证券研究院

图29：海信线下份额持续领先


资料来源：AVC，民生证券研究院

独创 ULED X 技术打破 LCD 产业升级天花板。技术方面，自 2013 年起，公司持续投入 ULED 技术研发，十年间经过六次迭代，以用户需求及反馈为导向，在用户最关注的“清晰度”及“色彩”等方面着重投入，2022 年推出 ULED X 技术平台，在“高对比度、高色域、高分辨率、高运动流畅度”等显示性能方面全面领先 OLED 产品，为 LCD 打开额外的发展空间，是引领 LCD 显示产业高端化的重要战略支撑。

图30：RATINGS 高推荐产品中海信评分不输三星


资料来源：RATINGS，民生证券研究院

注：图中品牌为 RATINGS 推荐品类下排名前四的产品型号

图31：ULED 引领海信高端市场占有率不断提升


资料来源：AVC，民生证券研究院

Vidda 品牌：“高质价比”互联网潮牌定位，产品线持续拓展。 Vidda 是海信在国内市场运作的双品牌之一，定位为主要面向年轻消费群体的消费电子科技潮牌，定价低于海信牌但不走低价路线，主打“高质价比”，产品版图已经由电视延伸至提升年轻人生活品质的生活家电，目前已有电视、投影、智能娱乐等品类，未来将陆续推出智能穿戴、影像设备及生活轻电子等多个系列的产品。

图32：Vidda 全场景生活产品矩阵


资料来源：海信公众号，民生证券研究院

注：蓝色虚线框内为 Vidda 已推出的产品系列，其余为计划推出的产品版图

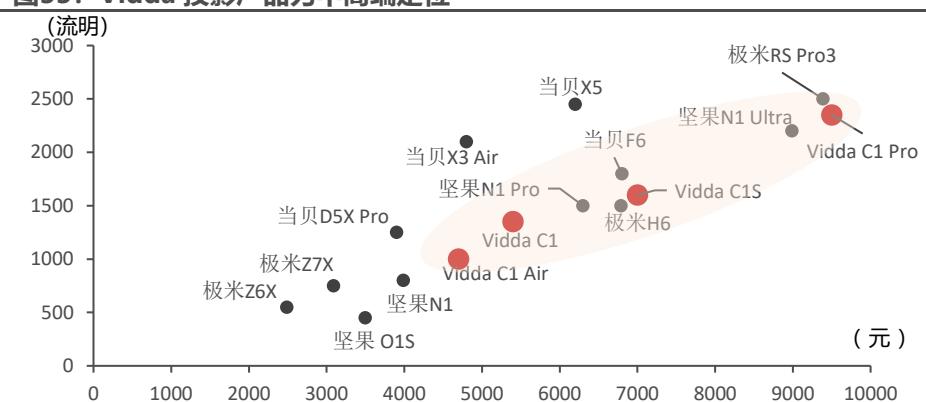
Vidda 产品差异化定位，电视、投影品类推出后高速增长。 Vidda 电视致力于洞察、满足年轻群体的消费需求，推出了音乐电视、游戏电视等差异化产品。2022 年，Vidda 电视销量同比增长 98.9%，据奥维云网，线上零售量份额同比提升 3.9pct 至 8.2%，排名前五，成为中国成长最快的互联网电视品牌。Vidda 投影选择 DLP 技术路线，避开单片 LCD 产品中低价位段的竞争，2022 年 5 月推出全球首款 4k 三色激光投影 C1，2023 年 3 月产品迭代，针对不同需求和价位段推出主流价位产品 C1S（官网定价 8999 元）、可媲美商用投影的高端系列 C1 Pro（官网定价 10999 元）、便携系列 C1 Air（官网定价 7299 元），实现了 3000-10000

元（参考京东价格）价格带全覆盖。

Vidda 目前已初步形成激光投影产品矩阵，产品定位中高端、紧扣“质价比”。

我们选取京东商城中当贝、坚果、极米及 Vidda 四家产品中销量最高的前四款产品，以 CVIA 亮度及产品价格两组数据构建散点图，可以明显看出 Vidda 投影价格定位偏中高端，与同样采用显示较好但成本更高的 DLP 三色激光技术的坚果产品同属相似区域。从定位上来看 Vidda 投影避开了低价格带竞争，紧扣“质价比”，据洛图科技，2022 年第四季度 Vidda C1 在国内 4K 家用投影市场线上占有率达 20.6%。

图33：Vidda 投影产品为中高端定位



资料来源：京东商城，民生证券研究院

注：亮度单位采用 CVIA 流明，不同显示技术及光源类型会影响价格及亮度；价格采用各品牌京东旗舰店
7月初到手价

2.3.2 外销以“产品+营销”为剑，整合 TVS 成功试点日本市场

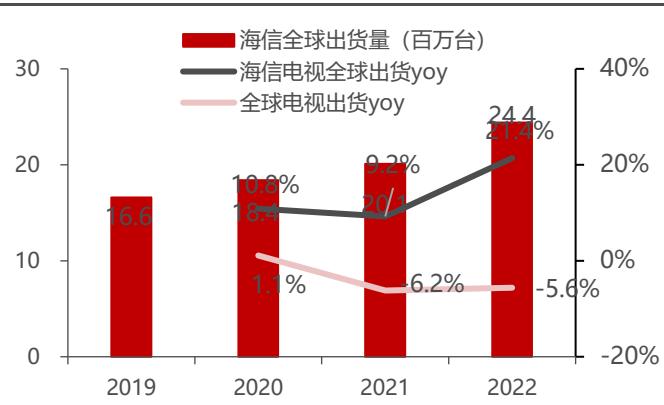
“品牌/工厂并购+自建生产基地+加强供应链自供能力+体育营销”等多措并举，海外业务拓展成效显著。海信坚持“大头在海外”的战略，通过海外品牌并购、工厂收购、自建海外供应体系等多举措深化全球布局。

图34：海信多举措发力开拓海外业务

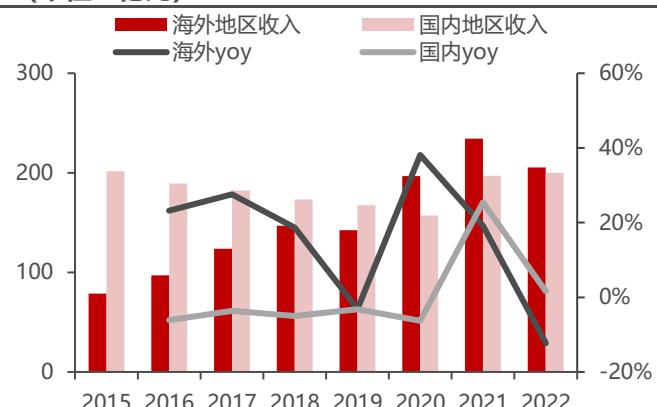


资料来源：海信公众号，公司公告，公司官网，民生证券研究院

海外市场已成为海信增长的核心动力。2019年以来，在彩电全球市场整体出现下滑的情况下，海信持续抢夺存量市场份额，全球出货量同比持续大幅跑赢市场平均水平，自2020起公司外销营收连续三年领跑内销，考虑到海信新显示业务中大部分为内销，则电视业务实际的海外占比更高，随着海信品牌的全球影响力持续提升，我们认为海外业务将成为公司中长期业绩持续增长的核心推动力。

图35：2019-2022年海信电视全球出货量持续增长


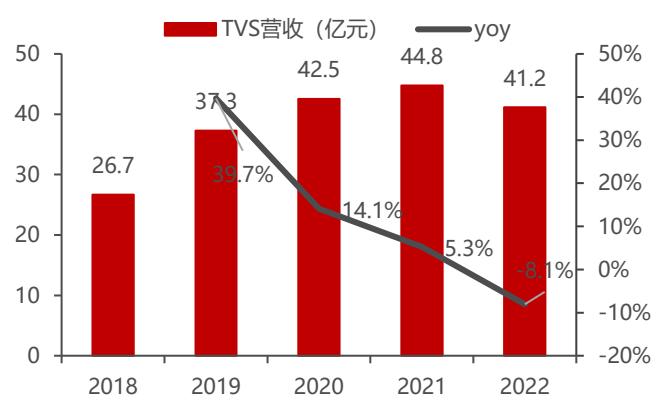
资料来源：AVC Revo，民生证券研究院

图36：2020-2022年间海信海外营收占比超过国内（单位：亿元）


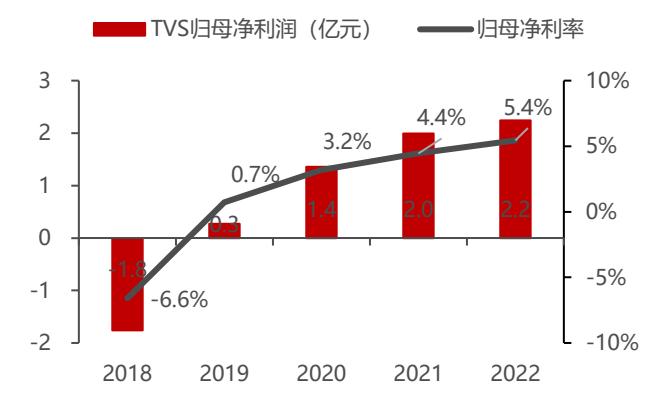
资料来源：公司公告，民生证券研究院

东芝品牌：主推 OLED 技术的高端品牌，技术+渠道互补有望成为海外市场突破的抓手。

公司于2018年7月收购完成东芝映像95%股权（现TVS REGZA株式会社），海信将东芝定位为全球高端品牌，其在图像处理、画质芯片及音响方面技术积累深厚，在东盟、非洲等地区具备较强的品牌影响力。海信收购东芝TVS后，本土化管理自建销售渠道及服务体系，重整东芝的代理销售模式、补齐产品线、完善KPI考核机制、通过生产链成本及制造优势赋能，同年TVS经营大幅改善，8年来首次扭亏，实现全年净利率0.7%，2020-2022年TVS净利率由3.2%持续提升至5.4%，2019Q4海信+TVS品牌在日本市占率首次达到第一，2020-2022持续提升至32.8%，稳居市占率第一。

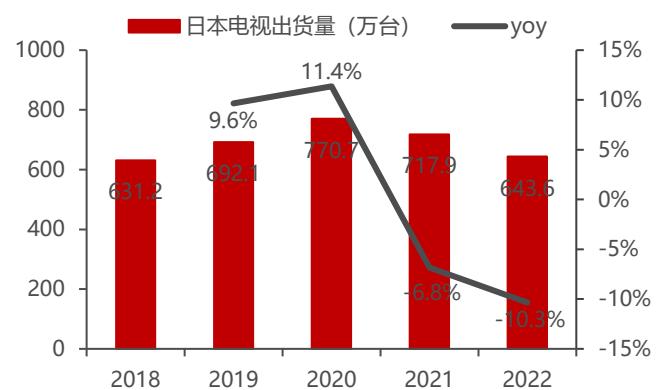
图37：2018-2022年TVS营收稳中有升


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图38：2018-2022年TVS盈利能力持续攀升


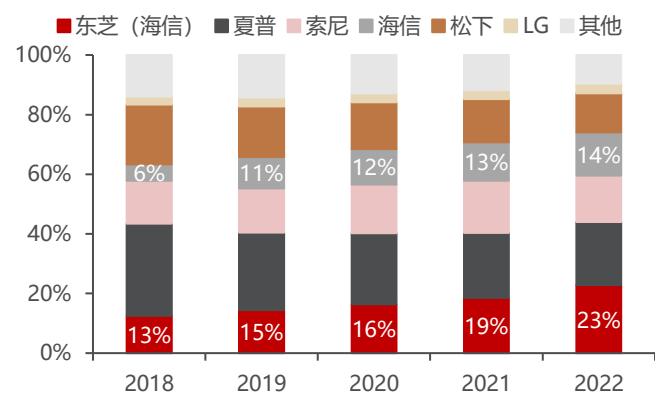
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图39：2018-2022 日本电视出货量及同比



资料来源：Euromonitor, 民生证券研究院

图40：2018-2022 年海信、东芝 TVS 在日本市场占有
率持续提升



资料来源：Euromonitor, 民生证券研究院

3 新显示业务：横纵拓展打造新增长曲线，深化

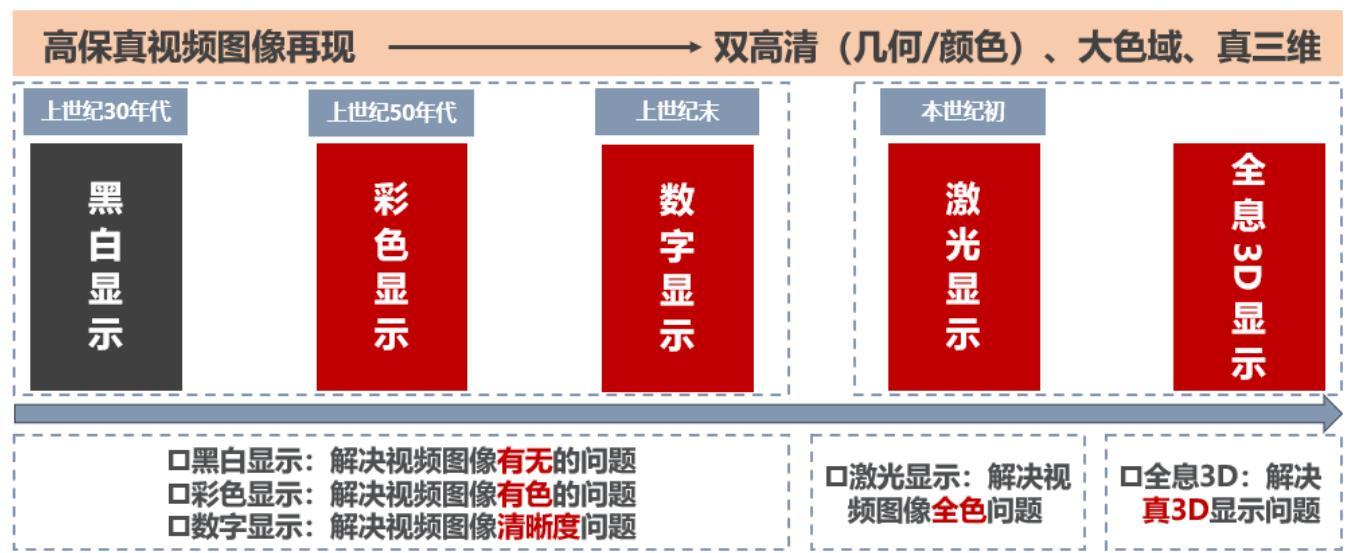
“(4+N)”布局

3.1 激光显示：降本路径清晰，海信引领三色激光显示行业

3.1.1 激光技术降本路径清晰，激光类产品景气度有望延续

激光作为第四阶段显示技术在多个维度具备优势，有望成为下一代显示技术的主流。激光显示是继黑白显示、彩色显示及数字显示发展阶段后的显示技术，凭借谱宽窄、亮度高、方向好等特点，在高分辨、大色域、大颜色数以及观看舒适度等方面具有独特优势，有望竞争成为下一代显示技术的主流。

图41：显示产业的发展目前处于激光显示阶段



资料来源：中国科学院理化技术研究部，中国电子报公众号，民生证券研究院

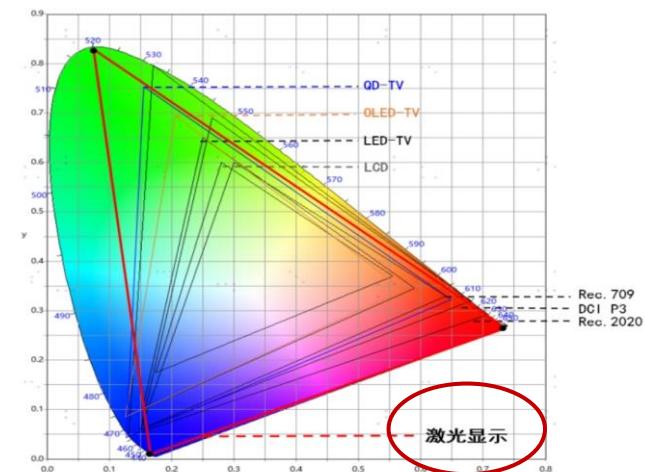
投影显示系统技术路线中 LCD 与 DLP 并驾齐驱，光源技术路线中 LED 目前占绝对主导，激光光源迅速崛起。按使用场景分，投影类产品可分为家用及商用类型，家用投影一般在室内使用，商用投影常见的使用场景包括会议、影院等；按镜头类型分，可以分为超短焦及中长焦投影，其中激光电视一般采用超短焦镜头，家用投影中长焦镜头应用比例更高；按显示技术划分，可以分为 LCD (1LCD、3LCD)、DLP 及 LCOS 三类，目前市场上 LCD 与 DLP 分庭抗礼，LCOS 占比目前极低，2022 年我国市场中 LCD 与 DLP 技术的产品市占率约为 60% 及 40%；按光源分，投影使用的光源一般为 LED 灯、传统光源（汞灯、氙灯等）以及激光光源，其中 LED 光源技术成熟，显色效果优于传统光源，是目前市场上的主流光源，价格适中，激光作为新一代光源凭借高亮度、高色域等优势迅速崛起，2022 年，中国市场激光产品的线上销量同比增长超过 130%，但受限于发展时间相对较短，产业链成熟度仍有提升空间，成本上略高于 LED 光源。

图42：投影产品分类



资料来源：洛图科技，民生证券研究院

图43：激光显示技术色域明显高于其他技术类别



资料来源：《2020 中国激光电视产业白皮书》，民生证券研究院

在彩电市场增长放缓的背景下，投影类尤其是激光投影产品近 3 年保持了 30%

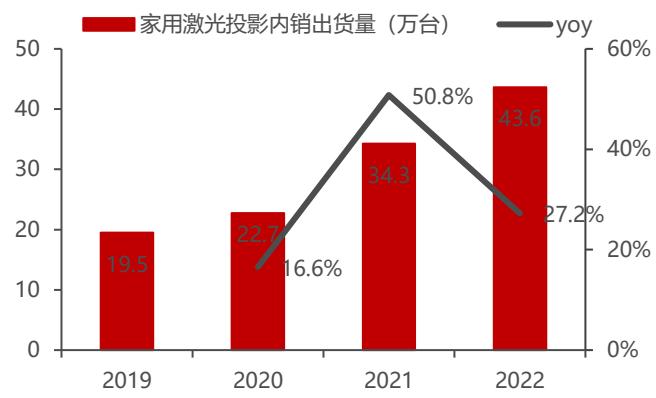
以上的复合增速。从出货量数据上来看，在彩电市场略有下滑的背景下，得益于新一代消费群体的壮大及消费习惯的转变，国内智能投影市场保持较快的增速，其中激光投影在投影行业高增的基础上，渗透率保持提升趋势。据洛图科技，2019-2022 年间，智能投影销量由 372 万台增至 618 万台，3 年 CAGR 约为 24.0%，家用激光投影销量由 23 万台增至 44 万台，3 年 CAGR 约为 30.8%。

图44：2019-2022 年间智能投影市场复合增速约为 24.0%



资料来源：洛图科技，民生证券研究院

图45：2019-2022 年间家用激光投影复合增速约为 30.8%



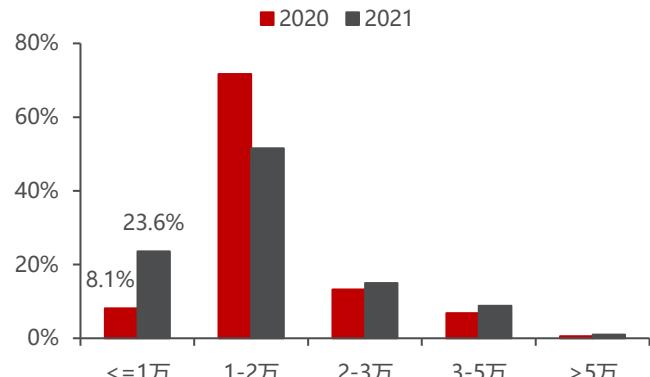
资料来源：洛图科技，民生证券研究院

注：激光投影数据中包含激光电视

成本是影响激光类显示产品渗透率提升速度的重要因素，我们认为“降本”是近年快速放量的核心推动力。据洛图科技，2016-2021 年间，激光电视均价由 4 万元左右降至 1.7 万元左右。随着激光显示技术成本下降，厂商加大万元以下产品布局，2021 年万元以下的激光电视份额同比大幅增长 15.5pct，我们认为激光类产品价格的“平民化”将是激光品类产品放量的关键。

图46：近年激光电视均价不断下降


资料来源：智研咨询，民生证券研究院

图47：2021 年激光电视万元以下价格段份额大幅提升


资料来源：洛图科技，民生证券研究院

激光产业链涉及环节较多，中上游基础部件为外资主导，内资品牌在下游整机

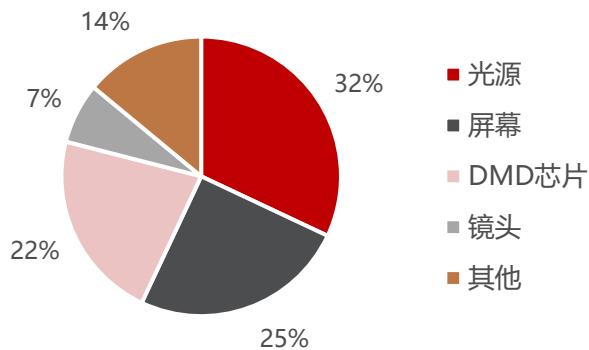
方面更具优势。投影产业链上、中、下游分别涉及光机&幕布、整机&主控、终端应用等环节，其中处于产业链上游的光机是投影设备的核心，一般占全部硬件成本50%以上，其具体又可拆分为镜头、光源、光处理芯片及光机零部件/光机整机等。基础部件主要由外資厂商主导，内資厂商目前布局在上游的光机整机、中游投影整机及下游环节。

图48：投影产业链拆解


资料来源：智能巅峰，塔坚研究，民生证券研究院

激光显示核心器件光机成本较分散，国产化替代趋势下存在较大的降本空间。

据智研咨询，激光电视的核心器件主要为激光器、成像芯片、镜头、抗光屏幕，当前在激光电视的成本构成中，光源、屏幕、DMD 芯片所占总成本比重分别为 32%、25%、22%。美、日、中在各个环节优势不一，日本在除整机拼装外的上游全链条均具有话语权，美国在芯片(TI 独供 DMD 芯片)、超短焦镜头方面具有一定布局，我国企业涉足激光显示产业链时间较美、日更晚，但政策及产业的大力推动下，核心部件国产化率快速提高。从国产化程度来看，激光显示的四大核心器件从高到低依次为抗光幕布、激光光源、镜头、光成像芯片，据中国电子视像行业协会和洛图科技预测，3-5 年内激光产业链国产化程度有望从 45-55% 提高至 75%-80%。

图49：激光电视成本拆分


资料来源：智研咨询，民生证券研究院

图50：全球激光显示产业各技术环节竞争力区域分布


资料来源：洛图科技，民生证券研究院

图51：激光显示降本路径清晰

核心部件		竞争情况及降本逻辑	
投影芯片	DLP LCD 3LCD LCOS	占有一定的投影市场份额，DMD芯片由美国TI垄断 投影产品主力军，基本全面实现国产化 目前份额很小，技术被爱普生及索尼垄断 国产化已取得突破，LCOS技术已打通芯片、光机、整机三大环节	高性能芯片壁垒较高，LCOS是芯片国产替代可能性最大的技术路径 芯鼎微：100w颗/年LCOS芯片产能有望年底量产，24年有望建成300w颗/年产能 慧新辰：掌握LCOS芯片研发的全流程研发能力，年产能达150-200万颗
光源	红激光LD 蓝、绿激光LD	红光LD研发集中在日系企业，主要由日系三美、USHIO（原日立）、夏普等供应 日系、德系企业主导蓝绿光LD，其中日本日亚化学为供应龙头	红光LD国产替代路径清晰，蓝绿光LD目前需依靠规模效应摊薄成本 红光LD技术发展比较成熟，我国已实现1w@650nm红光LD量产 蓝绿光LD技术难度较大，国内已研发出GaN基蓝绿光LD，但经济技术指标存在提升空间
镜头	超高分辨、超短焦镜头	受制于专利垄断，国内超短焦光学镜头供货主要依赖日本理光、日东等，2020年自供比例低于20%	国内厂商已可供中小口径、符合使用要求的超短焦镜头，国产镜头供货比例有望提升
幕布	菲涅尔屏幕、黑栅光学屏幕	国内厂商围绕菲涅尔屏幕已有较为成熟的布局，已存在较好的国产替代效果	随着国内幕布厂商规模效应增强、产业链整合程度及供货比例提升，预计成本优化趋势将会延续

资料来源：视听圈，投影时代，光电汇 OESHOW，阿里云创新中心，民生证券研究院

目前国内企业的布局已由光机整机延伸向上游基础部件环节，规模效应+产业链国产替代逻辑下激光类产品景气度有望延续。从产业链布局的角度看，我国黑电企业对供应链的垂直整合能力在不断增强，海信、长虹等企业纷纷布局光学引擎、屏幕等供应链上游环节，加强对激光显示产业链成本的控制能力，我们认为国内厂商对供应链的垂直整合有望助推激光显示技术降本，支撑激光类产品的中长期高景气度。

表3：国内激光电视企业上下游及整机产能布局

生产/研发线	地点	产能/年	所属公司
光学引擎	青岛	30万	海信
屏幕	青岛	25万	海信
激光显示整机	青岛	30万	海信
光学引擎	绵阳	20万	四川长虹
屏幕	绵阳	20万	四川长虹
激光显示整机	绵阳	20万	四川长虹
激光显示核心器件及整机	深圳	25万	光峰科技
三基色激光光源模块	杭州	20万	中科极光
三基色激光光源整机	杭州	3万	中科极光
光学屏幕	成都	50万	菲斯特
光学镜头	中山	30万	联合光电

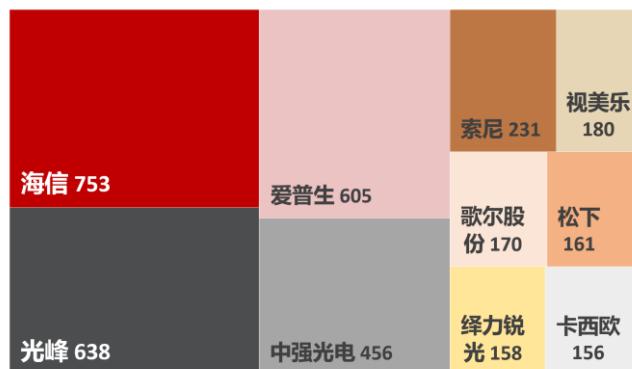
资料来源：《2020 中国激光电视产业白皮书》，民生证券研究院

注：表中为统计数据，白皮书公布时间为 2020 年 8 月

3.1.2 海信深耕三色激光技术，引领行业发展

坚定布局三色激光技术，海信激光电视出货量占有率遥遥领先。海信自 2007 年起开始布局激光显示技术，历经 2K 至 4K，单色至三色激光的技术迭代，目前已实现了 75 吋至 150 吋产品全覆盖。从出货数据来看，海信在激光电视市场具备较强话语权，据 Omdia 及奥维云网，2022 年海信激光电视全球出货量、内地零售额市占率分别为 53.5%、91.4%，稳居第一。从技术路线上看，光峰最新发布的 ALPD4.0、5.0 技术中均回归了三色光源，坚果、长虹等品牌也选择入局三色激光投影，我们认为海信选择的 RGB 三色激光技术有望凭借高色域、高亮度等显示优势成为下一代激光显示主流技术的有力候选。

专利构筑海信激光显示领域壁垒，8K 新品纵向打开激光电视天花板，发力车载投影、商用投影等横向扩张业务版图。激光显示作为新兴显示技术，渗透率及量产规模均存在较大的提升空间，在规模效应尚未成为降本主导的阶段，我们认为海信在激光电视领域的核心优势源于其在技术路线上精准研判，及在既定路线上的长期高研发投入所积累的技术壁垒。据 incoPat 在 2021 年 12 月发布的《激光显示技术专利排行榜 (TOP100)》，我国掌握有全球 66% 的激光投影显示领域的专利，其中海信拥有 743 项专利，位居全球企业第一。依托于自研、升级后的激光引擎 (LPU) 技术，海信于 2023 年 4 月发布了全球首款 8K 激光电视 100LX，拥有 3300 万像素，色域达 110% BT.2020，独创的 LPU 较传统显示系统在分辨率及显色准确度上优势明显，将激光电视产品带入百吋 8K 时代。2022 年海信推出了 4K 商用投影，车载 AR HUD 及车载投影技术也在持续推进中，我们认为海信在激光显示布局上的横纵延展是发挥其技术领先优势、提升规模效应并持续领跑行业的关键战略选择。

图52：海信在激光显示领域专利数量全球领先


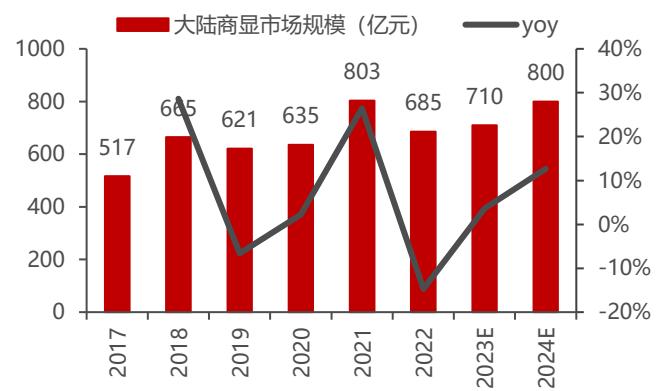
资料来源：incoPat，民生证券研究院

图53：海信 8K 激光电视 100LX 发布会

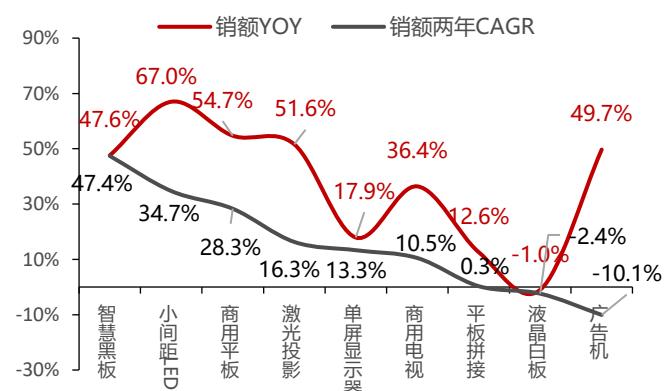

资料来源：IT之家，民生证券研究院

3.2 商用显示：2021年商显市场规模超800亿元，海信致力于提供系统级解决方案

2021年商显市场规模超过800亿元，2022-2028年期间CAGR有望达到13.3%。商显较民用显示设备具备稳定性高、色域广、亮度高、芯片运算能力强及软件定制化程度高等特点，应用场景广泛。据奥维云网，2021年中国大陆商显市场规模达到803亿元，同比+26.5%，2017-2021年间商显市场复合增速达11.6%，2022年受疫情扰动等因素影响商显市场下滑14.7%至685亿。商显市场长期趋势仍然乐观，据奥维云网预测，2022-2028年中国大陆商显市场有望保持13.3%的复合增速，2028年市场规模有望达到1450亿元。从产品形态上看，商显主要分为商用电视、平板拼接、DLP拼接、商用平板、教育IWB（液晶白板、智慧黑板）、激光投影、数字标牌（单屏显示器、广告机）、小间距LED等，其中智慧黑板、小间距LED及商用平板等教育办公属性更强的品类表现出更强的增长势能。

图54：2017-2024年大陆商显市场规模及预测


资料来源：AVC，民生证券研究院

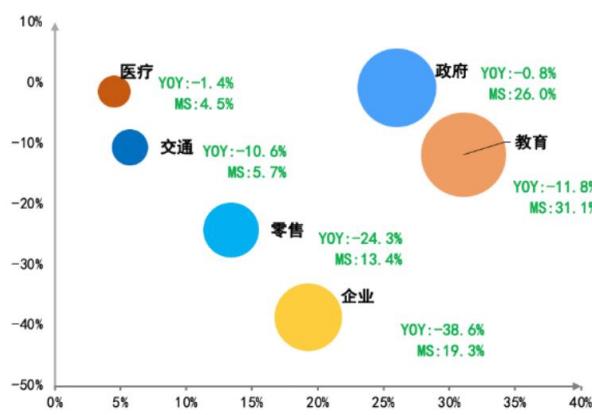
图55：2019-2021年间智慧黑板、小间距LED及商用平板等类别产品增速更快


资料来源：《2021中国商用显示产业发展白皮书》，AVC，民生证券研究院

注：红色线代表的数据统计区间为2021年Q1-Q3

教育、政府及商业是商显行业需求主力，IWB、小间距 LED 及商用平板为“商教政”主要需求产品。分产业看，教育、政府及商业是商显设备的主要应用场景，2022年分别占商显市场31.1%、26.0%及19.3%，其中教育产业受双减政策影响，在饱和度已较高的背景下增速有放缓趋势，2022年教育、商业需求受疫情影响均出现下滑，但中长期仍存在较强增长潜力。

图56：教育、政府及商业是商显行业需求主力



资料来源：AVC

注：数据为 2022 年中国大陆商显市场数据

图57：IWB、小间距 LED 及商用平板占据主要份额



资料来源：AVC

“教育、办公、智能显示”三场景布局，海信商显致力于提供系统解决方案。

海信商显成立于 2017 年，聚焦商显设备市场，现已形成在智慧教育、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。在智慧教育市场，海信基于交互式触控一体机、智慧黑板产品，提供全学段的系统解决方案；在智慧办公市场，海信基于全场景智慧平板产品，提供智慧会议室、智慧金融、智慧党建、智慧护士站等解决方案；在智能显示市场，海信基于小间距 LED、一体机、拼接显示器、数字标牌、互动酒店电视等产品，提供指挥中心、轨道交通、机场显示、智能商业显示、酒店显示等系统解决方案。2021 年智慧教育业务销量同比增长 16%，收入同比增长 20%；智慧办公业务销量同比增长 336%，收入同比增长 312%；智能显示业务收入同比增长 21%。

图58：海信商显布局及客户梳理

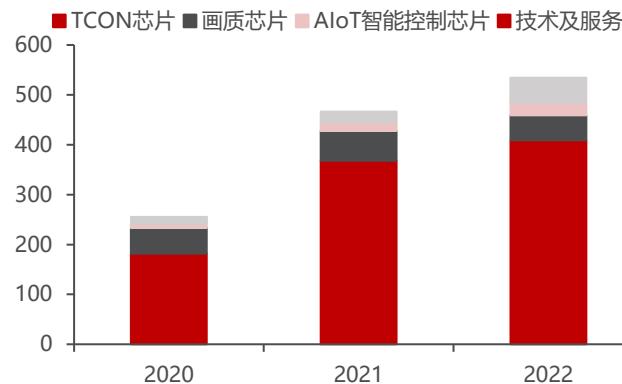

资料来源：公司官网，海信京东旗舰店，民生证券研究院

3.3 芯片+云服务：向产业链上游延伸，强化芯片及内容服务能力

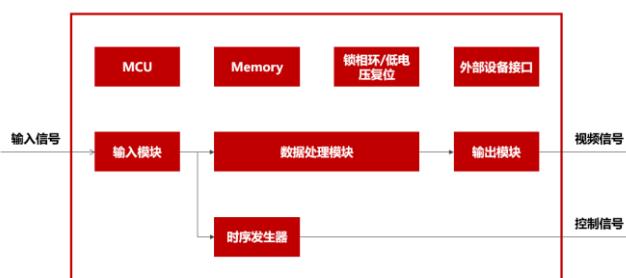
环节的垂直供应能力

芯片业务：纵向布局产业链前端的芯片环节，强化产业链中上游自主掌握能力。

2019年公司整合海信、上海宏祐与东芝芯片团队，成立青岛信芯微公司，专注于显示芯片及AIoT智能控制芯片的Fabless模式芯片设计。目前公司实现量产的显示芯片主要包括TCOM芯片、画质芯片及AIoT控制芯片，其中TCOM芯片已形成覆盖各种分辨率（高清HD、全高清FHD及超高清UHD（4K和8K））和各种刷新率（60Hz至360Hz）的系列化产品体系。2022年信芯微实现营收5.34亿元，同比+14.6%，其中TCOM芯片营收占比76.6%，画质芯片占比9.3%，AIoT芯片占比4.8%，整体实现净利润0.84亿元。2023年公司通过对乾照光电的控股实现了LED半导体芯片产业环节的布局，乾照光电主要产品为全色系LED外延片和芯片及砷化镓太阳能电池外延片和芯片，是LED产业链的上游企业，2022年募资15亿元扩产高光效LED芯片产能，布局Mini LED、Micro LED芯片，建成后项目将新增产能636万片Mini LED BLU、Mini LED GB及Micro LED芯片。我们认为海信视像控股乾照光电是其向LED上游芯片环节延伸的重要一步，有望共同促进Mini LED、Micro LED产品的研发及推广，双方在供应链及上下游客户的协同将夯实海信在显示行业的领先地位。

图59：信芯微营收及业务结构（单位：百万元）


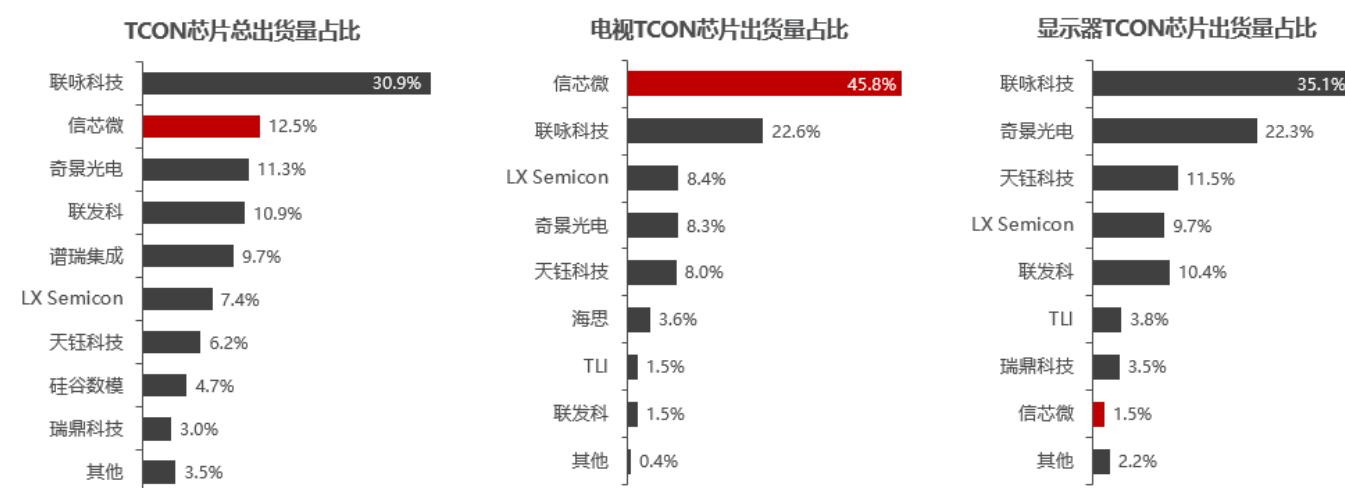
资料来源：信芯微招股说明书，民生证券研究院

图60：TCON 芯片工作原理


资料来源：信芯微招股说明书，民生证券研究院

信芯微 TCON 芯片市场领先，与下游龙头客户合作关系稳定。据 CINNO Research, 2022 年全球 TCON 芯片出货量为 5.2 亿颗, 市场规模达 10.3 亿美元。在 TCON 市场, 信芯微处于全球领先地位, 2022 年海信 TCON 芯片出货量排名全球第二, 其中电视 TCON 芯片出货量排名全球第一, 并占据 46% 的市场份额; 显示器 TCON 芯片出货量排名全球第八, 排名中国大陆第一。公司与京东方、华星光电、惠科股份等主流面板厂商, 以及海信、东芝、康冠等知名终端品牌形成了长期稳定的合作关系。

横纵拓展增强综合竞争力，产品线布局逐步完善。在芯片领域的纵向发展上, 公司推出了中国首个 8K AI 画质芯片, 已在海信、东芝的中高端电视产品中实现量产应用; 横向拓展方面, 公司致力于为显示行业客户提供全面的芯片解决方案, 在已有的 TCON 芯片和画质芯片基础上不断完善产品布局, 显示器 SoC 芯片已完成流片, 显示驱动芯片正处于研发进程中, 在 AIoT 智能控制芯片领域布局有变频及主控 MCU、低功耗蓝牙 SoC 芯片等产品。

图61：2022 年全球 TCON 芯片厂商各细分领域出货量占比


资料来源：信芯微招股书，民生证券研究院

图62：信芯微产品矩阵


资料来源：信芯微招股书，民生证券研究院

云服务业务：以“终端+内容云平台”业务模式为基础，民、商云服务业务双端推进。OTT 业务是指“越过”有线流媒体和卫星提供商，通过公共互联网享受 Netflix、爱奇艺等流媒体提供的内容服务，可以理解为电视终端与互联网的结合。海信数字化转型及云服务业务围绕旗下“聚好看”为主体运行，基于“终端+内容云平台”业务模式推进下一代产品应用。公司传统云平台业务以家用显示类产品为载体，通过提供家庭互联网平台服务盈利，目前业务已由 to C 向 to B 业务延伸，推出了会议（聚连会议云视频平台）、教育（行业培训 SaaS 服务）等领域的增值产品。公司云服务业务不断向新市场渗透，在民、商两端同步双推进，打造新增长曲线。

4 对标三星、LG，海信视像出海打开长期空间

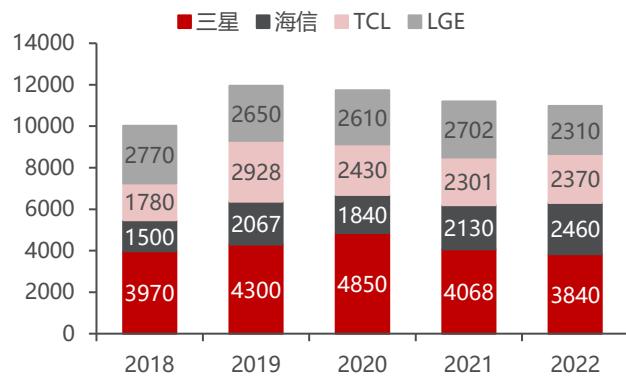
总结来看，我们认为经历过自 2015 年以来互联网品牌冲击及几轮面板周期波动的影响后，黑电行业已经逐步走出了竞争格局恶化、盈利空间及稳定性受挫的阶段，行业向上的拐点逐步清晰。同时，黑电龙头企业品牌影响力优势逐步扩大，出海市场有望为龙头企业带来更强的规模效应：

1) 2015-2019 年间，我国黑电行业龙头海信依靠多品牌战略布局多层次的消费带，补足了线上市场的薄弱点，以小米为代表的互联网品牌带来的竞争格局及份额冲击已基本被消化，从份额端来看，海信自 2019 年以来内销份额已重回增长路径。

2) 面板产能向我国不断靠拢，我国有望实现面板可控的背景下，面板周期性减弱+高端化、大屏化摊低面板成本比例双重因素促进，黑电企业盈利能力向稳定的趋势发展。

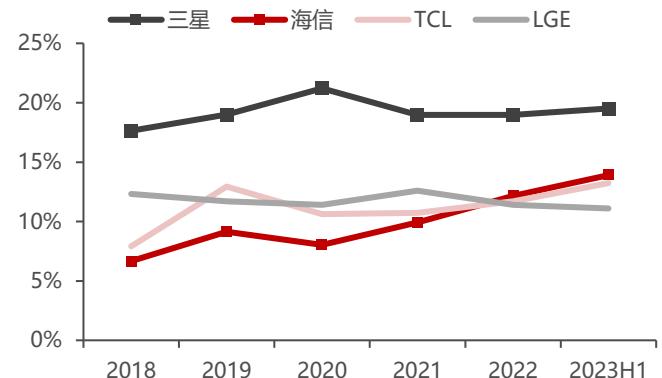
3) 海外市场的发展潜力是支撑海信的长期成长的来源，2018 年以来公司在全球市场的市占率不断提升，2022 年海信电视全球出货量首次跃升至第二，2023 年上半年依然保持第二的领先地位。

图63：全球电视 top4 品牌出货量（单位：万台）



资料来源：Discien, 奥维睿沃, 民生证券研究院

图64：2022 年海信全球市占率升至第二



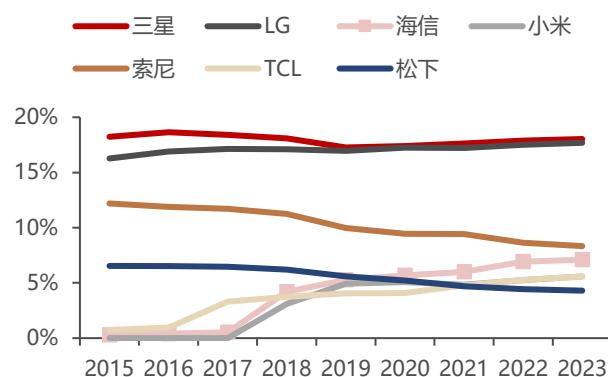
资料来源：Discien, 奥维睿沃, 民生证券研究院

“产能、品牌、渠道”三项措施并举，海信全球化发展趋势逐渐清晰。从全球视角来看，亚太、美洲、欧洲地区为彩电需求的主要市场，2022 年占比约在 40%（含大中华地区）、29%（含北美及拉丁美洲）22%（含东欧及西欧），且近些年该比例基本没有变化。2015 年海信收购夏普工厂为海外市场铺垫海外工厂产能、2016 年开始大力赞助体育赛事铺垫品牌国际影响力、2018 年并购 TVS 及古洛尼铺垫国际地区销售渠道，“产能、品牌、渠道”三项措施并举，已逐步构建出在主要海外市场扩张所需的核心竞争力，从数据上看，海信在上述三大市场的份额均实现了跨越式的增长，其全球化之路已渐渐清晰。

全球化道阻且长，终点或柳暗花明。三星自 2006 年颠覆索尼成为全球第一后，连续十多年保持全球领先地位，三星、LG 电视业务所在的事业部稳态的营业

利润率基本保持在 5%以上，海信收购整合的 TVS 电视业务净利率也 2022 年也到了 6.7%，而 2017 年以来海信营业利润率主要在 3%-4%的区间波动，说明了全球黑电龙头品牌力能够带来较大的产品价格溢价，也证明了全球化之路打开后，海信在出货量及品牌价值提升方面的空间之广。

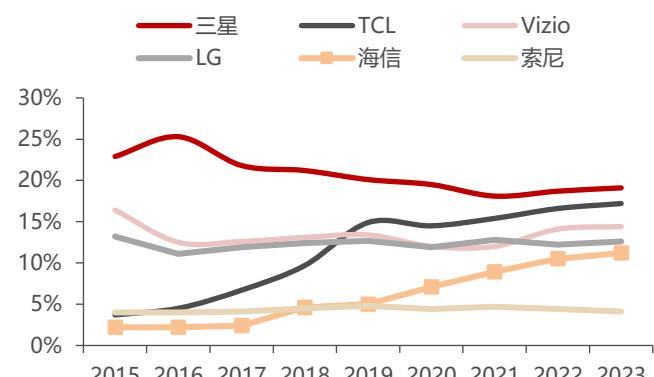
图65：海信在亚太地区占有率稳步提升



资料来源：欧睿，民生证券研究院

注：图中亚太地区数据不包含中国及中国香港地区，各地区品牌占有率权重按 2022 年数据出货数据计算

图66：海信在北美地区占有率大幅上升



资料来源：欧睿，民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

智慧显示终端业务：2020-2022 年间，全球黑电需求持续萎缩，公司凭借强产品力抓住全球化和高端化趋势，营收稳健增长，期间 CAGR 6.2%。据 AVC Revo，2023H1 全球电视出货同比-1.7%，降幅再度收窄，在产品力及越来越强的全球品牌影响力加持下，公司智慧显示终端业务将保持增长，预计 2023-2025 年公司智慧显示终端业务收入增速分别为 21.9%/11.1%/10.3%。公司持续推进基于 ULEDX 平台的高端新品系列，紧跟大屏化趋势，预计出货结构持续提升，拉动毛利率提升至 17.2%/17.8%/18.0%。

新显示业务：激光显示为新一代显示技术，随着激光模组降本进程的推进，渗透率呈现提升趋势，海信深耕三色激光技术，有望迎来收获期；商用显示方面，受益于应用场景丰富度提高，行业规模持续扩容；芯片业务方面，海信 TCON 芯片市场龙头地位稳固，横向拓展 AIoT 智能控制芯片、低功耗蓝牙 SoC 芯片等产品，致力于为显示行业客户提供全面的芯片解决方案。预计 2023-2025 年公司新显示业务收入增速分别为 18.4%/20.0%/19.3%，拉动毛利率提升至 37.0%。

其他主营及非主营业务：主要包括原材料销售等业务，预计持平微增。

表4：公司各业务盈利业务拆分

单位 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
总营收				
收入	457.4	546.0	607.6	672.6
YOY	-2.3%	19.4%	11.3%	10.7%
毛利率	18.2%	18.2%	18.9%	19.3%
智慧显示终端				
收入	352.6	429.8	477.3	526.4
YOY	-6.7%	21.9%	11.1%	10.3%
毛利率	17.4%	17.2%	17.8%	18.0%
新显示业务				
收入	46.4	54.9	65.9	78.6
YOY	0.7%	18.4%	20.0%	19.3%
毛利率	38.2%	37.0%	37.0%	37.0%
其他主营				
收入	6.6	6.9	7.2	7.6
YOY	-7.9%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	24.6%	30.0%	30.0%	30.0%
其他非主营				
收入	51.9	54.5	57.2	60.1
YOY	40.9%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	5.5%	6.0%	6.0%	6.0%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

期间费用方面，1) 销售费用：考虑到公司依托 TVS 已在日本市场成功试点海外销售模式，海外模式逐渐成熟，规模效应下销售费用占比有望较 2022 年下降并维持稳态，预计 2023-2025 年销售费用率为 6.6%/6.7%/6.7%。**2) 管理费用：**公司管理层调整已基本结束，预计管理费用将维持稳定，预计 2023-2025 年管理费用率将维持在 1.8%。**3) 研发费用：**公司坚持高端化战略，持续投入三色激光、ULEDX、AR/VR 等前沿技术，预计 2023-2025 年公司研发费用率将维持在 4.5%。

表5：期间费用预测

项目/年度单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
销售费用	3,504.32	3,603.64	4,071.12	4,506.47
销售费用率	7.7%	6.6%	6.7%	6.7%
管理费用	710.42	982.81	1,093.73	1,210.69
管理费用率	1.6%	1.8%	1.8%	1.8%
研发费用	2,079.78	2,457.03	2,734.33	3,026.73
研发费用率	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

5.2 估值分析

兆驰股份：成立于 2005 年，创立初期以家庭视听消费类电子产品的生产制造为主，目前公司的主营业务分为智慧显示、智慧家庭组网及 LED 全产业链三大板块，产品主要包括液晶电视、机顶盒等多媒体视听终端及智慧显示产品、内容运营平台及软件解决方案、网络通信设备、LED 芯片、LED 封装、照明及显示产品等。

创维数字：成立于 2002 年，2014 年 10 月借壳华润锦华在深圳 A 股成功上市。公司成立之初的主营业务为数字机顶盒，上市后打造宽带接入、VR/AR 和车载电子等多元化的业务形态。

我们选取兆驰股份、创维数字作为可比公司，两家公司 2023-2025 年 PE 均值为 16/13/10 倍，海信视像 2023-2025 年的 PE 分别为 14/11/10 倍，低于可比公司均值。公司作为我国黑电龙头企业，业务横向拓展多元化经营，产业链上纵向深耕构建核心壁垒，海外产能、品牌、渠道等方面的前期铺垫逐渐进入收获期，出海市场大有可为。

表6：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
002429.SZ	兆驰股份	5.30	0.25	0.37	0.47	0.57	21	14	11	9
000810.SZ	创维数字	13.43	0.72	0.77	0.95	1.16	19	17	14	12
可比公司均值		-	-	-	-	-	20	16	13	10
600060.SH	海信视像	23.68	1.28	1.7	2.1	2.45	19	14	11	10

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2023 年 11 月 8 日

5.3 投资建议

公司是国内市场黑电龙头，推进产业链的垂直整合，构筑制造环节壁垒，战略上采取“1+4+N”布局，积极开拓新增长曲线，在面板可控+大屏化趋势+出海逻辑下公司营收有望持续增厚，盈利能力有望进一步增强。我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 22.3/27.2/31.8 亿元，同比+33.1%/+21.7%/+16.7%，当前市值对应 PE 为 14/12/10 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

6 风险提示

- 1) **面板等上游环节价格大幅波动。**面板价格占彩电整机成本较高，黑电企业的盈利能力对面板的价格波动较为敏感。
- 2) **海外需求不及预期。**公司的长期成长逻辑与海外市场的需求情况息息相关，地缘政治、贸易保护、经济景气度下滑等因素有可能导致海外需求不及预期。
- 3) **汇率波动。**2022 年公司在海外市场的营收占比已经超过 50%，汇率的波动将从产品定价、外币购买力等方面影响海信外销的出货情况，进而影响到公司业绩表现。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	45,738	54,601	60,763	67,261
营业成本	37,403	44,662	49,250	54,283
营业税金及附加	219	262	291	322
销售费用	3,504	3,604	4,071	4,506
管理费用	710	983	1,094	1,211
研发费用	2,080	2,457	2,734	3,027
EBIT	2,008	2,844	3,531	4,114
财务费用	-45	-4	37	17
资产减值损失	-58	-39	-43	-48
投资收益	251	273	304	336
营业利润	2,340	3,082	3,754	4,385
营业外收支	7	15	15	15
利润总额	2,347	3,097	3,769	4,400
所得税	195	232	283	330
净利润	2,151	2,864	3,487	4,070
归属于母公司净利润	1,679	2,234	2,720	3,175
EBITDA	2,360	3,664	4,413	5,020

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,075	2,971	4,763	6,915
应收账款及票据	8,067	10,409	11,588	12,833
预付款项	72	179	197	217
存货	4,189	4,855	5,354	5,901
其他流动资产	13,891	16,062	16,625	17,219
流动资产合计	29,294	34,476	38,527	43,085
长期股权投资	1,733	733	733	733
固定资产	1,324	4,522	4,569	4,598
无形资产	782	1,073	1,057	1,051
非流动资产合计	6,465	9,529	9,467	9,443
资产合计	35,760	44,005	47,994	52,527
短期借款	445	597	597	597
应付账款及票据	9,662	11,012	12,144	13,385
其他流动负债	5,049	5,364	5,862	6,407
流动负债合计	15,156	16,974	18,603	20,389
长期借款	0	710	710	710
其他长期负债	704	905	895	933
非流动负债合计	704	1,615	1,605	1,643
负债合计	15,860	18,589	20,209	22,031
股本	1,308	1,308	1,308	1,308
少数股东权益	2,348	6,478	7,246	8,141
股东权益合计	19,900	25,416	27,786	30,496
负债和股东权益合计	35,760	44,005	47,994	52,527

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-2.27	19.38	11.29	10.69
EBIT 增长率	58.42	41.63	24.15	16.52
净利润增长率	47.58	33.06	21.72	16.74
盈利能力 (%)				
毛利率	18.22	18.20	18.95	19.29
净利润率	3.67	4.09	4.48	4.72
总资产收益率 ROA	4.70	5.08	5.67	6.04
净资产收益率 ROE	9.57	11.80	13.24	14.20
偿债能力				
流动比率	1.93	2.03	2.07	2.11
速动比率	1.63	1.72	1.76	1.80
现金比率	0.20	0.18	0.26	0.34
资产负债率 (%)	44.35	42.24	42.11	41.94
经营效率				
应收账款周转天数	27.87	30.00	30.00	30.00
存货周转天数	40.88	40.00	40.00	40.00
总资产周转率	1.33	1.37	1.32	1.34
每股指标 (元)				
每股收益	1.28	1.71	2.08	2.43
每股净资产	13.42	14.48	15.71	17.10
每股经营现金流	3.83	1.11	2.66	3.10
每股股利	0.64	0.85	1.04	1.21
估值分析				
PE	18	14	11	10
PB	1.8	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	12.84	8.27	6.86	6.03
股息收益率 (%)	2.72	3.61	4.39	5.13
现金流量表 (百万元)				
净利润	2,151	2,864	3,487	4,070
折旧和摊销	352	820	882	906
营运资金变动	2,720	-2,085	-738	-734
经营活动现金流	5,005	1,457	3,474	4,060
资本开支	-263	-944	-752	-804
投资	-6,839	-1,000	0	0
投资活动现金流	-4,581	-1,667	-448	-468
股权募资	82	0	0	0
债务募资	-1,189	-799	0	0
筹资活动现金流	-972	-1,594	-1,235	-1,440
现金净流量	-539	-1,804	1,792	2,151

插图目录

图 1: 海信视像发展历程.....	3
图 2: 公司 1+ (4+N) 产业结构布局.....	4
图 3: 混改前海信视像实控人为青岛市国资委.....	4
图 4: 增资后海信视像为无实控人状态.....	4
图 5: 2017-2023 年公司营收稳健增长.....	6
图 6: 2019 年后公司盈利能力进入修复通道.....	6
图 7: 2020-2023H1 各项营业收入业务占比.....	6
图 8: 近三年国外主营业务占比过半.....	6
图 9: 2019-2023Q3 公司销售费用率趋势呈下降趋势.....	7
图 10: 2018-2023Q3 公司管理费用率较为稳定.....	7
图 11: 2018-2023Q3 公司保持较高研发投入.....	7
图 12: 2018 以来公司净利率持续提升.....	7
图 13: 2016-2022 全球电视出货 (百万台) 及同比.....	8
图 14: 2010-2022 我国电视出货 (万台) 及同比.....	8
图 15: 我国彩电保有量已趋于饱和 (单位: 台)	8
图 16: 彩电的刚需属性明显下降.....	8
图 17: 2013-2022 年期间我国电视平均尺寸逐年提升.....	10
图 18: 2022 年大尺寸电视占比显著提升.....	10
图 19: 2022 年至今线上各品牌市占率变化.....	10
图 20: 2022 年至今线下各品牌市占率变化.....	10
图 21: 2022 年线上彩电市场仅大尺寸新品数量增长 (单位: 个)	11
图 22: 面板价格自 2021 年中的高位回落后进入新周期 (单位: 美元/片)	11
图 23: 1990-2022 全球 LCD 产能区域结构变化.....	11
图 24: 2022 年 LCD TV 面板出货排名.....	11
图 25: DS CC 预测 23Q4 面板厂商稼动率或将回落.....	12
图 26: 2022-2023 年面板产能增减情况.....	12
图 27: 海信旗下三品牌电视及投影产品差异化定位、覆盖全价格段 (单位: 元)	13
图 28: 海信线上份额呈上升趋势.....	13
图 29: 海信线下份额持续领先.....	13
图 30: RATINGS 高推荐产品中海信评分不输三星.....	14
图 31: ULED 引领海信高端市场占有率不断提升.....	14
图 32: Vidda 全场景生活产品矩阵.....	14
图 33: Vidda 投影产品为中高端定位.....	15
图 34: 海信多举措发力开拓海外业务.....	15
图 35: 2019-2022 年海信电视全球出货量持续增长.....	16
图 36: 2020-2022 年间海信海外营收占比超过国内 (单位: 亿元)	16
图 37: 2018-2022 年 TVS 营收稳中有升	16
图 38: 2018-2022 年 TVS 盈利能力持续攀升.....	16
图 39: 2018-2022 日本电视出货量及同比	17
图 40: 2018-2022 年海信、东芝 TVS 在日本市场占有率持续提升.....	17
图 41: 显示产业的发展目前处于激光显示阶段.....	18
图 42: 投影产品分类	19
图 43: 激光显示技术色域明显高于其他技术类别	19
图 44: 2019-2022 年间智能投影市场复合增速约为 24.0%.....	19
图 45: 2019-2022 年间家用激光投影复合增速约为 30.8%.....	19
图 46: 近年激光电视均价不断下降	20
图 47: 2021 年激光电视万元以下价格段份额大幅提升.....	20
图 48: 投影产业链拆解	20
图 49: 激光电视成本拆分	21
图 50: 全球激光显示产业各技术环节竞争力区域分布	21
图 51: 激光显示降本路径清晰.....	21
图 52: 海信在激光显示领域专利数量全球领先.....	23
图 53: 海信 8K 激光电视 100LX 发布会.....	23
图 54: 2017-2024 年大陆商显市场规模及预测	23

图 55: 2019-2021 年间智慧黑板、小间距 LED 及商用平板等类别产品增速更快	23
图 56: 教育、政府及商业是商显行业需求主力.....	24
图 57: IWBT、小间距 LED 及商用平板占据主要份额	24
图 58: 海信商显布局及客户梳理.....	25
图 59: 信芯微营收及业务结构 (单位: 百万元)	26
图 60: TCON 芯片工作原理.....	26
图 61: 2022 年全球 TCON 芯片厂商各细分领域出货量占比	26
图 62: 信芯微产品矩阵	27
图 63: 全球电视 top4 品牌出货量 (单位: 万台)	28
图 64: 2022 年海信全球市占率升至第二	28
图 65: 海信在亚太地区占有率稳步提升	29
图 66: 海信在北美地区占有率大幅上升	29

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 海信视像股权激励计划	5
表 2: 主流屏幕显示技术对比	9
表 3: 国内激光电视企业上下游及整机产能布局	22
表 4: 公司各业务盈利业务拆分	30
表 5: 期间费用预测	31
表 6: 可比公司 PE 数据对比	32
公司财务报表数据预测汇总	34

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	行业评级	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
		推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026