

海信视像 (600060.SH)

海信系报告五：持续进击的黑电巨头

海信视像为何能实现全球第二？

海信视像是全球领先的智能显示终端龙头。2024年，海信系电视实现销量2979万台，全球出货量市占率近14%，位列第二。我们认为海信在全球市场上实现强劲增长的逻辑是：1)内销端，行业受益以旧换新政策焕发新活力，公司以海信&Vidda双品牌卡位不同价格带竞争力强劲；2)外销端，其基于国际营销平台&TVS精细化运作，核心市场份额逐步提升。

内销：海信&Vidda双品牌差异化获客

行业端，以旧换新政策以来行业销额持续增长；品牌端，公司以海信&Vidda双品牌定位差异化市场，Vidda 2k元内产品较多，而海信品牌2-4k元较多，6k元以上高端市场份额也有布局。Vidda对比红米和雷鸟，在入门级别及高端价格带均有较好销售表现，海信对比小米和TCL，品牌调性更好，2024年Vidda进一步补齐产品矩阵后看好后续势能。

外销：国际营销平台+TVS精细化运营

架构上，海信以国际营销平台与TVS精细化运营各个区域；分市场看，亚太/北美/中东非/西欧为海信核心区域，亚太中海信自收购东芝黑电业务在日本保持多年份额第一，北美海信已经入驻沃尔玛等性价比渠道及Best Buy等中高端渠道，未来渠道优化下盈利有望提升；欧洲市场产品结构好&兼具成长性，海信销额及销量市占率居于前三；中东非等地区海信不断开拓渠道，销量逐年增长。

盈利能力是否还能提升？

成本：面板价格进入稳态

产业链看，面板占电视50%以上成本，且面板厂集中度高、议价能力强；复盘近几年面板周期，我们发现供需关系的短期错配是其主导因素。我们认为在需求端逐渐回暖、供给端稼动率上调的情况下，面板价格长期看会是上涨趋势，但振幅将减弱。且电视厂商深度绑定面板厂，未来成本将更加可控。

高端化：MiniLED&大屏化驱动产品结构升级

行业端，MiniLED占比提升及大屏化趋势推动产品结构升级。海信在高端化领域表现出色，大屏/MiniLED产品全球市占率较高，我们测算MiniLED份额提升下海信2025/2026年TV板块收入增速为13.5%/8.4%，MiniLED对收入增量的贡献达81%/69%。

盈利预测与投资建议。预计公司25-27年盈利为26.15/30.26/34.97亿元，2025年合理市值为392亿元，对应PE15倍左右。首次覆盖，予以“增持”评级。

风险提示：主要原材料及关键器件价格上涨、汇率波动和海运费用上涨、终端需求下行、测算误差。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	53,616	58,530	65,617	70,933	76,520
增长率 yoy (%)	17.2	9.2	12.1	8.1	7.9
归母净利润(百万元)	2,096	2,246	2,615	3,026	3,497
增长率 yoy (%)	24.8	7.2	16.4	15.7	15.6
EPS 最新摊薄(元/股)	1.61	1.72	2.00	2.32	2.68
净资产收益率(%)	11.1	11.5	12.6	13.7	14.6
P/E(倍)	14.9	13.9	11.9	10.3	8.9
P/B(倍)	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3

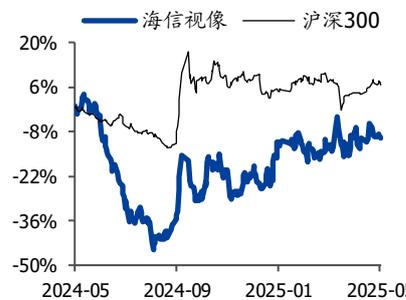
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2025年05月23日收盘价

增持(首次)

股票信息

行业	黑色家电
05月23日收盘价(元)	23.89
总市值(百万元)	31,175.79
总股本(百万股)	1,304.97
其中自由流通股(%)	99.24
30日日均成交量(百万股)	14.02

股价走势



作者

分析师	徐程颖
执业证书编号	S0680521080001
邮箱	xuchengying@gszq.com
分析师	陈思琪
执业证书编号	S0680524070002
邮箱	chensiqi@gszq.com
研究助理	盘殊玥
执业证书编号	S0680124030008
邮箱	panshuyue@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	35456	36976	39092	41655	45195
现金	2271	2683	2258	3414	5244
应收票据及应收账款	9675	11617	12121	13278	14482
其他应收款	37	47	0	0	0
预付账款	81	95	104	110	120
存货	5831	5647	6418	6788	7111
其他流动资产	17560	16887	18190	18066	18237
非流动资产	9651	9679	9627	9469	9226
长期投资	783	711	711	711	711
固定资产	4464	4470	4393	4201	3926
无形资产	1058	1074	1080	1086	1092
其他非流动资产	3346	3424	3443	3470	3496
资产总计	45107	46655	48719	51125	54420
流动负债	18382	20452	20940	21333	22303
短期借款	703	683	633	583	533
应付票据及应付账款	11982	13599	14610	15846	17044
其他流动负债	5696	6171	5698	4905	4725
非流动负债	1493	1205	1215	1215	1215
长期借款	638	353	353	353	353
其他非流动负债	855	851	861	861	861
负债合计	19874	21656	22154	22547	23517
少数股东权益	6338	5421	5882	6416	7033
股本	1305	1305	1305	1305	1305
资本公积	2461	2290	2290	2290	2290
留存收益	15216	16411	17469	18948	20657
归属母公司股东权益	18895	19578	20682	22161	23870
负债和股东权益	45107	46655	48719	51125	54420

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2928	3595	704	2164	3037
净利润	2550	2572	3077	3560	4114
折旧摊销	890	970	108	224	309
财务费用	47	57	46	44	42
投资损失	-514	-448	-444	-480	-518
营运资金变动	-120	383	-2258	-1370	-1102
其他经营现金流	75	61	175	187	192
投资活动现金流	-2797	37	580	622	662
资本支出	-535	-912	-61	-51	-48
长期投资	-3176	473	230	225	225
其他投资现金流	914	476	411	447	485
筹资活动现金流	-49	-3199	-1489	-1630	-1869
短期借款	258	-21	-50	-50	-50
长期借款	638	-284	0	0	0
普通股增加	-2	0	0	0	0
资本公积增加	-54	-171	0	0	0
其他筹资现金流	-889	-2723	-1439	-1580	-1819
现金净增加额	54	422	-191	1155	1830

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	53616	58530	65617	70933	76520
营业成本	44906	49366	54744	58748	62968
营业税金及附加	258	185	279	426	459
营业费用	3235	3421	3963	4291	4629
管理费用	934	1040	1181	1277	1377
研发费用	2379	2374	2756	2979	3290
财务费用	-12	52	-99	-60	-50
资产减值损失	-107	-148	-104	-119	-124
其他收益	385	395	418	480	503
公允价值变动收益	78	182	0	0	0
投资净收益	514	396	444	480	518
资产处置收益	1	4	11	6	8
营业利润	2764	2864	3537	4084	4713
营业外收入	54	65	5	6	7
营业外支出	37	46	46	45	45
利润总额	2782	2884	3496	4045	4675
所得税	232	312	420	485	561
净利润	2550	2572	3077	3560	4114
少数股东损益	454	325	462	534	617
归属母公司净利润	2096	2246	2615	3026	3497
EBITDA	3054	3345	3506	4209	4934
EPS (元/股)	1.61	1.72	2.00	2.32	2.68

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	17.2	9.2	12.1	8.1	7.9
营业利润(%)	18.1	3.6	23.5	15.5	15.4
归属母公司净利润(%)	24.8	7.2	16.4	15.7	15.6
获利能力					
毛利率(%)	16.2	15.7	16.6	17.2	17.7
净利率(%)	3.9	3.8	4.0	4.3	4.6
ROE(%)	11.1	11.5	12.6	13.7	14.6
ROIC(%)	7.3	8.0	10.7	11.7	12.6
偿债能力					
资产负债率(%)	44.1	46.4	45.5	44.1	43.2
净负债比率(%)	-1.7	-4.5	-3.3	-7.3	-12.8
流动比率	1.9	1.8	1.9	2.0	2.0
速动比率	1.6	1.5	1.5	1.6	1.7
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.3	1.4	1.4	1.5
应收账款周转率	13.2	10.9	11.0	11.4	11.1
应付账款周转率	7.1	6.1	6.1	6.3	6.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.61	1.72	2.00	2.32	2.68
每股经营现金流(最新摊薄)	2.24	2.75	0.54	1.66	2.33
每股净资产(最新摊薄)	14.48	15.00	15.85	16.98	18.29
估值比率					
P/E	14.9	13.9	11.9	10.3	8.9
P/B	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	8.8	7.4	8.6	6.9	5.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 05 月 23 日收盘价

内容目录

1.海信视像为何能实现全球第二？	5
1.1 内销：海信&Vidda 双品牌差异化获客	5
1.2 外销：国际营销平台+TVS精细化运营	12
2.盈利能力是否还能提升？	17
2.1 产业链：面板价格进入稳态	17
2.2 高端化：MiniLED&大屏化驱动产品结构升级	20
3.盈利预测与估值	24
3.1 盈利预测	24
3.2 估值讨论	25
风险提示	26

图表目录

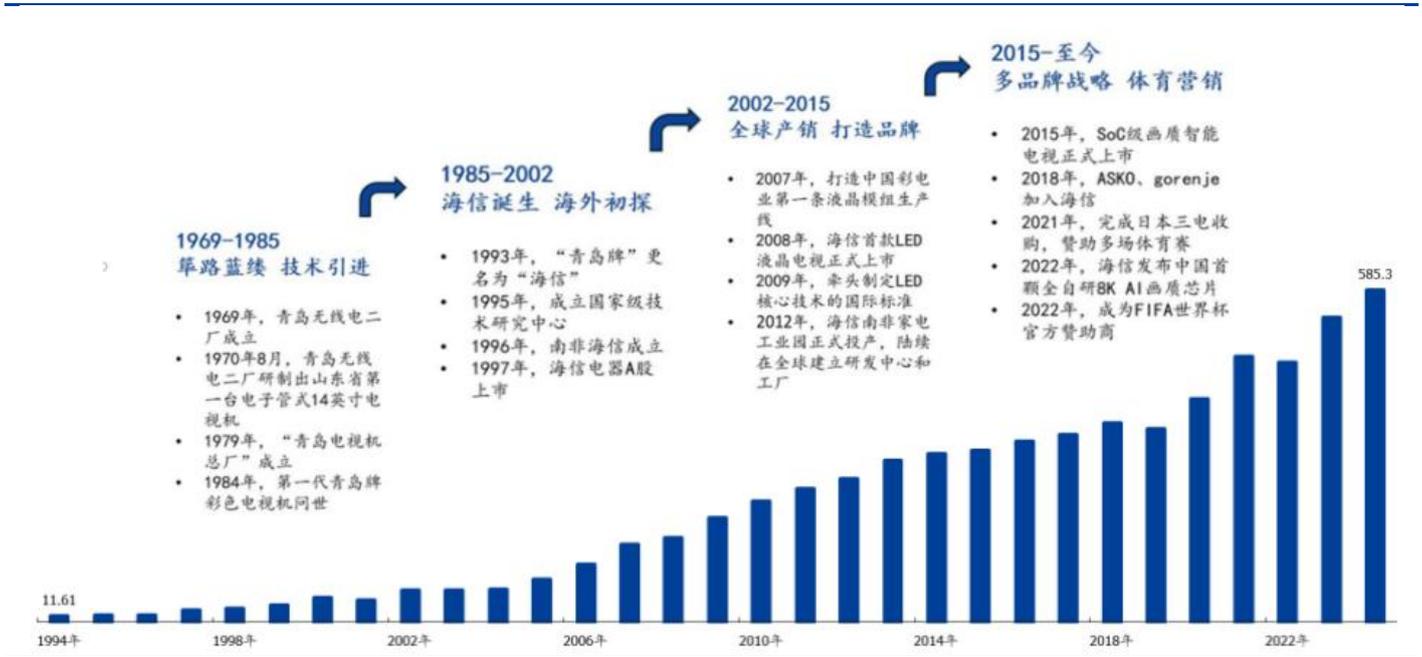
图表 1: 海信视像收入增长显著 (单位: 亿元)	5
图表 2: 行业销额/均价	6
图表 3: 超龄服役比	6
图表 4: 线上主要品牌均价情况 (元)	7
图表 5: 2024 年海信及 Vidda 产品结构对比 (线上)	7
图表 6: 海信+Vidda 销额/销量市占率	7
图表 7: 海信及 TCL 收入情况 (百万元)	7
图表 8: 海信/TCL 2024 年上半年新品对比	8
图表 9: 海信系&TCL 系&小米系主要在售产品一览	8
图表 10: Vidda/雷鸟/红米产品结构对比 (2024 年线上)	10
图表 11: Vidda/雷鸟/红米分价格带市占率 (2024 年线上)	10
图表 12: Vidda/雷鸟/红米销额市占率 (线上)	10
图表 13: Vidda/雷鸟/红米均价 (线上)	10
图表 14: 海信/TCL/小米产品结构对比 (2024 年线上)	11
图表 15: 海信/TCL/小米分价格带市占率 (2024 年线上)	11
图表 16: 海信/TCL/小米销额市占率 (线上)	11
图表 17: 海信/TCL/小米均价 (线上)	11
图表 18: 海信国际营销股权结构图 (截至 2023 年 3 月 9 日)	12
图表 19: 海信及东芝品牌全球市占率逐年提升 (%)	13
图表 20: 东芝盈利能力提升 (亿元)	13
图表 21: 海信海外业务收入占比逐年提升 (%)	13
图表 22: 2024 年底海信系分区域销量占比	13
图表 23: 北美是全球电视最大销售区域 (2023 年)	14
图表 24: 海信视像北美市场份额逐步提升 (单位: %)	14
图表 25: Bestbuy 渠道产品对比	14
图表 26: 中国/墨西哥/越南关税变化	15
图表 27: 2025 年 M1-M2 中国电视出口分区域数据 (万台)	15
图表 28: 北美主要电视品牌墨西哥产能情况	15
图表 29: 欧洲市场增速最高 (2024Q1-Q3)	16
图表 30: 欧洲市场均价表现最高 (美元)	16
图表 31: 海信视像 2024 年分区域情况	16
图表 32: 面板价格及电视厂商毛利率成反向相关关系	17
图表 33: 全球电视行业需求平稳 (百万台)	18
图表 34: 中资品牌销量逐年提升 (百万台)	18
图表 35: 电视行业产业链拆分	18
图表 36: 面板供应格局由韩系向中资集中	19
图表 37: 2023 年面板厂商涨价是为了实现盈利 (美元)	19

图表 38:	面板厂商稼动率	19
图表 39:	厂商面板采购计划	20
图表 40:	MiniLED 内销市占率提升显著	20
图表 41:	MiniLED 全球销量	20
图表 42:	LCD 电视与 MiniLED 电视价差 (元)	21
图表 43:	中国企业 MiniLED 份额提升显著	21
图表 44:	分尺寸销量市占率 (线上)	22
图表 45:	分尺寸均价 (元, 2025Q1)	22
图表 46:	中国电视平均尺寸 (单位: 寸)	22
图表 47:	海信高端化表现优异	23
图表 48:	Mini LED 对企业收入端弹性测算	23
图表 49:	海信视像收入拆分 (单位: 百万元)	25
图表 50:	海信视像 PE-Band (截至 2025 年 5 月 12 日)	26
图表 51:	行业内可比公司估值 (PE, 截至 2025 年 5 月 24 日)	26

1. 海信视像为何能实现全球第二？

海信视像是全球领先的智能显示终端龙头。其前身为海信电器，在显示产品领域已深耕近 50 年。海信的发展历程是中国改革开放 40 多年的缩影：1969 年青岛无线电二厂成立，并于第二年研制出山东省第一台电子管式 14 英寸电视机；1979 年，青岛电视机总厂成立；90 年代公司迅速壮大，海信电器于 1997 年 4 月在上海证交所上市；自 2004 年起海信电视连续十多年来在国内彩电市场线下销量市占率第一；2006 年海信集团首次提出“大头在海外”的发展战略；2019 年 12 月，海信电器更名为海信视像科技股份有限公司；据中国经济网数据，截至 2024 年，海信系电视实现销量 2979 万台，全球出货量市占率近 14%，位列第二，国内销额/销量市占率均位列第一。

图表1: 海信视像收入增长显著 (单位: 亿元)



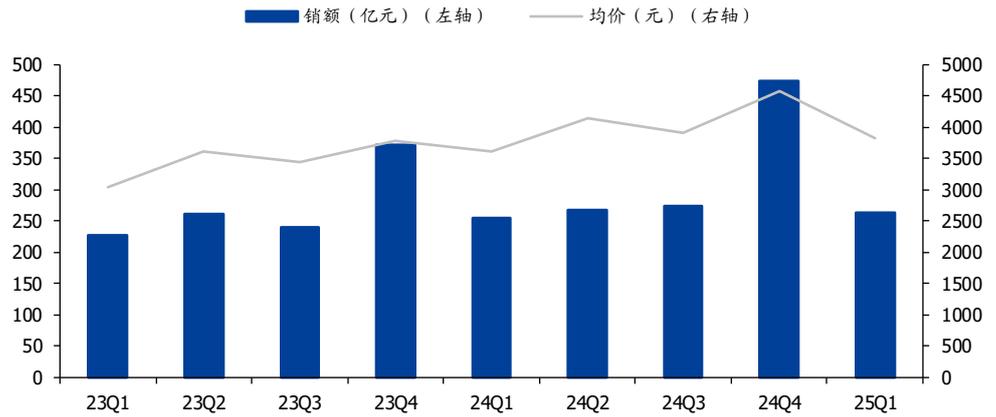
资料来源: Ifind, 公司官网, 国盛证券研究所

海信在全球市场上实现强劲增长的逻辑是什么？我们认为 1) 内销端，行业受益以旧换新政策焕发新活力，公司以海信&Vidda 双品牌卡位不同价格带竞争力强劲；2) 外销端，其基于国际营销平台&TVS 精细化运作，核心市场份额逐步提升。

1.1 内销：海信&Vidda 双品牌差异化获客

行业端，以旧换新政策下内销市场焕发活力。2024 年 8 月份以来，以旧换新政策刺激下中国 TV 内销市场焕发新生活力，2025 年政策持续。据奥维云网数据，2024Q4/2025Q1 行业销额分别同比+28%/+4%，均价分别同比+21%/+6%。此外中国电视市场潜在替换需求较大，我们依据中研普华数据得，截至 2024 年底我国电视总保有量为 4.8 亿台，分别假设电视更新周期为 10 年/8 年的情形之下，超龄服役比为 20.3%/38.7%。

图表2: 行业销额/均价



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

图表3: 超龄服役比

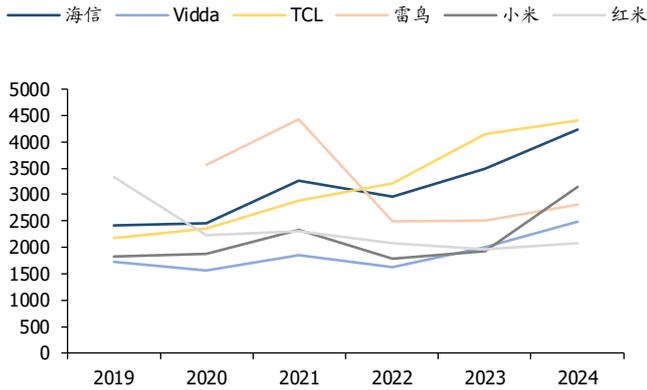
分别假设更新周期为 10年/8年				
	总保有量 (万台)	前10年总销量 (万台)	超龄服役量 (万台)	超龄百分比
10年	53280	42472	10808	20.3%
8年		32661	20619	38.7%

资料来源: 国家统计局, 奥维云网, 中研网, 国盛证券研究所

公司在内销市场主要品牌有海信与 Vidda。海信品牌为公司基石品牌, 定位全球综合性品牌, 聚焦中产品质用户, 旗下有激光电视、ULED 系列等产品。Vidda 主要市场为国内, 定位面向年轻人的“高质价比”消费电子科技潮牌, 拥有音乐电视、游戏电视及纯三色激光高品质 4K 便携智能投影等。2019 年, 海信推出 Vidda 子品牌, 2020 年 Vidda 销量破百万台。2025 年截至 5 月 4 日, Vidda 线上销量市占率提升至 13%。

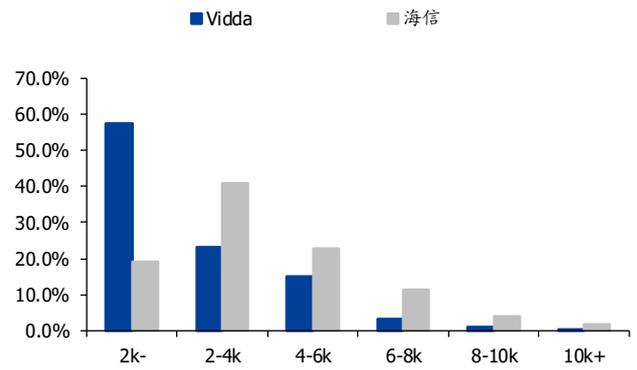
价格看, 海信/Vidda 品牌 2024 年线上均价分别为 4233 元/2487 元。总体看海信、TCL 品牌定价相似, 小米自 2024 年后价格开始向海信及 TCL 追赶。Vidda、雷鸟及红米定价接近, 均价在 3000 元内。产品结构对比看海信和 Vidda 有一定差异性, Vidda 品牌产品以 2k 元以内为主, 占比高达 57%, 海信品牌 2-4k 产品布局最多, 销量占比达 41%, 同时有近 16.8% 产品销售价格在 6k 元以上, 而 2k 元内产品占比不到 20%。

图表4: 线上主要品牌均价情况(元)



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

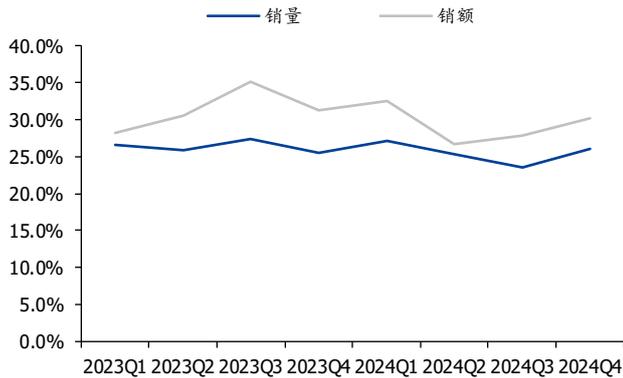
图表5: 2024年海信及Vidda产品结构对比(线上)



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

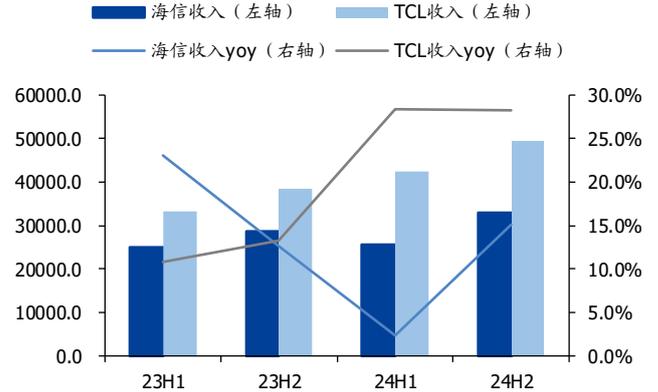
为什么 2024 年海信市场表现阶段性下滑? 从市场销售情况看, 2024 年以来海信系销售额/销量市占率下滑, 从 2023Q3 最高时的 35%/27% 下滑至 2024Q3 时 28%/24%; 收入端看海信增速一般, 海信 2024H1/2024H2 收入端增速为 2.4%/15.1%, 对比 TCL 电子为 28.4%/28.2%。

图表6: 海信+Vidda 销量/销量市占率



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

图表7: 海信及TCL收入情况(百万元)



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

我们认为 2024 年海信视像份额下掉与其短期内产品策略失误有关, 2024 年上半年其主品牌海信在 Mini LED 上发力不足, 部分机型存在高价格低参数的问题。此外, Vidda 在 miniled 上的布局同样也较晚, 自 2023 年 10 月小米推出 Mini LED 产品。将价格带打到 4000+ 段位后, 雷鸟在 2024 年 1 月同样推出了鹤 7 Miniled 系列, 65 寸 4999 元起。而 Vidda 直到 2024 年 9 月才发布搭载 Mini LED 的 X 2025 和 X Mini 系列, 较前两者更晚。

图表8: 海信/TCL 2024 年上半年新品对比



海信U7N
屏幕尺寸: 65
上市时间: 24-03
色域: 95%DCI-P3
分区: 300
亮度: 1300nits
价格: 9999元



TCLQ10K
屏幕尺寸: 65
上市时间: 24-04
色域: 98%DCI-P3
分区: 1512
亮度: 3500nits
价格: 5929元

资料来源: 中关村在线, 天猫, 国盛证券研究所

但 2024 年 9 月 Vidda 推出 MiniLED 产品后, 公司从产品端已经进行了补全, 目前 Vidda 在售主要有六个系列, 其中 X Mini/发现 X/X pro 系列搭载 Mini LED 产品, R/R Pro/S 系列主打性价比, 定位高频低价; 海信品牌在售有 16 个系列, 其中 14 个系列均搭载 MiniLED 技术。

图表9: 海信系&TCL 系&小米系主要在售产品一览

产品 (以 75 英寸为例)	价格 (元)	参数
Vidda R	2999	144Hz
Vidda R Pro	3078	144HZ
Vidda S (85 英寸)	4399	288Hz
Vidda X Mini	3799	264 分区, 1000nits, 264Hz
Vidda 发现 X	4499	528 分区, 2000nits, 240Hz
Vidda 发现 X Pro	5965	1800 分区, 3300nit, 288Hz
雷鸟 雀 5 SE (32 英寸)	599	
雷鸟 雀 5 (65 英寸)	2133	144HZ
雷鸟 鹏 6	2979	120Hz
雷鸟 鹏 7	3199	600nits, 288HZ
雷鸟 鹤 6	3999	1500nits, 288HZ
雷鸟 鹤 6 Pro	4019	640 分区, 1300nits, 144Hz
雷鸟 鹤 7	4519	1248 分区, 2200nits, 144Hz
红米 A	3799	144HZ
红米 A Pro	3999	144HZ
红米 X	4499	240HZ
红米 MAX (85 英寸)	4999	144HZ
小米 S Mini LED	5499	512 分区, 1200nits, 240Hz
小米 S Pro Mini LED	6999	2304 分区, 3200nits, 288HZ
TCL V6L PRO	4999	288HZ
TCL V8L-F (32 英寸)	999	高色域; 60HZ
TCL V8L	4199	144HZ
TCL V8L PRO	4999	QLED 量子点; 144HZ

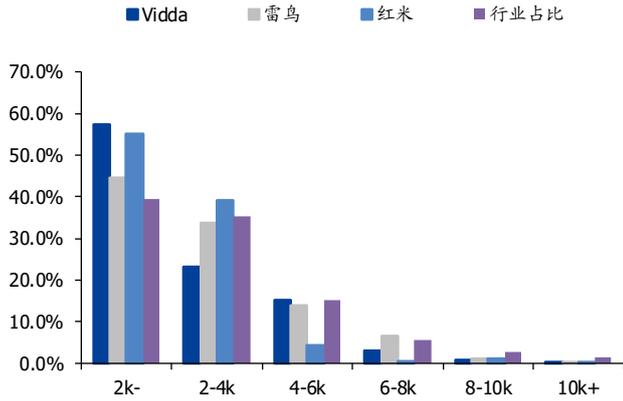
TCL T5L	5299	QLED 量子点; 288HZ
TCL T5L PRO	6999	QD-Mini LED; 312 分区; 1300nits; 288HZ
TCL T6L	6499	QD-Mini LED; 312 分区; 1300nits; 288HZ
TCL T7L	6999	QD-Mini LED; 720 分区; 2200nits; 120HZ
TCL T7L PRO	9999	QD-Mini LED; 720 分区; 2200nits; 288HZ
TCL T8H (98 英寸)	14999	512 分区; 1200nits; 288HZ
TCL Q9L	8999	QD-Mini LED; 2176 分区; 4500nits; 288HZ
TCL Q9L PRO	9999	QD-Mini LED; 2176 分区; 4500nits; 288HZ
TCL Q10L	12999	QD-Mini LED; 2176 分区; 5000nits; 288HZ
TCL Q10L PRO	16999	QD-Mini LED; 4032 分区; 6500nits; 288HZ
海信 E2FD (32 英寸)	940	60HZ
海信 E3Q	4999	144HZ
海信 E3Q PRO	7999	108 分区; 400nits; 300HZ
海信 小墨 E5	8999	Mini LED; 704 分区; 2000nits; 288HZ
海信 E5Q	6599	U+Mini LED; 320 分区; 1300nits; 300HZ
海信 E5Q PRO	8999	U+Mini LED; 768 分区; 2200nits; 300HZ
海信 E5N PRO	5699	U+Mini LED; 704 分区; 2000nits; 144HZ
海信 E7N PRO	11999	U+Mini LED; 2340 分区; 3800nits; 300HZ
海信 E8Q	13999	U+Mini LED; 2880 分区; 5500nits; 330HZ
海信 E8Q PRO	19999	U+Mini LED; 5040 分区; 7000nits; 330HZ
海信 E8N PRO (100 英寸)	30999	U+Mini LED; 2160 分区; 4200nits; 144HZ
海信 E8N Ultra (100 英寸)	35999	U+Mini LED; 4000 分区; 5800nits; 144HZ
海信 UX (85 英寸)	32940	RGB-Mini LED; 3630 分区; 4000nits; 170HZ

资料来源: 天猫, 京东, 小米官方旗舰店, 国盛证券研究所

如何看待海信系对比小米系及雷鸟系的优势?

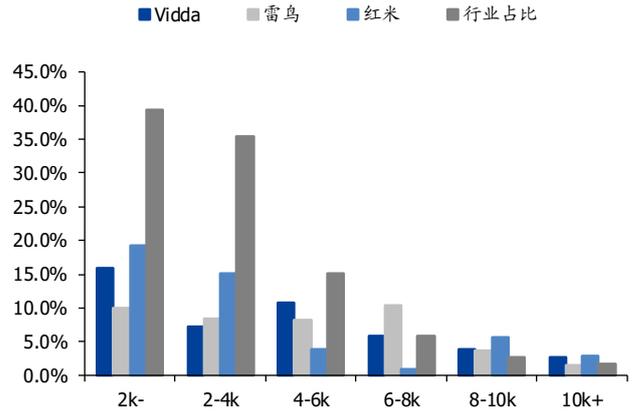
1) 对比 **Vidda**、**雷鸟**及**红米**: 产品端看, 红米无 MiniLED 产品, 且款式较少, SKU 仅 4 款, Vidda 与雷鸟 SKU 数较多, 从入门级产品-55 寸入门款分区产品售价 2000+起; 价格带布局看, 我们发现 Vidda 及红米在 2k 元以内入门级产品有更多布局(产品占比分别为 57%/55%), 而雷鸟相对布局更少, 2k 元内产品市占率看, Vidda 及红米均在 15%+, 而雷鸟仅 10%; 在 4k 元以上中高端价位中, 红米布局较少, 有 6%产品超过 4k 元, 而 Vidda 及雷鸟都有 20%左右产品在 4k 元以上; 市占率表现看, 截至 2025Q1, Vidda/雷鸟/红米销额市占率分别为 8.4%/8.0%/10.0%, Vidda 份额高于雷鸟但次于红米, 但考虑到红米的高份额主要来源于入门款产品销售 (Vidda 及雷鸟 2025Q1ASP 均为 3100+, 而红米近 2195 元), 红米品牌调性及盈利能力会弱于 Vidda 及雷鸟。

图表10: Vidda/雷鸟/红米产品结构对比 (2024年线上)



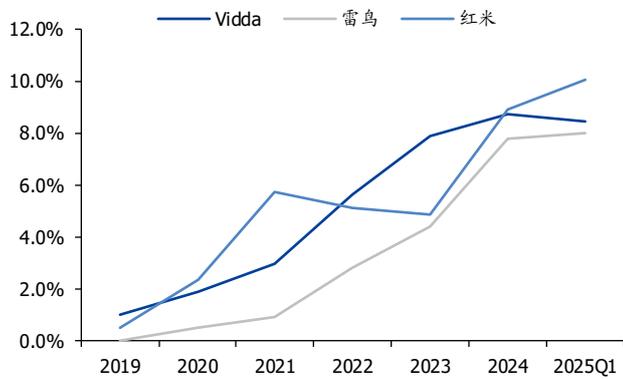
资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

图表11: Vidda/雷鸟/红米分价格带市占率 (2024年线上)



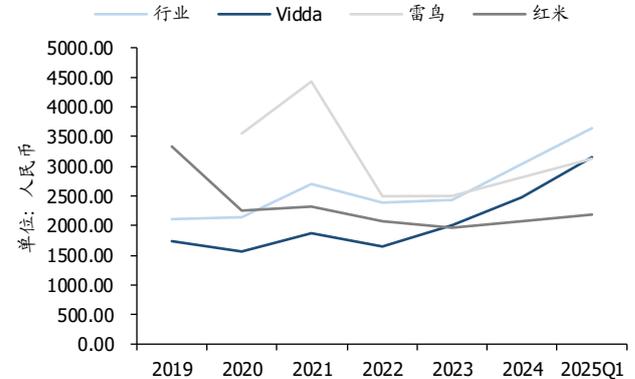
资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

图表12: Vidda/雷鸟/红米销额市占率 (线上)



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

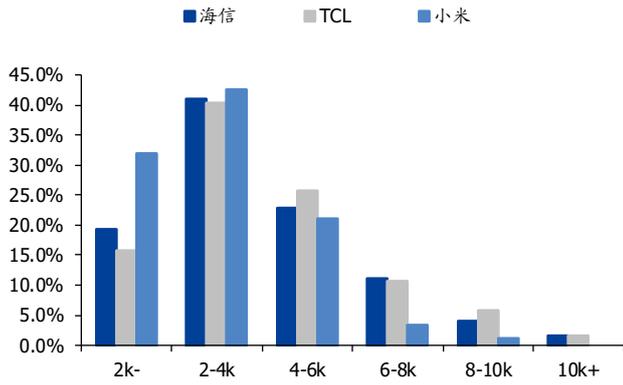
图表13: Vidda/雷鸟/红米均价 (线上)



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

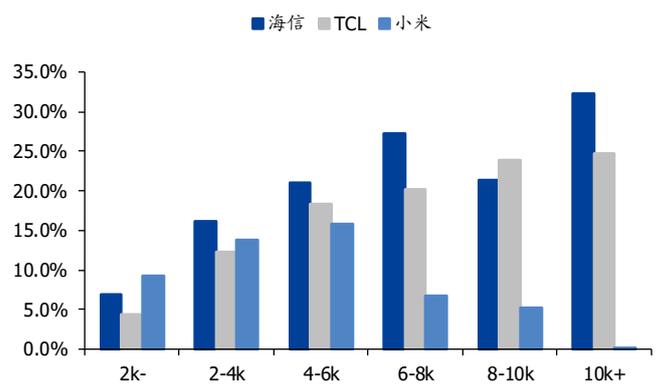
2) 对比海信、TCL及小米品牌: 产品端看, 海信及TCL SKU较多, 达15+, 对比小米仅两个系列(S MiniLED与S Pro MiniLED), 小米品牌定位“性价比MiniLED”, 65寸产品售价3999/4999元, 而海信与TCL产品矩阵较丰富, 有入门级产品、性价比分区产品及旗舰MiniLED机型。价格带布局看, TCL品牌与海信品牌在各个价格带分布差异性不大, 小米品牌在高价位产品布局显著低于TCL与海信, 从市占率表现看, 我们发现海信大多数价格带中市占率均最高, 小米品牌在6K以上价位表现明显低于海信及TCL, 此外10K以上价位海信市占率比TCL高7.5%。市占率表现看, 2025Q1海信品牌线上销额市占率达21%, 高于TCL与小米, 此外均价表现最优(2025Q1达4845元)。

图表14: 海信/TCL/小米产品结构对比 (2024年线上)



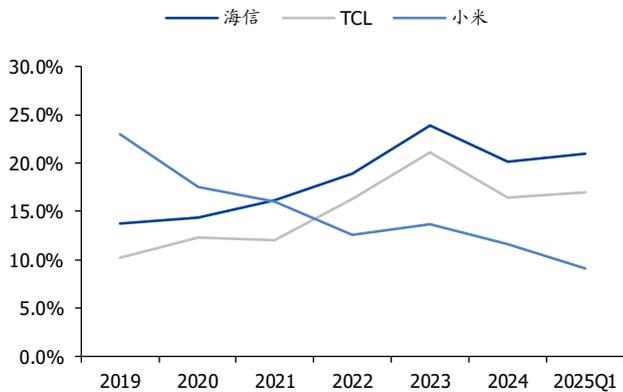
资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

图表15: 海信/TCL/小米分价格带市占率 (2024年线上)



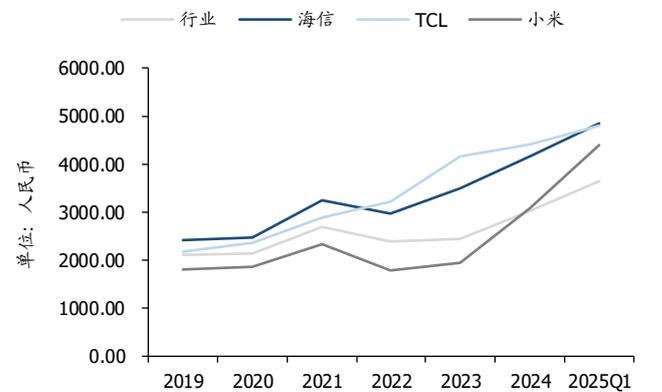
资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

图表16: 海信/TCL/小米销额市占率 (线上)



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

图表17: 海信/TCL/小米均价 (线上)



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

总结海信的优势: 1) 子品牌中, Vidda 在入门款产品 (2K-价格带) 及中高端价位产品 (4-6k) 均有较好的表现, 而红米和雷鸟各有薄弱环节; 2) 主品牌中, 海信在大部分价格带份额均高于 TCL 与小米, 此外 10K 以上价格带海信较 TCL 市场表现明显更优 (在二者产品结构相似情况下), 这说明在高端市场中海信品牌认可度强于 TCL。

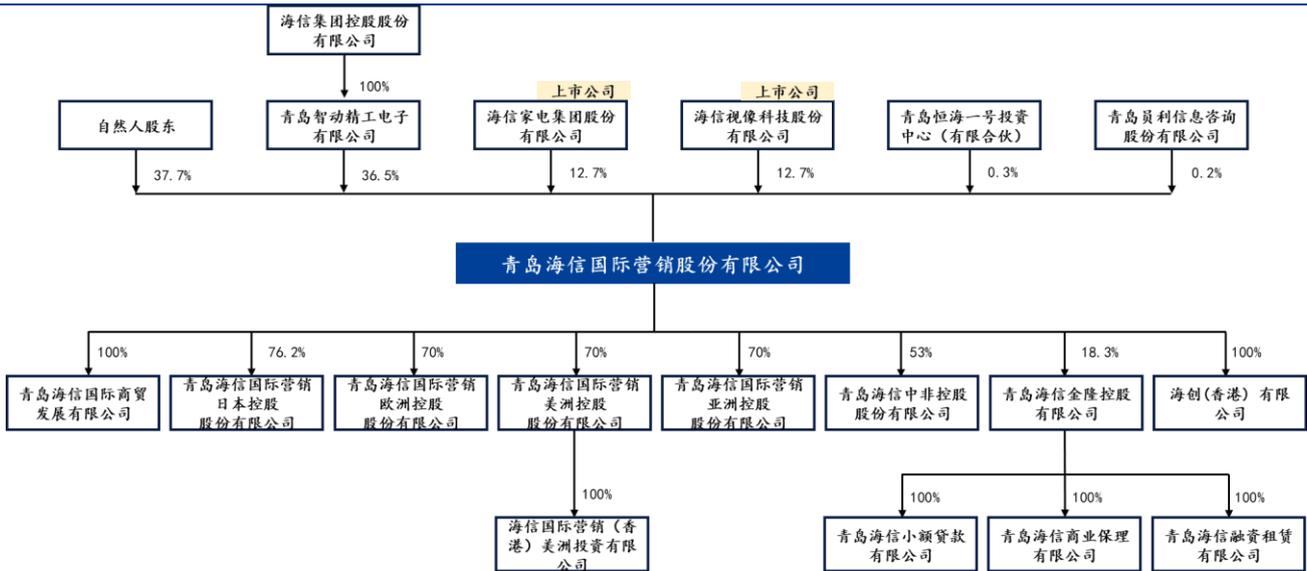
海信拥有更强品牌力的原因是什么? 我们认为在高端市场中竞争的核心是技术, 海信在技术领域已经实现行业引领, 海信发布全球首款 RGB-Mini LED 电视, 而索尼该技术量产预计要等到 2026 年。我们认为上游产业链的一体化是支撑海信产品的核心原因。2023 年 1 月, 海信成为上游 LED 厂商乾照光电控股股东。2025 年 3 月, 海信电视中 RGB-Mini LED 发光芯片是旗下乾照光电自研; 2019 年海信成立信芯微, 根据 CINNO Research 数据, 以出货量计, 在电视 TCON 芯片细分市场, 2022 年信芯微占有全球 46% 的市场份额, 位列全球第一名; 海信旗舰系列搭载自研信芯 AI 画质芯片在控光算法等方面均行业领先。

1.2 外销：国际营销平台+TVS 精细化运营

架构上，海信外销端通过国际营销平台与 TVS 精细化运营各个区域：

1) 海信国际营销是海信集团海外品牌建设和产品销售的重要平台。国际营销的股东以海信系各公司为主，其中海信集团 100% 持股的青岛智动精工电子持有国际营销 36.5% 的股份，视像持有国际营销 12.7% 的股份；国际营销在海外各地区设有分支机构开展具体业务，分别下设日本、欧洲、美洲、亚洲、中非和中国香港子公司，有利于在当地更好地开拓渠道和销售产品。

图表18: 海信国际营销股权结构图 (截至 2023 年 3 月 9 日)



资料来源：企查查，国盛证券研究所

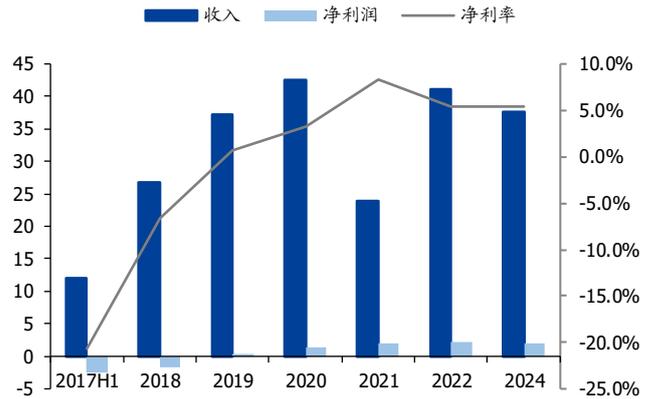
2) “TVS” 是东芝黑电业务主体，2018 年海信视像并购 TVS，获得其 40 年全球品牌授权。东芝定位为全球高端品牌，主要市场为日本，重点布局高端 OLED、火箭炮音响系列旗舰电视，打造世界一流的音画家庭氛围。2018 年海信视像并购东芝电视，在打造差异化产品&销售渠道和服务体系自建等一系列调整后东芝 15 个月后实现利润由负转整，2022 年开始销量市占率实现日本市场登顶。截至 2024 年 TVS 实现收入/净利润 37.6/2 亿元，2018-2024 年全球销量市场份额提升 1.7pct 至 5.8%。

图表19: 海信及东芝品牌全球市占率逐年提升 (%)



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

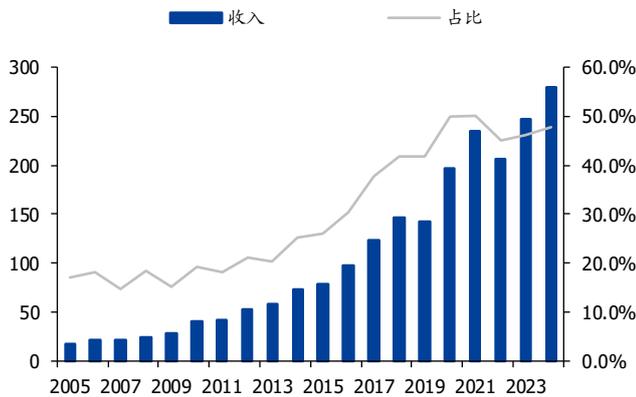
图表20: 东芝盈利能力提升 (亿元)



资料来源: 海信公告, 国盛证券研究所

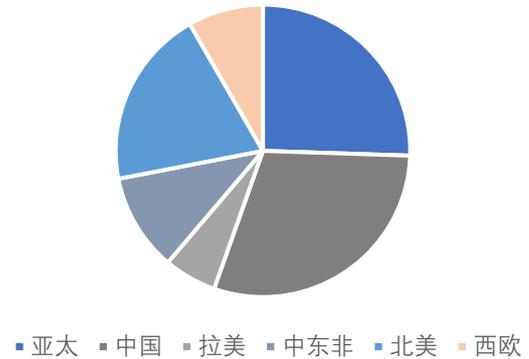
截至 2024 年, 海信海外收入实现 280 亿元, 贡献 48% 收入, 2005-2024 年外销收入 CAGR 为 15.8%。据 Omdia 数据, 海信系电视全球出货量市占率为 13.95%, 同比提升 0.99 个百分点, 连续三年稳居世界第二, 海信海外品牌资产指数持续提升, 2019-2024 年从 55 提升至 105。销量看, 截至 2024 年底, 亚太/北美/中东非/西欧为海信核心区域, 占比 25.5%/19.8%/10.8%/8.3%。

图表21: 海信海外业务收入占比逐年提升 (%)



资料来源: Wind, ifind, 国盛证券研究所

图表22: 2024 年底海信系分区域销量占比



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

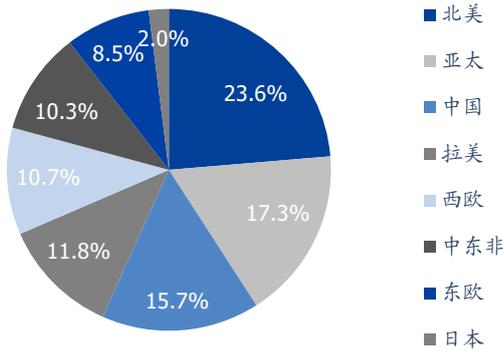
具体分区域看:

1) 北美市场是全球彩电销售必争之地。份额看, 据迪显数据 2023 年北美市场占全球市场 23.6%, 是第一大销售区域, 但北美市场经营难度较高:

首先从竞争看,三星、LG 等国际品牌早早进入北美, 此外 Vizio 等渠道自有品牌也拥有着极强竞争力, 2014 年时北美前三大品牌三星、LG、Vizio 市占率合计达 53.1%, 对比海信当时市占率仅 3.2%。

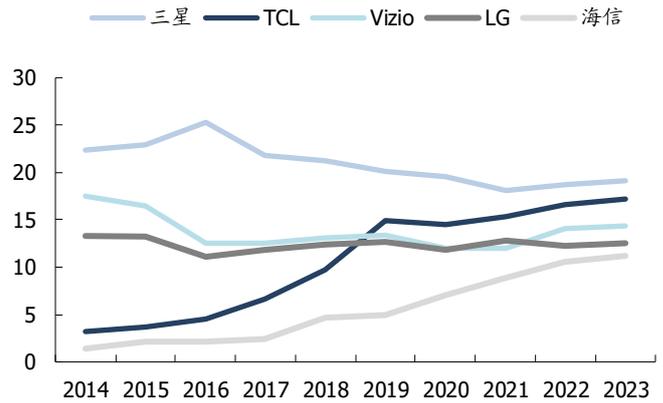
其次从渠道看,北美六大渠道沃尔玛、亚马逊、百思买、Target、Costco 和山姆会员店控制了电视市场大部分份额, 国内市场, 厂商可以通过缴纳进店费获得展示机会。但在美国, 零售商采用精选商品陈列的原则, 不会向厂商收取进店费。此外零售渠道还拥有商品定价权, 新品牌无法通过价格战进入市场, 因此厂商必须拥有品牌力、有消费者愿意购买, 渠道才愿意进货。

图表23: 北美是全球电视最大销售区域 (2023年)



资料来源: 迪显, 国盛证券研究所

图表24: 海信视像北美市场份额逐步提升 (单位: %)



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

2001年海信成立美国分公司, 2010年在亚特兰大建立北美研发中心; 墨西哥市场上, 海信于2010年成立海信分公司, 15年收购夏普墨西哥电视工厂, 目前墨西哥电视产能超1000万台, 对产品销售起支撑作用。

主流渠道开拓+产品力强劲支撑海信在北美市场的份额提升。渠道端, 目前海信已经入驻沃尔玛等性价比渠道及 Best Buy 等中高端渠道。产品端, 海信竞争力较强。选取 Best Buy 上 InSignia/三星/TCL/海信 50 寸畅销 LCD 电视对比, 海信售价较三星、TCL 更具性价比, Bestbuy 旗下 InSignia 虽然定价最低, 但其品牌调性较海信、TCL 更低。

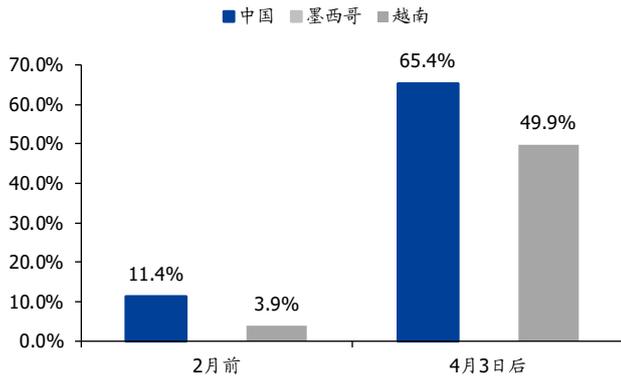
图表25: Bestbuy 渠道产品对比

	InSignia (Bestbuy旗下)	三星	海信	TCL
品牌	InSignia (Bestbuy旗下)	三星	海信	TCL
定价 (\$)	219.99	329.99	229.99	249.99
尺寸			50寸	
分辨率			4K (1060P)	
刷新率			60HZ	
运动增强	无	Motion Xcelerator	Motion Rate 120	Motion Rate 240

资料来源: Bestbuy, Boomsperker, 国盛证券研究所

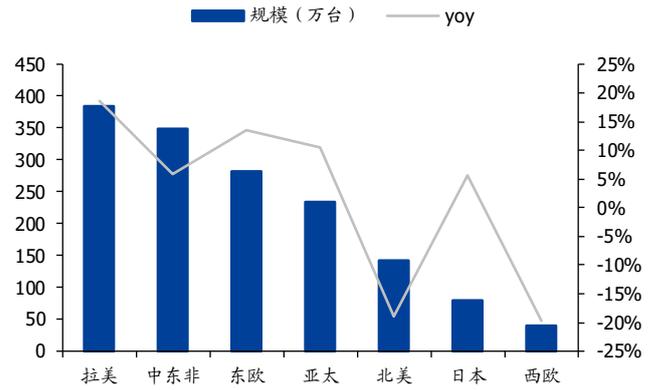
如何看待关税加征对海信北美出货影响? 2025年美国对中国宣布实施对等关税, 美国对中国进口的关税累计达到 65.4%, 越南关税达到 49.9%, 而墨西哥通过美加墨协定出口美国的关税仍可享受免税政策。出口情况看, 据奥维数据, 2025M1-M2 中国对北美出口下滑 19%。

图表26: 中国/墨西哥/越南关税变化



资料来源: 奥维睿沃, 国盛证券研究所

图表27: 2025年M1-M2中国电视出口分区域数据(万台)



资料来源: 奥维睿沃, 国盛证券研究所

面对中国、越南关税加征, 由墨西哥供美是电视厂商较好的路径。我们梳理北美主要品牌及其墨西哥产能情况发现, 三星、海信在墨西哥布局产能较为充足, 能满足北美地区所有需要, 而 LG、TCL 目前在墨西哥布局产能相对较少。因而我们认为加征关税情形或利好海信在美国市场份额提升 (对比本土品牌、成本优势进一步增加)。

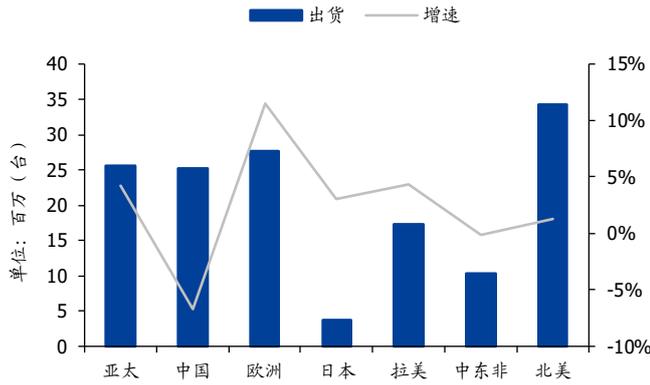
图表28: 北美主要电视品牌墨西哥产能情况

	三星	TCL	海信	LG	Vizio
应对方法	墨西哥产能 1700 万台, 可以覆盖美国市场需求	MASA+Moka 工厂年产量 500 万台	墨西哥产能 1000 万台, 影响较小	墨西哥 650 万台产能	BOE 和 TPV 墨西哥工厂生产, 中小尺寸则主要由 Innolux 和 AMTC、TPV 泰国工厂生产
销量 (2024 年)	858 万	817 万	516 万	557 万	656 万

资料来源: 奥维云网, 群智咨询, 国盛证券研究所

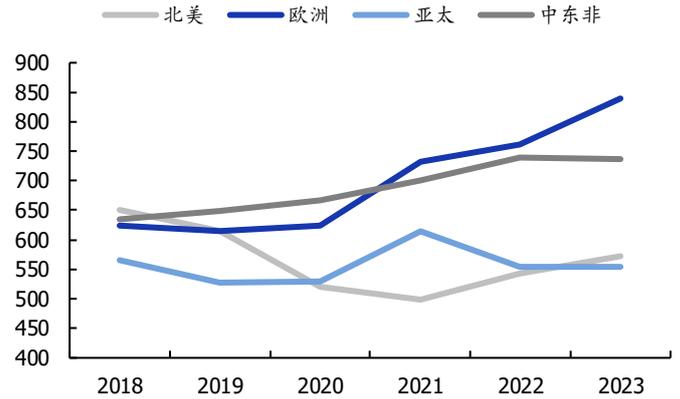
2) 欧洲市场产品结构好&兼具成长性, 对海信而言十分关键。从产品均价表现看, 2023 年欧洲市场 ASP 为 839 美元, 远高于北美、亚太区域。2024Q1-Q3 欧洲市场增速为 12%, 在所有区域表现中最优。海信 2023 年欧洲市占率约 9%, 仍有一定提升空间, 近年来通过欧洲杯等体育赛事营销&产品结构优化, 产品力及品牌力逐年增强。

图表29: 欧洲市场增速最高 (2024Q1-Q3)



资料来源: 奥维睿沃, 国盛证券研究所

图表30: 欧洲市场均价表现最高 (美元)



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

3) 东盟、中东非、中南美等区域, 海信渠道持续开拓、份额不断提升。东盟市场看, 海信 2024 年新增核心渠道 97 家、门店超 2000 家, 核心国家泰国、马来西亚、印度尼西亚、越南市场的占有率和价格指数均稳步提升; 中东非看, 海信设置迪拜研发中心, 巩固迪拜、南非、尼日利亚核心市场基本盘的同时重点开拓埃及、阿尔及利亚等高潜力市场, 2024 年实现销量&销额双位数增长; 中南美区域看, 公司同样突破核心渠道。2024 年出货量增速超 40%。

图表31: 海信视像 2024 年分区域情况

总体	北美	欧洲	日本	东盟	中东非	中南美
销 出货量市占率	加拿大、墨西哥位列第二、美国位列第三	销量稳居前三、销额提升两位至第三	销量市占率 38.6% (+5.1pct), 销额市占率 31.5% (+5.4pct)	马来西亚、泰国第三; 销额持续增长	份额中东非第二、南非市占率第一; 销量/销额双位数增长	出货量增速超 40%
售 13.95% (+0.99pct)						
表 世界第二						
现						
策 略	聚焦大屏、推动渠道结构升级	强化欧洲、越南基地协同, 增加门店触达、高端产品陈列升级	高端大屏战略, 行业率先推百寸大屏	东芝+海信双品牌, 越南工厂投产、产销研发一体化推进	设立迪拜研发中心	建立电商专业渠道、完善产品矩阵

资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

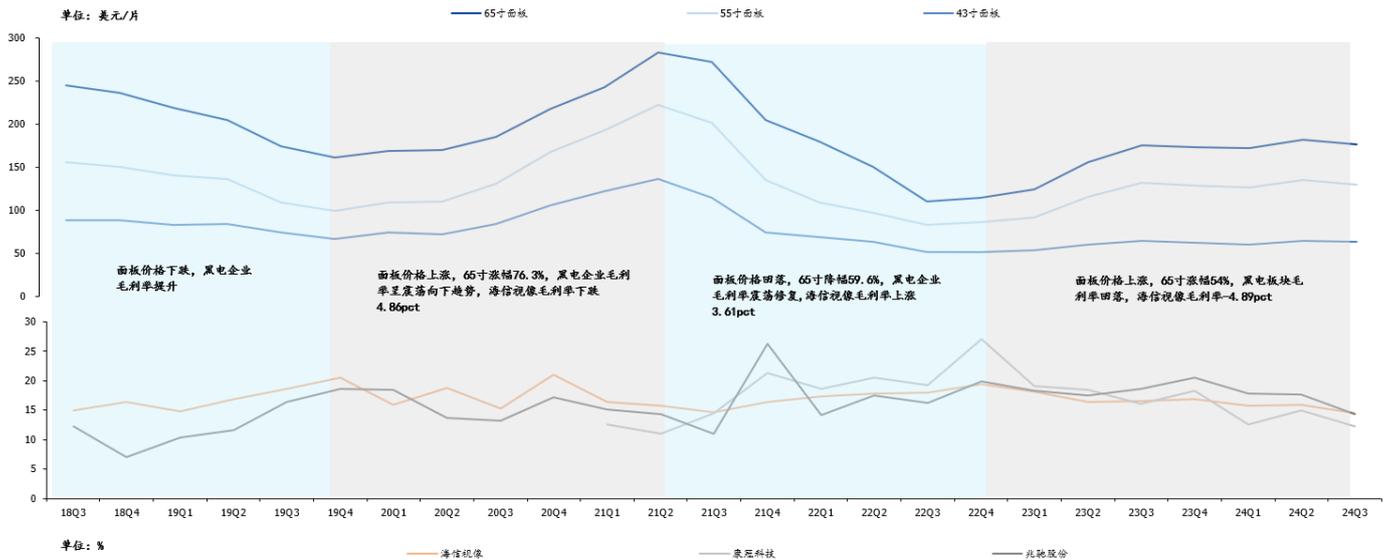
2. 盈利能力是否还能提升？

2.1 产业链：面板价格进入稳态

从产业链维度看：

1) 电视上游原材料成本中，占比最大部分为液晶面板。根据 Omdia 数据，传统 65 寸电视中面板成本占比超 50%，且面板产家集中度高，CR3 占比达 63.5%，对比电视产家 CR4 仅 54.6%。面板作为电视重要原材料，其价格波动对于企业盈利能力有十分关键的影响，对比黑电企业毛利率与面板价格我们发现二者呈反向相关关系，面板价格上行时企业毛利率下滑，价格回落时企业毛利率修复。

图表32: 面板价格及电视厂商毛利率成反向相关关系



资料来源：Wind，国盛证券研究所

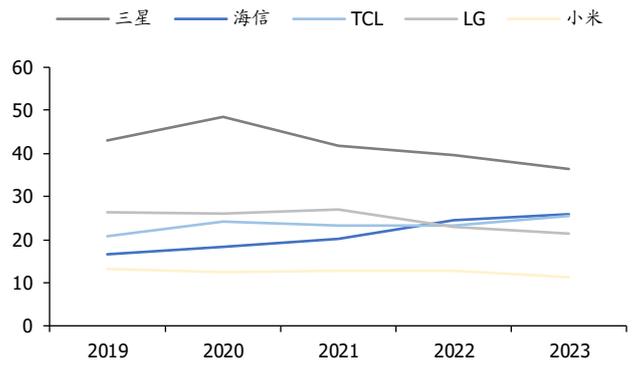
2) 中游全球 TOP4 电视品牌为三星/海信/TCL/LG。行业端看，全球电视行业是存量市场，自 2020 年行业见顶后一直保持在 2 亿台左右的销量。但近年来中资品牌海信、TCL 份额及销量逐年提升。据奥维睿沃数据，2019 年海信及 tcl 全球出货量市占率为 7%/9%，2024 前三季度，二者份额提升至 14%/14%，销量端看，2019-2023 年二者 CAGR 分别为 11.8%/5.2%。国际营销活动下品牌力的增强&渠道拓展下消费者触达提升&产品力及性价比优势赋能下中资品牌在全球市场竞争力持续提升。

图表33: 全球电视行业需求平稳 (百万台)



资料来源: 奥维睿沃, 国盛证券研究所

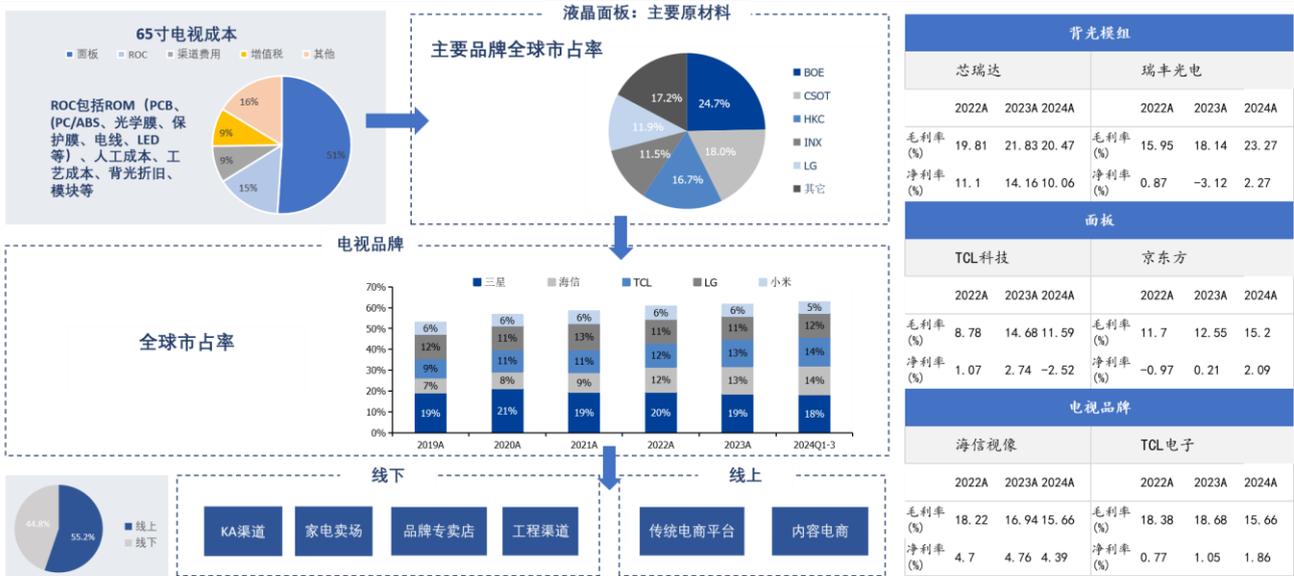
图表34: 中资品牌销量逐年提升 (百万台)



资料来源: 奥维睿沃, 国盛证券研究所

3) 下游看, 电视销售渠道主要分线上/线下, 其中线上占比较高。

图表35: 电视行业产业链拆分



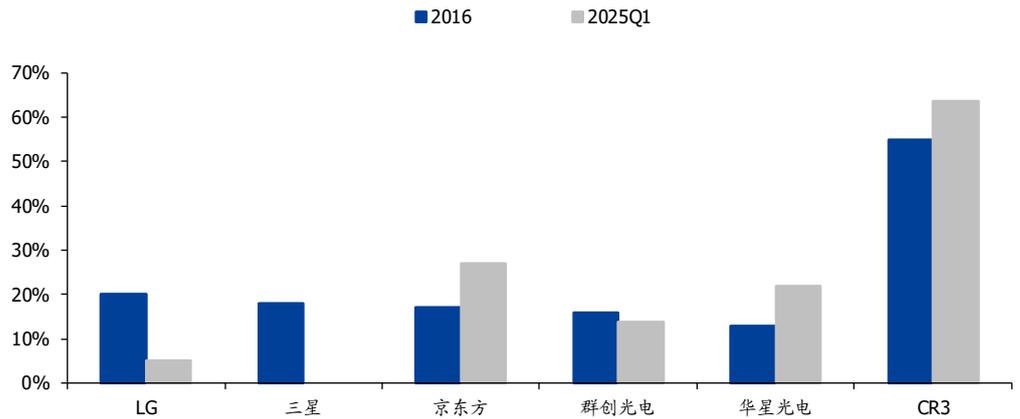
资料来源: Wind, 奥维云网, 奥维睿沃, Wit Display, Omdia, 国盛证券研究所

什么决定了面板价格? 我们认为供应格局和供需关系是关键:

1) 格局端, 上游面板厂商近年来实现了由韩系向中资集中, 中资取代韩系掌握面板话语权后。对比 2016 年和 2025 年面板供应市占率情况, 2016 年 LG、三星仍为行业 TOP2 厂家, 份额为 20%/18%, 而 2025Q1 京东方、华星光电取代二者成为行业 TOP 厂商, 份额为 27%/22%, 且对比排名第三的惠科 (15%) 有显著差距。与此同时, LG 和三星逐步推出面板市场, 二者加总份额仅 5%。

2) 供需关系看, 复盘近几年面板周期我们发现短期错配是价格大幅变动的主导因素: 2018-2020 年, 由于中国厂商大规模建高世代生产线, 市场供给远远大于需求, 面板价格呈下滑趋势; 2020 年开始, 随着面板厂停工、产能下滑、供给端承压, 同时全球“居家经济”下对电视的需求提升, 面板价格飞速上涨; 2022 年开始海外需求放缓、厂商新产能投放下面板价格开始下跌; 2023 年上半年开始, 面板厂开始降低稼动率保价格、在上游联合控产之下面板价格回升; 2024 年上半年面板价格见顶, 下半年随着稼动率回升面板价格从最高处回落, 后续趋于平稳。

图表36: 面板供应格局由韩系向中资集中



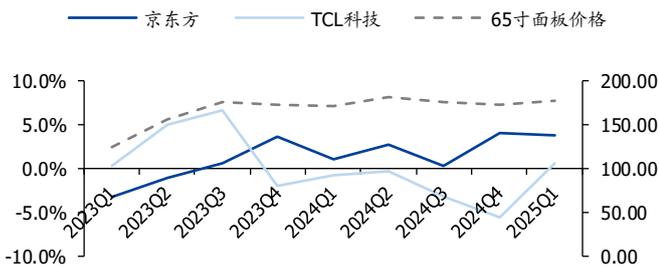
资料来源: CPCA 印制电路信息, 洛图科技, 国盛证券研究所

如何看待后续面板价格的走势?

从主体看, 我们认为上游中资集中后, “按需生产”策略被执行的更加彻底, 面板厂商控产调价仅仅是为了实现盈利, 面板厂商会根据市场需求合理调整稼动率。以 2023 年面板涨价周期看, 2023Q1 65 寸面板销售价格仅为 124 美元, 行业龙头京东方当时净利率仍为负数。2023 年下半年面板厂商调低稼动率, 京东方盈利能力回正。2023Q4 开始面板价格飞速上涨, 此时面板厂商将稼动率向上调增加供应, 2024Q3 面板见顶后回落。下半年以旧换新政策下国内需求激增, 2025Q1 以来特朗普上台、电视品牌担忧关税之下抢生产, 面板需求旺盛, 面板厂商稼动率不断调高至 2025Q1 的 90%, 而面板价格也趋于平稳。

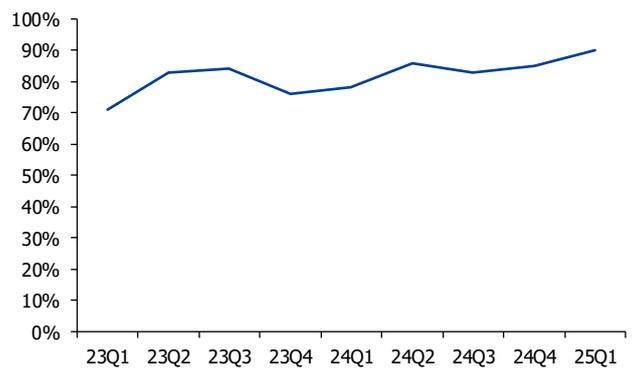
从上下游关系看, 主要 TV 品牌与面板厂进行深度绑定。海信与京东方是长期战略合作关系, 2025 年计划从其采购 30% 份额。TCL 电子与华星光电为关联方, 小米正在提升自采比例、而创维持股 LGD 工厂, 我们认为上下游合作关系进一步增强的前提下, 市场信息流动将更为充分, 短期供需变动带来的市场摩擦将会削弱。

图表37: 2023 年面板厂商涨价是为了实现盈利 (美元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表38: 面板厂商稼动率



资料来源: 奥维睿沃, 国盛证券研究所

图表39: 厂商面板采购计划

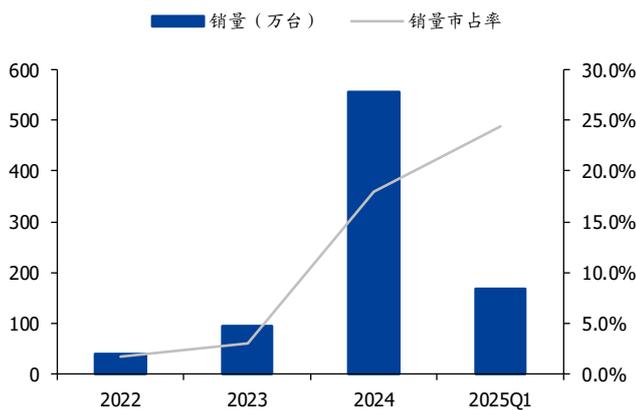
面板采购	
海信	2025年面板采购规模预计31M，京东方为最大供应商，份额30%。 目标采购30M，供应商以华星为主，24年占比60%，计划后续增大与
TCL电子	HKC合作，同时恢复与AUO合作。 以往每年自采面板每年4-5M，占比40%左右，23年10月小米内部TV
小米	组织架构调整，后续自采比例提升。 主要与BOE、HKC及INX合作，随着LGD工厂产能恢复，由于创维对该工厂持股10%，2024年创维增加与LGD的合作，从0.8M增加到3-
创维	4M。 预计2025年采购38M，从大陆厂商采购量占比恢复至50%，增加
三星	BOE/CHOT合作，从CSOT采购量增至10M。 广州LCD工厂被CSOT收购，2025年预计增加与CSOT的合作量，后续新增85寸TV面板的合作；BOE/HKC作为LGE最大的供应商，与
LG	LGE之间合作关系稳固，后续从BOE采购100寸TV面板。

资料来源: 奥维睿沃, 国盛证券研究所

2.2 高端化: MiniLED&大屏化驱动产品结构升级

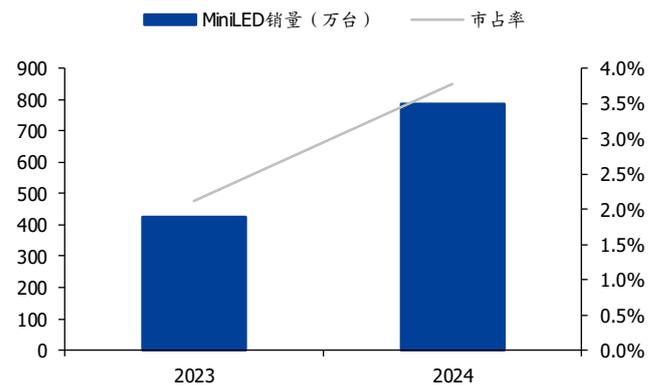
自2022年以来MiniLED电视逐渐成为热门赛道。Mini LED电视在分辨率、色域、亮度等领域的表现对比传统显示屏都更为优异。据奥维云网，2024年内销MiniLED实现556万台销量，同比+490%，2025Q1销量市占率进一步提升至24.4%；据洛图科技，全球MiniLED同样增长显著，2024年销量增长近85%至785万台。从均价表现看，根据尺寸不同，MiniLED电视较普通LCD电视要高出约700-1400元不等。

图表40: MiniLED内销市占率提升显著



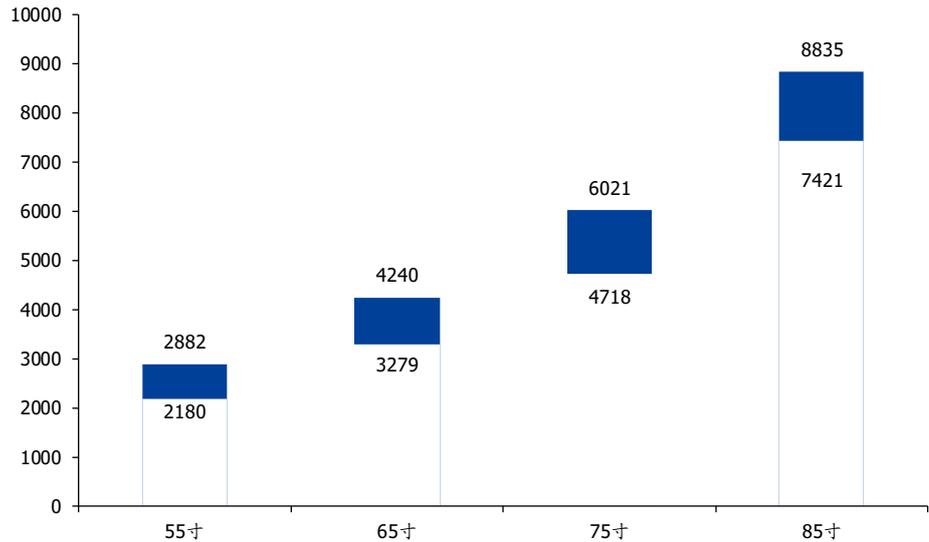
资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

图表41: MiniLED全球销量



资料来源: 洛图科技, 奥维睿沃, Omdia, 国盛证券研究所

图表42: LCD电视与MiniLED电视价差(元)



资料来源: 洛图科技, 国盛证券研究所

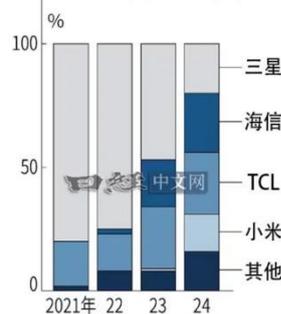
中资品牌在 MiniLED 赛道享有得天独厚的优势。

1) 从战略重心看, 中资品牌较国际品牌更加聚焦 Mini LED。在三星的高端电视矩阵中, Mini LED 背光电视的定位曾一度优先于 OLED 电视, 但 2024 年为推行多元化策略, 将高端产品的发展重心向 OLED 电视倾斜, 并扩大 W-OLED 电视产品线; LG 更坚定于 OLED 电视产品路线; 索尼多年来将 OLED 电视作为其重点产品线之一, 还曾率先应用了三星显示的 QD-OLED 面板。

2) 供应端, MiniLED 电视供应链几乎都在国内。从上游 LED 芯片到中游 LED 封装、再到 MiniLED 面板均可实现自主可控, 此外中国品牌在将 MiniLED 技术向下渗透至 5000 元价格段, 通过“高端技术大众化”策略抢占市场份额。据 DSCC 数据, 2024Q4 海信/TCL/小米位列 MiniLED 全球 Top3 品牌, 对比 2021Q1 三星尚以 86% 份额位列第一。

图表43: 中国企业 MiniLED 份额提升显著

在Mini LED电视市场中国企业的全球份额在增长

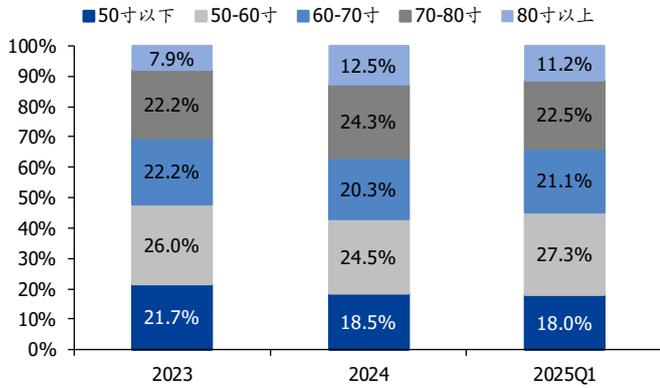


资料来源: Counterpoint, 国盛证券研究所

另一个高端化的趋势是大屏化。需求端, 大屏能够提供更具沉浸感和震撼力的视觉效果, 满足消费者对于高品质视听享受的追求; 供给端, 彩电企业纷纷加大对大屏彩电的研发和推广力度, 通过丰富的产品线满足不同消费者的需求。据奥维数据, 2016-2024H1, 中国彩电市场平均尺寸从 46.5 寸提升至 62.6 寸。2025Q1 70 寸以上电视占比已达 33.7%,

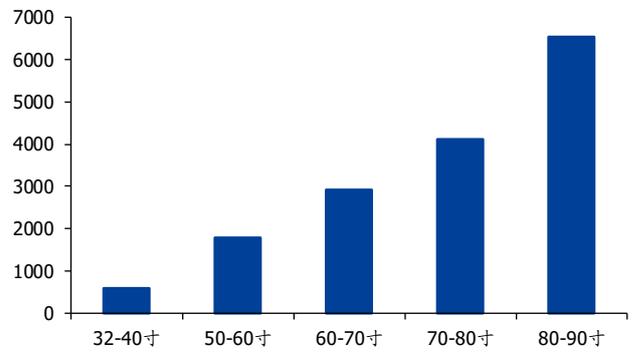
对比 2023 年占比 30.1%；50 寸以下产品市占率从 2023 年的 21.7% 下降至 2025 年 Q1 的 18%。从均价看，2025Q1 80-90 寸/60-70 寸/50-60 寸及 32-40 寸产品均价分别为 6533/2930/1770/589 元，大尺寸均价表现更优。

图表44: 分尺寸销量市占率(线上)



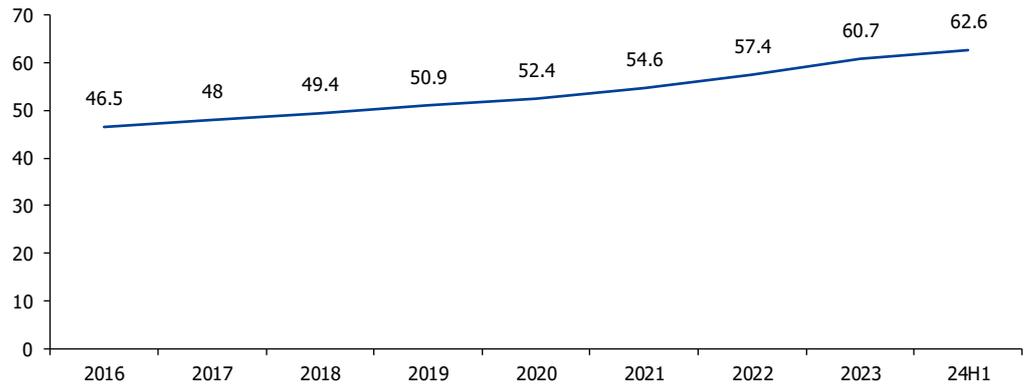
资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

图表45: 分尺寸均价(元, 2025Q1)



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

图表46: 中国电视平均尺寸(单位: 寸)



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

海信高端化方面表现优异。MiniLED 方面，海信国内线下销额/销量市占率分别达 35%、35.8%，同比均+5.7pct，全球看 2024 年 MiniLED 产品出货增长 162.7%，在美国、欧洲、日本等重要海外市场占比提升显著，中东非、南美等市场销量增长突出；大屏化方面，国内海信在 75+/85+英寸等市场市占率稳居第一，全球看 75 寸以上市占率实现近 20%，美国、欧洲、日本等市场大尺寸产品占比明显提升。

图表47: 海信高端化表现优异

内销	全球	美国	欧洲	日本	东盟	中东非	中南美
线下零售额/销量市占率	2024 年 MiniLED yoy+162.7%	机型占比 7.5% (+2pct)	机型占比 8.2% (+4.3pct)	OLED/MiniLED 占比提升 4.7pct		MiniLED 销量增长 92.4%	MiniLED 销量增长 232%
百寸以上零售量/额占比	75 寸以上份额 19.8%, 98 寸以上、100 寸以上份额均登顶	65 英寸及以上占比 22.1% (+3.1pct)	平均尺寸突破 50.1 (+1.3 英寸); 65 寸以上占比 18.7% (+4.9pct)	85 寸以上占比提升 11.2pct	75 寸以上增长 48%; 98 寸以上增长 399%	85 寸以上销量增长 65.5%	85 寸以上销量增长 435%

资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

如何看待高端化对于海信收入的赋能? 我们以 2024 年为基数测算在 MiniLED 销量增长下海信 2024、2025 年电视业务收入增速及 Mini LED 部分对增量的贡献比, 具体过程如下:

1) 总销量端, 我们以海信视像披露的 2024 年销量 2979 万台为基数, 假设其 2025 年/2026 年销量增速为 8%/6%。(参考海信视像 2024 年销量增速 9%, 2025 年国际因素扰动下销量增速可能对比 2024 年放缓)

2) MiniLED 销量端, 我们以洛图数据 MiniLED 2023 年全球销量 425 万台、群智咨询海信市占率 27% 计算出其 2023 年销量, 据海信年报 2024 年 Mini LED 销量增速为 162.7% 算出其 2024 年 MiniLED 销量, 用总销量-Mini LED 销量得出非 MiniLED 销量。

3) 假设 Mini LED 单台收入为非 Mini LED 产品的 2.5 倍, 根据 2024 年企业 TV 业务总收入及销量可分别测算出 Mini LED 产品与非 Mini LED 产品单台收入。假设 2025 年及 2026 年单台收入不变, 则可测算出 2025、2026 年预计收入。

测算得海信视像 2025/2026 年 TV 板块收入增速为 13.5%/8.4%, Mini LED 对收入增量的贡献达 81%/69%。我们发现高端化比量增带来的助益更大。

图表48: Mini LED 对企业收入端弹性测算

时间	智慧终端收入 (亿)	收入 yoy	Mini LED 销量 (万台)	非 Mini LED 电视销量 (万台)	Mini LED 单台收入 (元)	非 Mini LED 单台收入 (元)	MiniLED 部分对收入增量贡献比
海信视像 2024	466		301.4	2677.6			
2025E	529	13.5%	452.2	2765	3398	1359	81.1%
2026E	574	8.4%	542.6	2868			68.8%

资料来源: 公司年报, 群智咨询, 中国电子报, 海信视像公众号, 国盛证券研究所

3. 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

公司主营业务智能显示终端板块业绩增长主要依赖海外市场份额持续提升及销售结构中 MiniLED 产品占比提升拉动产品结构提升。同时，依赖长期累计的技术优势及品牌力，高毛利率的新显示新业务规模有望持续扩大，激光电视产品持续增长，商用显示产品市场份额稳步扩大。

1. 营收：公司业务主要分为智能显示终端、新显示新业务两大板块，其中智能显示终端产品主要为传统液晶电视，新显示新业务产品包含激光电视、商用显示设备、显示芯片、云服务等。公司战略布局显示行业全产业链，产品兼具成本与性能优势；品牌营销与渠道建设并举。公司量增受益于海外市场开拓及以旧换新驱动内需回暖，价增受益于产品结构优化。我们预计 2025-2027 年公司营收同比增速为 12.1%/8.1%/7.9%。
2. 毛利率：随着公司智能显示终端营收中大尺寸、MiniLED 产品占比不断提升，面板端价格企稳，我们预计公司毛利率有望提升，2025-2027 年毛利率分别为 16.6%/17.2%/17.7%。
3. 期间费用：1) 管理费用，随公司体系完成调整，预计管理费用率将保持平稳；2) 销售费用，为保持全球品牌影响力，预计公司销售费用投入将保持在一定水平；3) 研发费用，公司长期坚持显示产业链全方位布局，多个核心部件自研自产，持续加码构筑核心产品技术护城河，预计研发费用率将稳定在行业较高水平。
4. 归母净利润：综上，我们预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 26.15/30.26/34.97 亿元，同比增长 16.4%/15.7%/15.6%。

图表49: 海信视像收入拆分 (单位: 百万元)

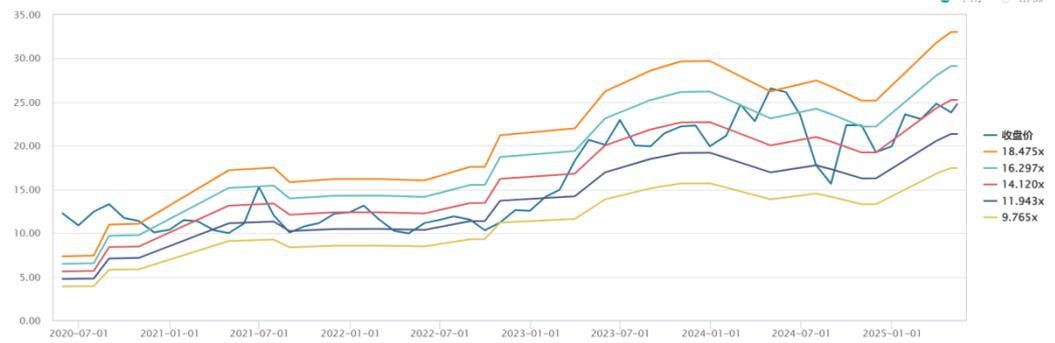
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售总收入	45738.13	53615.56	58530.24	65616.75	70933.03	76520.49
yoy		17.2%	9.2%	12.1%	8.1%	7.9%
营业成本	37402.82	44534.02	49365.55	54744.04	58747.90	62967.65
毛利	8,335.31	9,081.54	9,164.69	10,872.71	12,185.13	13,552.84
毛利率	18.2%	16.9%	15.7%	16.6%	17.2%	17.7%
终端显示	35,259.30	41,256.92	46,634.40	52,941.33	57,408.27	62069.8
yoy		17.0%	13.0%	13.5%	8.4%	8.1%
销量 (万)	2,594	2,729	2,979	3218	3411	3616
销量 yoy		5.2%	9.2%	8.0%	6.0%	6.0%
均价	1,359.47	1,511.80	1,565.21	1,645.27	1,683.11	1717
均价 yoy		11.2%	3.5%	5.1%	2.3%	2.00%
营业成本	29,141.18	34,659.73	39,897.41	44,788.37	48,222.95	51,828.31
毛利	6,118.12	6,597.19	6,736.99	8152.96	9185.32	10241.52
毛利率	17.4%	16.0%	14.4%	15.40%	16%	16.50%
新显示新业务	4,635.02	6,516.66	6,770.80	7447.88	8192.668	9011.9348
yoy		40.6%	3.9%	10%	10%	10%
营业成本	2,863.63	4,452.34	4,741.07	5139.04	5611.98	6128.12
毛利	1,771.39	2,064.32	2,029.73	2308.84	2580.69	2883.82
毛利率	38.2%	31.7%	30.0%	31.0%	31.5%	32.0%
其他主营业务	654.73	615.8	514.75	525.045	535.5459	546.256818
yoy		-5.9%	-16.4%	2.0%	2.0%	2.0%
营业成本	493.96	460.35	366.02	372.78	380.24	387.84
毛利	160.77	155.45	148.73	152.26	155.31	158.41
毛利率	25%	25%	29%	29%	29%	29%
其他业务	5,189.08	5,226.18	4,610.29	4702.4958	4796.545716	4892.47663
yoy		0.7%	-11.8%	2.0%	2.0%	2.0%
营业成本	4,904.05	4,961.60	4,361.05	4443.86	4532.74	4623.39
毛利	285.03	264.58	249.24	258.64	263.81	269.09
毛利率	5.5%	5.1%	5.4%	5.5%	5.5%	5.5%

资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

3.2 估值讨论

相对估值: 根据海信视像 PE-Band, 2021 至今公司 PE 水平波动不大。2024 年 Q1 以来, 上游面板价格上涨, 市场对公司盈利能力可持续性存疑, 估值水平向下滑落, 然而 2024 年下半年以旧换新、公司销售回暖后估值水平回升。未来随着公司产品结构中高毛利、高价值量产品持续提升, 公司盈利能力有望持续提升, PE 估值水平将随之提升。

图表50: 海信视像 PE-Band (截至 2025 年 5 月 12 日)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从业务结构来看: 我们分别选取显示行业内电视品牌 TCL 电子, 以及彩电整机厂商兆驰股份、康冠科技作为可比公司, 2025 年同行业可比公司的 PE 估值的平均值为 13 倍, 考虑到公司业务结构优于传统彩电整机厂商, 综合给予公司 2025 年 15 倍 PE 估值。

图表51: 行业内可比公司估值 (PE, 截至 2025 年 5 月 24 日)

公司名称	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
海信视像	16.2	12.4	11.9	10.3	8.9
TCL 电子	14.3	21.5	13.8	11.7	10.0
兆驰股份	22.0	16.5	10.4	8.9	7.9
康冠科技	12.6	15.0	14.3	12.1	10.5
行业平均	16.3	17.7	12.8	10.9	9.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 除海信视像外其余公司 PE 均来自 Wind 一致预期)

风险提示

主要原材料及关键器件价格上涨。液晶面板占公司电视产品成本的 50%以上, 如果面板或其他关键零部件价格上涨, 将对相关业务盈利能力造成影响。

汇率波动和海运费用上涨。公司外销收入占比高, 如果相关币种汇率出现大幅波动, 将对公司造成汇兑损失, 同时海运费用上涨也会对公司进出口业务造成影响。

终端需求下行。全球政治经济贸易环境严峻复杂, 市场需求存在不确定性, 如果终端市场需求下行, 将对公司业绩产生影响。

测算误差。报告中存在测算, 详见测算 MiniLED 份额提升对公司收入及业绩端贡献, 存在估计值与实际值有偏差带来结果出现误差的风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com