

海信视像（深度四）：体育营销  
如何助力海外市场长期发展？

## 核心观点

海外市场与利润空间更大，出海成为中国品牌必然选择。当前中国黑电品牌在海外的品牌影响力、渠道广度深度与三星等仍有差距。通过复盘三星历史，我们发现体育营销对品牌认可度、渠道体系具有深刻影响，对海信的品牌力建设也具有借鉴意义。海信通过自主品牌与世界级赛事在海外实现品牌跃升，欧洲杯将于 6 月开幕，我们认为海信的体育营销将进一步促进品牌的国际化和高端化，为长期的品牌影响力和市占率提升打下坚实基础。

## 摘要

海外已成中国黑电龙头的必争之地。相对于中国市场，海外市场容量更大且竞争并不激烈，利润空间更大。中国电视产品和供应链优势显著，但仍存在品牌力和渠道等短板，品牌营销是关键。

**复盘：三星如何在海外打造品牌影响力？**三星体育营销以 1988 年成为汉城冬奥会的区域赞助商为起点，此后近三十年的奥运营销叠加产品技术使三星在电视领域保持世界第一的品牌影响力。

**海信能够学习三星，通过体育营销奠定长期增长吗？**三星体育营销具有借鉴价值，海信有望复刻三星品牌的成长路径实现高端化出海目标。借助欧洲杯与世界杯亮相世界舞台，海信在品牌、渠道、产品、高端化等方面有所成就，2024 年欧洲杯预计带来进一步品牌升级，为公司的渠道开拓和长期影响力提升打下基础。

**投资建议：**参考三星体育营销的案例，我们认为海信作为欧洲杯官方赞助商，有望凭借品牌营销实现渠道拓展与高端化突破。我们预测 2024-2026 年公司实现归母净利润 24.13/27.95/32.65 亿元，对应 EPS 为 1.85/2.14/2.50 元，当前股价对应 PE 为 14.79/12.76/10.93 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**市场需求下降、面板价格反弹、人民币汇率波动。

## 重要财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	45,738.12	53,615.56	61,281.15	69,994.77	79,750.12
YoY(%)	-2.27	17.22	14.30	14.22	13.94
净利润(百万元)	1,679.11	2,095.85	2,412.69	2,795.20	3,265.36
YoY(%)	47.58	24.82	15.12	15.85	16.82
毛利率(%)	18.22	16.94	17.71	18.17	18.64
净利率(%)	3.67	3.91	3.94	3.99	4.09
ROE(%)	9.57	11.09	11.32	11.60	11.93
EPS(摊薄/元)	1.29	1.61	1.85	2.14	2.50
P/E(倍)	21.25	17.02	14.79	12.76	10.93
P/B(倍)	2.03	1.89	1.67	1.48	1.30

资料来源：iFinD，中信建投

## 海信视像 (600060. SH)

维持

买入

马王杰

mawangjie@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521070002

发布日期：2024 年 06 月 13 日

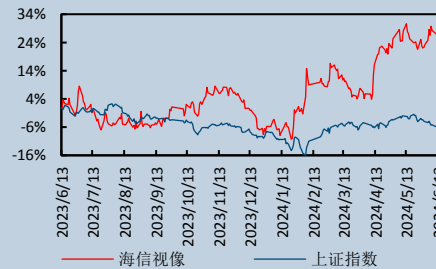
当前股价：27.33 元

## 主要数据

## 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-3.94/0.05	11.14/12.03	19.61/25.80
12 月最高/最低价 (元)		29.03/19.91
总股本 (万股)		130,540.11
流通 A 股 (万股)		128,908.12
总市值 (亿元)		356.77
流通市值 (亿元)		352.31
近 3 月日均成交量 (万)		807.32
主要股东		
海信集团控股股份有限公司		30.07%

## 股价表现



## 相关研究报告

- 2024-05-09 【中信建投黑色家电】海信视像 (600060):迭代三色激光投影，拓宽 Mini LED 价格带
- 2024-04-23 【中信建投黑色家电】海信视像 (600060):电视业务稳健增长，静候经营改善拐点
- 2024-03-31 【中信建投黑色家电】海信视像 (600060):国际化和高端化突破，黑电龙头持续进攻

## 目录

引言 .....	1
一、海外已成中国黑电龙头的必争之地 .....	1
1.1 海外市场空间更大，利润率更高 .....	1
1.2 中国企业出海的优势是什么，哪些短板需要补齐？ .....	5
二、三星如何在海外打造品牌影响力？ .....	6
2.1 复盘三星的体育营销动作 .....	6
2.2 体育营销给三星电视带来什么影响？ .....	7
三、海信能够学习三星，通过体育营销打开知名度吗？ .....	12
3.1 复盘前期海信的体育营销动作，取得什么效果？ .....	12
3.2 2024 年欧洲杯能够给海信带来什么？ .....	17
四、盈利预测 .....	19
五、风险提示 .....	20
报表预测 .....	21

## 图表目录

图表 1：2016-2017 年以来中国电视市场规模整体下滑 .....	1
图表 2：中国电视零售量占全球比重持续下降 .....	1
图表 3：2022 年欧美市场智能电视头部品牌出货量份额，国产品牌替代空间较大 .....	2
图表 4：新兴市场电视出货量将引领增长 .....	2
图表 5：新兴市场电视出货量占比持续提升 .....	2
图表 6：印度电视市场规模持续增长 .....	3
图表 7：印度智能电视出货量格局 .....	3
图表 8：2014-2019 年中国市场互联网品牌销量份额快速提升，电视行业陷入内卷 .....	3
图表 9：中国与东南亚电视零售均价对比（美元） .....	4
图表 10：中国与东南亚电视均价占人均可支配收入比重 .....	4
图表 11：2023 年各品牌电视国内线下均价（元/台） .....	4
图表 12：国内企业与海外企业电视业务收入（亿美元） .....	4
图表 13：国产品牌与国际品牌毛利率对比 .....	5
图表 14：国产品牌与国际品牌净利率对比 .....	5
图表 15：以海信为例，其 ULED 显示技术、自研芯片持续升级迭代 .....	5
图表 16：国产品牌与国际品牌热度对比（过去 5 年平均值） .....	6
图表 17：2023 年国产品牌与国际品牌的品牌价格指数对比 .....	6
图表 18：三星体育营销历史——1988 年成为汉城奥运会区域赞助商，1998 年成为奥运会全球合作伙伴 .....	7
图表 19：各品牌海外主流社交媒体订阅人数（2024.4） .....	8
图表 20：2010 年三星搜索热度超越索尼后持续领先（2024.6） .....	8
图表 21：全球最佳品牌榜单，三星品牌价值及排名持续提升 .....	8
图表 22：三星电子的全球布局网络 .....	9

图表 23: 三星电子销售办事处+分销子公司等稳定在 130 家以上 .....	9
图表 24: 三星电视在北美市场的零售量市占率变化.....	10
图表 25: 三星电视在西欧市场的零售量市占率变化.....	10
图表 26: 三星电视在东欧市场的零售量市占率变化.....	10
图表 27: 三星电视在东南亚市场的零售量市占率变化.....	10
图表 28: 三星电视在拉美市场的零售量市占率变化.....	11
图表 29: 三星电视在中东非市场的零售量市占率变化.....	11
图表 30: 三星全球电视市场份额（销量） .....	11
图表 31: 三星全球电视市场份额（销额） .....	11
图表 32: 三星电视相关业务收入规模整体增长.....	12
图表 33: 2010 年以来三星电视相关业务 OPM 整体提升 .....	12
图表 34: 海信体育营销历史——2008 年开始赞助海外本土赛事，2016 年开始赞助全球顶尖赛事 .....	13
图表 35: Z 世代对于中国品牌世界杯广告的关注度情况 .....	13
图表 36: 世界杯期间及以后，Z 世代的电视品牌倾向 .....	13
图表 37: 海信全球搜索热度趋势 .....	14
图表 38: 海信体育营销推动渠道拓展及海外市占率提升.....	14
图表 39: 海信电视在北美市场的零售量市占率变化.....	14
图表 40: 海信电视在西欧市场的零售量市占率变化.....	14
图表 41: 海信电视在日本市场的零售量市占率变化.....	15
图表 42: 海信电视在东南亚市场的零售量市占率变化.....	15
图表 43: 海信电视在拉美市场的零售量市占率变化.....	15
图表 44: 海信电视在中东非市场的零售量市占率变化.....	15
图表 45: 2017-2022 年海信品牌力指数 .....	16
图表 46: 海信品牌价格指数 YOY .....	16
图表 47: 75 吋及以上产品销售额占比 .....	16
图表 48: 2024Q1 全球各品牌 Mini LED 电视销量份额 .....	16
图表 49: 海信 2024 年欧洲杯 IP 激活及营销策略发布 .....	17
图表 50: 欧洲主要国家的足球感兴趣人口占比与人均 GDP .....	17
图表 51: 海信成为《黑神话：悟空》全球官方合作伙伴 .....	18
图表 52: 海信官宣成为 2024 年 KPL 官方合作伙伴 .....	18
图表 53: Z 世代世界杯观赛的硬件品类选择情况 .....	18
图表 54: Z 世代对于世界杯观赛电视的尺寸倾向情况 .....	18
图表 55: 海信视像收入拆分 .....	19

## 引言

中国电视需求见顶，而海外市场空间更加广阔，中国企业出海成为必然选择。随着中国企业的研发投入加强和供应链集中于大陆，中国电视厂商的技术和产品力迅速提升，逐渐具备出海实力。

在全球竞争中，与日韩品牌相比，中国企业的短板在于品牌影响力和渠道。那么，历史上以三星为代表的日韩企业是如何提升品牌力的，对海信有什么借鉴意义，未来海信品牌力如何提升？

## 一、海外已成中国黑电龙头的必争之地

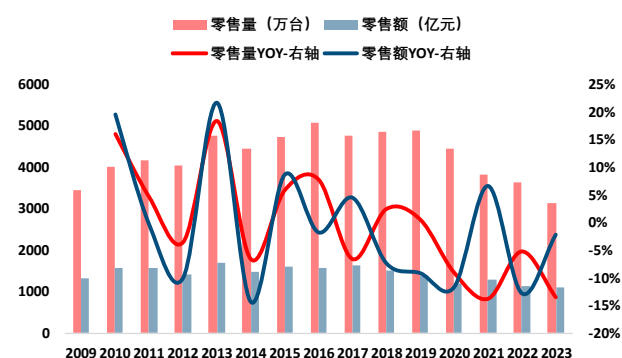
### 1.1 海外市场空间更大，利润率更高

相对于中国市场，海外市场容量更大且竞争激烈程度小于中国，因此电视硬件价格和利润率往往更高。

从市场空间来看，中国需求走低，欧美仍有替代空间，新兴市场贡献增量。

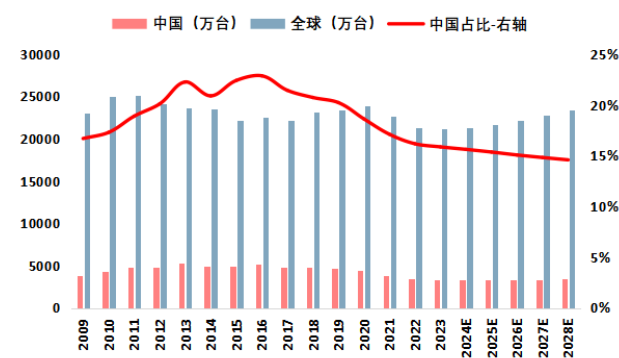
1) 中国电视销量下滑，占全球比重持续降低。2016 年以来，随着智能电视逐渐普及，中国电视市场进入存量竞争阶段，电视销售规模整体下降，根据奥维云网数据，中国电视零售量从 2016 年的 5089 万台减少至 2023 年的 3142 万台，零售额从 2017 年的 1630 亿元减少至 2023 年的 1098 亿元，当前销售规模已不及峰值的 70%。中国市场的比重也持续降低，根据 AVC Revo 数据，中国电视出货量占比从 2016 年的 27% 下降至 2023 年的 20%，Euromonitor 预计中国市场的占比将继续降低。对于中国企业而言，国内市场已十分饱和，因此逐渐把目光投向广阔的海外市场，寻求增量空间。

图表 1：2016-2017 年以来中国电视市场规模整体下滑



资料来源：奥维云网，中信建投

图表 2：中国电视零售量占全球比重持续下降

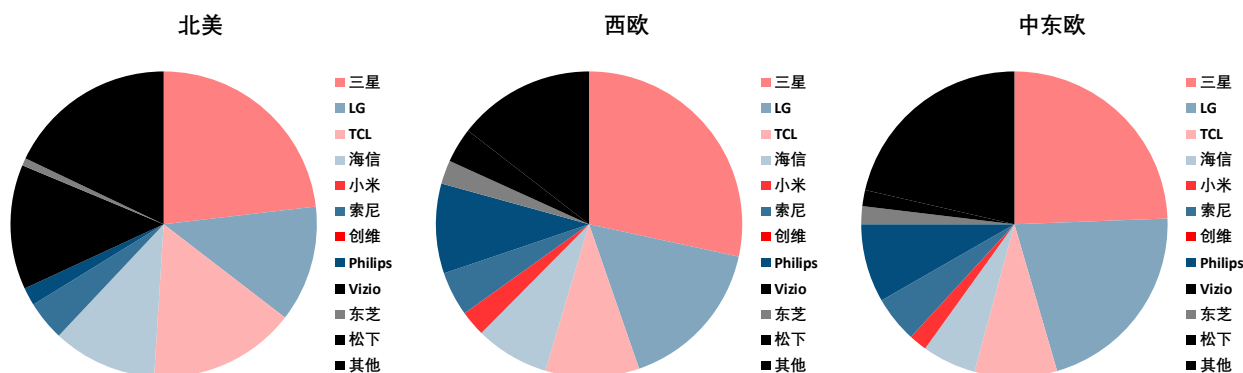


资料来源：Euromonitor，中信建投

2) 欧美市场中国品牌份额仍较低。欧美也是成熟市场，其中北美出货量稳定在 4000 万台，2020-2021 年受现金补贴的刺激，出货量增长至 5000 万台以上；欧洲受地缘政治、能源危机、通货膨胀等因素影响，出货量连续 3 年下滑。但中国企业在欧美市场的份额较低，根据 TechInsights 数据，2022 年三星电视在西欧、拉美、中东非的市占率接近或超过 30%，领跑除亚太地区的其它所有地区；LG 在大多数地区仍位居第二，但在北美已被

中国头部品牌超越；部分区域品牌，如 Vizio 在北美的市场份额超过 10% 排名 TOP5，Philips 在西欧的市场份额接近 10% 排名 TOP4。因此，国产品牌在欧美市场仍有很大的代替空间。

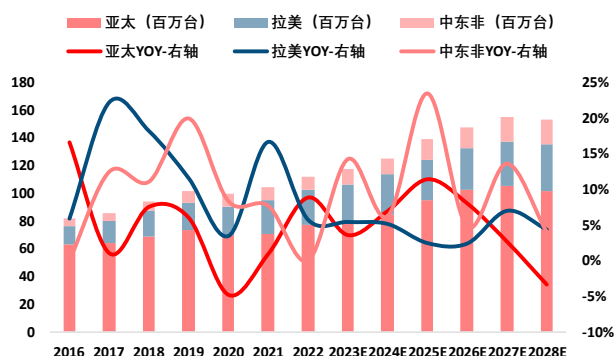
图表 3：2022 年欧美市场智能电视头部品牌出货量份额，国产品牌替代空间较大



资料来源: TechInsights, 中信建投

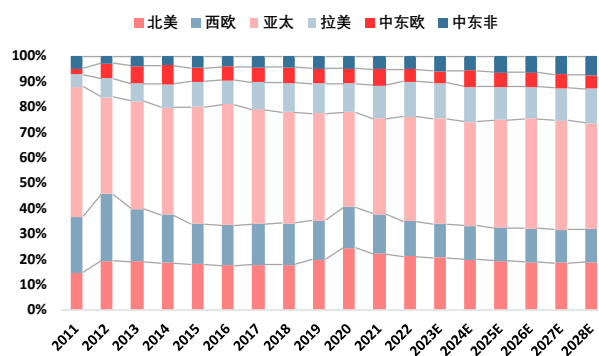
3) 新兴市场是增量市场，未来占比提升。相对于中国、欧美、日本等成熟市场，东南亚、拉美、中东非等新兴市场的增长潜力巨大，根据 TechInsights 数据，亚太、拉美、中东非 2022-2028 年电视出货量 CAGR 分别为 5%、7%、11%，领先于成熟市场，引领未来电视行业增长，占全球比重将持续提升。同时，新兴市场的竞争格局并不稳固，也更能接纳中国品牌，因此加力拓展新兴市场成为重要战略。

图表 4：新兴市场电视出货量将引领增长



资料来源: TechInsights, 中信建投

图表 5：新兴市场电视出货量占比持续提升

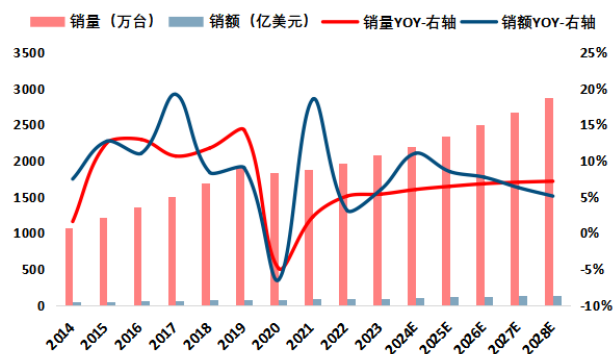


资料来源: TechInsights, 中信建投

并且新兴市场的格局尚未稳定，集中度较低，国产头部品牌抢份额的空间较大。以印度市场为例，与已经饱和的市场相比，其蓬勃发展的中产阶级推动智能电视和高端电视渗透率提升，Counterpoint Research 数据显示 2023 年印度智能电视渗透率达到 93%，创下历史新高。在竞争格局方面，小米超越三星、LG 成为印度智能电视市场第一大厂商，市占率超过 11%，同时 TCL、一加、Realme 等国产品牌也同样表现良好；2023 年 TOP4 厂商均实现份额增长，但目前长尾品牌仍占据较多份额，预计未来集中度将持续提升，国产头部品牌相比新兴品牌和 Local 品牌而言更具竞争力，因此增长潜力不言而喻。

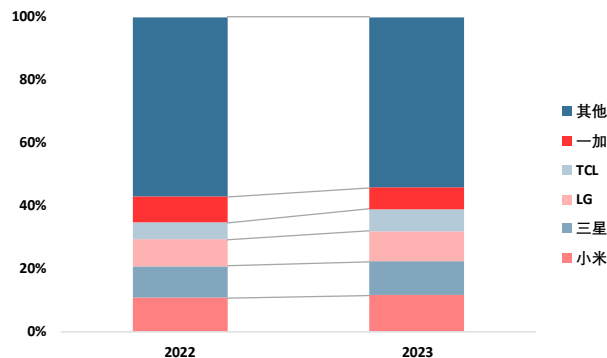


图表 6：印度电视市场规模持续增长



资料来源：Euromonitor，中信建投

图表 7：印度智能电视出货量格局

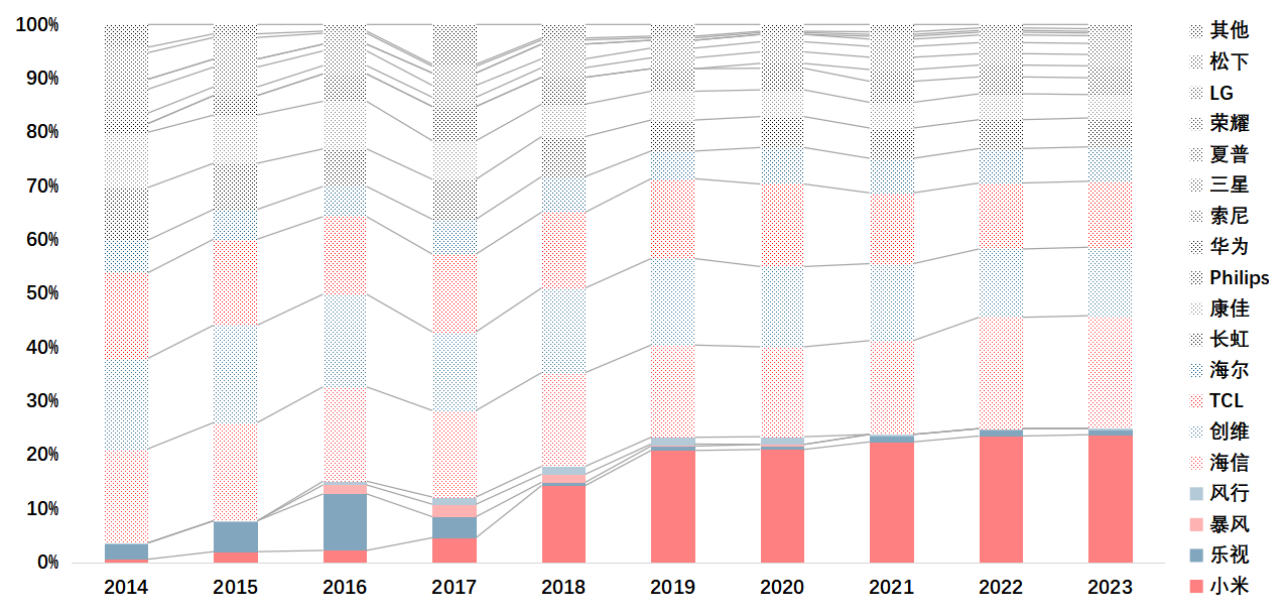


资料来源：Counterpoint Research，中信建投

从竞争环境来看，中国电视行业内卷，海外硬件价值得到认可，利润更加丰厚。

互联网品牌冲击国内电视行业，竞争激烈程度高于海外市场。受到电商经济普及和智能电视新需求的互联网冲击，国内电视行业在 2014 年至 2019 年陷入激烈的价格战泥潭，乐视、小米、暴风、风行等互联网品牌在国内电视市场的销量份额由 2013 年不到 1% 快速提升至 2019 年的 23.3%。尽管随着互联网低价策略的失效，国内竞争格局逐渐改善，但竞争激烈程度仍高于海外市场，主要体现在当前采取价格竞争策略的互联网品牌份额仍较高，以及硬件均价低于海外市场。

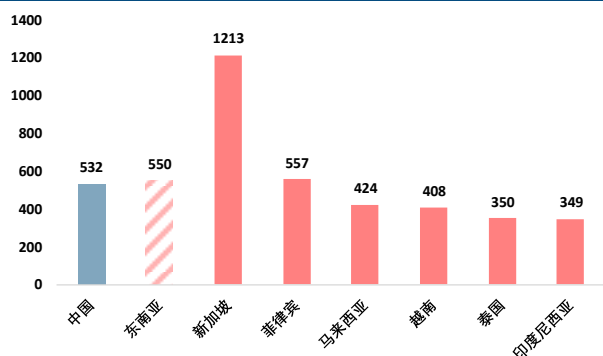
图表 8：2014-2019 年中国市场互联网品牌销量份额快速提升，电视行业陷入内卷



资料来源：Euromonitor，中信建投

极致内卷导致国内电视均价低于海外市场，海外市场硬件价值更受认可。由于海外黑电行业以国际龙头品牌竞争为主，较少出现互联网品牌以低价策略参与市场竞争的情况，因此电视的品牌效应更加显著，日韩品牌在海外具有深远的市场影响力与较强的定价能力，提高了消费者对品牌的价值认可度。参考临近的东南亚市场，新加坡、菲律宾的电视零售均价高于中国市场，并且菲律宾、越南、印尼、泰国的电视零售均价占人均可支配收入比重均超过中国，表明东南亚消费者愿意为电视支付较高的价格，硬件价值得到较好的市场认可。

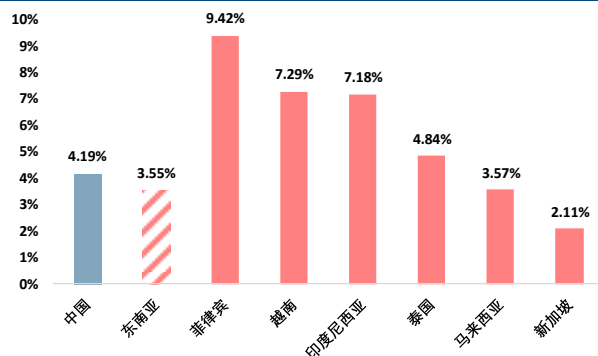
图表 9：中国与东南亚电视零售均价对比（美元）



注：东南亚数据含新加坡、菲律宾、马来西亚、越南、泰国、印尼。

资料来源：Euromonitor，中信建投

图表 10：中国与东南亚电视均价占人均可支配收入比重

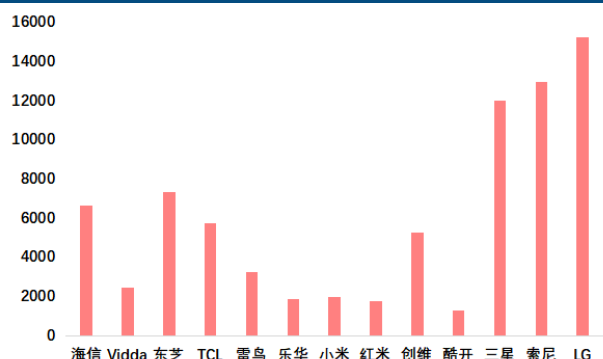


注：人均可支配收入=月均税后薪资\*12

资料来源：Euromonitor，Numbeo，中信建投

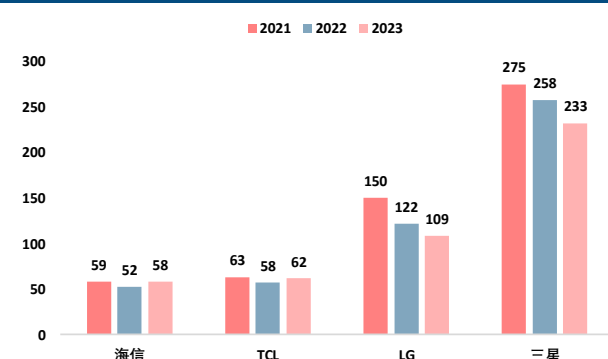
海外龙头品牌的电视均价更高，业务收入规模更大。由于国内外市场对电视硬件价值认可度的差异，海外市场的均价、利润空间高于国内市场，三星、LG 的电视出厂价约为海信、TCL 的 2-3 倍，因此其电视业务收入也是中国企业的 2-3 倍甚至更多。不过随着海信、TCL 不断抢占市场份额，出厂价维持稳定甚至提高，中国企业的电视业务收入也整体增长，而国际品牌的收入规模在持续收缩（也有可能是其他品类的影响）。但长期来看，国产品牌的电视均价仍有巨大的提升空间，这也需要中国企业不断拓展海外市场，通过品牌营销提升自身的影响力和定价能力。

图表 11：2023 年各品牌电视国内线下均价（元/台）



资料来源：奥维云网，中信建投

图表 12：国内企业与海外企业电视业务收入（亿美元）

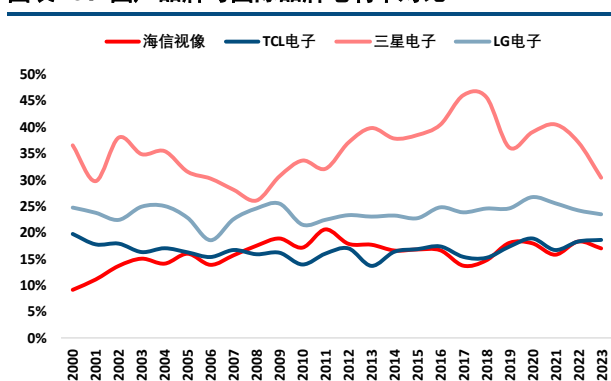


注：海信为智慧显示终端（仅含电视），TCL 为智屏（仅含电视），LG 为 HE（包含电视、音响、美容电器等），三星为 VD（包含电视、显示器等），因此 LG、三星电视业务收入可能被高估。

资料来源：公司公告，Bloomberg，中信建投

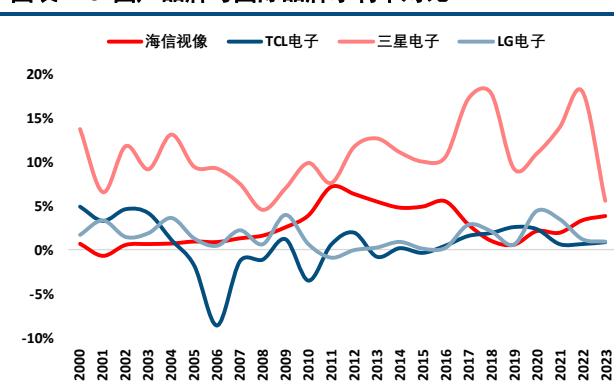
海外龙头品牌的盈利能力更强，中国企业的利润率中枢也有望上升。2016 年以前，三星的黑电相关业务平均营业利润率为 3% 左右，LG 为 2% 左右；2016 年以来，三星、LG 的黑电相关业务平均营业利润率提升至 6% 左右，主要系日韩企业的品牌营销取得显著成效，其高端品牌形象深入人心，并且 QLED、OLED、Mini LED、8K、超大尺寸等高端电视占比提升。反观中国头部品牌，深陷国内价格战泥潭，利润率难以提升，甚至面临亏损困境，与国际品牌差距拉大。随着竞争格局改善，头部品牌出海抢占市场份额，产品结构不断优化，未来中国企业的利润率中枢有望提升。

图表 13：国产品牌与国际品牌毛利率对比



资料来源：公司公告，Bloomberg，中信建投

图表 14：国产品牌与国际品牌净利率对比



资料来源：公司公告，Bloomberg，中信建投

## 1.2 中国企业出海的优势是什么，哪些短板需要补齐？

近年来中国企业竞争力提升，但仍存在品牌力和渠道等短板，加大营销投放是重要战略。

1) 优势：中国产业链垂直一体化，电视厂商有资源禀赋，技术和产品力增强，性价比优势突出。

我们在《海信视像深度三：迈向全球冠军之路》报告中提到，韩国厂商当前已基本退出 LCD 面板产业，而中国大陆决心解决“缺芯少屏”问题，液晶面板产能持续向中国大陆头部厂商集中，因此下游整机厂商的生产制造能力差距逐渐缩小，并且中国企业享受高质量、低成本生产制造红利，具有成本和价格优势。此外，随着中国企业的显示技术升级和产品实力增强，性价比优势逐渐凸显，国产品牌也具有挑战国际品牌的底气。

图表 15：以海信为例，其 ULED 显示技术、自研芯片持续升级迭代



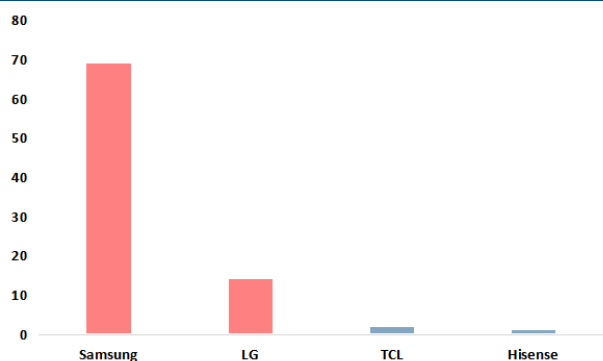
资料来源：海信微信公众号，海信视像微信公众号，中信建投



## 2) 弱势：与国际品牌相比，国产品牌的知名度和影响力较弱，渠道的广度和深度不足。

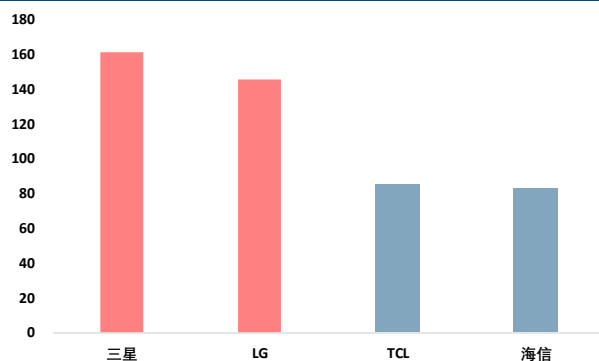
虽然韩系品牌失去以往垂直一体化的竞争壁垒及核心竞争力，但三星、LG 等日韩品牌较早就布局国际市场，渠道布局和市场影响力领先。比如，三星电视早在 1970s 远销海外市场，1980s 在海外建立彩电生产基地，不断占领全球电视市场，三星电视的渠道实力和品牌知名度显著提升。而海信、TCL 等国产品牌的国际化历程较短，目前正在完善全球销售渠道建设，品牌影响力仍有较大的提升空间，这也是中国品牌未来的发展重心，以及挑战全球第一的必要条件。

图表 16：国产品牌与国际品牌热度对比（过去 5 年平均值）



资料来源：Google Trends，中信建投

图表 17：2023 年国产品牌与国际品牌的品牌价格指数对比



注：品牌价格指数=（零售量份额 / 零售额份额）\*100；此处选取主品牌数据，不包含子品牌。

资料来源：Omdia，中信建投

## 二、三星如何在海外打造品牌影响力？

从代工到自有品牌，体育营销助力三星电视成为世界第一。成立之初，三星仅为日本三洋公司电视组装代工厂，1969 年与日本三洋电器、住友商社合资成立三星三洋电器，此后逐渐发展自有家电品牌的出口业务。尽管三星以价格优势快速占领全球的中低端市场，但缺乏技术与声誉的三星电子并未能真正走向国际市场。品牌声誉的建立以 1988 年三星成为汉城冬奥会的区域赞助商为起点，此举让三星相对低端、本土化的品牌形象得到扭转。此后三星从战略层面提出国际化目标并开启长达近三十年的世界级体育赛事营销之旅，高投入、人性化、长期化的体育营销叠加产品技术使三星最终在电视领域连续占据冠军宝座。

### 2.1 复盘三星的体育营销动作

押注奥运营销，开展全球性品牌资产管理计划。1988 年三星首次作为本土赞助商参与到奥运会之中，1996 年三星集团原会长李健熙强调品牌价值在竞争中所起的巨大作用，立志把三星品牌价值迅速提高到世界顶级水平，坚持认为做奥林匹克顶级赞助商（TOP 计划）是将三星打造成世界顶级品牌的唯一道路。从此，三星电子开展全球性品牌资产管理计划，每年拿出 20 亿美元（体育营销约占 20%）的市场营销费用，并将奥林匹克 TOP 赞助计划作为体育营销的最高策略。

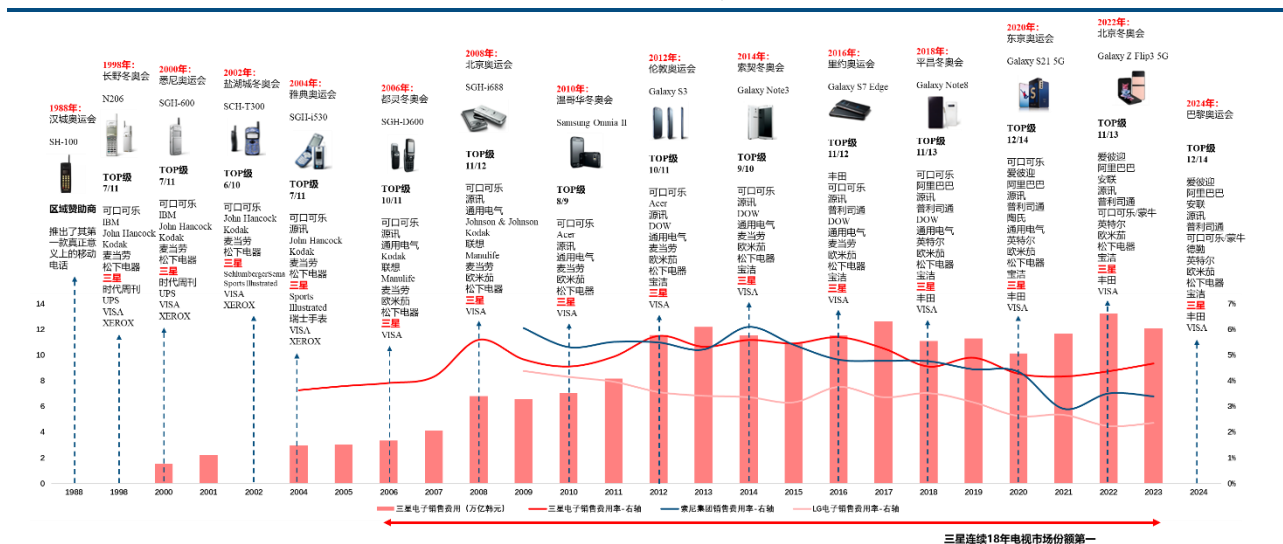
进入 TOP 计划，高投入跻身世界一流品牌之列。1997 年三星进入第四期 TOP 计划，且合作关系预计延续至 2028 年，奥运营销对三星品牌力提升起到显著作用：

1) TOP 计划要求当选企业的产品与服务具备一流品质与高尚形象, 入选 TOP 计划既为三星间接提供品牌价值认可, 也使三星直接享有全球范围内销售附奥林匹克标志产品的专营权、广告优先权、赛场展销等权利。

2) 三星一直向国际奥委会提供新产品，同时举办各类活动以增强民众参与感，三星产品也得以不断出圈。

三星坚持体育营销长期性，除了奥运营销，也涉足亚运会、男足世界杯、欧洲五大联赛、NFL、NBA 等大型赛事的赞助。2000 年以来三星营销费用规模持续扩大，2009-2023 年平均销售费用率为 4.96%，分别比索尼、LG 高 0.15pct、1.64pct，持续的营销投入、品牌曝光逐渐沉淀和转化为品牌价值，助力三星从区域性企业成长为全球行业龙头。

**图表 18：三星体育营销历史——1988 年成为汉城奥运会区域赞助商，1998 年成为奥运会全球合作伙伴**



资料来源: Bloomberg, 三星电子官网, 奥运会 IOC 市场报告, 中信建投

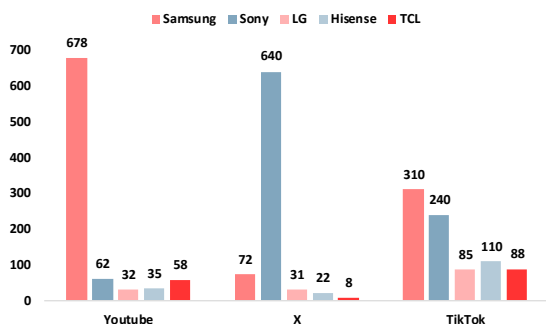
## 2.2 体育营销给三星电视带来什么影响？

长期的体育营销战略使三星品牌价值得到全球市场认可，推动业务布局扩张与电视业务规模增长。

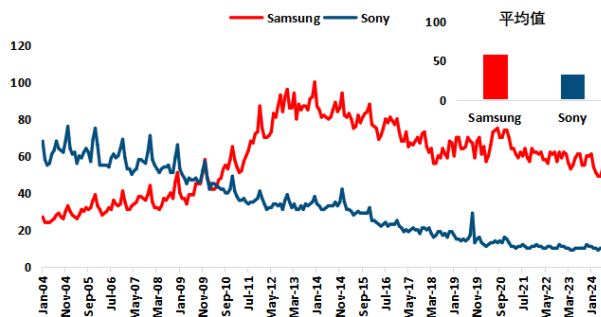
1) 三星品牌曝光与好感度提升，品牌价值得到全球认可。

**品牌热度领先竞争对手：**二十余年的奥运营销为三星产品带来直接的曝光度提升，同时也帮助三星品牌收获市场认知度和好感度。截至 2024 年 4 月，三星品牌在海外三大主流社交平台的总订阅人数领先于索尼、LG、海信、TCL 等主要竞争对手；根据 Google Trends，2010 年以前，三星在全球范围内的谷歌搜索热度指数低于索尼，此后超越索尼并且长期保持领先。

图表 19：各品牌海外主流社交媒体订阅人数（2024.4） 图表 20：2010 年三星搜索热度超越索尼后持续领先（2024.6）



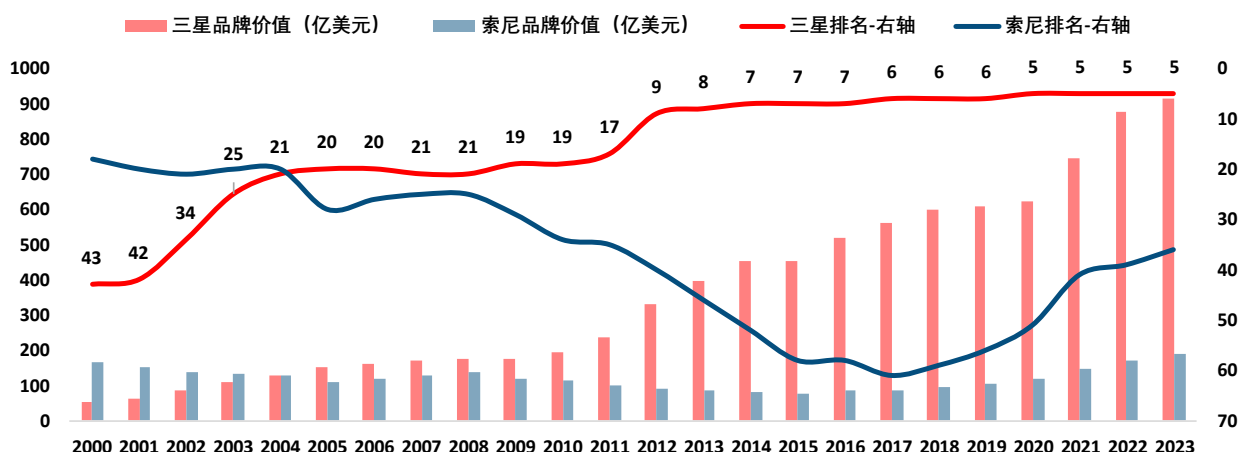
资料来源：YouTube, X, TikTok, 中信建投



资料来源：Google Trends, 中信建投

**品牌价值超越索尼：**长期体育营销战略大幅提升了三星在全球市场上的影响力，品牌价值得到认可。三星的品牌价值持续提升，从 2000 年的 52.23 亿美元增长至 2023 年的 914.07 亿美元，2005 年超越索尼，2009 年排名进入前 20，2012 年排名迅速进入前 10。目前，三星已连续四年荣膺全球品牌咨询公司 Interbrand 全球最佳品牌榜单的第五名，是唯一一家跻身全球前 20 强的韩国品牌。

图表 21：全球最佳品牌榜单，三星品牌价值及排名持续提升

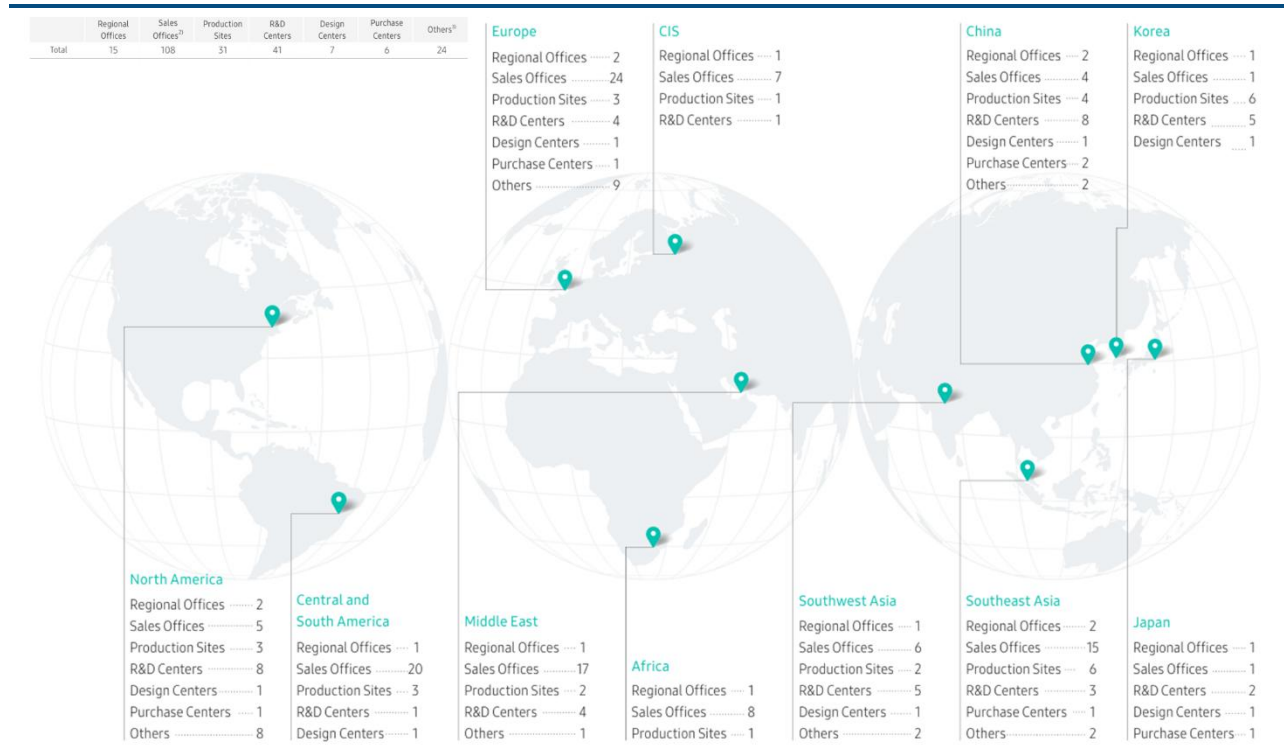


资料来源：Interbrand, 中信建投

## 2) 三星全球渠道体系得到拓展，电视业务规模快速增长。

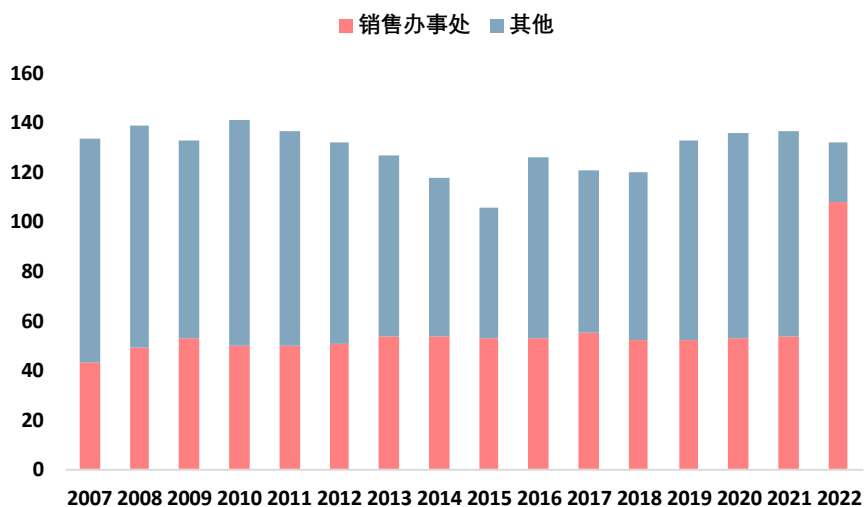
**借助体育营销与各业务渠道资源共享，三星形成全球业务网络布局。**截至 2022 年底，三星电子在全球共设有 15 个区域办事处，全球业务网络由 232 个生产基地、销售办事处、研发中心和设计中心组成，销售办事处加分销子公司等共 132 个。其中，家用娱乐电器在美国的授权经销商至今已达到 838 家，包含线上商店 50 家、线下商店 788 家。

图表 22：三星电子的全球布局网络



资料来源：三星电子 2023 年可持续发展报告，中信建投

图表 23：三星电子销售办事处+分销子公司等稳定在 130 家以上



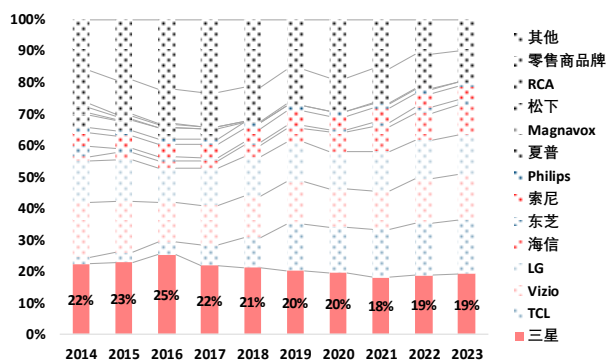
资料来源：三星电子可持续发展报告，中信建投

打通海外市场渠道，各地区市场份额领先。三星电视长期在北美、欧洲、新兴市场保持行业第一的地位，反映完善的渠道布局与强劲的品牌优势。

1) 分阶段来看：2016 年及以前，三星电视份额持续提升，主要得益于其品牌声量的扩大以及海外渠道的拓展，体育营销为其进驻海外市场和销售渠道提供助燃剂，三星在各大区域均实现 20% 甚至 30% 以上的零售量份额。

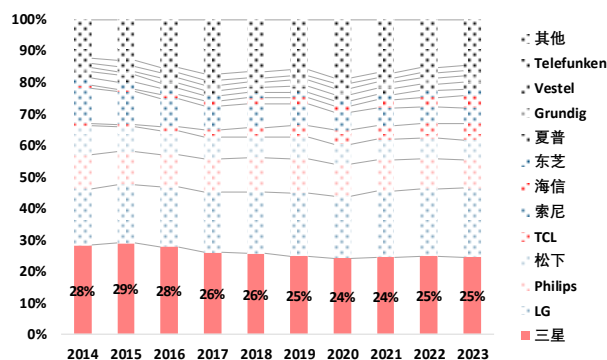
2) 分地区来看：近几年北美和欧洲市占率的下滑主要受其他品牌抢占中低端市场的影响，但在高端市场和渠道依然占据领先地位，长期体育营销有效推动三星品牌高端化；而在东南亚、拉美、中东非等新兴市场，三星的市占率更高，并且有提升趋势，表明当前三星品牌全球化仍在新兴市场发挥作用，品牌和渠道优势非常明显。

图表 24：三星电视在北美市场的零售量市占率变化



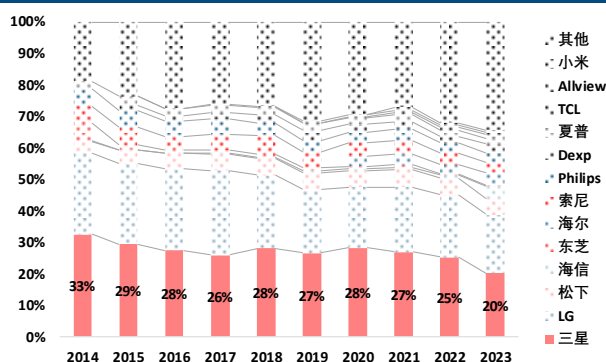
资料来源：Euromonitor，中信建投

图表 25：三星电视在西欧市场的零售量市占率变化



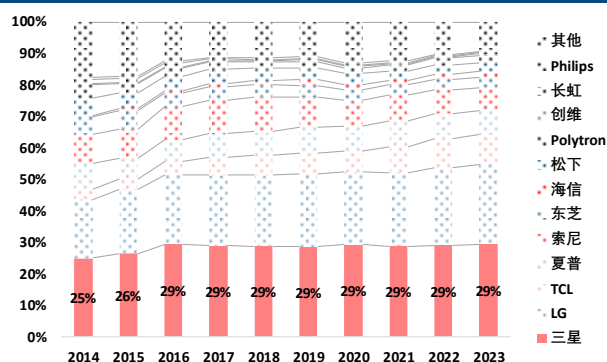
资料来源：Euromonitor，中信建投

图表 26：三星电视在东欧市场的零售量市占率变化



资料来源：Euromonitor，中信建投

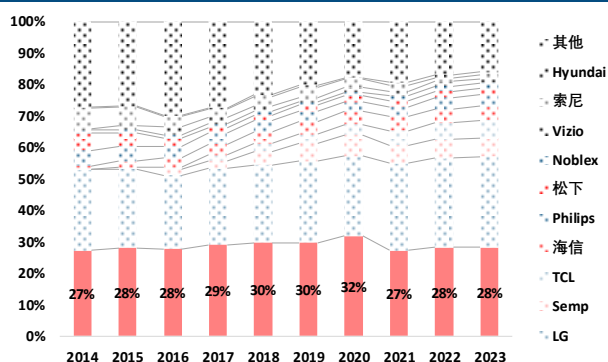
图表 27：三星电视在东南亚市场的零售量市占率变化



资料来源：Euromonitor，中信建投

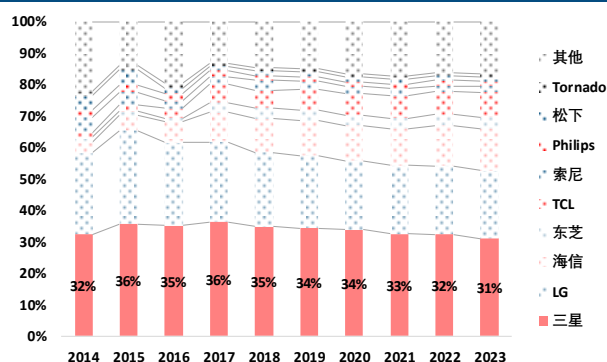


图表 28：三星电视在拉美市场的零售量市占率变化



资料来源：Euromonitor，中信建投

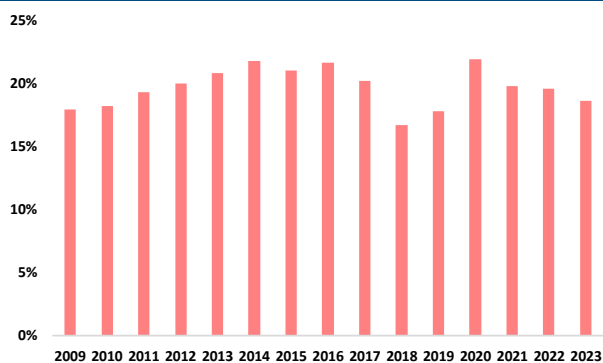
图表 29：三星电视在中东非市场的零售量市占率变化



资料来源：Euromonitor，中信建投

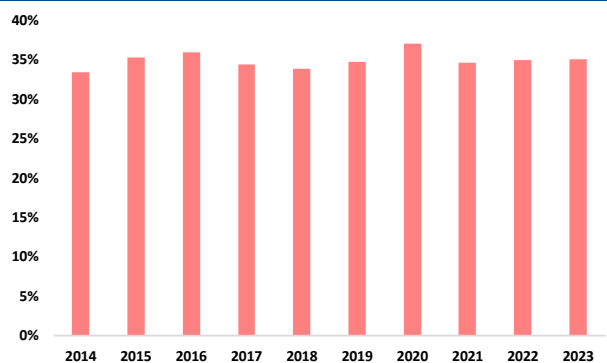
**改善渠道结构，提升 ASP 和销额市占率。**在拓展海外市场和渠道的同时，三星也在不断优化销售渠道和产品结构。在出海初期，三星主要通过沃尔玛、Kmart 等大型连锁商店或折扣零售商销售产品，这些连锁超市的用户更加看重产品价格，而非质量，并且由于三星早期实现产业链一体化，成本和价格优势显著，满足渠道及其受众的需求，因此能够快速进驻渠道和放量，销量市占率明显提升。随着中国制造商崛起，以及三星自身高端品牌形象的塑造成功，三星也逐步开始优化产品和渠道结构，**减少中低端产品和渠道的销售占比，将高端产品转移至 Costco、BestBuy、Sears、Circuit City 以及其它一些高级专业商店进行销售**，这些商店及其消费者更看重的是产品质量和品牌形象，随着高端渠道占比提升，三星 ASP 和市场份额也不断增长。

图表 30：三星全球电视市场份额（销量）



资料来源：Omdia，中信建投

图表 31：三星全球电视市场份额（销额）

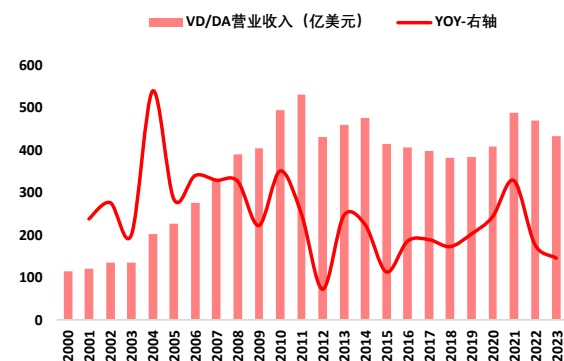


注：2023 年数据截至 5 月。

资料来源：GfK，中信建投

**市场份额提升，电视业务规模快速扩大。**随着三星品牌力提升和渠道布局完善，其电视市场份额持续增长，根据 DisplaySearch、Omdia 数据，2006 年三星电视的出货量份额达到 10.6%，首次赶超索尼成为世界第一，随后连续 18 年蝉联冠军。尽管近几年三星销量市占率呈现下滑趋势，但是销额市占率仍维持稳定，结构和 ASP 持续优化，推动三星电视业务销售规模增长，电视相关业务收入从 2000 年的 100+亿美元增长至 2023 年的 400+亿美元。

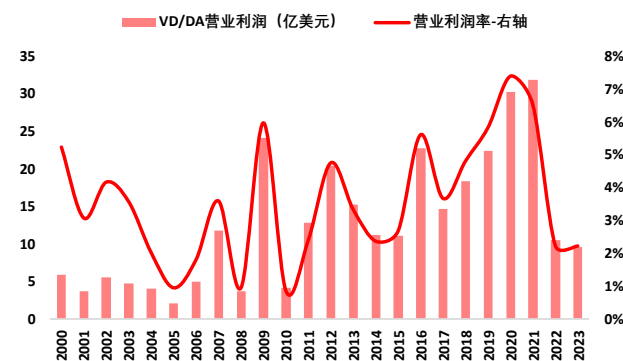
图表 32：三星电视相关业务收入规模整体增长



注：三星 VD/DA 业务包括视频显示和生活家电。

资料来源：Bloomberg，中信建投

图表 33：2010 年以来三星电视相关业务 OPM 整体提升



资料来源：Bloomberg，中信建投

## 三、海信能够学习三星，通过体育营销打开知名度吗？

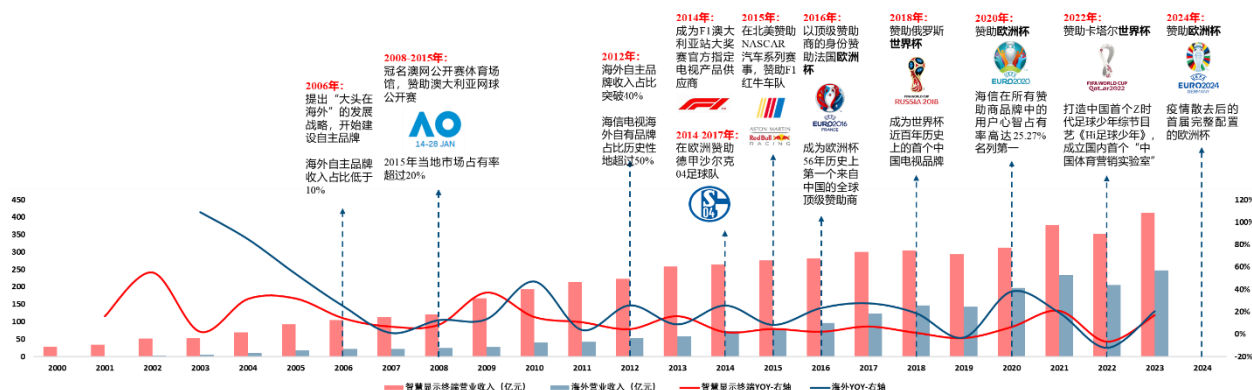
对标三星品牌运营与盈利能力，品牌形象升级战略开启 3.0。三星体育营销具有借鉴价值，海信有望复刻品牌路径实现高端化出海目标。参考三星电视发展历程，先以低成本优势占领全球中低端市场，再以技术、产品优势叠加品牌营销领跑全球高端市场。回首海信出海路径，从海外 OEM 代工生产的 1.0 阶段到自主品牌意识觉醒的 2.0 阶段，再到当前整合与布局全球产业链和渠道资源，实现生产制造本土化的 3.0 阶段，海信始终坚持国际化战略，并取得了销量世界第二的斐然成绩。但是海信与国际龙头品牌相比，其产品结构、品牌溢价、利润率还有很大提升空间，2024 年海信启动品牌焕新升级战略，有望在 3.0 阶段实现与国际龙头品牌的跟跑和并跑。

### 3.1 复盘前期海信的体育营销动作，取得什么效果？

#### 1) 借顶级赛事亮相世界舞台，拓展海外渠道以提升市占率。

从海外本土赛事到全球顶尖赛事，海信品牌声量扩大。全球化体育赛事的参与为海信的品牌跃升提供了弯道超车的机会，海信的国际化以 1985 年 OEM 代工贴牌为起点，2006 年成立海信国际营销公司，开始建设自主品牌，2014 年起发力体育营销，前期通过参与澳大利亚网球公开赛、NASCAR 汽车赛、F1 红牛车队等区域项目为品牌推广奠定基础，后期通过全球顶尖体育赛事的参与实现品牌在海外市场的跃迁式提升。2016 年以来，海信先后成为欧洲杯历史上首个来自中国的全球顶级赞助商、世界杯近百年历史上的首个中国电视品牌，益普索赛前、赛后调研数据显示，两届顶级体育赛事都提升了海信知名度，叠加研发、生产等各环节的国际化，成功攻克海外重点市场。此后海信接连赞助欧洲杯和世界杯，成为中国唯一一家连续赞助 5 届世界级赛事的企业。

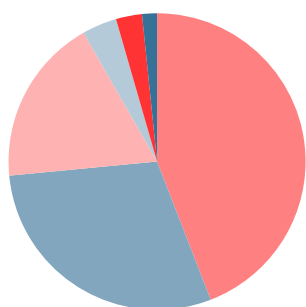
图表 34：海信体育营销历史——2008 年开始赞助海外本土赛事，2016 年开始赞助全球顶尖赛事



资料来源：公司公告，WIND，公司官网，中信建投

图表 35：Z 世代对于中国品牌世界杯广告的关注度情况

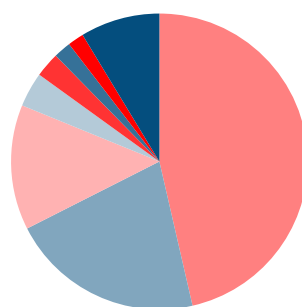
■ 海信电视 ■ Vivo手机 ■ 蒙牛 ■ 万达文旅 ■ Boss直聘 ■ 其他



资料来源：GKURC，中信建投

图表 36：世界杯期间及以后，Z 世代的电视品牌倾向

■ 海信 ■ TCL ■ 小米 ■ 创维 ■ 海尔 ■ 康佳 ■ 长虹 ■ 其他

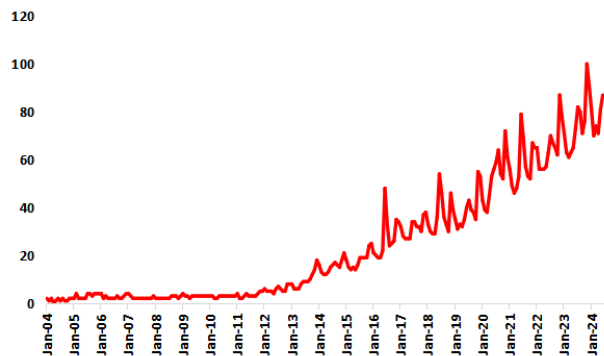


资料来源：GKURC，中信建投

### 体育营销助力渠道拓展，海外市场份额提升。

从海外渠道拓展来看：海信提出“大头在海外”的发展战略后，持续开拓海外市场渠道，2009 年 9 月在欧洲地区开拓出德国市场第一个渠道，随后与欧洲第二大电子产品零售巨头 Euronics 达成合作，2014 年与意大利第一大渠道 Mediaworld 展开合作。2015 年在赞助 F1 红牛车队和美国规模最大、最受观众欢迎的 NASCAR 汽车系列赛事后，海信成功进驻了沃尔玛、Costco 和 BestBuy 等美国主流渠道。2016 年海信赞助欧洲杯，成功与法国最大的渠道商 Darty 达成合作。2017 年海信成为俄罗斯世界杯顶级赞助商，同年 12 月海信电视进驻当地高端渠道 Technopark，2018 年 1 月进入俄罗斯第二大渠道 DNS，而此前一直由经销商代理销售。2022 年卡塔尔世界杯，海信围绕赛场围栏广告的新玩法成功激活自传播效应，品牌认知度进一步提升。

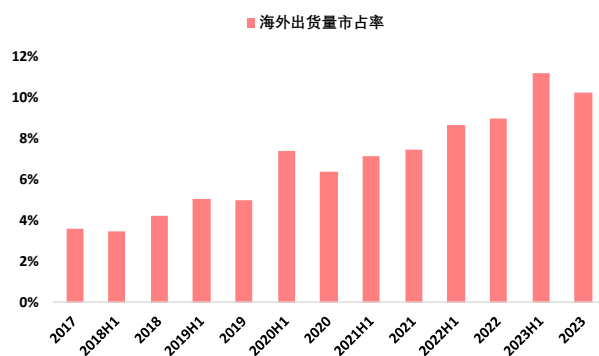
图表 37：海信全球搜索热度趋势



注：谷歌于 2016 年 1 月 1 日、2017 年 1 月 1 日更新了数据收集系统。

资料来源：Google Trends，中信建投

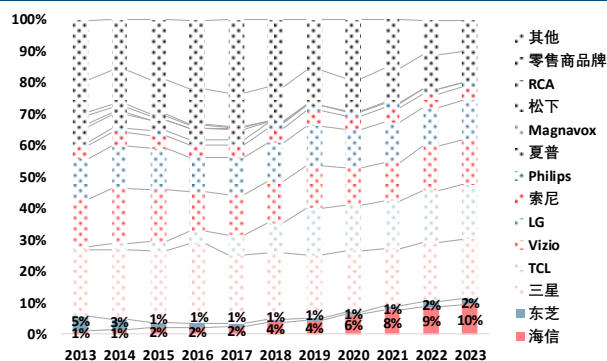
图表 38：海信体育营销推动渠道拓展及海外市占率提升



资料来源：AVC Revo，中信建投

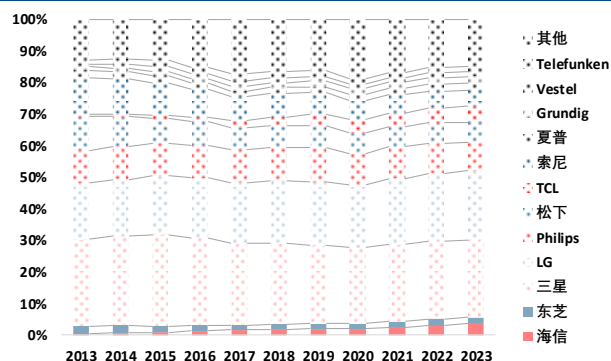
从地区市场份额来看：2008 年海信首先选择冠名澳网公开赛体育场馆，赞助澳网公开赛，并在第七年当地市场占有率超过 20%。2016 年海信成为欧洲杯顶级赞助商，彼时海信集团在欧洲市场营收不足 1 亿欧元，2023 年在欧洲区年收入已经超过 30 亿欧元，其中海信电视从不足 1% 的市占率提升至接近 10%，且连续多年业绩增长 20% 以上，当前欧洲已成为海信产业链最齐全、规模最大的海外市场。2015 年以来海信在北美地区主要赞助本土赛事，叠加赞助全球顶尖赛事带来的品牌知名度提升，TrendForce 数据显示海信 2022 年北美市占率已达 11%，2023 年进一步提升，跻身当地市场 TOP3。

图表 39：海信电视在北美市场的零售量市占率变化



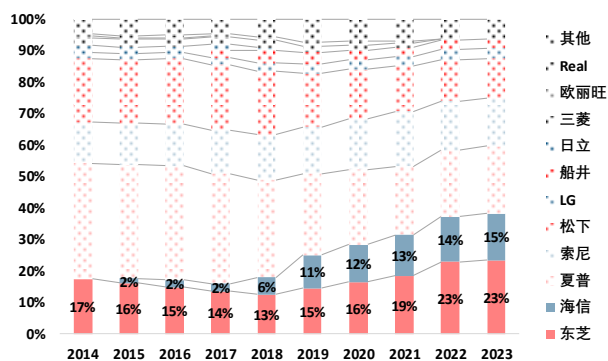
资料来源：Euromonitor，中信建投

图表 40：海信电视在西欧市场的零售量市占率变化



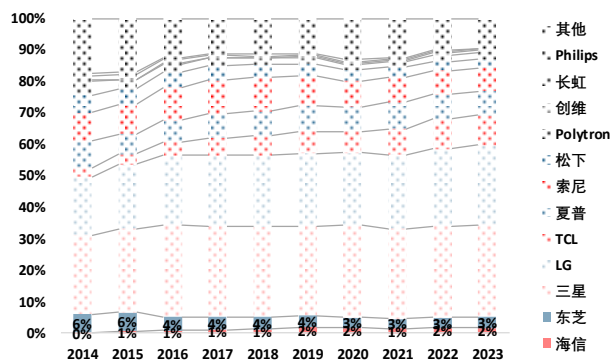
资料来源：Euromonitor，中信建投

图表 41：海信电视在日本市场的零售量市占率变化



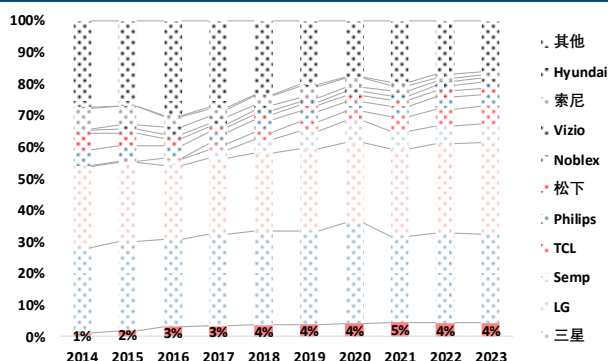
资料来源：Euromonitor，中信建投

图表 42：海信电视在东南亚市场的零售量市占率变化



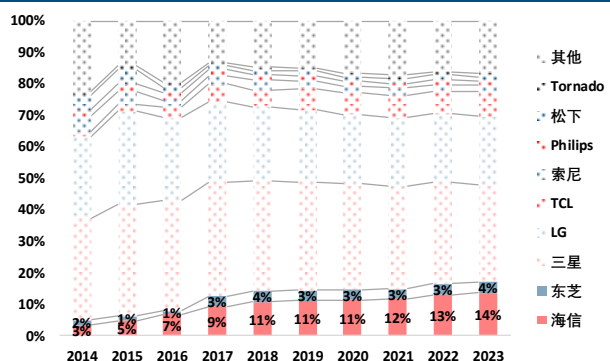
资料来源：Euromonitor，中信建投

图表 43：海信电视在拉美市场的零售量市占率变化



资料来源：Euromonitor，中信建投

图表 44：海信电视在中东非市场的零售量市占率变化



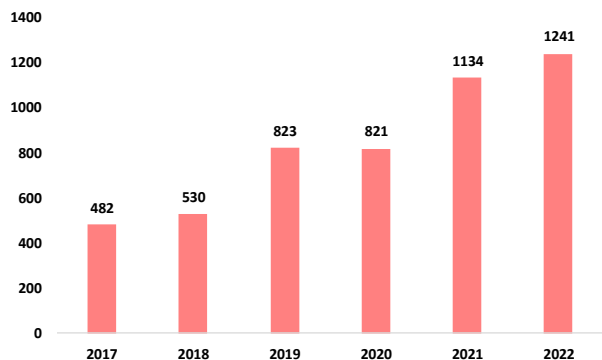
资料来源：Euromonitor，中信建投

## 2）坚持自有品牌和高端出海，抓住大屏化机遇。

**扩大自主品牌化，重要地区品牌价格指数提升。**体育营销策略效果显著，海外品牌力明显提升，根据凯度咨询，海信已连续 7 年位居 BrandZ™ 中国全球化品牌 10 强；益普索调查显示，海信 2019-2023 年在 18 个重要国家的海外品牌认知度累计提升 14pct，海外品牌资产指数从 55 稳步提升至 100。品牌影响力的提升同时增强品牌定价能力，2023 年海信在北美、欧洲等重要市场的品牌价格指数有所提升。

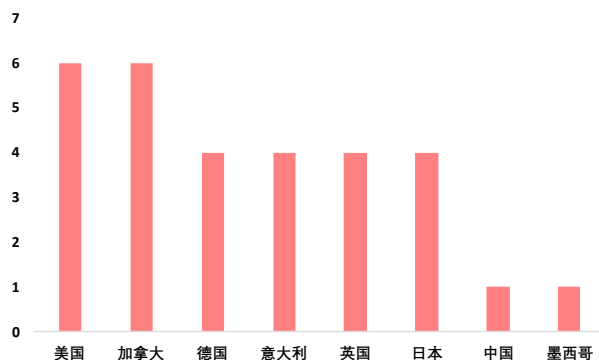


图表 45：2017-2022 年海信品牌力指数



资料来源：凯度咨询，中信建投

图表 46：海信品牌价格指数 YOY

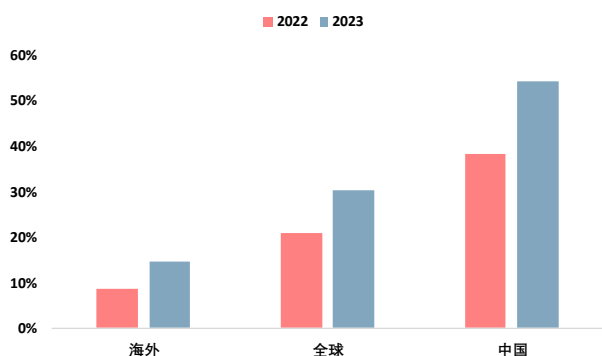


注：品牌价格指数=（零售量份额 / 零售额份额）\*100。

资料来源：海信视像公告，中信建投

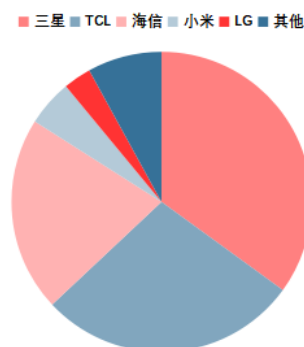
**高端出海持续引领，把握大屏化、Mini LED 趋势优化产品结构。**海信聚焦产品与技术，持续推动产品高端化升级，叠加体育营销助力高端产品销售，产品结构持续优化。大屏电视方面，海信海外大屏化效果显现，2023 年海信 100 吋及以上电视的全球销量同比增长 152.68%，销额同比增长 115.88%。奥维睿沃数据显示，在全球 100 吋及以上电视市场中，2023 年海信系出货量市占率为 44.75%，高居全球第一；Omdia 数据显示，2024Q1 海信系电视出货量占据全球百吋市场 56.4%，排名第一。高端电视方面，随着高端显示技术的升级和降本，高端细分市场快速增长，特别是在 Mini LED 领域，根据 Counterpoint 数据，2024Q1 全球 Mini LED 电视出货量同比增长 49%，其中海信占据全球 Mini LED 电视销量的 21%。随着 2024 年体育赛事及经济复苏带动大屏电视需求增长，海信电视的高端优势愈加显著，公司海外产品结构有望持续优化。

图表 47：75 吋及以上产品销售额占比



资料来源：海信视像公告，中信建投

图表 48：2024Q1 全球各品牌 Mini LED 电视销量份额



资料来源：Counterpoint，中信建投

## 3.2 2024 年欧洲杯能够给海信带来什么？

### 1) 短期扩张全球渠道，提高出货量与全球市场份额。

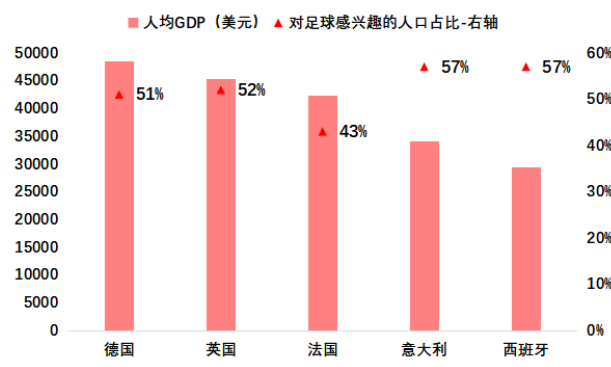
丰富顶级赛事经验叠加足球传统强国，2024 年欧洲杯将拉动海外销量上涨。作为已连续赞助四届世界级赛事的中国品牌，海信在欧洲杯营销策略上累积了独有经验。配合形象升级的品牌建设目标，海信已针对欧洲杯制定组合拳策略，将在 4 月至 7 月之间通过社交媒体推介、广告投放、IP 联名、品类巡演等方式形成营销合力，促进全球各地渠道扩展。另外，2024 年欧洲杯具有不同以往的热度集中优势。2016 年欧洲主办国为法国，2020 年受疫情影响赛事由 12 个国家主办，而 2024 年欧洲杯将由德国主办。德国作为足球传统强国、具备热烈的足球氛围，并且人均 GDP 水平领先欧洲其他足球强国。2023 年海信电视在德国的零售量排名第三，市占率同比提升 3.1pct，今年营销策略的持续落地与品牌的高曝光机会将为海信电视夺取销量冠军带来新的可能性。

图表 49：海信 2024 年欧洲杯 IP 激活及营销策略发布



资料来源：海信集团官网，中信建投

图表 50：欧洲主要国家的足球感兴趣人口占比与人均 GDP



资料来源：Nielsen，中信建投

足球赛事关系深度绑定，消费者心智进一步加强。Omdia 数据显示，2023 年海信系电视海外出货同比增长 13.9%，此外欧洲成为海信视像境外收入第二大增量市场，表明主动的品牌塑造取得实际成效。经过数次足球顶级赛事的赞助营销与消费者的实际体验，海信已在全球市场形成消费者心智。2020 欧洲杯期间，海信在所有赞助品牌中的用户心智占有率高达 25.27%，名列第一。同时，消费者对体育赛事的赞助品牌具有较高的信任度与认可度。据 Nielsen 报告，2021 年 81% 的消费者表示完全信任或有点信任体育赛事中的品牌赞助，仅次于亲朋好友推荐。2022 年有 67% 的足球球迷认为参与体育赞助的品牌更有吸引力，59% 的球迷会相同情况下倾向于选择赞助商产品（普通人群的比例为 45%），并且赞助活动平均提高了球迷 10% 购买意向。因此，2024 年欧洲杯将进一步强化海信与足球赛事的绑定关系，进一步提升市场消费心智。

### 2) 长期提升知名度和品牌力，加速品牌高端出海，进而扩大收入增长空间。

从“Hi 冠军”到“信，就是冠军”，2024 年欧洲杯将是海信品牌高端出海的关键节点。根据海信 2022 年全球品牌增长计划，2025 年全球品牌价格指数将增长到 100；海信集团国际营销常务副总裁方雪玉表示，未来品牌资产要实现 20% 的提升。体育营销既能提升品牌认知度，又能推动渠道销售落地和品牌高端化。海信集团总裁贾少谦曾表示，“如果说赞助 2016 欧洲杯，只是海信主品牌开始大举走向海外；2020 欧洲杯，将是海信各品牌、各产品全面国际化的开端。”经过 2016 年欧洲杯获得“世界第二”国际声誉的海信，将在 2024 年欧洲杯崭新营销主题——“信，就是冠军”的旗帜下加速品牌高端出海的旅程。

从知名度来看：完整赛事配置吸引更多观众，品牌营销进入新阶段。2024 年欧洲杯是疫情散去后首届完整配置的欧洲杯，将在一个月内在 10 个城市开展 51 场比赛，预计有 200 多个国家或地区进行赛事转播，欧足联官方预测将累计形成 50 亿电视观众。2024 年是海信第三次成为欧洲杯赞助商，作为此次合作的一部分，海信也将获得 2023-2024 年和 2025-2026 年的欧洲杯预选赛、2025 年的欧国联决赛、2025 年的 U21 欧洲杯、2024 年的南美欧洲超级杯以及 2026 年的欧洲五人制足球锦标赛的赞助权。同时，海信陆续官宣成为 2024 年 KPL 王者荣耀职业联赛和重庆狼队王者荣耀分部的官方合作伙伴、《黑神话：悟空》游戏的全球官方合作伙伴，此类游戏营销表明海信品牌营销进入新阶段，将在更广阔的年龄层范围提升品牌形象。

图表 51：海信成为《黑神话：悟空》全球官方合作伙伴



资料来源：海信视像微信公众号，中信建投

图表 52：海信官宣成为 2024 年 KPL 官方合作伙伴

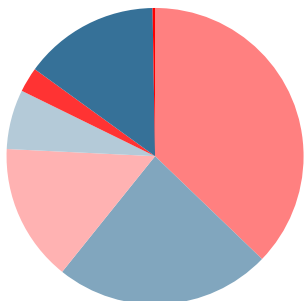


资料来源：中国电子视像行业协会，中信建投

从高端化来看：欧洲杯将刺激更多大屏电视需求，助力海外产品结构的升级。根据 GKURC，电视作为大型体育赛事的第一大观赛硬件，大屏幕已成为 Z 世代重视的观赛体验要素。因此，2024 年观众基数更大的欧洲杯将带来更多大屏电视的更新需求，是欧洲品牌升级的绝佳机会。参考 2020 年欧洲杯，海信在 2021 年 1-6 月通过一系列主题营销活动，实现了 U7、U8 系列电视海外销售额同比增长 143.1%，尤其是在欧洲杯核心五国市场，U7、U8 系列累计销售额同比增长 205.4%。预计海信在 2024 年欧洲杯与后续赞助机会中，将进一步拓展高端产品的市场份额。

图表 53：Z 世代世界杯观赛的硬件品类选择情况

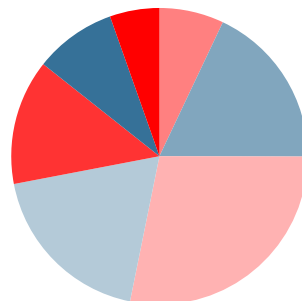
■ 电视 ■ 手机 ■ 笔记本电脑 ■ 平板电脑 ■ 台式电脑 ■ 投影仪 ■ 其他



资料来源：GKURC，中信建投

图表 54：Z 世代对于世界杯观赛电视的尺寸倾向情况

■ 55吋及以下 ■ 60吋 ■ 65吋 ■ 70吋 ■ 75吋 ■ 80吋 ■ 85吋及以上



资料来源：GKURC，中信建投

## 四、盈利预测

海信视像坚持产品高端化策略，产品结构和盈利水平不断优化；此外，欧洲杯将于 6 月开幕，参考三星体育营销对其自身品牌知名度和产品结构的提升，我们认为海信作为欧洲杯官方赞助商，有望凭借品牌营销及新品上市实现渠道拓展与高端化突破。我们预测 2024-2026 年公司实现归母净利润 24.13/27.95/32.65 亿元，对应 EPS 为 1.85/2.14/2.50 元，当前股价对应 PE 为 14.79/12.76/10.93 倍，维持“买入”评级。

图表 55：海信视像收入拆分

单位：亿元，%	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>分业务</b>						
<b>智慧显示终端</b>	<b>378.06</b>	<b>352.59</b>	<b>412.57</b>	<b>474.19</b>	<b>550.86</b>	<b>636.08</b>
YOY	20.89%	-6.74%	17.01%	14.94%	16.17%	15.47%
毛利率	13.90%	17.35%	15.99%	16.45%	16.50%	16.55%
<b>新显示新业务</b>	<b>46.01</b>	<b>46.35</b>	<b>65.17</b>	<b>84.19</b>	<b>100.61</b>	<b>119.92</b>
YOY	40.96%	0.75%	40.60%	29.20%	19.50%	19.20%
毛利率	34.31%	38.22%	31.68%	31.25%	31.91%	32.71%
<b>其他主营业务</b>	<b>7.11</b>	<b>6.55</b>	<b>6.16</b>	<b>7.39</b>	<b>8.50</b>	<b>9.52</b>
YOY	-14.25%	-7.95%	-5.95%	20.00%	15.00%	12.00%
毛利率	37.32%	24.56%	25.24%	25.50%	26.00%	26.50%
<b>其他业务</b>	<b>36.83</b>	<b>51.89</b>	<b>52.26</b>	<b>47.04</b>	<b>39.98</b>	<b>31.98</b>
YOY	-6.70%	40.89%	0.72%	-10.00%	-15.00%	-20.00%
毛利率	7.42%	5.49%	5.06%	5.00%	5.00%	5.00%
<b>分地区</b>						
<b>境内收入</b>	<b>196.90</b>	<b>200.03</b>	<b>236.43</b>	<b>260.46</b>	<b>289.96</b>	<b>326.33</b>
YOY	25.41%	1.59%	18.20%	10.17%	11.32%	12.55%
毛利率	22.58%	26.57%	23.47%	26.70%	26.80%	27.00%
<b>境外收入</b>	<b>234.28</b>	<b>205.46</b>	<b>247.47</b>	<b>305.31</b>	<b>370.01</b>	<b>439.18</b>
YOY	19.12%	-12.30%	20.45%	23.38%	21.19%	18.69%
毛利率	11.32%	13.31%	13.21%	12.01%	12.84%	13.41%
<b>其他业务</b>	<b>36.83</b>	<b>51.89</b>	<b>52.26</b>	<b>47.04</b>	<b>39.98</b>	<b>31.98</b>
YOY	-6.70%	40.89%	0.72%	-10.00%	-15.00%	-20.00%
毛利率	7.42%	5.49%	5.06%	5.00%	5.00%	5.00%
<b>营业收入合计</b>	<b>468.01</b>	<b>457.38</b>	<b>536.16</b>	<b>612.81</b>	<b>699.95</b>	<b>797.50</b>
YOY	19.04%	-2.27%	17.22%	14.30%	14.22%	13.94%
<b>毛利率</b>	<b>15.75%</b>	<b>18.22%</b>	<b>16.94%</b>	<b>17.71%</b>	<b>18.17%</b>	<b>18.64%</b>
<b>净利润</b>	<b>11.38</b>	<b>16.79</b>	<b>20.96</b>	<b>24.13</b>	<b>27.95</b>	<b>32.65</b>
YOY	-4.83%	47.58%	24.82%	15.12%	15.85%	16.82%
<b>净利率</b>	<b>2.43%</b>	<b>3.67%</b>	<b>3.91%</b>	<b>3.94%</b>	<b>3.99%</b>	<b>4.09%</b>

资料来源：海信视像公告，中信建投

## 五、风险提示

**1) 市场需求下降:** 全球电视市场进入存量竞争阶段, 欧美及日本等发达国家和地区的市场需求透支效应逐渐显现, 同时高通胀导致居民实际购买力下降, 电视出货需求将持续低迷。根据 TrendForce 集邦咨询数据, 2023 年全球电视出货量约 1.95 亿台 (YOY-2.7%), 创近十年历史新低。公司未来三年电视业务增长主要依靠海外出货量增加拉动, 如果海外需求及海信出货量不及预期, 会对公司电视业务及整体收入利润产生较大影响。假设 2024 年公司海外电视出货量增速下滑 5pct, 收入和利润增速将下滑 2.5pct 左右。

**2) 面板价格反弹:** 头部面板厂商库存持续下降, 叠加减产幅度扩大, 对市场供需形成支撑力。根据 AVC Revo 数据, 各尺寸电视面板价格自 2022 年 10 月开始止跌, 随后经历小幅度涨价, 与 2022 年 9 月相比, 75/65/55/50/43/32 吋电视面板均价至 2024 年 6 月共涨价 74/75/54/42/19/12 美元。

**3) 人民币汇率波动:** 汇率长期波动会影响外贸企业的经营战略, 美元汇率短期波动较大, 根据中国外汇交易中心数据, 当前美元兑人民币即期汇率为 7.2 以上, 跟去年同期相比处于较高水平。



## 报表预测

资产负债表（百万元）

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>29,294.15</b>	<b>35,455.98</b>	<b>42,216.62</b>	<b>46,408.50</b>	<b>54,005.98</b>
现金	3,074.98	2,271.18	6,128.11	7,010.89	10,910.24
应收票据及应收账款合	12,830.10	14,255.91	16,564.57	18,919.90	21,556.82
其他应收款	50.59	36.91	59.71	68.20	77.70
预付账款	72.21	81.38	110.10	125.76	143.28
存货	4,189.08	5,831.23	6,272.69	7,124.56	8,071.68
其他流动资产	9,077.19	12,979.37	13,081.44	13,159.20	13,246.25
<b>非流动资产</b>	<b>6,465.41</b>	<b>9,650.61</b>	<b>8,723.62</b>	<b>7,787.73</b>	<b>6,866.25</b>
长期投资	1,733.34	782.67	873.48	964.29	1,055.10
固定资产	1,422.45	4,563.98	3,895.66	3,218.66	2,532.99
无形资产	781.91	1,057.62	882.49	707.13	531.55
其他非流动资产	2,527.71	3,246.33	3,071.99	2,897.65	2,746.61
<b>资产总计</b>	<b>35,759.55</b>	<b>45,106.59</b>	<b>50,940.24</b>	<b>54,196.23</b>	<b>60,872.22</b>
<b>流动负债</b>	<b>15,156.33</b>	<b>18,381.72</b>	<b>21,454.93</b>	<b>21,478.21</b>	<b>24,341.58</b>
短期借款	445.04	703.44	2,550.97	0.00	0.00
应付票据及应付账款合	9,661.97	11,982.22	12,670.05	14,390.73	16,303.80
其他流动负债	5,049.31	5,696.06	6,233.92	7,087.48	8,037.78
<b>非流动负债</b>	<b>703.71</b>	<b>1,492.62</b>	<b>1,317.80</b>	<b>1,149.91</b>	<b>989.92</b>
长期借款	59.31	692.29	517.47	349.58	189.59
其他非流动负债	644.39	800.33	800.33	800.33	800.33
<b>负债合计</b>	<b>15,860.04</b>	<b>19,874.34</b>	<b>22,772.73</b>	<b>22,628.12</b>	<b>25,331.50</b>
少数股东权益	2,347.96	6,337.58	6,860.14	7,465.55	8,172.80
股本	1,307.65	1,305.40	1,305.40	1,305.40	1,305.40
资本公积	2,514.34	2,460.56	2,460.56	2,460.56	2,460.56
留存收益	13,729.56	15,128.72	17,541.41	20,336.60	23,601.96
归属母公司股东权益	17,551.55	18,894.68	21,307.37	24,102.56	27,367.92
<b>负债和股东权益</b>	<b>35,759.55</b>	<b>45,106.59</b>	<b>50,940.24</b>	<b>54,196.23</b>	<b>60,872.22</b>

现金流量表（百万元）

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>5,004.87</b>	<b>2,927.60</b>	<b>1,996.42</b>	<b>3,381.92</b>	<b>3,767.83</b>
净利润	2,151.36	2,549.80	2,935.25	3,400.61	3,972.60
折旧摊销	351.70	890.32	1,017.80	1,026.70	1,012.30
财务费用	-45.27	-11.64	85.42	53.52	-18.29
投资损失	-251.14	-513.70	-368.46	-368.46	-368.46
营运资金变动	2,719.59	-120.32	-1,678.02	-734.86	-834.75
其他经营现金流	78.62	133.14	4.42	4.42	4.42
<b>投资活动现金流</b>	<b>-4,580.97</b>	<b>-2,796.59</b>	<b>273.23</b>	<b>273.23</b>	<b>273.23</b>
资本支出	301.87	380.69	0.00	0.00	0.00
长期投资	-6,838.50	-3,175.85	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	1,955.67	-1.43	273.23	273.23	273.23
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-972.00</b>	<b>-49.08</b>	<b>1,587.29</b>	<b>-2,772.38</b>	<b>-141.70</b>
短期借款	-689.05	258.39	1,847.53	-2,550.97	0.00
长期借款	-15.02	632.98	-174.82	-167.89	-159.99
其他筹资现金流	-267.93	-940.45	-85.42	-53.52	18.29
<b>现金净增加额</b>	<b>-539.02</b>	<b>53.69</b>	<b>3,856.94</b>	<b>882.77</b>	<b>3,899.36</b>

利润表（百万元）

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>45,738.12</b>	<b>53,615.56</b>	<b>61,281.15</b>	<b>69,994.77</b>	<b>79,750.12</b>
营业成本	37,402.82	44,534.02	50,426.09	57,274.29	64,888.21
营业税金及附加	219.29	257.78	272.52	311.28	354.66
销售费用	3,504.32	3,607.42	4,167.12	4,829.64	5,582.51
管理费用	710.42	934.03	1,103.06	1,329.90	1,595.00
研发费用	2,079.78	2,378.99	2,635.09	3,079.77	3,588.76
财务费用	-45.27	-11.64	85.42	53.52	-18.29
资产减值损失	-58.07	-106.56	-92.45	-105.60	-120.31
信用减值损失	6.72	-21.51	-26.20	-29.92	-34.09
其他收益	237.29	384.88	280.41	280.41	280.41
公允价值变动收益	17.97	77.85	50.00	50.00	50.00
投资净收益	251.14	513.70	368.46	368.46	368.46
资产处置收益	18.11	0.78	6.33	6.33	6.33
<b>营业利润</b>	<b>2,339.92</b>	<b>2,764.11</b>	<b>3,178.39</b>	<b>3,686.05</b>	<b>4,310.06</b>
营业外收入	60.97	54.48	64.32	64.32	64.32
营业外支出	54.05	36.97	40.59	40.59	40.59
<b>利润总额</b>	<b>2,346.84</b>	<b>2,781.62</b>	<b>3,202.12</b>	<b>3,709.78</b>	<b>4,333.79</b>
所得税	195.48	231.82	266.87	309.18	361.18
<b>净利润</b>	<b>2,151.36</b>	<b>2,549.80</b>	<b>2,935.25</b>	<b>3,400.61</b>	<b>3,972.60</b>
少数股东损益	472.26	453.94	522.56	605.41	707.24
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,679.11</b>	<b>2,095.85</b>	<b>2,412.69</b>	<b>2,795.20</b>	<b>3,265.36</b>
EBITDA	2,653.27	3,660.30	4,305.34	4,790.00	5,327.79
EPS（元）	1.29	1.61	1.85	2.14	2.50

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-2.27	17.22	14.30	14.22	13.94
营业利润(%)	45.47	18.13	14.99	15.97	16.93
归属于母公司净利润	47.58	24.82	15.12	15.85	16.82
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	18.22	16.94	17.71	18.17	18.64
净利率(%)	3.67	3.91	3.94	3.99	4.09
ROE(%)	9.57	11.09	11.32	11.60	11.93
ROIC(%)	15.08	21.15	20.97	18.12	20.12
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	44.35	44.06	44.70	41.75	41.61
净负债比率(%)	-12.92	-3.47	-10.86	-21.10	-30.16
流动比率	1.93	1.93	1.97	2.16	2.22
速动比率	1.63	1.58	1.64	1.79	1.85
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.28	1.19	1.20	1.29	1.31
应收账款周转率	5.54	5.83	5.82	5.82	5.82
应付账款周转率	6.68	6.25	6.62	6.62	6.62
<b>每股指标（元）</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.29	1.61	1.85	2.14	2.50
每股经营现金流(最新)	3.83	2.24	1.53	2.59	2.89
每股净资产(最新摊薄)	13.45	14.47	16.32	18.46	20.97
<b>估值比率</b>					
P/E	21.25	17.02	14.79	12.76	10.93
P/B	2.03	1.89	1.67	1.48	1.30
EV/EBITDA	4.43	6.12	7.66	6.45	5.35

资料来源：公司公告，iFinD 中信建投

## 分析师介绍

**马王杰**

中信建投证券家电行业首席分析师，上海交通大学管理学硕士，曾就职于申万宏源、天风和国盛证券。研究扎实，观点鲜明。所在团队曾获 2016 年新财富家电行业第五名、水晶球第二名；2017 年新财富入围；2018 年金牛奖家电行业最佳团队。

## 研究助理

**吕育儒**

lvyyuru@csc.com.cn

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10%-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

## 中信建投证券研究发展部

北京  
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
座 12 层  
电话：（8610） 8513-0588  
联系人：李祉瑶  
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
上海浦东新区浦东南路 528 号南  
塔 2103 室  
电话：（8621） 6882-1600  
联系人：翁起帆  
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
福田区福中三路与鹏程一路交  
汇处广电金融中心 35 楼  
电话：（86755） 8252-1369  
联系人：曹莹  
邮箱：caoying@csc.com.cn

## 中信建投（国际）

香港  
中环交易广场 2 期 18 楼  
电话：（852） 3465-5600  
联系人：刘泓麟  
邮箱：charleneliu@csci.hk