

# 海信视像 (600060.SH)

优于大市

## 家电新消费之 Mini LED: 海信视像深度报告-技术为基、营销有为, 迈向全球电视龙头

### 核心观点

**海信视像: 全球布局的电视龙头。**海信视像是我国电视行业龙头, 主营电视、激光显示、显示芯片等显示产品及上下游业务。公司营收以电视为主, 占比约 80%; 公司持续发力海外渠道及品牌, 2024 年海外收入占比达到 52%。2018-2024 年营收复合增长 8.9% 至 585.3 亿, 归母净利润复合增长 33.7% 至 22.5 亿。

**电视迭代大潮涌起, 国内产业链奋楫争先。**电视诞生近百年, 在体积、尺寸、画质等多方面不断迭代, 当前 Mini/Micro LED 等新技术蓬勃兴起, 持续推动电视使用体验的升级。随着 Mini LED 电视技术的成熟及价格下探, 渗透率迎来快速提升, 2024 年我国 Mini LED 电视渗透率同比提升超 15pct 至 18%。我国企业已在 Mini LED 建立起领先的全产业链布局, 有望受益于 Mini LED 电视的快速成长。从量价角度看, 当前全球电视销售规模虽然进入稳定期, 但在面板供给逐步走向集中推动面板价格稳定的背景下, 叠加电视大屏化、Mini LED 等结构升级, 电视均价有望进入上涨通道。头部品牌凭借规模优势逐步强化产品技术优势和产业链地位, 攫取更多份额, 全球电视出货量 CR4 从 2018 年 44.5% 提升至 2024 年 56.2%, 行业格局出现改善。我国电视龙头海信视像及 TCL 凭借领先的产品竞争力, 在渠道和营销的持续强化之下, 近年来在全球主要电视市场的市占率均明显提升, 出货量份额跃居全球前三。

**公司竞争优势: 技术积累深厚, 品牌走向全球。**公司电视显示技术积累深厚, 布局 ULED 技术平台超 10 年, 在对比度、色域、分辨率等性能上实现领先, 并结合 Mini LED、AI 等新技术进一步提升画质, 开发出 RGB Mini LED 技术实现全球引领。公司较早布局上游芯片环节, 信芯微显示芯片产品占据行业领先地位, 乾照光电将 Mini/Micro LED 产业延伸至最前端的芯片领域, 有助于公司夯实技术领先优势。公司拥有海信、东芝、Vidda 三大品牌, 分别定位于不同人群, 覆盖更广泛客户需求, 市占率稳步提升。公司运用世界杯进行全球品牌营销, 持续拓展海外销售渠道, 未来有望抢占更多的全球份额。

**盈利预测与估值:**借助公司优异的产品力和覆盖全球的渠道体系及日益提升的品牌影响力, 预计公司未来有望抢占更多的全球电视市场份额; 同时公司在激光显示、商用显示、XR 等新显示上的布局有望形成新的增长点。预计公司 2025-2027 年营收为 637.4/688.5/738.6 亿, 同比增长 8.9%/8.0%/7.3%; 归母净利润为 25.9/29.1/32.0 亿, 同比增长 15.4%/12.4%/9.9%; 对应 EPS 为 1.99/2.23/2.45 元, PE 为 11.4/10.1/9.2 倍。综合绝对估值和相对估值, 我们认为公司股票合理估值区间为 24.89-29.63 元/股, 市值区间为 325-387 亿, 对应 2025 年 PE 为 12.5-14.9 倍, 首次覆盖, 给予“优于大市”评级。

**风险提示:**行业竞争加剧; 原材料价格波动; 行业需求复苏不及预期。

### 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	53,616	58,530	63,739	68,848	73,860
(+/-%)	17.2%	9.2%	8.9%	8.0%	7.3%
归母净利润(百万元)	2096	2246	2592	2913	3201
(+/-%)	24.8%	7.2%	15.4%	12.4%	9.9%
每股收益(元)	1.61	1.72	1.99	2.23	2.45
EBIT Margin	3.5%	3.7%	4.0%	4.2%	4.3%
净资产收益率 (ROE)	11.1%	11.5%	12.6%	13.4%	13.9%
市盈率 (PE)	14.3	13.4	11.6	10.3	9.4
EV/EBITDA	18.4	17.0	17.3	15.5	14.5
市净率 (PB)	1.59	1.53	1.46	1.38	1.30

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究 · 深度报告

#### 家用电器 · 黑色家电

证券分析师: 陈伟奇 0755-81982606  
chenweiqi@guosen.com.cn  
S0980520110004

证券分析师: 王兆康 0755-81983063  
wangzk@guosen.com.cn  
S0980520120004

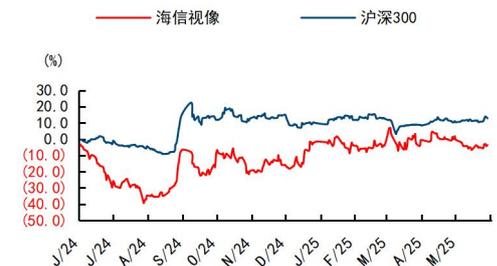
证券分析师: 邹会阳 0755-81981518  
zouhuiyang@guosen.com.cn  
S0980523020001

联系人: 李晶 nlijing29@guosen.com.cn

### 基础数据

投资评级	优于大市(首次评级)
合理估值	24.89 - 29.63 元
收盘价	23.08 元
总市值/流通市值	30119/29891 百万元
52 周最高价/最低价	25.88/14.28 元
近 3 个月日均成交额	295.44 百万元

### 市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

## 内容目录

<b>海信视像：国内电视龙头走向全球领先</b> .....	<b>6</b>
治理结构走向市场化，核心员工股权激励充分 .....	7
营收稳健成长，盈利持续提升 .....	8
<b>电视迭代大潮涌起，国内产业链奋楫争先</b> .....	<b>9</b>
电视技术持续升级，Mini/Micro LED 强化显示效果 .....	9
全球电视供需趋于平稳，产品迭代有望拉升均价 .....	19
电视格局日益集中，国内龙头份额提升 .....	25
<b>公司竞争优势：技术积累深厚，品牌走向全球</b> .....	<b>31</b>
技术布局领先，切入上游芯片设计及制造 .....	31
海信、东芝、Vidda 多品牌，覆盖更广泛人群 .....	34
运用世界杯进行全球品牌营销，销售渠道覆盖全球主要市场 .....	35
发展展望：抢占全球电视市场，新显示业务贡献增量 .....	37
<b>财务分析</b> .....	<b>39</b>
成长性分析 .....	39
盈利能力分析 .....	39
现金流量分析 .....	41
<b>盈利预测</b> .....	<b>42</b>
假设前提 .....	42
未来 3 年业绩预测 .....	43
盈利预测情景分析 .....	43
<b>估值与投资建议</b> .....	<b>44</b>
绝对估值：以 FCFE 方法得到合理股价估值为 24.78-29.63 元/股 .....	44
绝对估值的敏感性分析 .....	45
相对估值：结合 PEG 得到合理估值为 24.89-29.87 元/股 .....	45
投资建议：技术引领、经营优化，国内电视龙头迈向全球，给予“优于大市”评级 .....	46
<b>风险提示</b> .....	<b>47</b>
<b>附表：财务预测与估值</b> .....	<b>49</b>

## 图表目录

图 1: 海信视像旗下三大品牌及“1+ (4+N)”产业布局	6
图 2: 海信视像深耕电视行业多年	6
图 3: 海信视像股权结构	7
图 4: 公司收入稳健成长	8
图 5: 公司归母净利润增长相对更快	8
图 6: 公司收入以终端显示(电视)为主	8
图 7: 公司海外主营收入占比超过 50%	8
图 8: 公司净利率稳步提升	9
图 9: 公司销售费用率持续优化	9
图 10: 电视机在近百年发展历程中持续升级迭代	10
图 11: LCD 液晶显示通过液晶调节光的亮度及方向来控制显示颜色	10
图 12: OLED 结构相对 LCD 要更为简洁	11
图 13: Mini LED 原理与 LCD 相似, 光源采用更微小的灯珠实现更精准控制	11
图 14: Micro LED 采用 LED 直显, 结构更为简洁	12
图 15: Mini LED 电视均价相对 OLED 电视具有明显优势	13
图 16: Mini LED 电视国补后不到 3000 元切入电视主销价格段	13
图 17: Mini LED 电视销量渗透率快速提升	14
图 18: 2024 年我国 Mini LED 电视销量规模远远领先于 OLED	14
图 19: 全球 Mini LED 电视销量占比快速成长	14
图 20: 全球 Mini LED 电视销量快速成长	14
图 21: 与普通 LCD 电视相比, Mini LED 电视背光模组成本增加明显	15
图 22: Mini LED 灯板成本主要为基板、LED 芯片及驱动 IC	15
图 23: 国内企业采用异型 PCB 基板的方式实现降本	16
图 24: 国内 Mini LED 电视零售量有望保持高速增长	16
图 25: 全球 Mini LED 电视销量有望快速成长	16
图 26: 我国在 LCD 液晶面板领域具有较大的领先优势	17
图 27: 韩国目前在 OLED 产能上领先于国内	17
图 28: 国内 Mini LED 电视份额上我国品牌保持领先(2024 年)	19
图 29: TCL、海信在全球高端电视的份额快速提升	19
图 30: TCL、海信在全球 Mini LED 电视上的市占率持续提升	19
图 31: 电视机保有率在全球主要电视消费市场均已达到较高水平	20
图 32: 全球电视销量增长趋于平稳	20
图 33: 2015-2024 年电视销量中印度增长相对较快	20
图 34: 我国电视销售的平均尺寸逐年增加	21
图 35: 我国 120Hz 及以上的高刷彩电销量占比逐步提升	21
图 36: 电视面板价格长期来看有所下降(美元/片)	22
图 37: 全球及我国电视机均价小幅下降, 2020 年以来企稳回升	22

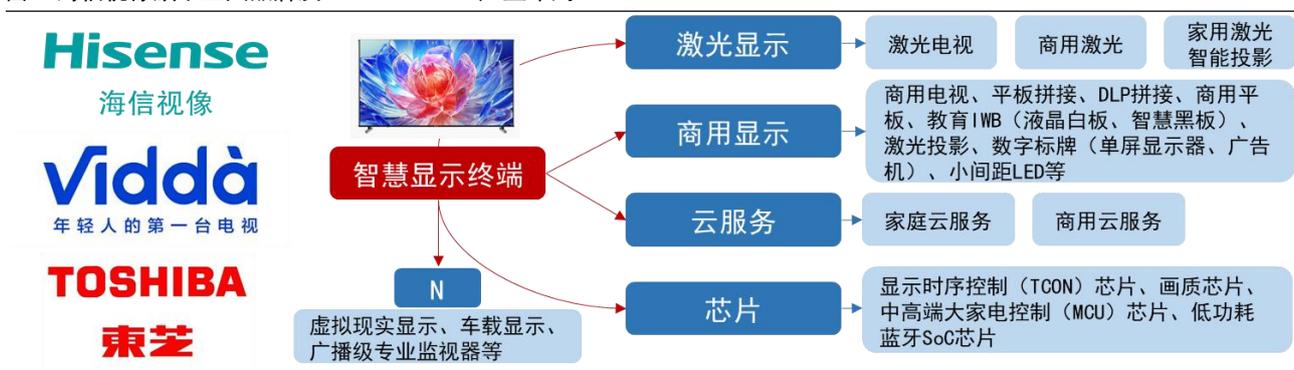
图 38: 电视面板价格占电视制造成本的 50%左右	22
图 39: 电视面板价格与电视企业毛利率存在明显的反比关系	22
图 40: 此前几轮面板周期均由于供需错配导致	23
图 41: 我国液晶电视面板出货量已占全球的主导地位	23
图 42: 我国头部液晶面板企业出货量份额逐步提升	23
图 43: 2022Q3 全球 LCD 面板稼动率明显缩减, 此后平稳修复	24
图 44: 面板价格自 2022 年底企稳回升, 近期较为稳定	24
图 45: 我国线上线下电视销售均价持续上涨	24
图 46: 我国大尺寸电视销量占比逐步提升	24
图 47: 全球面板平均出货尺寸持续上涨	25
图 48: 2020 年以来全球主要市场电视机价格有所上涨	25
图 49: 全球大尺寸面板出货量持续提升	25
图 50: 全球电视出货量份额: 国内头部电视品牌市占率逐年提升	26
图 51: 我国电视头部品牌在全球电视出货量份额中提升较快	26
图 52: 2024 年海信及 TCL 已稳居全球电视出货量前三	26
图 53: 海信及 TCL 在我国线上电视零售额市占率持续提升	27
图 54: 海信及 TCL 在我国线下电视零售额市占率明显提升	27
图 55: 海信视像及 TCL 在海外市场的零售量份额持续上升	28
图 56: TCL 及海信在北美市场的份额快速提升 (零售量占比)	28
图 57: 2014-2024 年 TCL 及海信在北美电视市场份额提升居前	28
图 58: 西欧电视行业呈现双强格局 (零售量占比)	29
图 59: 2014-2024 年 TCL 及海信在西欧电视市场份额提升居前	29
图 60: 澳洲电视行业头部品牌市占率相对集中 (零售量占比)	30
图 61: 2014-2024 年澳洲电视市场头部品牌的份额均有所提升	30
图 62: 中东非电视行业头部品牌市占率较高 (零售量占比)	30
图 63: 2014-2024 年中东非电视市场海信及 TCL 份额明显提升	30
图 64: 公司通过领先的光学系统、图像处理技术、黑曜屏打造出领先的产品力	31
图 65: 公司 ULED X 技术进一步升级为 ULED AI 画质平台	32
图 66: 海信打造星海大模型实现智能化的人机交互体验	32
图 67: 公司研发费用率位居行业领先水平	33
图 68: 公司在全球布局有 5 大研发中心	33
图 69: 公司控股的信芯微以 TCON 芯片产品为主	34
图 70: 乾照光电主要产品为全色系 LED 外延片和芯片	34
图 71: 海信、东芝及 Vidda 电视线上均价存在明显区分 (元)	34
图 72: 海信、东芝及 Vidda 主要产品定价存在明显区分 (元)	34
图 73: 海信三大品牌在国内线上电商平台市占率有所提升	35
图 74: 海信系在国内电视行业份额持续提升、稳居首位	35
图 75: 公司海外收入稳步增长	36
图 76: 公司在全球电视市场的出货量及市占率持续提升	36
图 77: 海信电视在全球主要市场均有靠前的市场份额且稳步提升 (零售量市占率)	37
图 78: 海信在全球 Mini LED 电视出货量上的市占率快速提升	37

图 79: 公司持续赞助体育赛事扩大全球品牌影响力	37
图 80: 公司新显示业务收入实现较快成长	39
图 81: 2024 年海信在激光电视出货量份额上领先	39
图 82: 公司收入规模在可比公司中处于行业中游水平 (亿元)	39
图 83: 公司收入增速相对较快	39
图 84: 公司毛利率处于行业较高水平	40
图 85: 公司销售费用率位于行业中上	40
图 86: 公司管理费用率相对处于行业中下水平	40
图 87: 公司研发费用投入力度相对较大	40
图 88: 公司净利率处于行业中上水平	41
图 89: 2021 年之后公司 ROE 位于行业领先水平	41
图 90: 公司现金回款表现良好	41
图 91: 公司应收账款周转天数有所增加、存货周转小幅改善	41
图 92: 海信视像 PE 受面板价格波动及业绩增长情况影响	46
表 1: 公司 2024 年员工持股计划充分激发核心员工活力	7
表 2: 2024 年员工持股计划利润复合双位数以上的增长目标	7
表 3: 从成本、适用范围及性能对比来看, Mini LED 有望兴起	12
表 4: TCL 发布的 Mini LED 电视机价格不断下探	13
表 5: 预计中长期 Mini LED 电视渗透率有望超过 40%	17
表 6: 我国企业投建了多个 Mini LED 产业项目	18
表 7: 海信及 Vidda 在参数性能上表现优异	32
表 8: 海信视像业务拆分	42
表 9: 公司盈利预测	43
表 10: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	44
表 11: 公司盈利预测假设条件 (%)	44
表 12: 资本成本假设	44
表 13: 海信视像 FCFE 估值表	45
表 14: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	45
表 15: 海信视像及可比公司经营情况、盈利预测对比	46

## 海信视像：国内电视龙头走向全球领先

海信视像我国电视行业龙头，主要从事显示相关产品及上下游的研发、生产和销售，形成“1+（4+N）”的产业布局。“1”是指处于高质量发展阶段的智慧显示终端业务（电视）；“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新型显示（包含虚拟现实显示、车载显示等）。公司旗下共有海信、东芝、Vidda三大品牌，分别定位于精品品牌、高端品牌、科技潮牌，电视产品在中国、北美、欧洲、中东非等市场具备领先的市场份额。2024年，公司全球电视出货量市占率为13.95%，连续三年稳居全球第二（Omdia数据）；中国零售额市占率为29.83%，位居国内首位（奥维云网数据）。

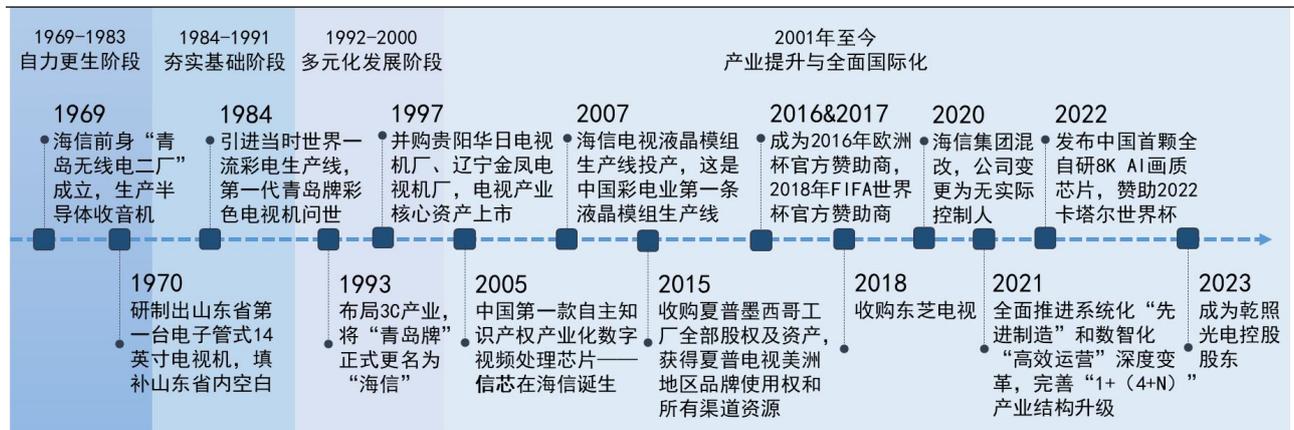
图1：海信视像旗下三大品牌及“1+（4+N）”产业布局



资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

公司深耕电视行业多年，向多元化及全球化持续发展。公司前身“青岛无线电二厂”成立于1969年，1970年研制出电子管式14英寸电视机；1984年公司开始生产彩色电视机。此后，公司确立“技术立企 稳健经营”经营理念，加快产业结构调整，向全球市场扩张。2018年公司收购东芝映像系统公司(TVS)，拥有东芝电视产品、品牌、运营服务等一揽子业务，和东芝电视40年全球品牌授权。2021年公司全面推进系统化“先进制造”和数智化“高效运营”深度变革，完成相互协同、相互支撑、独立发展的“1+（4+N）”产业结构布局和升级。

图2：海信视像深耕电视行业多年

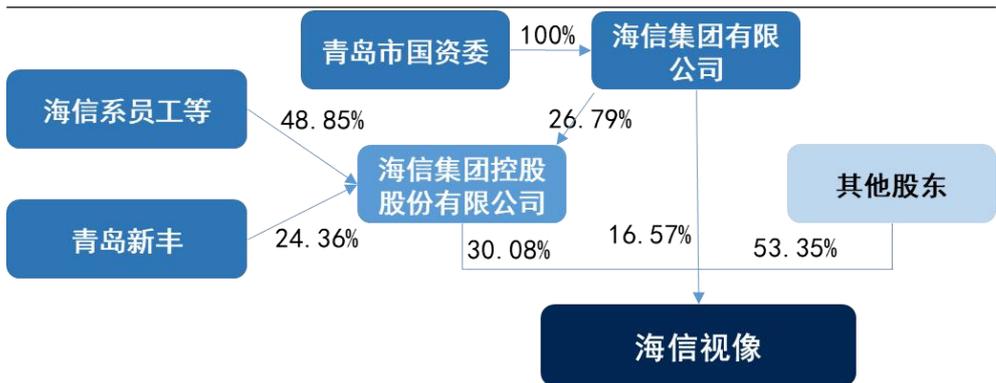


资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

### 治理结构走向市场化，核心员工股权激励充分

海信集团混改后公司变更为无实际控制人，治理结构更加市场化。公司此前实际控制人为青岛市国资委，2020 年公司大股东海信集团控股进行混改，引入青岛新丰作为战略投资者，海信集团控股在增资扩股后变更为无实际控制人，从而海信视像同样变更为无实际控制人。截至 2025Q1，公司大股东海信集团持股 30.08%，海信集团有限公司持股 16.57%，前两大股东持股比例相对较高，其余股东持股比例均不足 5%。海信集团的混改有助于提升公司股权结构的多元化，让公司的治理结构更加市场化。

图3: 海信视像股权结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；注：截至公司 2025 年一季报

公司管理层经验丰富，股权激励等充分激发核心员工活力。公司核心管理层均在公司有多年的任职履历，内部管理梯队分明。公司现任董事长于芝涛曾任海信集团研发工程师、海信视像软件研发部、海外研发部总经理，研发中心副总经理；青岛海信传媒网络技术有限公司副总经理、总经理；海信视像副总裁、总裁等职务。总裁李炜曾任公司制造中心工艺部部长、海信墨西哥工厂总经理、公司副总工程师、制造中心总经理等职务。2021 年公司推出股票激励计划，公司业绩考核目标为 2021-2023 年扣非归母净利润较 2020 年的复合增速分别不低于 30.0%/24.5%/22.8%；2024 年公司推出员工持股计划，激励对象包含董监高、中层管理人员及核心骨干不超过 459 人，拟持有的股票数量为 2909 万股，约占当时公司总股本的 2.23%，公司业绩考核目标为：2024-2026 触发值为净利润较 2022 年复合增速不低于 10.6%/10.5%/10.6%，目标值复合增速分别不低于 16.5%/14.5%/13.6%，达成触发值解锁 80%，达成目标值解锁 100%。

表1: 公司 2024 年员工持股计划充分激发核心员工活力

持有人及职务	拟持有份额上限对应的 标的股票数量 (万股)	拟持有股数占本员工持 股计划比例 (%)
董事、监事、高级管理人员 8 人 (于芝涛、贾少谦、刘鑫、朱聃、李炜、陈彩霞、王惠、刘莎莎)	430.00	14.78%
中层管理人员及核心骨干人员 (不超过 451 人)	2,479.38	85.22%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表2: 2024 年员工持股计划利润复合双位数以上的增长目标

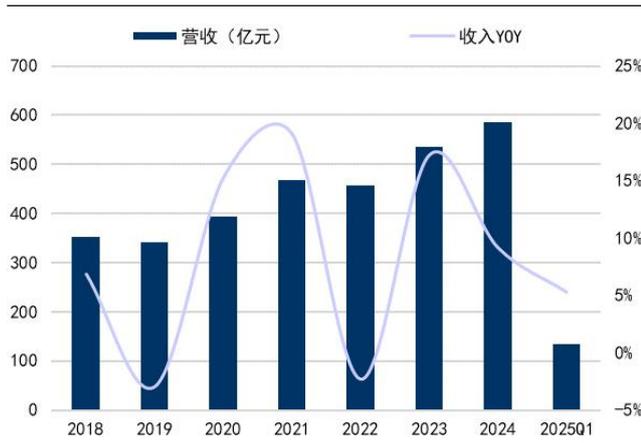
考核年度	公司业绩考核条件	
	目标值	触发值
2024 年	以 2022 年净利润为基数,2024 年净利润增长率不低于 35.83%	以 2022 年净利润为基数,2024 年净利润增长率不低于 22.25%
2025 年	以 2022 年净利润为基数,2025 年净利润增长率不低于 49.94%	以 2022 年净利润为基数,2025 年净利润增长率不低于 34.95%
2026 年	以 2022 年净利润为基数,2026 年净利润增长率不低于 66.41%	以 2022 年净利润为基数,2026 年净利润增长率不低于 49.77%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 营收稳健成长，盈利持续提升

公司收入实现稳步增长，净利率明显提升。公司2024年收入585.3亿元，2018-2024年复合增长8.9%，收入实现稳健增长。公司收入在2019年及2022年出现小幅下滑，主要系面板价格下降导致电视均价下滑、地产景气走低导致行业需求较为低迷。公司净利润增长相对更快，2024年实现归母净利润22.5亿，2017-2024年复合增长33.7%。公司2018年利润受东芝业务拖累明显，出现较大下滑，此后盈利快速修复。

图4：公司收入稳健成长



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

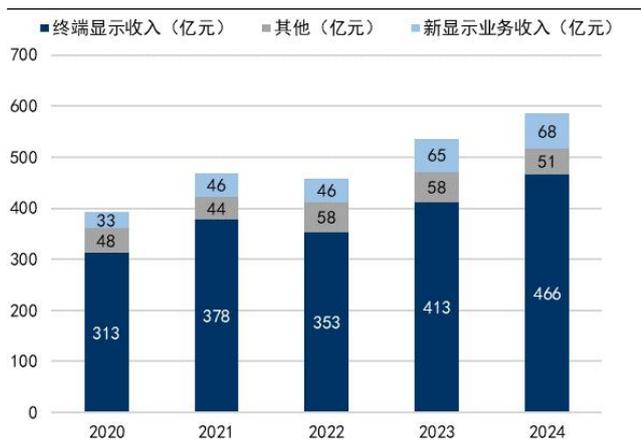
图5：公司归母净利润增长相对更快



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

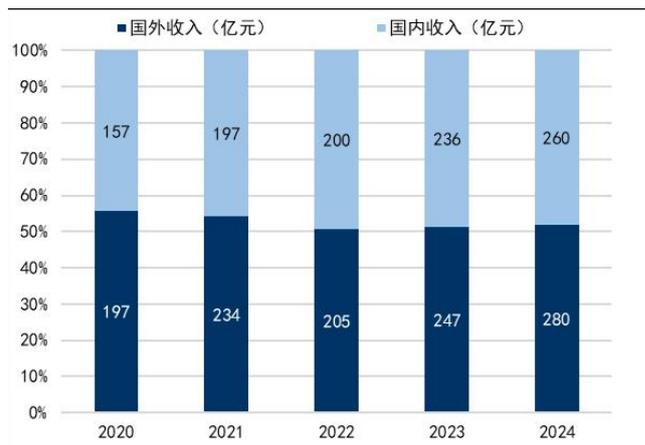
公司以电视收入为主，新显示收入占比持续提升；境外收入占比超过50%。公司收入一直以电视为主，近几年随着新显示业务的快速成长，电视收入占比有所下降，但依然维持在80%左右。2024年公司终端显示（电视）收入占比79.7%，新显示业务收入占比11.6%。公司持续开拓海外渠道，2020年开始海外主营业务收入占比超过国内，2024年公司海外主营业务收入占比达到51.8%。

图6：公司收入以终端显示（电视）为主



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图7：公司海外主营收入占比超过50%



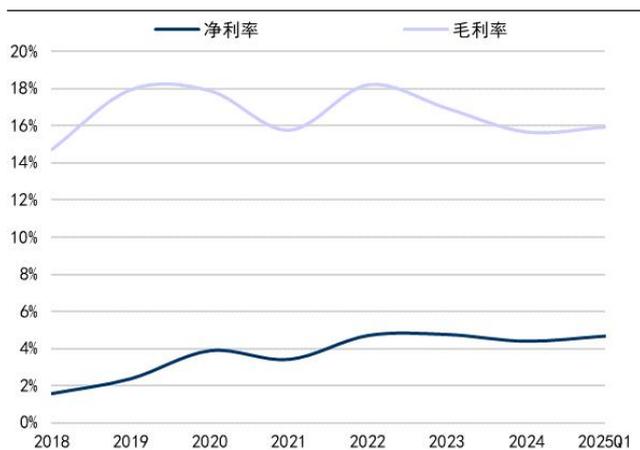
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司销售费用率持续优化，净利率稳步提升。公司毛利率基本稳定，2018-2024年维持在15%-18%之间，主要受面板价格影响。2019-2020年及2022年，面板价格较低时，公司毛利率基本维持在18%左右；2023-2024年，面板价格稳中有升，公司毛利率降至16%左右。公司销售费用率实现大幅优化，由2019年最高10.6%

下降至 2024 年的 5.8%。公司其他费用率相对稳定，管理费用率在 1.6%左右，研发费用率在 4.0%-4.5%。受益于销售费用改善及毛利率提升，公司净利率稳步提升，从 2018 年不到 2%提升至 2024 年的 4.4%。

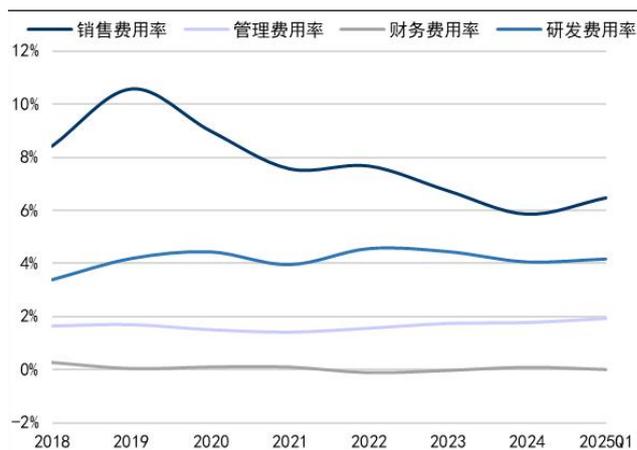
（注：公司 2021 年执行新收入准则，将运输成本从销售费用调整至营业成本，对 2020 年销售费用进行追溯调整，调整后销售费用率下降/毛利率下降 0.5pct。2024 年保证类质量保证从原计入“销售费用”的调整至“营业成本”，公司对此进行追溯调整，2023 年新口径下销售费用率下降/毛利率下降 0.7pct。）

图8：公司净利率稳步提升



资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

图9：公司销售费用率持续优化



资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

注：公司 2021 年和 2024 年存在销售费用/营业成本口径调整，分别导致销售费用率下降/毛利率下降约 0.5pct/0.7pct

## 电视迭代大潮涌起，国内产业链奋楫争先

电视诞生近百年，在体积、尺寸、画质等多方面持续升级，当前 Mini/Micro LED 等新技术蓬勃兴起，持续推动电视使用体验的升级。随着 Mini LED 电视技术的成熟及价格下探，渗透率迎来快速提升，2024 年我国 Mini LED 电视销量渗透率已达到 18%，同比提升超 15pct，升级趋势快速成形。我国企业已在 Mini LED 建立起全产业链布局，有望受益于 Mini LED 电视的快速成长，形成全球领先的竞争优势。

当前全球电视销售规模虽然进入稳定期，但在面板供给逐步走向集中带动面板价格稳定的背景下，叠加电视大屏化、Mini LED 等产品升级，电视均价有望进入稳健上涨通道。在格局方面，头部品牌凭借规模优势不断强化自身的产品技术优势和产业链地位，攫取更多市场份额，全球电视出货量 CR4 从 2018 年的 44.5% 提升至 2024 年的 56.2%。我国电视龙头企业海信视像、TCL 凭借领先的产品竞争力，在渠道和品牌的持续强化之下，全球电视份额提升幅度最大，出货量份额已稳居全球前三。

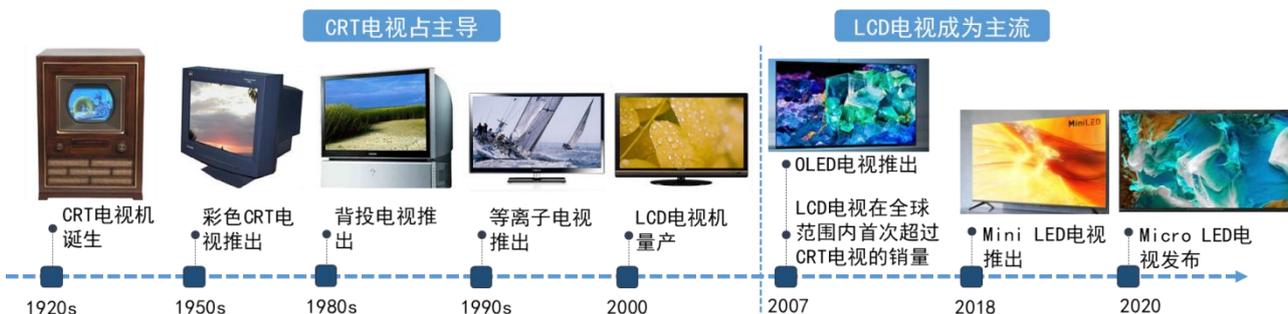
### 电视技术持续升级，Mini/Micro LED 强化显示效果

#### ◆ 电视显示技术不断优化，Mini LED/OLED/Micro LED 方兴未艾

电视机诞生接近百年，从早期的黑白显示到目前的彩色大屏，电视技术在体积、尺寸、画质、色彩及分辨率等多方面持续升级。目前电视显示主要采用 LCD（液

晶显示) 技术, 同时 OLED、Mini LED、Micro LED 等新技术蓬勃兴起, 持续推动电视机使用体验的升级。

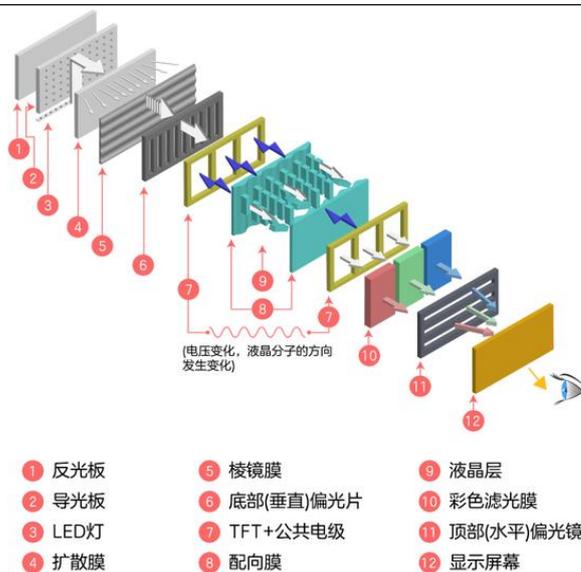
图10: 电视机在近百年发展历程中持续升级迭代



资料来源: 科普青岛《青少年科普 | 电视的前世今生》, TCL 官网, 三星官网, 国信证券经济研究所整理

**LCD 液晶显示**是利用液晶材料特性从而实现显像的技术, 包括发光模块、液晶模块等。发光模块将光源(一般为 LED)发出的光转换为面光源, 使屏幕亮度均匀。随后光通过液晶模块, 由于电压不同时液晶分子的旋转角度不同, 从而改变光的偏振方向。通过调节红、绿、蓝三色光的亮度和方向从而实现单个像素点色彩的调整。与传统的 CRT 电视相比, LCD 电视体积小、轻薄、功耗小、无辐射、尺寸可以很大, 随着技术的不断成熟及价格下探, 逐渐取代 CRT 电视成为主流。

图11: LCD 液晶显示通过液晶调节光的亮度及方向来控制显示颜色

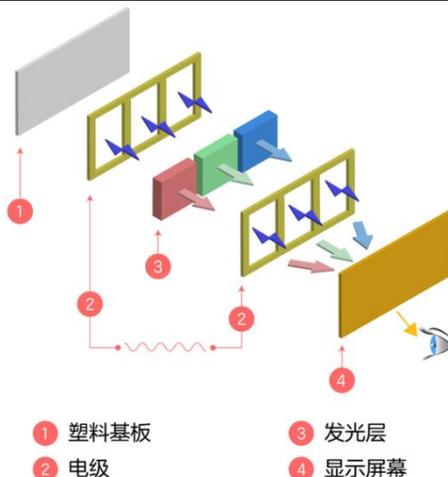


资料来源: 中兴文档微信公众号, 国信证券经济研究所整理

**OLED 全称有机发光二极管**, 由于采用了自发光材料, 通电就能发光, 因而只要控制单个发光模块即可在屏幕上呈现出不同的颜色。与 LCD 相比, OLED 结构相对简单, 屏幕可以更轻薄, 且可以弯曲, 而且由于 OLED 可以独立控制单个像素点, 可以做到单个像素点完全关闭, 黑色效果较好, 对比度高, 耗电量相对也较低; 而 LCD 技术中, 由于单个光源需要对应较多的像素点, 发光时需要按照最亮颜色的标准, 当显示黑色时, 仍会有部分光穿过液晶层, 无法达到纯黑的效果。但 OLED 缺点同样存在, OLED 的有机材料更容易出现老化, 使用寿命相对更短, 且存在烧

屏（像素点老化速度不均匀）、屏闪（在低亮度下频繁开关屏幕降低亮度）等问题。目前 OLED 在更新周期较短的手机等电子产品上应用较多，在电视上的渗透率依然较低。

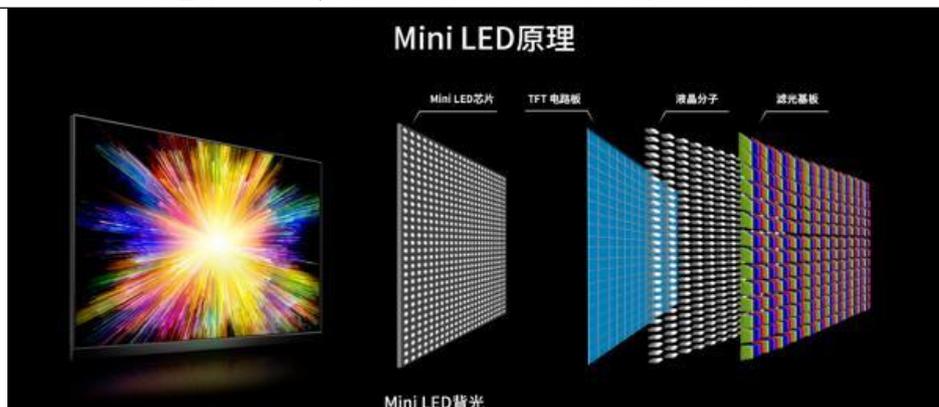
图12: OLED 结构相对 LCD 要更为简洁



资料来源：中兴文档微信公众号，国信证券经济研究所整理

**Mini LED** 可视为 LCD 技术的升级版，通过将 LCD 光源的 LED 灯珠 Mini 化，每个灯珠的尺寸在 50-200 微米之间，从而降低单个光源对应的像素点数量。通过对发光模块更细分的控制，Mini LED 可以实现更精准的局部调光，更好的提升亮度和对比度，相对更为节能，可以实现曲面设计。Mini LED 的出现使传统 LCD 的亮度和对比度达到与 OLED 相当的画质，在寿命、稳定性及色彩保真上强于 OLED。

图13: Mini LED 原理与 LCD 相似，光源采用更微小的灯珠实现更精准控制



资料来源：快科技官网，国信证券经济研究所整理

**Micro LED**（微发光二极管）延续了 Mini LED 将灯珠小型化的思路，LED 灯珠的尺寸一般在 50 微米以下。此时灯珠的尺寸已可以作为单个像素的显示存在，因而 Micro LED 与 OLED 一样采用自发光（直显）的形式。Micro LED 每个像素由红色、绿色和蓝色的子像素组成，子像素可单独控制，从而更加精准的控制显示的亮度、颜色和对比度。Micro LED 无需背光模组，结合了 LCD 和 OLED 的优势，具备发光效率高、功耗低、轻薄、分辨率高、亮度高、对比度高、寿命长等优点。但目前 Micro LED 存在包括巨量转移等技术难点，尚未实现大规模量产，生产成本高，三星推出的 Micro LED 电视价格超百万元，Micro LED 技术有待进一步升级。

图14: Micro LED采用LED直显, 结构更为简洁



资料来源: Trend Force, 国信证券经济研究所整理

综合对比来看, OLED和Mini LED均在LCD的基础上有所升级, Micro LED进一步结合了OLED和Mini LED的优势, 在显示性能上更为领先。但从目前的技术成熟度、成本以及电视机的实际需求来看, Mini LED有望成为电视机较为主流的技术方案, 推动LCD技术的进步; 之后随着Micro LED技术成熟及成本降低, 将持续带动电视机技术的升级迭代。

表3: 从成本、适用范围及性能对比来看, Mini LED有望兴起

	LCD (TFT)	直显 OLED	背光 Mini LED	Micro LED
厚度	厚	极薄	中	极薄
重量	重	极轻	中	极轻
最适用领域	已应用于各类显示产品	便携设备	电视、平板、显示器、便携设备	便携设备、大尺寸电视
技术成熟度	★★★★★	★★★	★★★	★
能效	★★	★★★★	★★★	★★★★★
分辨率	★★	★★★★	★★★	★★★★★
色域	★★	★★★★★	★★★★	★★★★★
对比度	★★	★★★★	★★★	★★★★★
最大亮度	★★★	★★★	★★★	★★★★
响应速度	★★	★★★★	★★★	★★★★
成本	★	★★★★	★★	X

资料来源: 艾邦LED, 国信证券经济研究所整理

### ◆ Mini LED 电视日益成熟, 渗透率快速崛起

得益于技术性能的优越性, 自2018年TCL发布全球首款Mini LED电视以来, 全球主要电视企业均陆续研发并推出Mini LED电视。在行业上下游的推动下, Mini LED电视技术日益成熟, 生产成本持续下降。根据高工LED的数据, 2023年Mini LED背光生产成本较前两年已经降低60%以上; 根据DSCC数据, 2023年65英寸Mini LED背光模组成本约150美元, 到2025年有望降至80-100美元。

终端电视售价也可以看出明显的趋势, 回顾TCL近三年发布的Mini LED电视机的价格, 从2021年初的200左右分区售价上万元, 到2022年240分区电视首发价4499元, 再到2023年480分区电视售价只要4499元, 2025年480分区的电视仅要3499元(叠加国补, 618到手价为2615元), 价格实现快速下探。目前国内主要电视企业普遍已推出3000元价位档的Mini LED电视, 切入到电视机的主力销售价格段, 如TCL的Q10L系列、海信的E5Q、小米的S系列、长虹的D6H等。

表4: TCL 发布的 Mini LED 电视机价格不断下探

	型号	尺寸 (吋)	分区	首发价 (元)
2021年3月	C12	65/75	160/240	12999/16999
2021年8月	X12	85	1920	99999
2022年3月	X9C Pro	98	2304	39999
2022年3月	C12E	65/75/85	448	11999/14999/21999
2022年3月	X11	65/75/85	1080/1920/2304	13999/17999/27999
2022年5月	Q10G	55/65/75/85/98	240/288/360/448/672	4499/6499/8499/12999/21999
2022年9月	6系列 Roku (海外)	55/65/75	360	699/999/1499 美元
2023年3月	X11G	75/85/98	3024/5184/5184	19999/27999/44999
2023年3月	Q10G Pro	55/65/75/85/98	480/576/720/896/1344	4499/6499/8499/10999/21999
2024年3月	Q9K	55/65/75/85/98	720/1008/1248/1536/1536	4199/5499/6999/8999/17999
2024年4月	T7K	55/65/75/85/98	384/512/640/800/960	3299/4299/5999/7999/13999
2025年3月	T7L	55/65/75/85	480/608/720/840	3499/4299/5299/6999
2025年3月	Q10L	65/75/85/98	1680/2176/2880/3840	7499/9999/12999/21999

资料来源: LEDinside, 公司官网, 国信证券经济研究所整理

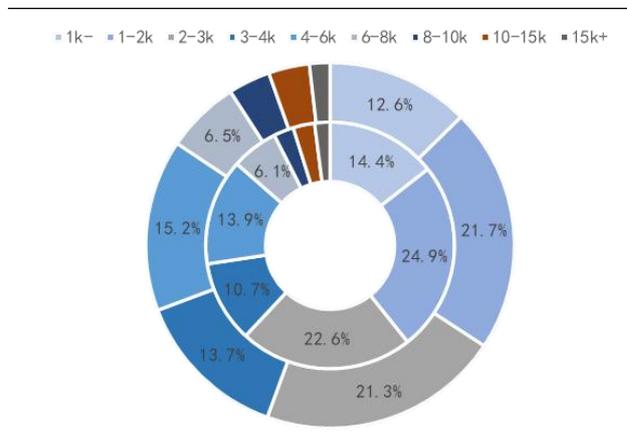
与同样相对 LCD 技术有升级的 OLED 来看, 目前 Mini LED 的电视售价已具有明显的优势, 切入电视的主销价格段。虽然早在 2007 年索尼便推出了全球首款 OLED 电视, 2013 年底国内 OLED 电视也已面世, 推出时间比 Mini LED 要早很多, 但从目前的价格来看, Mini LED 电视的售价要比 OLED 电视低 30% 以上, 在大尺寸电视上价差更为明显。奥维云网数据显示, 2024 年 OLED 电视销售均价在 15000 元左右, 而 2024 年 Mini LED 电视销售均价逐季度降低, 2025Q1 均价已到 7000 元左右, 不足 OLED 电视均价的一半。2025Q1 我国 55.6% 的电视机销量在 3000 元以下, 当前海信、TCL、长虹等品牌的 Mini LED 电视 (部分 55 吋及 65 吋型号) 在国补后, 价格已下探至 3000 元以下, 成功切入电视的主销价格段。

图15: Mini LED 电视均价相对 OLED 电视具有明显优势



资料来源: 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

图16: Mini LED 电视国补后不到 3000 元切入电视主销价格段

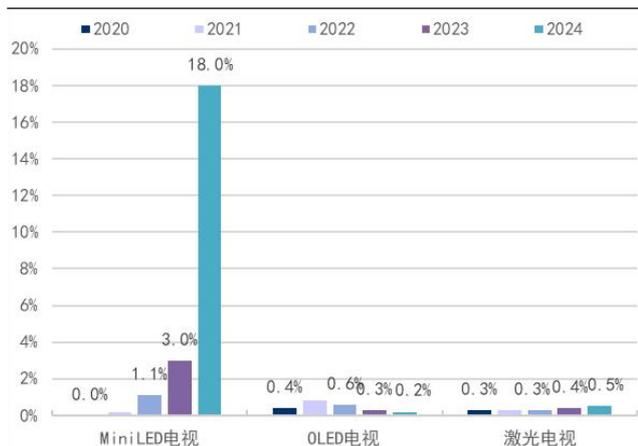


资料来源: 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

注: 以上数据为国内电视机的零售量价格分布, 外圈为 2025Q1, 内圈为 2024Q1

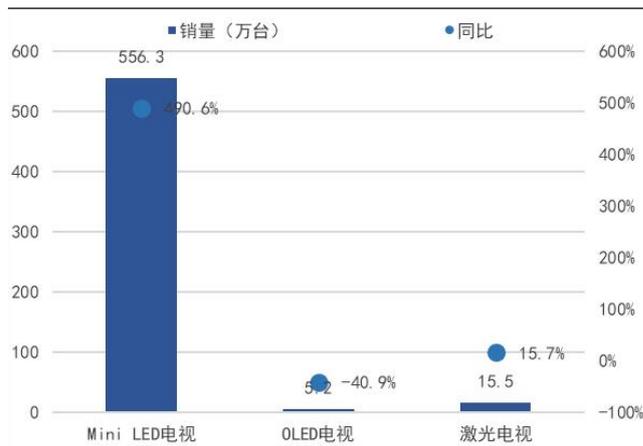
产品日益成熟、叠加价格下探, 2024 年 Mini LED 在电视领域的渗透率迎来爆发, 行业规模快速成长。奥维云网显示, 2024 年我国 Mini LED 电视销量达到 556.3 万台, 同比增长 490.6%; 销量渗透率达到 18.0%, 同比大幅提升 15pct。在电视新的技术路线当中, Mini LED 的渗透率提升速度最快, 销量规模也遥遥领先。2024 年我国 OLED 电视机销量约 5.2 万台, 同比下滑约 40.9%; 激光电视销量 15.5 万台, 同比增长 15.7%。

图17: Mini LED 电视销量渗透率快速提升



资料来源:奥维云网, 国信证券经济研究所整理

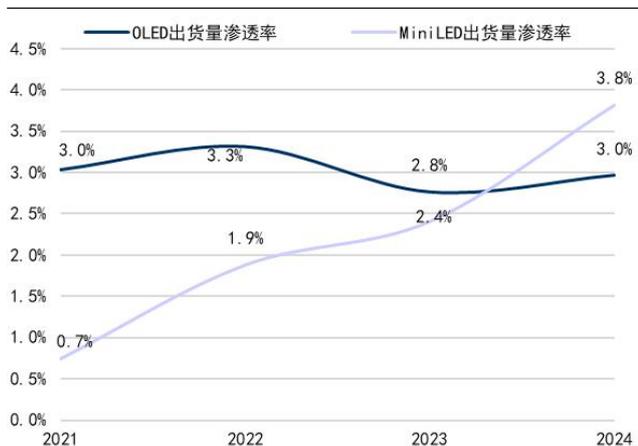
图18: 2024 年我国 Mini LED 电视销量规模远远领先于 OLED



资料来源:奥维云网, 国信证券经济研究所整理

全球范围内, Mini LED 电视也显现出快速增长的趋势, 销量渗透率接近 4%, 反超 OLED 的占比。根据奥维睿沃及洛图科技的数据, 2024 年全球 Mini LED 电视销量为 785 万台, 同比增长 84.7%, 占电视的销量比重达到 3.8%; 预计 2025 年全球 Mini LED 电视销量有望超过 1300 万台, 同比增长 70.6%。与 OLED 比较来看, 由于 OLED 发展起步较早, 2023 年前渗透率均高于 Mini LED 电视, 但基本保持在 3% 左右, 2024 年被 Mini LED 反超。从全球变化趋势看, Mini LED 的成长势头也远好于 OLED。

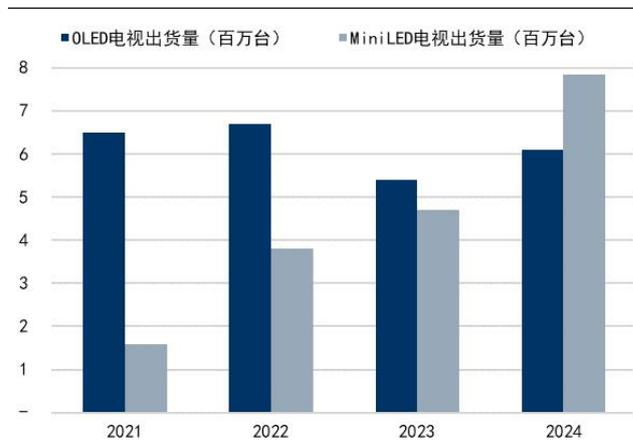
图19: 全球 Mini LED 电视销量占比快速成长



资料来源:奥维睿沃, 洛图科技, 国信证券经济研究所整理

注: 2024 年 Mini LED 全球电视出货量数据来源于洛图科技, 其余来源于奥维睿沃

图20: 全球 Mini LED 电视销量快速成长



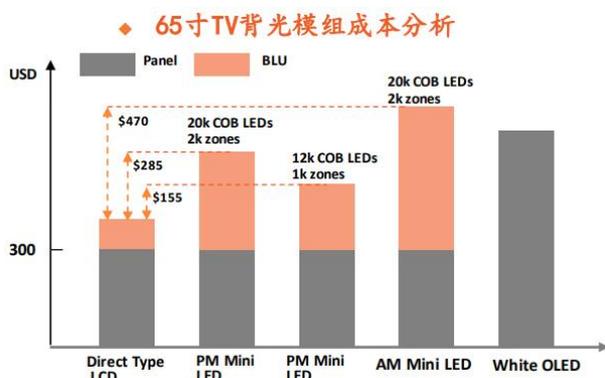
资料来源:奥维睿沃, 洛图科技, 国信证券经济研究所整理

注: 2024 年 Mini LED 全球电视出货量数据来源于洛图科技, 其余来源于奥维睿沃

展望后续来看, Mini LED 电视有望通过元器件降本、设计方案优化、制造降本等途径, 实现成本的持续降低, 从而推动渗透率的提升。与普通背光电视相比, Mini LED 电视由于灯珠等数量大幅增加, 导致背光灯板成本占比大幅提升。根据艾邦 LED 的数据, 以 65 吋电视为例, 相比传统的直下式背光模组, 搭载 2000 分区的 Mini 背光模组成本将增加 285 美金左右, 基本接近面板的成本; 而搭载 1000 分区的 Mini 背光模组成本增加 155 美金。因而在电视面板经历多年的降本之后, Mini 背光模组是 Mini LED 电视降本的重中之重。根据行家说的数据, 65 吋 Mini LED 灯板成本中, PCB 基板成本占比最大, 达到 38%; 其次为驱动 IC 及 Mini LED 芯片,

占比分别为 30%和 23%。目前来看，在 PCB 基板、驱动 IC、Mini LED 芯片及设计制造方法中均存在降本的空间。

图21: 与普通 LCD 电视相比, Mini LED 电视背光模组成本增加明显



资料来源: 艾邦 LED, 国信证券经济研究所整理

注: AM Mini LED 指 Active matrix Mini LED, 即主动矩阵式驱动, PM 指被动矩阵式驱动

图22: Mini LED 灯板成本主要为基板、LED 芯片及驱动 IC

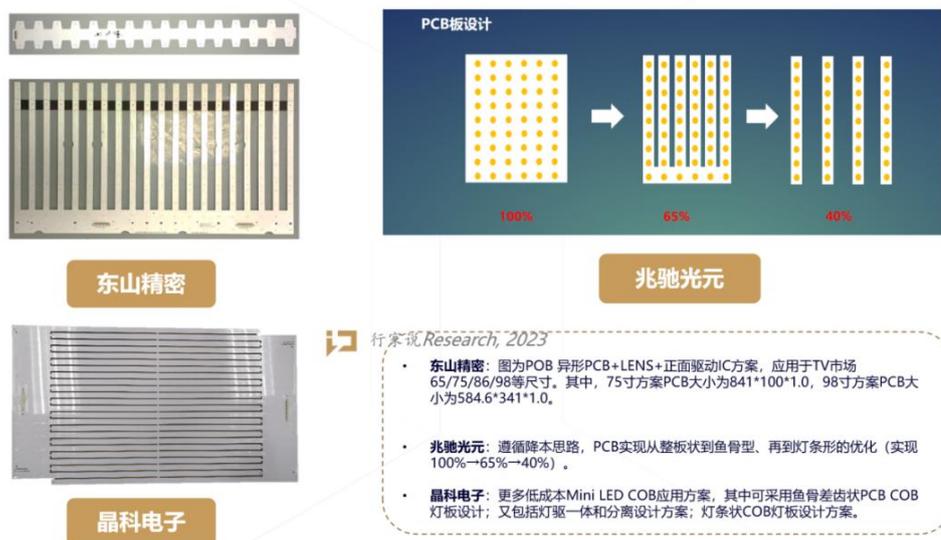


资料来源: 行家说《2022年Mini LED背光调研白皮书》, 国信证券经济研究所整理

注: 该Mini LED灯板成本为COB封装、12288颗Mini LED、1024分区

- 在成本占比最大的 **PCB 基板** 方面, 目前普遍采用更换为更便宜的材料、异型 PCB 等方式。更换材料主要考虑玻璃基板, 但也存在巨量打孔等技术难题。异型 PCB 主要通过优化 PCB 板的形状, 从整板状到鱼骨型、再到灯条形, 从而减少 PCB 板面积。此外 Mini LED 背光对于 PCB 基板的性能要求较高, 部分高性能产品仍存在国产化替代降本的空间。
- **驱动 IC** 方面, 可通过单颗驱动芯片驱动多分区或者分散式驱动芯片降低驱动芯片的使用量, 达到降低成本的目的。国内企业在驱动 IC 国产化的进一步突破, 同样有望在整体上降低驱动 IC 的成本。目前国内企业如集创北方、明微电子等国产驱动 IC 方案, 成本比进口方案低 30%-50%。
- **LED 芯片** 方面, 目前降本的重点是减少 LED 芯片数量, 如增加 Mini LED 的出光角、采用高压芯片驱动从而提升发光效率等。
- 其他的**降本路径**还包括采用巨量转移技术提升转移的效率, 通过设备的国产替代降低折旧摊销成本, 通过产业链一体化降低中间环节及物流成本, 通过创新封装工艺节省中间环节等。

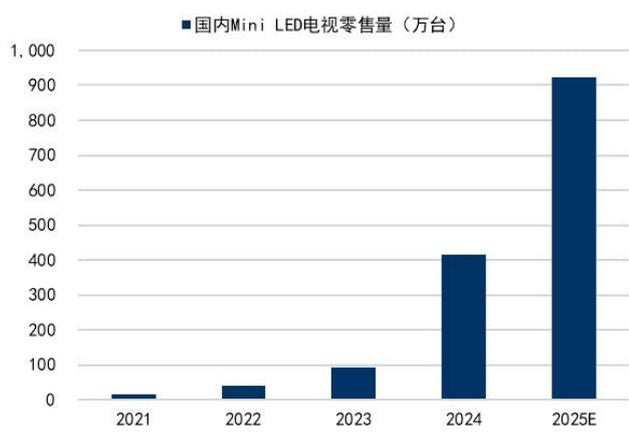
图23: 国内企业采用异型 PCB 基板的方式实现降本



资料来源: 行家说, 国信证券经济研究所整理

在上述降本路径的助推下, 预计 Mini LED 电视有望保持较高成长速度, 2027 年渗透率有望突破 12%。随着 Mini LED 成本持续降低, Mini LED 电视相对 OLED 及传统 LCD 电视的优势将愈发显现, 有望推动 Mini LED 电视渗透率的持续上升。洛图科技预测, 2025 年在国补政策的拉动下, 我国 Mini LED 电视将进一步向中低端市场下沉, 整体出货量有望达到 923 万台, 同比增长 122%, 渗透率超过 25%。全球 Mini LED 电视的渗透率同样有望持续提升, 根据 TrendForce 预测, 2027 年全球 Mini LED 电视出货量有望达到 2440 万台, 占全球电视的约 12.1%。

图24: 国内 Mini LED 电视零售量有望保持高速增长



资料来源: 洛图科技, 国信证券经济研究所整理

图25: 全球 Mini LED 电视销量有望快速成长



资料来源: 奥维睿沃, TrendForce, 国信证券经济研究所整理

从更中长期的维度看, 预计 Mini LED 电视渗透率有望超过 40%。我们分不同的尺寸对 Mini LED 电视的渗透率进行假设: 在 50 吋以下的市场, 消费者大多对价格较为敏感, 由于传统 LCD 成本相对更低, 预计基本以传统 LCD 为主。从 50 吋以上, Mini LED 已能提供性能占优、且价格相对适中的产品, 预计在 70-85 吋之间为 Mini LED 相对占优的区间, 假设渗透率最高达到 60%; 更大尺寸或遇到 OLED 的竞争, 渗透率有所降低。整体来看, 预计中长期 Mini LED 电视的渗透率有望达到 40.2%。

表5: 预计中长期 Mini LED 电视渗透率有望超过 40%

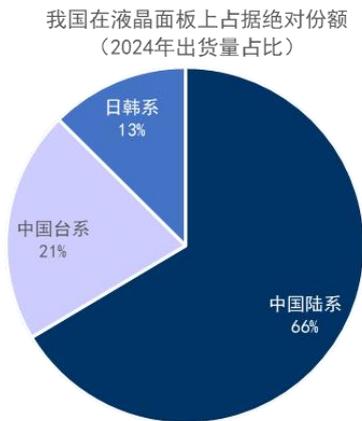
电视尺寸	2022 年国内销量占比	2024 年国内销量占比	预计中长期销量结构	预计 Mini LED 渗透率	预计 Mini LED 电视合计渗透率
32''	9.8%	5.6%	3.0%	0.0%	
42''/43''	13.3%	9.8%	8.0%	0.0%	
50''	5.7%	4.4%	4.0%	5.0%	
55''	23.6%	18.2%	10.0%	20.0%	
65''	22.6%	20.5%	15.0%	40.0%	40.2%
75''	13.5%	24.1%	35.0%	60.0%	
85''/86''	3.6%	11.2%	20.0%	50.0%	
98''/100''	0.6%	2.4%	5.0%	20.0%	
其他	7.3%	3.8%	0.0%	10.0%	

资料来源: 奥维云网, 国信证券经济研究所整理和预测

### ◆ 国内企业 Mini LED 产业链布局领先, 有望受益于行业成长

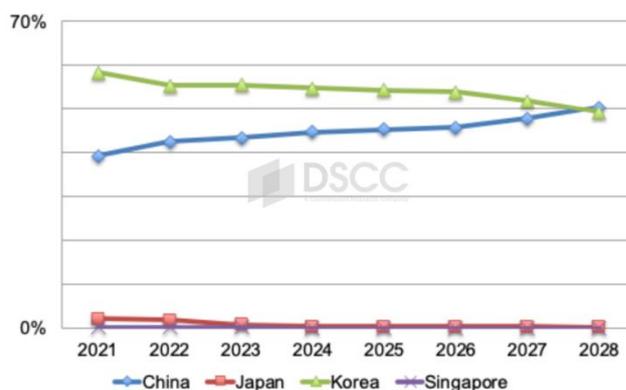
与 OLED 技术相比, 我国在 Mini LED 技术上更具有领先优势, 目前国内企业已在 Mini LED 领域进行全产业链的布局, 有望受益于 Mini LED 渗透率的持续成长。经过长期的发展, 我国已在 LCD 电视面板上占据主导地位。根据洛图科技的数据, 国内(含台系)面板厂 2024 年占据全球液晶面板 87.5% 的份额。而在 OLED 领域, 三星、LG 等韩系企业技术占主导, 尤其是在大尺寸 OLED 面板领域。根据 DSCC 数据显示, 2024 年韩国在 OLED 上占据超 50% 的产能, 我国份额在 40% 多, 预计 2028 年我国 OLED 产能有望超过韩国。所以 Mini LED 作为 LCD 技术的升级, 我国不仅率先投入研发并推出 Mini LED 电视, 在 Mini LED 产业链的布局上也具备全球的领先优势。

图26: 我国在 LCD 液晶面板领域具有较大的领先优势



资料来源: 洛图科技, 国信证券经济研究所整理

图27: 韩国目前在 OLED 产能上领先于国内



资料来源: DSCC (Display Supply Chain Consultant), 国信证券经济研究所整理

我国企业已经在 Mini LED 外延、芯片、器件等多个环节进行产业链布局, 推动 Mini LED 在我国的快速发展及应用。我国 Mini LED 电视渗透率快速提升的背后, 离不开我国企业在 Mini LED 产业链的全方位布局。当前我国厂商已经在 Mini LED 电视上游材料、芯片及中游封装、模组到下游显示等多个环节进行产业链建设。根据 LEDinside 的统计, 2025 年以来, 我国就有数十个 Mini LED 相关的项目处于签约、开工等状态, 涉及 Mini LED 外延、芯片、器件、背板、显示模组、背光模组等。

**表6: 我国企业投建了多个 Mini LED 产业项目**

企业	项目	金额 (人民币亿元)	状态	时间 (2025 年)
永盛光电	Mini LED 显示背光源、屏体项目	35	建设中	4 月
TCL	大屏电视全球创新智能制造基地项目	5	签约	3 月
伟时电子	高端背光显示模组和智能装饰显示面板建设项目	/	投产	3 月
奕元达科技	Mini/Micro LED 模组生产基地项目	10	开工	3 月
哈曼集团	哈曼苏州车载显示智能制造工厂	1	落成	3 月
惠科	绵阳惠科 Mini LED 一期项目	50	开工	2 月
惠科	Mini LED 背光/直显模组及整机项目	90	开工	2 月
TCL 华瑞照明	Mini LED COB 一期	/	投产	1 月
芯乐光	背光&直显产业园 1 期 Mini LED 产线	8	点亮	1 月
弘名科技	LED/Mini LED 新型显示光源生产基地二期项目	2	建成	1 月
京东方	珠海晶芯 Mini LED 生产线	10	点亮	1 月
乾照光电	Mini LED 芯片智能化设备更新项目	2.16	批准公示	1 月

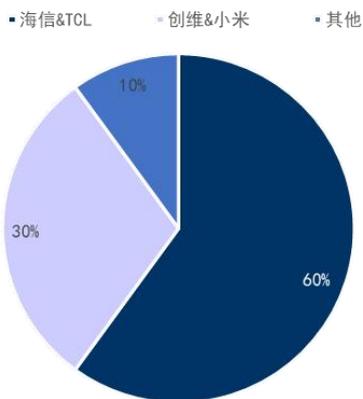
资料来源: LEDinside, 国信证券经济研究所整理

从结果来看,我国已经在 Mini LED 相关环节形成了一批头部企业,有望强化我国 Mini LED 下游应用企业在全球市场的竞争力。在 LED 衬底及芯片领域,三安光电、华灿光电、乾照光电等 Mini LED 产品已进入放量增长阶段;在封装/模组领域,国星光电、兆驰光元、晶科电子、瑞丰光电、鸿利智汇等也已实现产品突破,开始进入量产阶段;上游设备上,中微公司、凌云光、新益昌、特仪科技等 Mini LED 设备已实现交付使用;面板方面,TCL 华星、京东方、惠科等面板厂相继在 Mini LED 技术方面投入资金和资源,已实现产品的大规模量产。

在产业链上下游的协力推动下,我国头部电视企业在国内 Mini LED 电视上已取得明显优势,在全球市场持续抢占更多份额。

- ✓ 1) 在国内市场, TCL、海信连续蝉联我国 Mini LED 电视市场份额的前二, 2024 年市占率预计在 30% 左右; 其次小米、创维市占率在 15% 左右, 位居三四位。国内头部电视品牌海信、TCL 在国内 Mini LED 电视的领先优势较为显著。
- ✓ 2) 全球市场来看,三星凭借其全球渠道布局较早的抢占了领先的份额,但随着国内企业在全方位份额的扩张和品牌影响力提升, TCL、海信及小米等国内企业在全方位 Mini LED 电视的份额持续提升。Omdia 数据显示, 2022 年三星在全方位 Mini LED 电视的份额占比超过一半; 2023 年开始, 海信及 TCL 开始发力, 占据 10%-30% 的份额, 三星市占率降至 40% 左右; 2024 年, 三星市占率进一步下滑, TCL、海信市占率均超过 20%, 呈现出三分天下的局面。以包含 Mini LED 电视、OLED、Micro-LED 及 8K LCD 电视的高端电视市占率为例, 2024Q4, 三星出货量份额下降 12pct 至 29%, TCL 份额提升 8pct 至 20%, 海信份额提升 6pct 至 16%, LG 份额下降 7pct 至 19%。

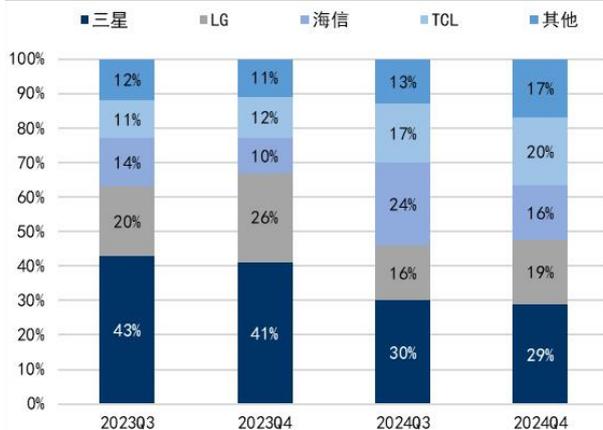
图28: 国内 Mini LED 电视份额上我国品牌保持领先 (2024 年)



资料来源: 中怡康, CINNO Research, 国信证券经济研究所整理

注: 不同数据口径存在差异, 故综合不同口径数据取大致范围, 并非准确值

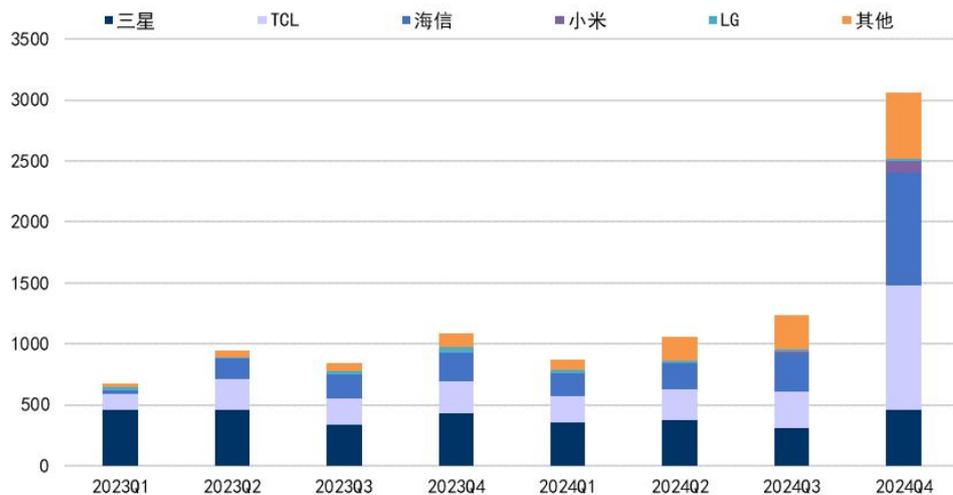
图29: TCL、海信在全球高端电视的份额快速提升



资料来源: DSCC, 国信证券经济研究所整理

注: 此处的高端电视包含 QD-Mini LED、QD-LCD、LCD 8K、QD-OLED、WOLED 和 Micro-LED 电视

图30: TCL、海信在全球 Mini LED 电视上的市占率持续提升



资料来源: Omdia, 国信证券经济研究所整理

在 Mini LED 电视渗透率持续提升的背景下, 我国电视头部企业有望凭借领先的产业布局及成本优势, 不断抢占 Mini LED 电视市场份额。由此助推我国电视品牌在全球市场份额的提升, 为我国电视品牌走向全球提供良好的契机。

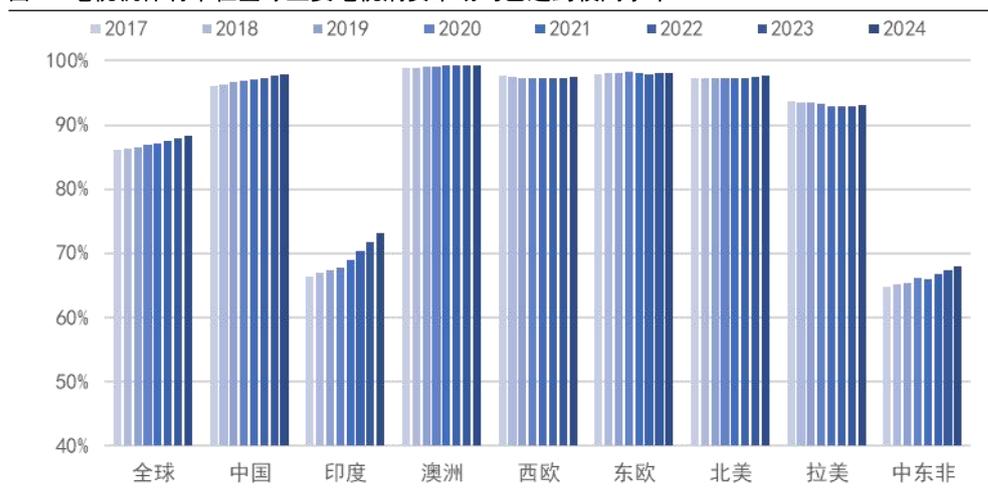
### 全球电视供需趋于平稳, 产品迭代有望拉升均价

当前电视机需求在全球主要市场已处于相对稳定状态, 出货量规模波动相对较小。叠加面板产能逐步向中国集中, 面板供给相对可控。在供需相对平稳之下, 预计未来面板价格的变动也将趋于收敛。在目前面板价格企稳的背景下, 伴随着电视大屏化及 Mini LED 渗透率提升等产品结构升级, 电视机价格有望进入上涨通道, 带动行业规模的稳健增长。

#### ◆ 全球电视销量规模趋于稳定, 需求升级为行业注入活力

电视机作为较为刚需的家电产品，经过多年的渗透，在全球主要市场的保有率在90%以上，行业销量规模进入稳定期。根据欧睿的数据，2024年全球主要电视机消费市场，如中国、美国、欧洲、澳洲等，彩电保有率均在97%以上，基本接近饱和状态；渗透率较低的地区主要在一些发展中国家，如印度及中东非等地区，渗透率在70%左右。在此背景下，全球彩电销量规模进入稳定期，波动相对较小。欧睿数据显示，2015-2024年全球电视销量基本稳定在2.0-2.2亿台之间，年复合增速为-1.0%。分区域看，2015-2024年全球主要电视消费市场中，印度、东欧、拉美等发展中地区电视销量复合增速相对较快，中国、西欧等地区电视销量在手机等新娱乐方式的崛起下而有所下降。

图31: 电视机保有率在全球主要电视消费市场均已达到较高水平



资料来源: 欧睿 Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

图32: 全球电视销量增长趋于平稳



资料来源: 欧睿 Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

图33: 2015-2024年电视销量中印度增长相对较快

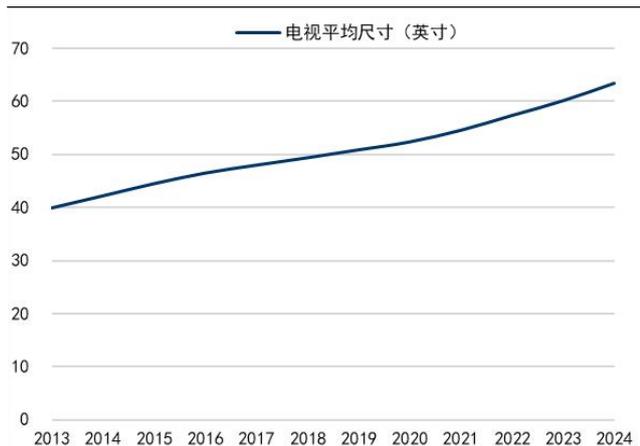


资料来源: 欧睿 Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

虽然电视机已进入成熟期，但消费者对于电视品质升级的追求从未止步，从小屏到大屏、从高清到8K、从LCD到Mini LED等，电视机的活力依然充足。根据洛图科技的数据，2024年，全球75英寸以上的电视面板出货量同比大增49.3%，涨幅在所有尺寸中最大，市场占比同比提升1.0pct至3.4%；全球电视面板平均尺寸提升0.6英寸至49.6英寸。我国电视机的升级趋势领先全球，彩电的平均尺寸

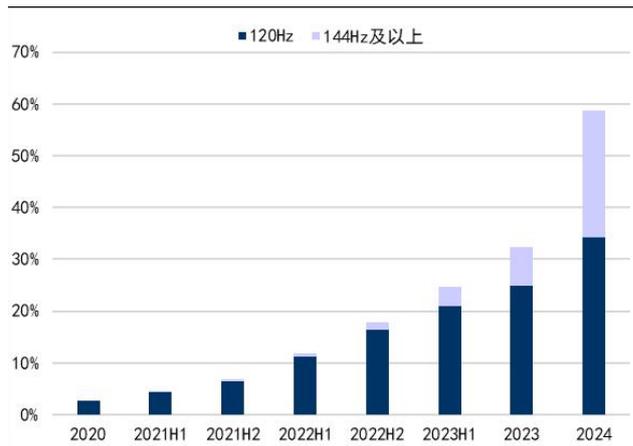
快速提升，从 2013 年的不到 40 英寸稳步提升至 2024 年的 63.5 英寸，2024 年我国 75 吋及以上尺寸的彩电零售量占比达到 37.7%，同比提升 10.2pct，大尺寸电视在需求升级、价格下探的带动下占比越来越高。此外，还有诸如屏幕刷新率、电视画质清晰度等方面的参数也在不断升级，2021 年以前我国 120Hz 及以上的高刷电视占比仅低个位数，2024 年该比例已提升至 58.9%；2010 年我国电视的分辨率以 720p、1080p 为主，目前电视机已普遍支持 4K 及以上分辨率。未来电视机有望持续升级，不断给消费者带来更好的体验，也为电视机行业的发展注入新的活力。

图34：我国电视销售的平均尺寸逐年增加



资料来源：奥维云网，洛图科技，国信证券经济研究所整理

图35：我国 120Hz 及以上的高刷彩电销量占比逐步提升



资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

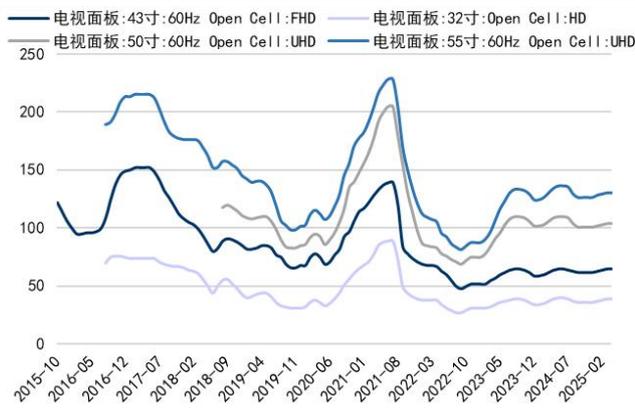
**在产品升级的支撑下，虽然面板价格降幅较大，但电视机销售均价相对稳定。**随着技术的升级和面板产线的迭代，面板价格持续降低。根据 wind 数据，以月平均单价来看，2024 年与 2017 年相比，32 吋液晶电视面板（Open Cell:HD）、43 吋液晶电视面板（60Hz Open Cell:FHD）、55 吋液晶电视面板（60Hz Open Cell:UHD）价格分别下降了 47.8%、54.4%、35.1%。

但电视机零售价格相比之下，变动相对较小，全球电视机价格自 2016 年以来呈现出企稳回升的迹象。欧睿数据显示，2010-2024 年全球电视机零售价格先下降后回升，价格从 2010 年的 674 美元/台下降至最低 550 美元/台左右（降幅最高为 19%），随后陆续回升至 600 美元/台左右；2024 年均价为 586 美元/台。

**国内价格趋势更为明显：**奥维云网数据显示，2010-2024 年我国电视均价经历了一轮持续下跌再快速回升的过程。2010-2020 年均价从 3917 元/台下降至 2717 元/台，此后在电视产品结构升级的拉动下，均价快速回升至 2024 年的 4119 元/台。

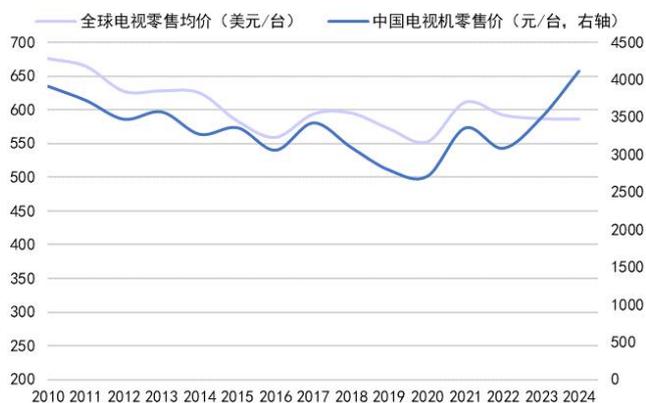
相比同期电视面板的价格而言，电视机零售价格变动相对较小，2017-2024 年在面板价格降幅接近 50% 的背景下，全球电视零售均价小幅下降 1.3%，我国电视零售均价在尺寸、功能升级的助推下，均价实现上涨。

图36: 电视面板价格长期来看有所下降 (美元/片)



资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

图37: 全球及我国电视机均价小幅下降, 2020 年以来企稳回升



资料来源:奥维云网, 欧睿 Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

### ◆ 面板供给向国内集中, 价格波动有望收敛

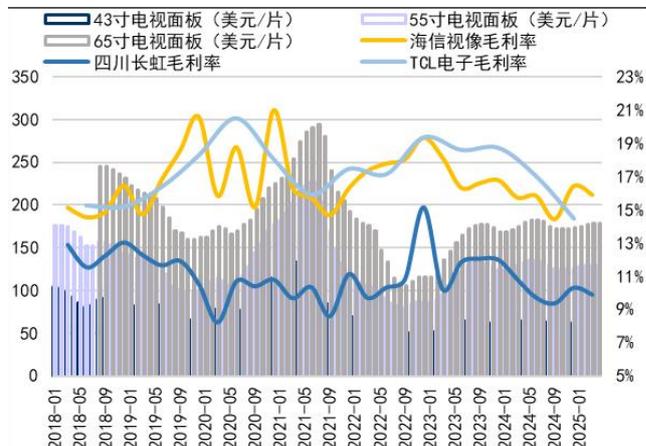
作为电视机成本占比最大的一项, 面板价格对电视机售价及电视机企业的毛利率均有较大的影响。根据 Omdia 在 2021 年初的拆解, 面板价格在电视机制造成本中的占比在 50%左右, 对电视机成本具有至关重要的影响。从历史复盘来看, 在面板价格较低时, 电视整机企业的毛利率一般处于较高水平, 如 2022 年底; 而 2021 年面板价格较高时, 电视整机企业的毛利率则处于底部, 两者存在明显的反比关系。

图38: 电视面板价格占电视制造成本的 50%左右



资料来源:Omdia, 国信证券经济研究所整理

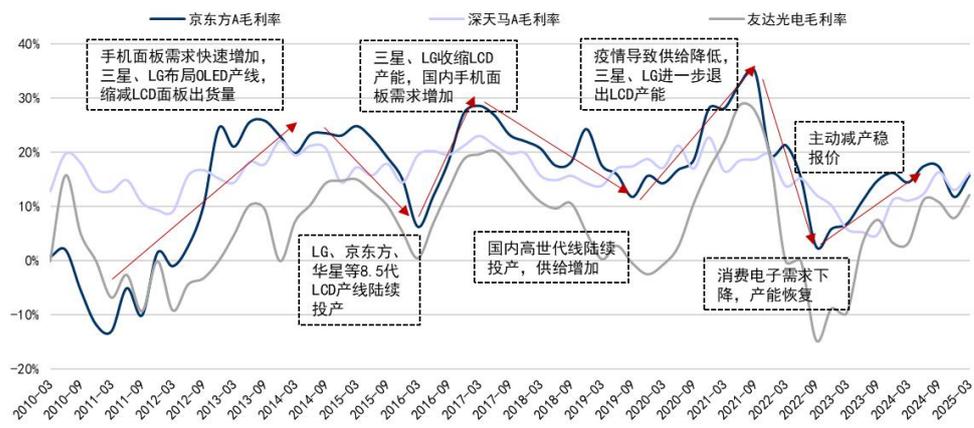
图39: 电视面板价格与电视企业毛利率存在明显的反比关系



资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

复盘此前的面板价格周期, 面板价格的波动基本由供需错配导致。2011-2016 年、2016-2019 年两轮面板价格周期, 受手机等消费电子面板需求爆发及供给端面板产能的投产影响较大。最近的一轮周期为 2020 年初至 2022 年底, 2020 年由于疫情的扰动, 面板产量下降, 但下游需求由于居家时间变长而有所增长, 导致面板价格攀升; 2021 年下半年开始, 随着需求开始下滑及面板产能供给恢复正常, 面板价格也逐步走低。但 2022 年以来, 面板行业供给侧出现了新的变化, 随着产能供给的集中, 头部面板厂开始主动控制稼动率以稳定面板价格, 面板价格波动或进入新的时代。

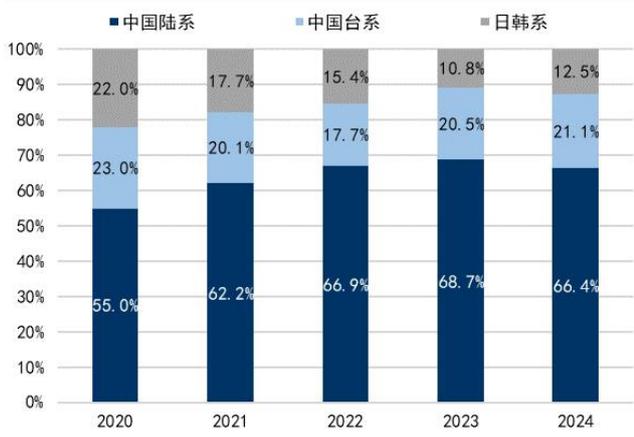
图40: 此前几轮面板周期均由于供需错配导致



资料来源: wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

目前我国已占据全球约90%的面板出货量，逐步确立在面板行业的话语权。2022年，随着面板价格跌破成本价，日韩系面板企业陆续退出LCD产能，三星于2022年6月全面终止LCD面板生产，LG选择转产部分LCD产线至OLED，松下于2023年8月宣布将清算LCD子公司，转型汽车电子。2024年9月，TCL科技官宣收购LGD广州8.5代线；根据洛图科技的数据，全球LCD电视面板产能中，除了中国厂商之外，仅剩位于中国广州的夏普SDP超视界G10.5工厂。我国面板企业逐步掌握了全球电视面板的主导权，2024年我国企业（含中国台湾企业）占全球液晶电视面板出货量的87.5%。具体到企业端，我国头部面板企业京东方、华星光电、惠科、群创及彩虹光电出货量市占率持续提升，合计市场份额从2021年的72.5%提升至2022年的78.0%，2024年达到80.7%，行业集中度持续提升。

图41: 我国液晶电视面板出货量已占全球的主导地位



资料来源: 洛图科技, 国信证券经济研究所整理

图42: 我国头部液晶面板企业出货量份额逐步提升



资料来源: 洛图科技, 国信证券经济研究所整理

从近期的面板价格的趋势来看，面板头部企业格局集中下，对面板价格的托底效果逐步显现出来，保障面板价格的稳定。2022年下半年面板价格跌破成本价之后，主流的面板厂商为了促进供需平衡，均采用减产策略，在2022年9月全球面板厂稼动率最低降至70%以下。减产之后，在行业需求未发生明显变化的情况下，面板价格在2022年底开始逐步企稳回升。2023年10月面板价格再次出现环比降低的迹象，面板厂商也再次进行生产调控，2023Q4面板厂平均稼动率降至76%。2024年以来，随着国内家电补贴政策的实施，电视等需求迎来明显改善，带动面板稼

动率的稳步提升。预计在面板企业由之前的“生产导向、满产满销”转向“市场导向、以销定产”之下，面板价格有望保持稳定。

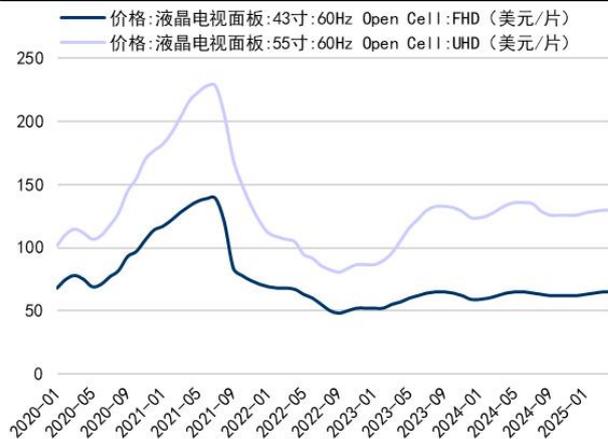
图43: 2022Q3 全球 LCD 面板稼动率明显缩减, 此后平稳修复



资料来源:TrendForce 集邦咨询, 奥维睿沃, 国信证券经济研究所整理

注: 稼动率指设备在所能提供的时间内, 为了生产而占用的时间所占的比重, 一般用于衡量有效作业时间的比例

图44: 面板价格自 2022 年底企稳回升, 近期较为稳定



资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

展望未来面板价格, 一方面, 当前电视行业销量规模较为稳定, 面板需求波动较小, 需求对价格端的影响逐步减弱; 另一方面, 全球面板产能逐步向中国集中, 新投建产能较少, 头部格局进一步提升, 供给规模相对可控。在供需逐步走向稳定的背景下, 预计未来面板价格波动幅度将会逐步收敛, 保持在一个相对稳定的区间, 有助于下游电视产品的定价稳定。

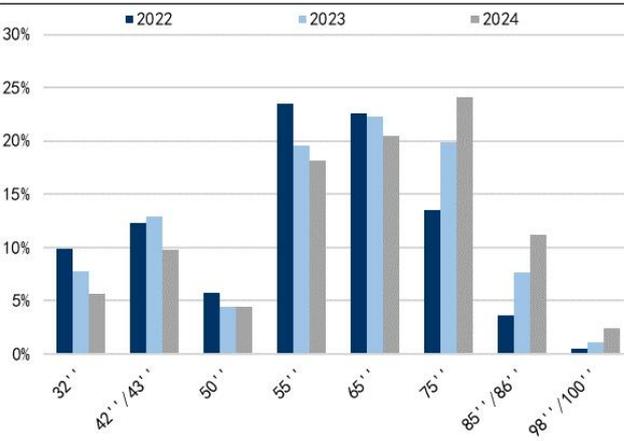
◆ 面板成本托底, 受益于产品升级电视均价有望提升

在面板出现以销定产、价格逐步稳固的背景下, 预计将给电视机价格带来较强的支撑。同时伴随着电视机大屏化、Mini LED 占比提升等升级趋势, 预计产品均价有望迎来上涨。根据奥维云网的数据, 2023 年以来我国电视机行业结构实现加速升级, 尤其是在 2024 年国补政策的带动下, 电视线上线下销售均价均已超过 2021 年面板价格较高时期, 2024 年线上线下销售均价达到 3159/7044 元, 相比 2021 年分别上涨 17.3%/46.4%。电视的结构中, 大尺寸、高刷、Mini LED 等占比持续走高, 2024 年 75 吋电视成为销量占比最高的尺寸。

图45: 我国线上线下电视销售均价持续上涨



图46: 我国大尺寸电视销量占比逐步提升



资料来源:奥维云网,国信证券经济研究所整理

资料来源:奥维云网,国信证券经济研究所整理

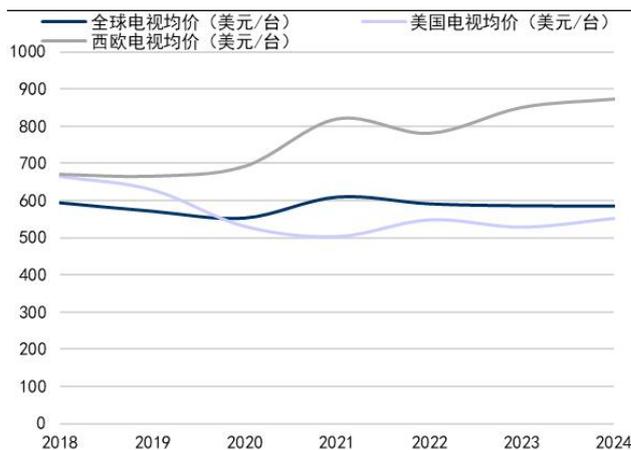
从全球市场来看,电视尺寸变大等升级趋势也较为显著,有望带动电视均价上涨。奥维睿沃数据显示,2024年全球电视面板平均出货尺寸已达到51.5吋,较2019年上升6.0吋。全球小尺寸面板的需求也在持续下降,大尺寸面板需求持续提升。奥维睿沃数据显示,2024年75英寸及以上超大尺寸电视面板的出货量在2024年呈现出快速增长趋势,其中75英寸电视面板出货量同比增长13.1%。此外,高刷新率、Mini LED电视等在全球的销售占比也逐步提升,带动全球主要市场电视价格的提升。

图47:全球面板平均出货尺寸持续上涨



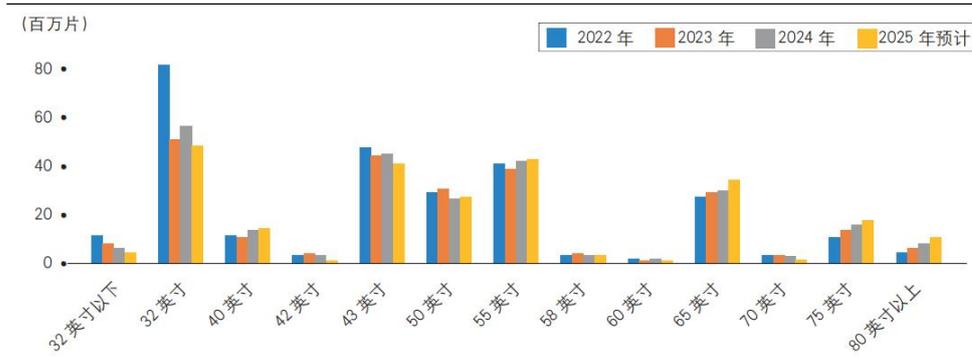
资料来源:奥维睿沃(AVC REVO),国信证券经济研究所整理

图48:2020年以来全球主要市场电视机价格有所上涨



资料来源:欧睿Euromonitor,国信证券经济研究所整理

图49:全球大尺寸面板出货量持续提升



资料来源:奥维睿沃(AVC REVO),国信证券经济研究所整理

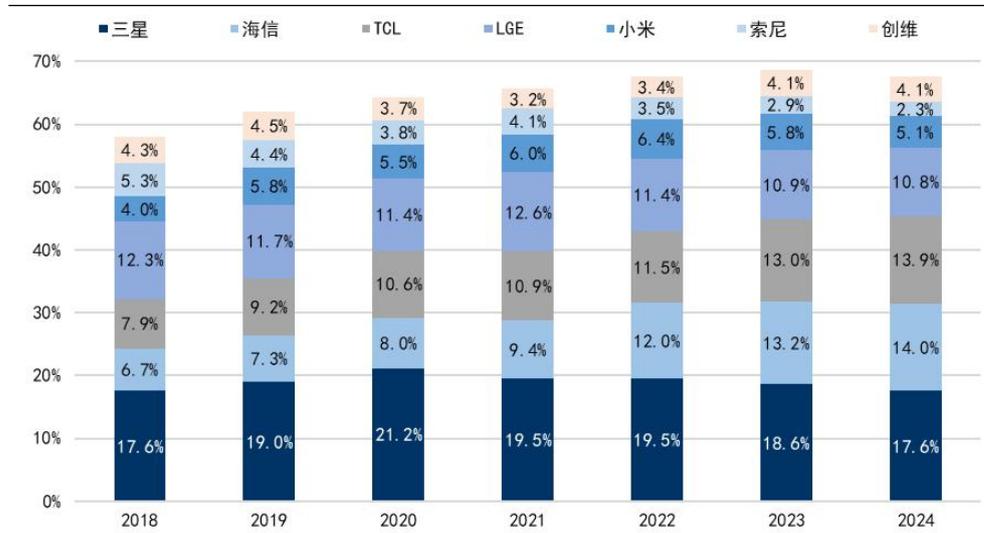
## 电视格局日益集中,国内龙头份额提升

伴随着产品升级和面板价格的波动,全球电视行业集中度逐渐提升。在技术、产品壁垒随电视机持续升级而不断垒高的情况下,头部格局有望愈发清晰。其中我国电视龙头企业海信视像、TCL等凭借领先的产品竞争力,在渠道和品牌不断强化之下,全球电视份额持续提升。

◆ 全球电视格局趋于集中，国内电视龙头异军突起

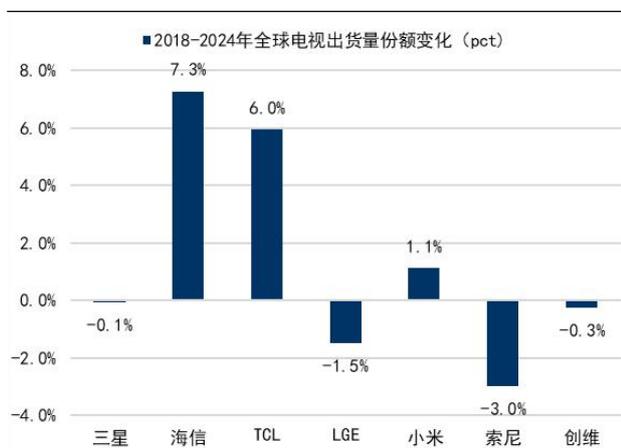
在技术持续迭代升级和面板价格的大幅波动下，头部品牌凭借规模优势不断强化自身的产品技术优势和产业链地位，攫取更多市场份额，国内电视龙头海信、TCL市占率增幅领先。根据奥维睿沃及Omdia的数据，全球电视出货量CR4从2018年的44.5%提升至2024年的56.2%，行业集中度逐年提高。具体到公司来看，三星稳居全球电视行业出货量第一，市占率在18%左右；国内企业海信及TCL市场份额持续追赶，市占率从2018年不足8%提升到2024年约14%，位居全球二三位。从行业头部企业的份额提升幅度来看，2018-2024年国内品牌海信、TCL、小米出货量份额提升幅度最大，分别增加7.3/6.0/1.1pct，国产品牌在全球电视市场异军突起，话语权日益增加。

图50: 全球电视出货量份额：国内头部电视品牌市占率逐年提升



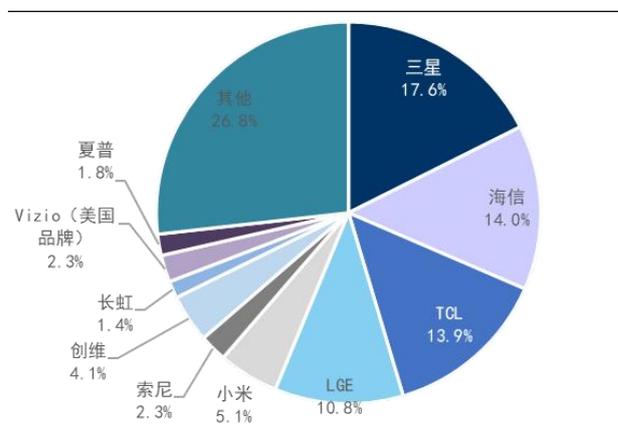
资料来源：奥维睿沃（AVC REVO），Omdia，国信证券经济研究所整理  
注：2018-2023年数据来自奥维睿沃，2024年数据来源于Omdia

图51: 我国电视头部品牌在全球电视出货量份额中提升较快



资料来源：奥维睿沃（AVC REVO），Omdia，国信证券经济研究所整理

图52: 2024年海信及TCL已稳居全球电视出货量前三

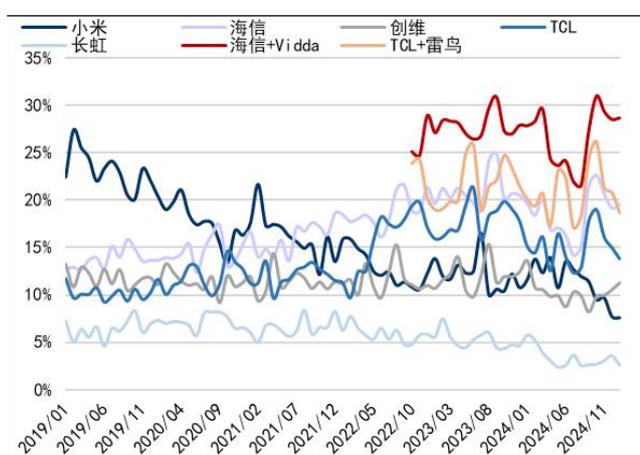


资料来源：Omdia，国信证券经济研究所整理

◆ 国内市场大浪淘沙，电视格局愈发清晰

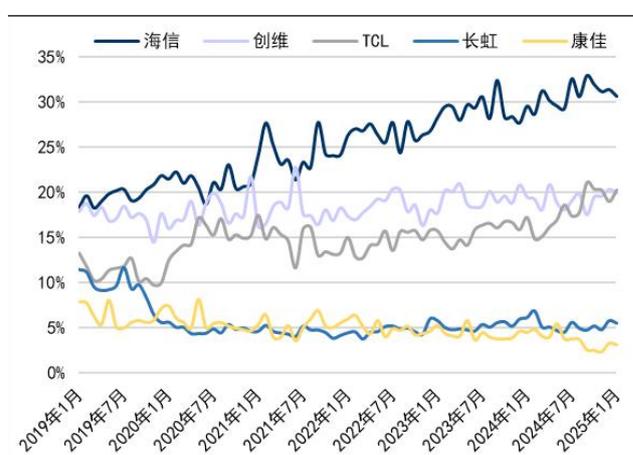
在面板周期的波动下，我国电视市场经历过多轮激烈的价格竞争，尤其是在互联网品牌如乐视、小米等入局之后，我国电视行业常年面临着激烈的竞争环境。经过不断的淬炼，部分品牌逐步退出市场，而头部品牌通过在竞争中不断强化自身的产品技术实力、产业链布局和渠道营销能力，实现市场份额持续提升。根据奥维云网的数据，2024 年我国电视龙头海信视像在电视机的零售额市占率进一步提升至 29.8%，其中海信品牌线上市场份额从 2020 年底的 15% 逐步提升至 2024 年约 20%，线下份额从 2020 年底的 20% 左右提升至 2024 年超过 30%，全线市占率均有提升。TCL 市占率同样实现稳中有升，线上零售额份额从 2019 年 10% 左右提升至 2024 年接近 20%，稳居线上第二；线下市场份额同样提升至接近 20%。此前在线上市占率较高的小米等品牌市占率则出现一定的下滑，传统电视龙头在竞争中抢占了更多份额。

图53: 海信及 TCL 在我国线上电视零售额市占率持续提升



资料来源:奥维云网, 国信证券经济研究所整理

图54: 海信及 TCL 在我国线下电视零售额市占率明显提升

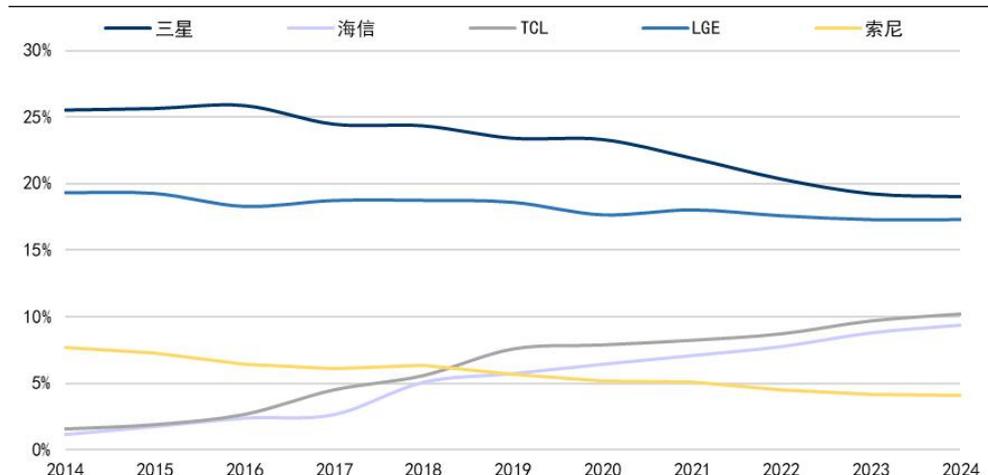


资料来源:奥维云网, 国信证券经济研究所整理

◆ 海外电视格局：国内头部品牌在主要市场大步向前

海外电视市场格局同样趋向于集中，我国品牌海信、TCL 在海外市场的市占率持续提升。随着全球电视面板产能逐步向我国集中，我国电视品牌在电视产业链、制造成本上的优势日益显现，伴随着渠道不断拓展、营销投入加大，我国电视头部企业的产品及品牌逐步得到海外认可，市场份额持续提升。根据欧睿的数据，2024 年我国电视品牌海信、TCL 在除中国外的海外市场零售量份额已提升至 9%-10%，合计占比接近 20%，而在 2014 年两家市占率合计不足 3%。海外电视龙头三星、LG 在海外的销量市占率则有所下降，2014-2024 年销量份额分别下降 6.5/2.0pct。

图55: 海信视像及 TCL 在海外市场的零售量份额持续上升



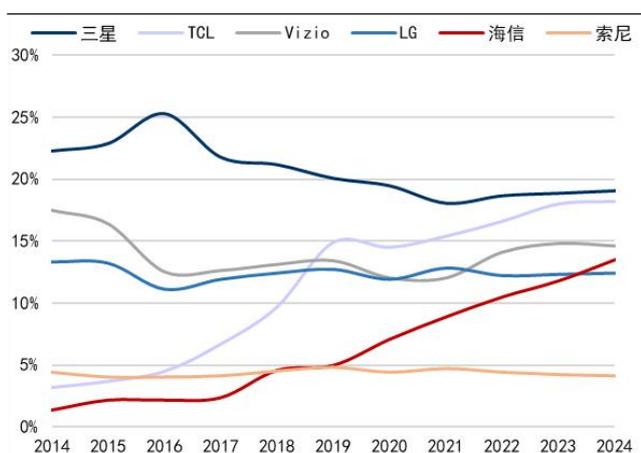
资料来源: 欧睿 Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

注: 海信视像的份额包含东芝电视品牌, 下同

**北美电视行业多强争霸, TCL 及海信份额提升最多。**根据欧睿的数据, 2024 年北美电视行业前五品牌零售量份额均在 10%-20%之间, 排名第 6 的品牌市占率不足 5%, 行业形成五强争霸格局。其中三星位居首位, 2024 年零售量份额为 19.1%; 其次为 TCL, 份额达到 18.2%; Vizio、LG 和海信市占率分别为 14.6%、12.4%和 13.5%, 位列 3-5 名。

**从变化趋势上看, 2014-2024 年, TCL 和海信零售量市占率分别提升 15.0%和 12.1%, 份额提升幅度遥遥领先。**其中 TCL 通过冠名好莱坞中国大剧院、签约 NBA 球星、赞助脱口秀及体育赛事等一系列活动, 成功打入了美国民众的日常生活, 融入了当地文化, 并通过与流媒体服务商 Roku 的合作提供定制化的内容, 更符合用户的需求, 从而提高 TCL 的品牌知名度和销量。海信则通过激光电视及 ULED 电视等高性能产品的布局, 迎合美国大屏需求, 并借助夏晋北美的渠道优势和墨西哥工厂, 叠加体育赞助等营销方式, 在美国的市场份额持续提升。此外, 三星、LG、索尼相继退出中低端市场, 而我国企业由于具备较强的成本优势, 采取中低端策略获得了较多市场份额。

图56: TCL 及海信在北美市场的份额快速提升 (零售量占比)



资料来源: 欧睿 Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

注: 海信视像的份额包含东芝电视品牌, 下同

图57: 2014-2024 年 TCL 及海信在北美电视市场份额提升居前

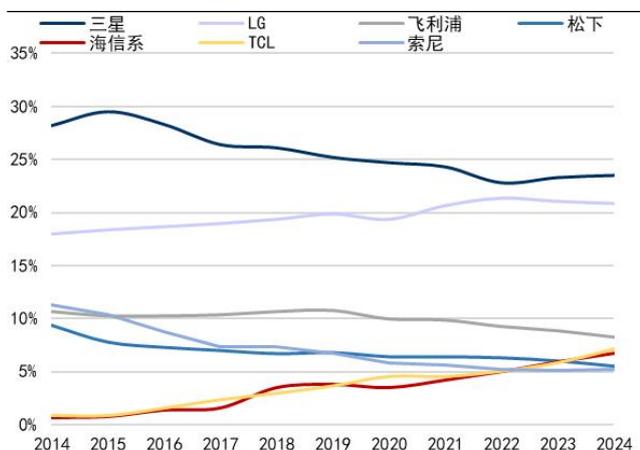


资料来源: 欧睿 Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

西欧电视市场格局较为集中，三星及 LG 双龙头市占率超 20%，海信及 TCL 份额提升快但占比有待进一步提升。欧睿数据显示，2024 年西欧电视行业三星和 LG 份额居前，零售量市占率分别达到 23.5%和 20.9%，其余品牌市占率均不足 10%，呈现双强格局。海信及 TCL 市占率达到 6.7%和 7.2%，位居行业前五。

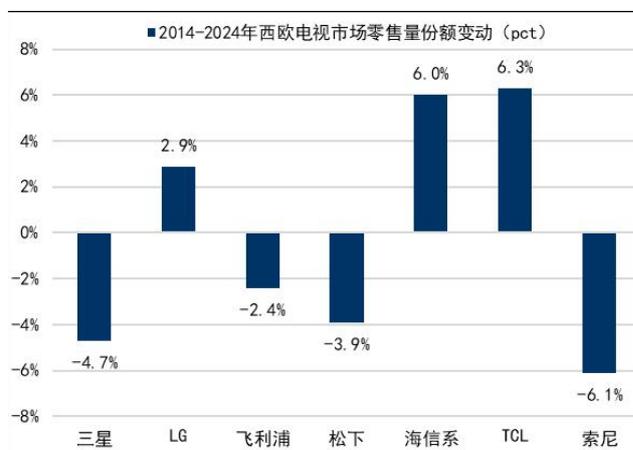
但从份额提升幅度来看，海信及 TCL 市占率提升幅度最为靠前。2014-2024 年，海信、TCL 在西欧电视零售量市占率分别提升 6.0/6.3pct。海信一方面通过整合东芝电视的资源，双品牌均在西欧市场实现良好增长，另一方面海信通过赞助欧洲杯等体育赛事，持续扩大品牌影响力和市场份额。TCL 则通过持续扩展线上线下渠道，在世界杯期间签约内马尔作为品牌代言人，在 Facebook 等社交媒体上投放广告，向用户强调与汤姆逊、阿尔卡特等 TCL 旗下的欧洲品牌的关系等形式，不断提高品牌好感度及市占率。

图58: 西欧电视行业呈现双强格局（零售量占比）



资料来源: 欧睿 Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

图59: 2014-2024 年 TCL 及海信在西欧电视市场份额提升居前



资料来源: 欧睿 Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

澳洲电视市场集中度相对较高，销量 CR5 超过 70%，头部企业强者恒强。欧睿数据显示，澳洲电视市场头部分额相对集中，2024 年零售量 CR5 达到 73.8%，头部 5 家的市占率均在 10%以上，其余品牌市占率则仅有小个位数。其中 LG/三星/索尼/TCL/海信零售量市占率分别为 20.7%/14.1%/14.3%/12.5%/12.2%，位列行业前五。

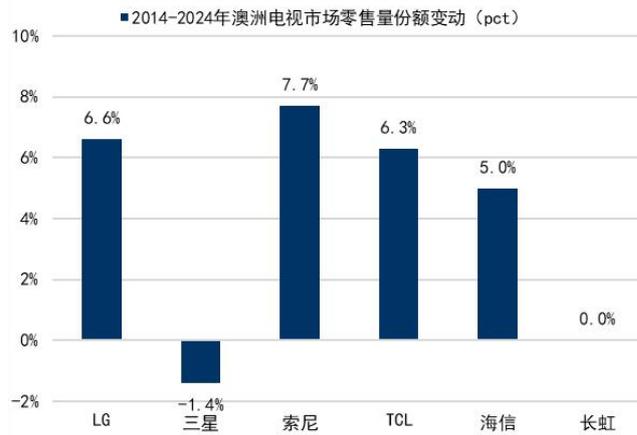
从份额变化来看，2014-2024 年澳洲前五家电视品牌零售量市占率普遍有所提升，LG/索尼/TCL/海信份额分别提升 6.6/7.7/6.3/5.0pct，三星份额则有 1.4pct 的下降。海信通过深入了解澳洲市场的需求特点和消费者偏好，针对当地市场的特殊需求，对产品进行本地化设计和优化；并及时捕捉市场趋势和消费者需求的变化，迅速调整产品策略和市场推广策略。TCL 通过十余年赞助墨尔本赛马节等当地热衷的体育赛事、持续深耕本土化运、坚持精品战略，推动市占率稳步上升。

图60: 澳洲电视行业头部品牌市占率相对集中 (零售量占比)



资料来源: 欧睿 Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

图61: 2014-2024 年澳洲电视市场头部品牌的份额均有所提升



资料来源: 欧睿 Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

中东非电视行业格局同样较为集中, 销量 CR3 超过 70%, 龙头占比较高, 国内企业海信、TCL 市占率快速提升。欧睿数据显示, 中东非电视市场龙头市占率相对较高, 2024 年三星零售量市占率达到 26.4%, 其次为 LG 占比 20.3%, 海信占比达到 17.8%, CR3 合计达到 70.5%, 行业集中度高于其他主要市场。

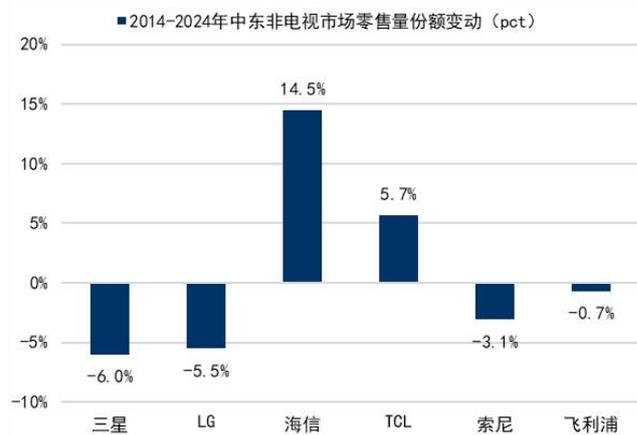
从份额变动来看, 海信、TCL 在中东非的市占率明显提升, 2014-2024 年海信零售量市占率累计提升 14.5pct, TCL 市占率提升 5.7pct。海信在中东非电视份额的提升, 一方面得益于与东芝电视的整合与协同 (2024 年东芝电视销量份额为 4.4%), 另一方面海信自 1996 年就进入南非市场, 在中东非深耕多年, 并建立自己的工业园, 借助世界杯等体育赛事, 品牌影响力和市场份额稳步提升。

图62: 中东非电视行业头部品牌市占率较高 (零售量占比)



资料来源: 欧睿 Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

图63: 2014-2024 年中东非电视市场海信及 TCL 份额明显提升



资料来源: 欧睿 Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

### ◆ 格局展望: 产品力争先, 我国头部品牌有望受益

在全球电视面板产能不断向国内集中的背景下, 我国头部电视品牌有望凭借领先的全产业链布局和 Mini LED 等技术的丰富积累, 通过持续的赛事营销, 抢占全球更多的市场份额。电视机作为一个成熟的刚需品类, 消费者对电视机的产品力愈发看重, 画质、清晰度、耐用性、性价比等成为消费者最为看重的指标。当前我国已占据全球约 90% 的电视面板出货, 在 Mini LED 等新兴技术上拥有全球领先的产业链布局, 给我国电视品牌的全球扩张提供了强大的产业链资源支撑。同时,

我国电视企业在多年的发展中，不断加大研发投入，在电视的软硬件上均有丰富的技术储备，在大屏、Mini LED、高画质等方面保持领先，打造出优质、产品力领先的电视产品。另一方面，我国头部电视品牌也积极有为，不断开拓并加强与当地市场渠道的合作，强化全球渠道布局，在营销上也积极发力，通过持续赞助世界杯、当地特色体育赛事等形式，推动海外业务的发展。在国内领先的产业链资源、优质的产品力及积极进取的渠道营销支撑下，我国电视头部品牌有望延续份额提升的趋势，抢占全球更多的电视市场。

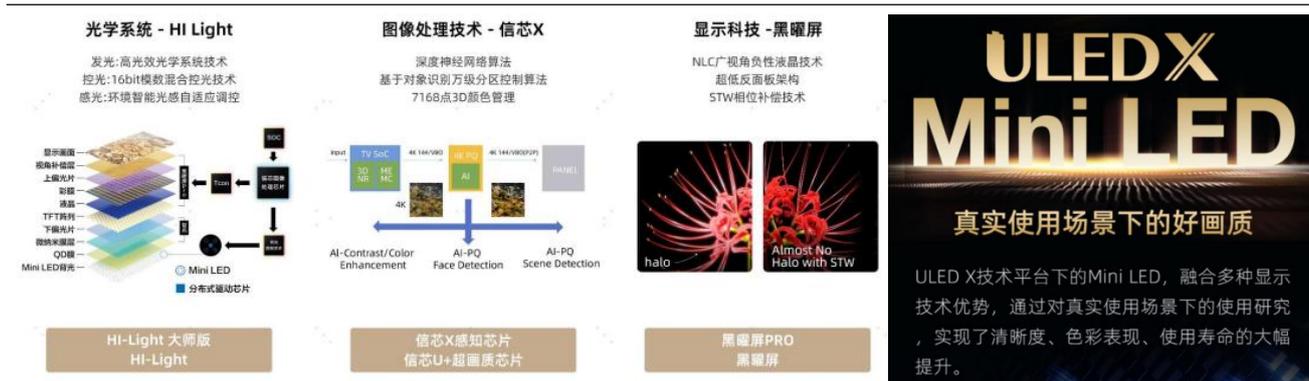
## 公司竞争优势：技术积累深厚，品牌走向全球

### 技术布局领先，切入上游芯片设计及制造

公司布局电视升级技术 ULED 超 10 年，在对比度、色域、分辨率等性能上实现领先，产品力突出。公司自 2013 年开始布局 ULED 技术，作为 LCD 电视的升级。通过背光多分区动态控制技术、峰值亮度控制技术和背光扫描控制技术，以较低的成本把液晶屏幕的显示画质效果提升到较高水平，在“高对比度、高色域、高分辨率、高运动流畅度”显示性能上实现领先。

2022 年公司将 Mini LED 背光和 ULED 画质技术结合，发布突破 LCD 显示天花板的 ULED X 技术平台，在聚焦高对比度、高色域、高分辨率、高动态范围的基础上，努力提升高环境光对比度、高稳定动态范围和高沉浸低反射率大视场角。通过“HI-Light”光学系统、“信芯 X”图像处理技术和“黑曜屏”显示技术三大核心技术，以及环境光感+摄像头算法的融合创新，打造出行业领先的产品。根据赛西实验室评测，海信 ULED X 电视 65U8H 在稳定峰值亮度、环境光对比度、色彩空间和色准等方面的画质表现力均优于被测 OLED 电视。受益于 ULED 高画质带动的产品升级，公司在高端市场份额保持领先，ULED 电视于 2013 年上市以来，海信电视在 1 万+高端市场占有率，从当年的 6.9% 一路提升到 2022 年的 26.2%（奥维云网数据）。

图64: 公司通过领先的光学系统、图像处理技术、黑曜屏打造出领先的产品力



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

2024 年公司通过 AI 技术的加持，将 ULED 技术升级为 ULED AI 画质平台，实现电视画质的进一步提升。该平台基于信芯 AI 芯片、星海大模型以及庞大的影像数据库，实现了从场景理解到算法匹配，再到驱动渲染的全链路 AI 画质处理。凭借信芯 AI 画质芯片、1:1 逐点控光技术和黑曜屏 Pro 等多项创新技术，电视能够实时分析每一帧画面内容，智能调整画面亮度与对比度，提升图像质量和画质细腻度。此外，2024 年公司自研并推出星海大模型，覆盖语言大模型、视觉生成大模

型、多模态理解大模型三大系列；2025年2月，星海大模型接入 DeepSeek 平台，实现智能化的人机交互体验。

图65: 公司 ULED X 技术进一步升级为 ULED AI 画质平台



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图66: 海信打造星海大模型实现智能化的人机交互体验



资料来源: 海信家电微信公众号, 国信证券经济研究所整理

具体到产品来看，海信电视在刷新率、色域、亮度等方面的性能处于行业前列。我们选取了主要电视品牌在京东上销量较高的普通电视及 Mini LED 电视作为对比：从刷新率来看，海信及 Vidda 定位偏中端的 Mini LED 电视刷新率达到 300Hz，高于同价格段产品；色域方面，海信及 Vidda 的 Mini LED 电视色域达到 98% DCI-P3 色域，比大部分品牌的同价格段产品色域范围更广；在亮度方面，海信及 Vidda 的亮度区间也高于大部分品牌，在性价比型号上表现更为明显。此外，海信在屏幕（墨晶屏）、画质芯片等方面的参数表现也好于同价格段的产品，打造出领先的产品力。

表7: 海信及 Vidda 在参数性能上表现优异

品牌	型号	尺寸(分区数)及价格(元)	刷新率(Hz)	亮度	色域	分辨率	内存	音响功率	其他
海信	E3 (Q, ND)	55'' : 1399	120	400-600 尼特	90% DCI-P3 广色域	4K	3+64GB	61W (2x18W 扬声器+25W 独立低音炮)	AI 大模型远距离语音、Care+ 舒适视觉、U+ 超画质引擎、Hi-Sound 天籁引擎
		65'' : 1837							
		75'' : 2399							
		85'' : 3439							
	E5Q Pro	55'' (520 分区) : 2639	300	2000-3000 尼特	98% DCI-P3 广色域	4K	4+64GB	77W	墨晶屏、信芯 AI 画质芯片、AI 环境光感智能、AI 语音智能体、超薄壁挂平嵌
		65'' (560 分区) : 3519							
Vidda	R 系列 2025 款	75'' (768 分区) : 4479	144	300-400 尼特	97% BT709 色域	4K	2+32GB	40W	主动式 AI 语音助手、4K 莱茵护眼屏、AI 精调画质引擎、AI 天籁引擎
		85'' (1248 分区) : 6079							
	发现 X 2026 款	100'' (1248 分区) : 10999	300	2000-3000 尼特	98% DCI-P3 广色域	4K	4+64GB	180W	墨晶屏、AI 精调画质引擎、AI 语音智能体
		75'' : 2159							
TCL	V8L Pro	55'' : 1415	144	400-600 尼特	96% DCI-P3 广色域	4K	3+64GB	50W	莱茵低蓝光护眼认证、TSR 画质增强引擎、START 云游戏、AI 远距离语音操控
		65'' : 1871							
		75'' : 2455							
长虹	D55F-G1	85'' : 3599	288	2000-3000 尼特	98% DCI-P3 广色域	4K	4+64GB	60W	星曜屏、TSR 自研 AI 画质芯片、云端+终端画质增强、AI 智能体、超薄贴墙
		65'' (608 分区) : 3455							
		75'' (720 分区) : 4399							
		85'' (840 分区) : 5999	120	300-400 尼特	100% BT709 色域	4K	4+32GB	42W	AI 大模型、远场语音
	98'' (1056 分区) : 9899								

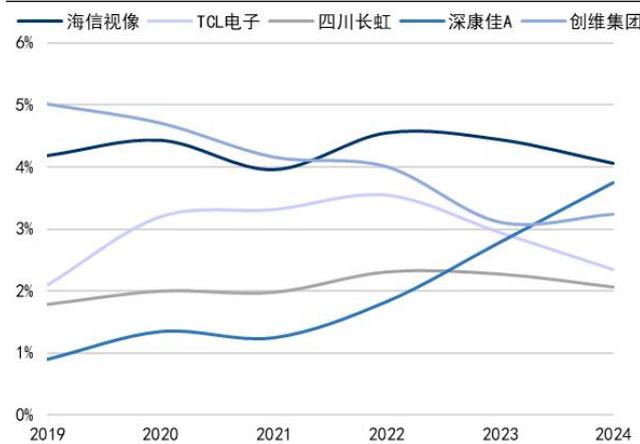
品牌	型号	尺寸	分区数	价格	亮度	对比度	分辨率	刷新率	内存	功耗	特色功能
小米	U7H	65'' : 1999 75'' : 2649 85'' : 3799 65'' (1680分区) : 3599.28 75'' (2304分区) : 4399.2 85'' (2800分区) : 7199.2 55'' : 1398	288	4000-5000 尼特	95%	DCI-P3	4K	6+64GB	102W	无缝贴墙、AI 智能体、莱茵低蓝光护眼认证	
	A 系列 2025 款	65'' : 1799 75'' : 2599 85'' : 4139 55'' (308分区) : 2015.28 65'' (392分区) : 2399.2 75'' (512分区) : 3199.2 85'' (640分区) : 4239.2 55'' : 2735	144	300-400 尼特	76%	DCI-P3	4K	3+64GB	20W	小爱同学 AI 助手、小米澎湃 OS、Wi-Fi 6、二级能效	
	S	65'' : 3095 75'' : 3311 85'' : 4972 55'' : 3395	240	800-1100 尼特	95%	DCI-P3	4K	4+64GB	25W	小米青山高品质护眼、大师画质引擎、小米澎湃 OS、小爱同学 AI 助手	
	DU8000C	65'' : 3095 75'' : 3311 85'' : 4972 55'' : 3395	60	200-300 尼特	90%	DCI-P3	4K	2.5+32GB	20W	超级智能中心、4K 影像增强、纤薄一体设计、AI 语音助手、太阳能遥控器	
	三星	X8F (Mini LED)	65'' : 4177 75'' : 5312 85'' : 6967	144	峰值亮度 1000 尼特	92%	DCI-P3	4K	3+64GB	20W	4K AI 影像增强、AI 语音助手、纤薄设计、第二代 AI 芯片、AI 游戏模式、太阳能遥控器、

资料来源：京东，国信证券经济研究所整理

注：型号选取该品牌在京东上销量靠前的产品，性能参数默认使用该产品系列下 85 吋电视的参数，如不含 85 吋则为 75 吋的电视参数；价格统计时间为 2025 年 6 月 16 日，为该产品参与国补后的价格

**公司研发投入力度大，在全球布局研发中心。**公司基础研发体系形成了以公共研发组织为技术与产品平台中心、以产品线研发组织为应市产品交付中心的 1+N 研发组织，完善了技术研究、产品技术预研与平台开发、应市产品开发（“研究一代、储备一代、开发一代”）的体系。2022 年公司研发费用率达到 4.5%，研发投入力度位居行业领先水平，为公司前瞻布局 ULED、Mini/Micro LED、激光显示等技术提供强大支撑。公司在国内布局有青岛及深圳两个研发中心，在美国、欧洲及日本也均有研发中心布局，为公司运用全球领先技术提供良好的条件。为提高研发效率，2021 年公司在产品规划、研发与面市环节贯彻实施 IPD 集成开发变革，提高平台通用化程度和研发效率。

图67: 公司研发费用率位居行业领先水平



资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

图68: 公司在全球布局有 5 大研发中心



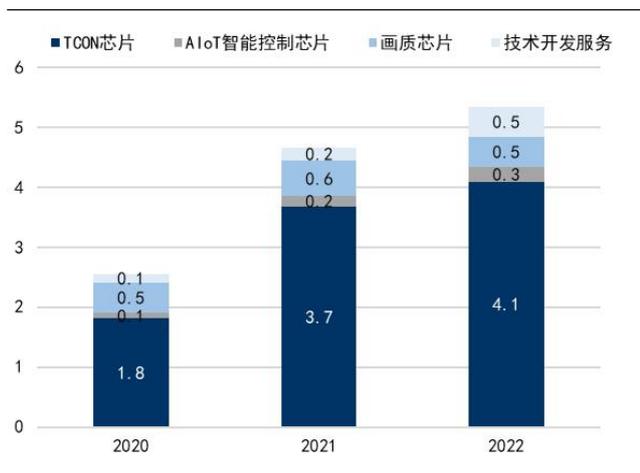
资料来源:公司官网, 国信证券经济研究所整理

**布局上游芯片环节，夯实技术领先优势。**2019 年公司整合了海信及东芝的芯片研发团队成立芯片设计公司信芯微，其主要产品为以显示时序控制（TCON）芯片、

画质芯片构成的显示芯片产品系列，和中高端大家电控制 MCU、低功耗蓝牙 SoC 芯片构成的 AIoT 智能控制产品系列。其中 TCON 芯片对显示屏性能具有关键性影响，可以看作是显示屏的“大脑”，信芯微擅长的 TCON 芯片能与海信的电视形成良好协同，助力海信电视产品力的领先。

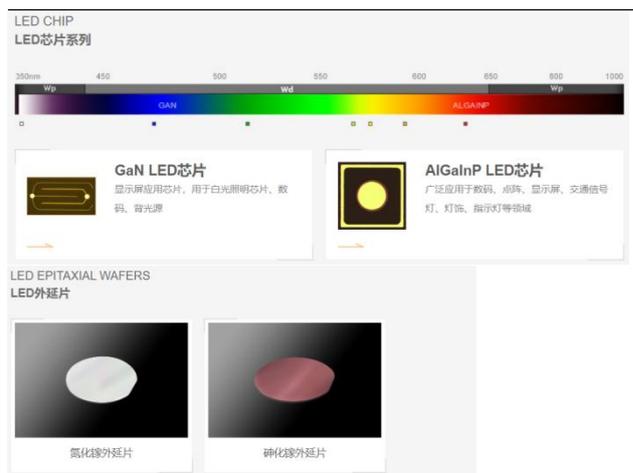
此外，为进一步强化公司在显示产业链的战略布局，加快 Mini LED、Micro LED 等新技术的研发和产品推广，建立未来在市场、供应链上的资源优势，2023 年公司取得乾照光电的控制权并成为其控股股东（截至 2025Q1，海信视像直接持股乾照光电 26.2%的股权），将 Mini/Micro LED 产业延伸至最前端的芯片领域。

图69：公司控股的信芯微以 TCON 芯片产品为主



资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

图70：乾照光电主要产品为全色系 LED 外延片和芯片



资料来源:乾照光电官网, 国信证券经济研究所整理

### 海信、东芝、Vidda 多品牌，覆盖更广泛人群

公司旗下拥有海信、东芝、Vidda 三大品牌，定位不同人群，触达更广泛客户需求。公司的主品牌“海信”定位于中高端大众品牌，产品涵盖电视、激光电视、触控智慧屏、商用显示屏等多元化的产品，产品定价范围较为广泛。“东芝”定位于全球高端品牌，重点布局高端 OLED、高端旗舰电视。Vidda 是定位于年轻用户的“高质价比”消费电子科技潮牌，主打音乐电视、游戏电视、智能投影等差异化产品。公司通过三个品牌的不同定位，精准覆盖不同的消费群体，实现对更广泛用户的覆盖，有效提升了公司的市场份额。

图71：海信、东芝及 Vidda 电视线上均价存在明显区分（元）

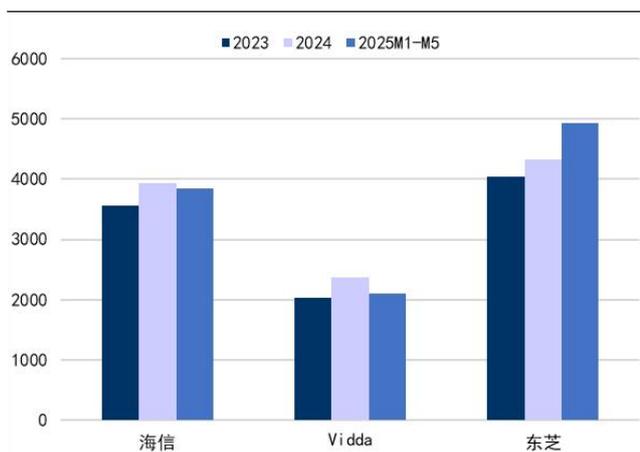
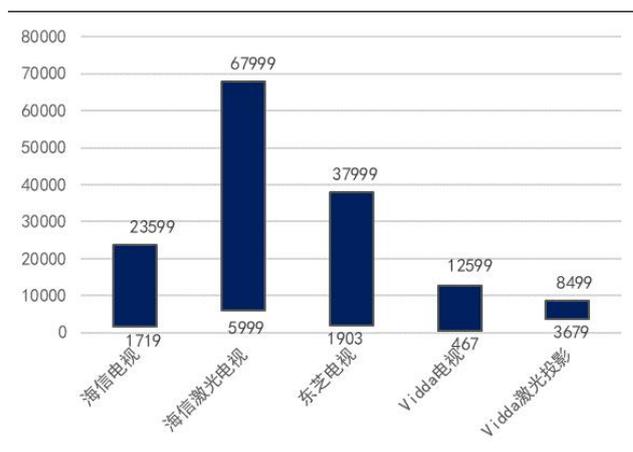


图72：海信、东芝及 Vidda 主要产品定价存在明显区分（元）



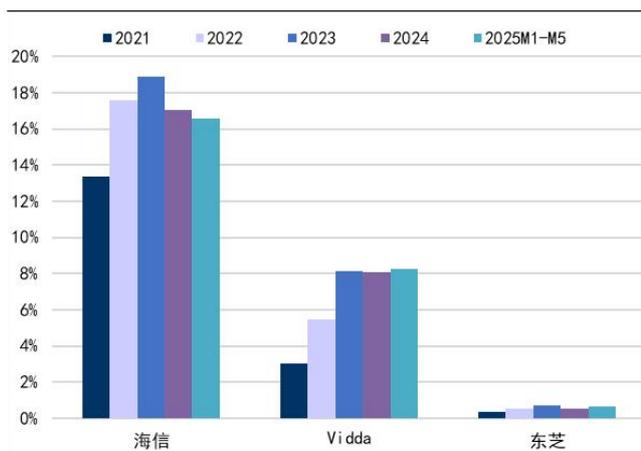
资料来源:久谦中台, 京东, 天猫, 抖音, 国信证券经济研究所整理

资料来源: 京东, 国信证券经济研究所整理

注: 选用该品牌京东官方旗舰店中的商品作为价格参考

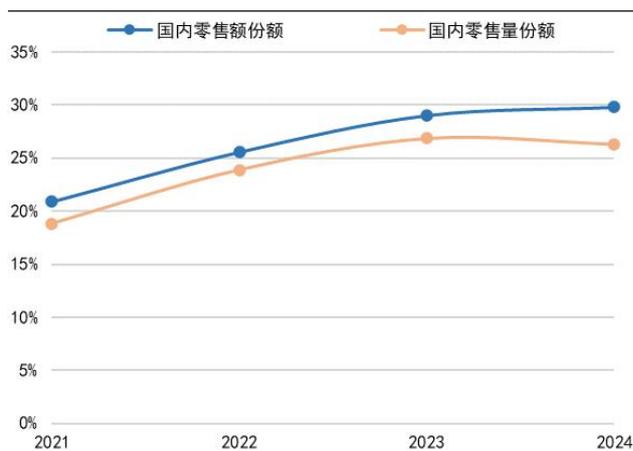
从市占率来看, 海信、东芝、Vidda 在各自的目标客群均取得较为不错的成绩, 市场份额实现提升, 推动公司稳居国内电视行业首位。公司在 2019 年启动 Vidda 品牌并对各品牌定位进行调整后, 在线上线下的市场份额迎来持续提升。根据久谦中台的数据, 在京东、天猫及抖音平台, 海信品牌电视零售额份额由 2021 年 13.3% 提升至 2024 年 17.0%, Vidda 品牌份额由 2021 年 3.0% 提升至 8.1%, 东芝电视品牌份额由 2021 年 0.35% 提升至 2024 年 0.56%, 均有较大的提升。2024 年, 海信系电视中国零售额市占率为 29.83%, 零售量市占率为 26.31%, 均位居中国市场第一名。

图73: 海信三大品牌在国内线上电商平台市占率有所提升



资料来源:久谦中台, 京东, 天猫, 抖音, 国信证券经济研究所整理

图74: 海信系在国内电视行业份额持续提升、稳居首位



资料来源:奥维云网, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 运用世界杯进行全球品牌营销, 销售渠道覆盖全球主要市场

公司自 2016 年开始运用全球性体育赛事进行品牌营销, 在海外的品牌影响力日益提升。公司 1996 年开始尝试国际化, 成立南非海信, 此后公司海外发展逐步加速。2016 年公司成为 2016 年欧洲杯官方赞助商, 推动当年的海信电视在西欧的销量市占率由 0.8% 提升至 1.4% (欧睿数据), 效果显著。2018 年开始公司成为世界杯官方赞助商, 并在 2022 年连续赞助世界杯。借助足球世界杯这一全球赛事, 公司在海外的影响力持续提升, 根据益普索调查数据, 2019 年至 2024 年, 在 18 个重要国家, 海信品牌的海外品牌认知度累计提升 16pct, 海外品牌资产指数从 55 快速提升至 105。公司在海外市场的出货量及市占率也明显提升, 2024 年海信系全球电视出货量达到 2914 万台, 同比增长 12.5%, 全球出货量份额同比提升 0.7pct 至 14.0%, 蝉联全球第二。同时, 公司海外市场的收入也实现稳步成长, 2024 年海外收入达到 279.5 亿元, 已超出国内收入体量。

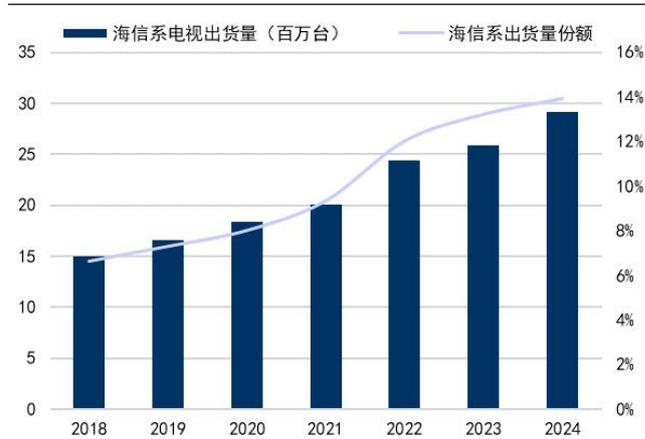
图75: 公司海外收入稳步增长



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

注: 2018、2019及2022年海外收入波动主要受面板价格影响, 2023年公司未披露东芝收入情况

图76: 公司在全球电视市场的出货量及市占率持续提升



资料来源:奥维睿沃 (AVC REVO), Omdia, 国信证券经济研究所整理

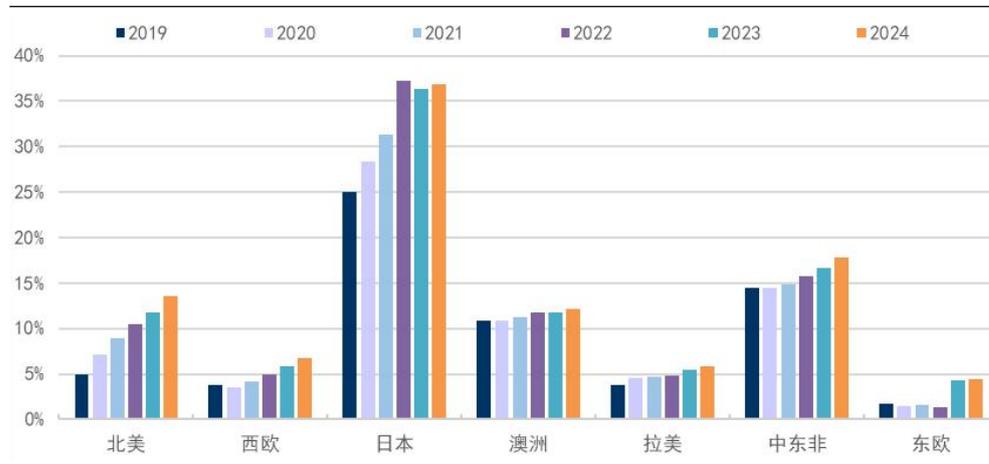
注: 2018-2023年数据来自奥维睿沃, 2024年数据来源于Omdia

在海外品牌影响力提升的同时，公司也顺利切入海外多个国家和地区的主流渠道，成为当地头部的电视品牌。截至2024年，海信系电视已在海外多个国家和地区占据靠前的市场份额，在日本、澳大利亚、南非及斯洛文尼亚位居第一，加拿大、墨西哥、波兰、乌克兰、克罗地亚等国家位列第二，美国、德国、意大利、英国、葡萄牙、匈牙利、塞尔维亚、马来西亚、泰国等国家排名第三。

- 在北美市场，根据欧睿数据，2024年海信品牌电视在北美零售市场的销售量份额达到13.5%，2019-2024年累计提升8.5pct，份额快速上升。
- 在欧洲市场，据GfK统计，2024年海信系电视欧洲市场销量稳居前三，销售额排名连升两位至行业第三。根据欧睿的数据，2024年公司在西欧零售量市占率达到6.7%，东欧市占率达到4.4%。
- 在亚太市场，公司在日本市占率保持领先，根据GfK数据，2024年海信系电视以38.6%销量市占率（同比+5.1pp）和31.5%销售额市占率（同比+5.4pp）包揽日本市场双料冠军。公司在东南亚市场不断强化区域管理，实现东盟10国全覆盖，并在泰国市场、马来西亚市场等跻身行业前三。
- 在拉美市场，公司坚持核心渠道突破，同时建设电商专业团队大力开拓线上业务。2024年公司零售量市占率达到5.9%，位居行业第四（欧睿数据）。
- 在中东非市场，公司持续深化区域战略布局，推进供应链体系优化，设立迪拜研发中心；巩固迪拜、南非、尼日利亚核心市场基本盘，重点开拓埃及、阿尔及利亚等高潜力市场，自有品牌专卖店规模拓展至152家。欧睿数据显示，2024年海信系在中东非电视行业零售量市占率达到17.8%，位居行业前三；其中在南非市场位居第一。

在海外渠道布局日益完善的同时，公司也在同步推动产能出海建设。截至2025年4月，公司已在墨西哥、越南、欧洲布局海外制造基地，其中墨西哥工厂电视产能达到1000万台，能覆盖北美市场的各尺寸段产品需求，并且享有美墨加贸易协定（USMCA）零关税优势。2025年以来，关税贸易战风波又起，公司提前的海外产能布局，有望为公司开拓海外市场提供坚实的基础。

图77: 海信电视在全球主要市场均有靠前的市场份额且稳步提升（零售量市占率）



资料来源：欧睿 Euromonitor，国信证券经济研究所整理

### 发展展望：抢占全球电视市场，新显示业务贡献增量

借助公司优异的产品力和覆盖全球的渠道体系及日益提升的品牌影响力，预计公司未来有望抢占更多的全球电视市场份额。公司持续优化迭代 ULED 技术平台，通过 10 多年的研发投入，从单点突破到系统创新，逐步打造出技术代差壁垒。2024 年公司开发出 RGB Mini LED 液晶模组以及 RGB 光色同控 AI 画质芯片 H7，实现液晶显示从传统的单一背光到 RGB 三色背光、从单一亮度控制到光色同控的重大跨越，成功攻克了 RGB 光色同控芯片与算法、高光效与高可靠性 LED 发光芯片的“两芯”难题。在技术不断突破的同时，公司在全球大尺寸及 Mini LED 领域的市场份额持续提升。根据 Omdia 数据，2025 年第一季度，海信在 100 英寸及以上尺寸电视（市场份额 56.7%）和 Mini LED 电视（市场份额 29.3%）领域，按出货量计算均位居全球第一。在全球 Mini LED 电视随价格下探而快速发展的大潮下，公司有望凭借在 Mini LED 上的优势，实现弯道超车。

在渠道方面，公司持续加强海外渠道建设，在海外实施区域化管理、一体化发展，不断加强渠道覆盖的广度和深度。在营销上，公司持续赞助欧洲杯及世界杯等全球体育赛事，品牌影响力有望稳步提升。在产品、渠道和品牌不断强化之下，公司有望抢占更多电视行业空间，助力主业的持续稳健发展。

图78: 海信在全球 Mini LED 电视出货量上的市占率快速提升

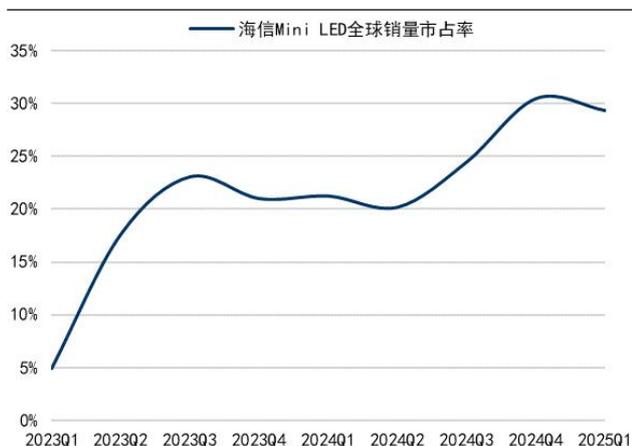
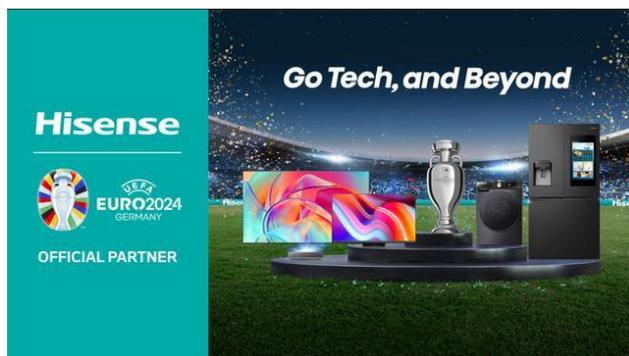


图79: 公司持续赞助体育赛事扩大全球品牌影响力



资料来源:Omdia, 国信证券经济研究所整理

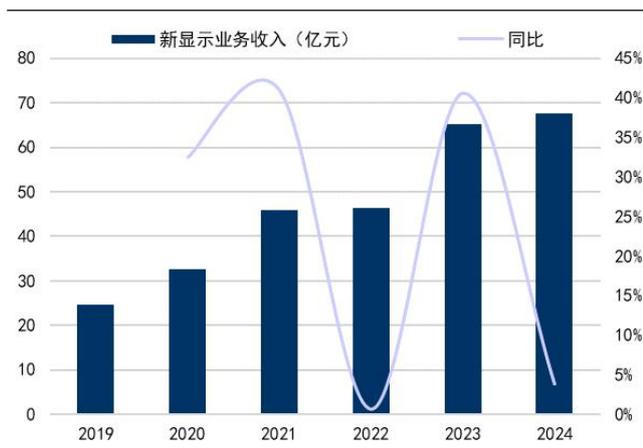
资料来源:公司官网, 国信证券经济研究所整理

在电视业务之外,公司在高速发展的新显示业务上同样具备领先的布局,有望为公司中长期发展注入新动能。

- **激光显示**方面,公司主要布局激光电视、商用激光及家用激光投影。公司在激光电视保持全球第一,2024年全球激光电视出货量份额达到65.8%(Omdia),在国内激光超短焦投影(激光电视)销量市占率48.3%。在家用投影上,公司持续迭代C系列激光投影,2024年智能投影销量同比增长165%。商用激光领域,公司持续强化产品布局,2024年公司在国内商用工程市场排名第4,同比提升2个名次。
- **商用显示**方面,公司持续开拓海外市场、深耕国内高价值客户并优化渠道结构,通过技术赋能实现产品领先,推进交付服务等核心能力建设。2024年公司商用显示业务境外收入同比增长63%,覆盖欧洲/美洲/亚太/中东非四大战略区50余个国家。
- **云服务**方面,依托公司电视的庞大用户群体,公司推出聚好看平台,通过会员收费、广告收入等实现营收,为全球超1.2亿家庭提供智能化服务。目前公司已经将云服务从家庭持续向商用拓展,以自研云原生平台、云视频平台、虚拟现实平台为核心构建第二增长曲线。
- **XR**方面,公司布局了Micro LED、核心算法、光学设计等核心基础技术,并已发布两代VR一体机以及AR眼镜,并推出接入多个大模型的AI眼镜解决方案。截至2024年末,公司已在虚拟现实领域累计布局超过280项专利。2025年2月,公司与AR头部企业XREAL宣布达成深度战略合作,双方联合研发的首款“AR高端观影产品”将于2025年下半年发布。
- **芯片**方面,公司战略控股信芯微、乾照光电两家上游芯片企业,深化显示产业垂直整合,加速技术创新协同,缩短技术转化周期,构建核心技术壁垒。其中芯片设计公司信芯微在显示芯片上已实现全球领先,2022年在全球TCON芯片市场中占有13%的市场份额,位列全球第二名,位居中国第一。同时,信芯微不断丰富产品结构,在国产化率极低的显示器SoC市场,完成多规格产品量产;并完成驱动、背光及电源管理多品类模拟芯片产品开发,不断开拓新的增长点。

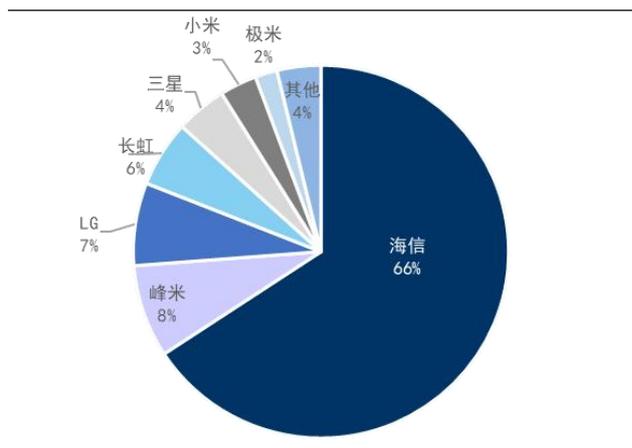
2024年公司新显示业务收入67.7亿元,2019-2024年复合增速达到22.4%。XR、激光显示、商用显示、云服务及芯片等业务均属于新兴业务,成长空间或国产替代空间广阔,随着公司上述业务上的持续开拓,新显示业务有望持续为公司贡献中长期的增长动力。

图80: 公司新显示业务收入实现较快成长



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理  
注: 2023 年公司并表乾照光电

图81: 2024 年海信在激光电视出货量份额上领先



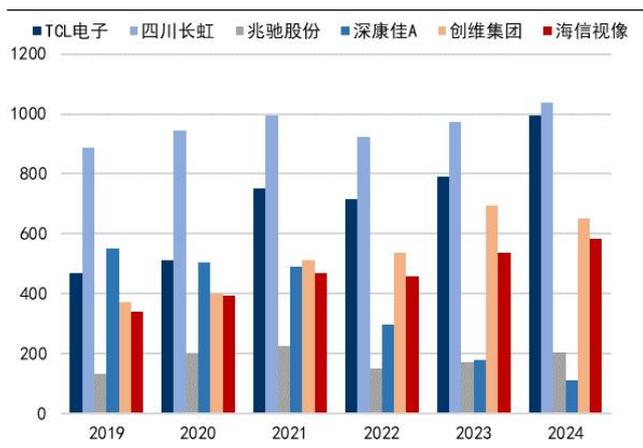
资料来源: Omdia, 国信证券经济研究所整理

## 财务分析

### 成长性分析

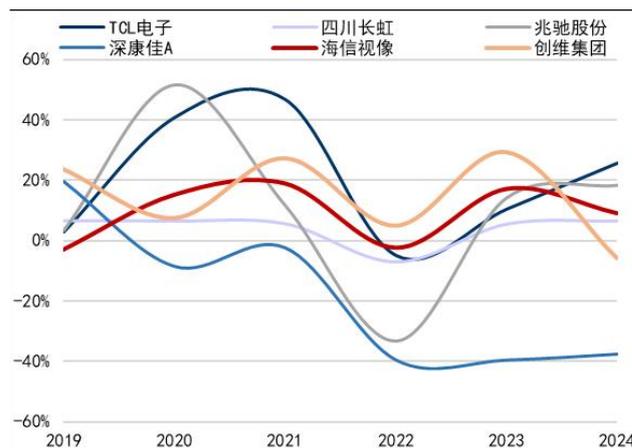
公司电视收入规模较为领先，增速相对较快。我们选取具有以电视机业务为主的TCL 电子、四川长虹、兆驰股份、深康佳 A、创维集团作为可比公司，2024 年公司收入规模 585 亿元，在可比公司中处于行业中游水平。但考虑到 TCL 电子、四川长虹及创维集团等存在较大规模的白电及其他业务，以电视收入规模来看，公司电视收入规模与 TCL 电子同处于行业领先的地位。从收入增速看，公司收入增速在可比公司中较为领先，2019-2024 年的收入复合增速达到 11.4%。

图82: 公司收入规模在可比公司中处于行业中游水平 (亿元)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理  
注: 港股公司 TCL 电子及创维集团营收单位为亿港元

图83: 公司收入增速相对较快



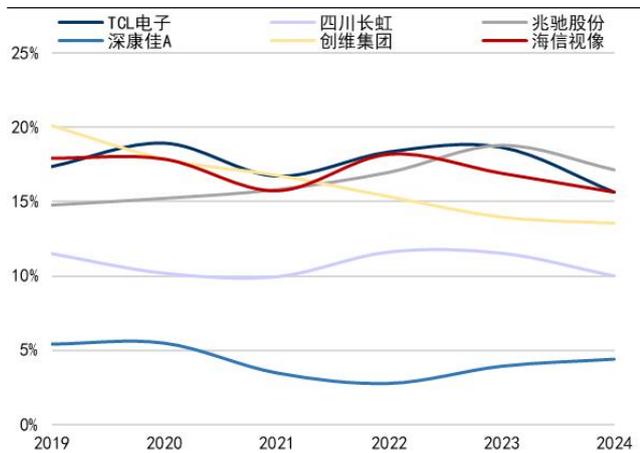
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### 盈利能力分析

公司毛利率处于行业靠前水平。公司 2019-2024 年毛利率平均为 17.1%，与可比

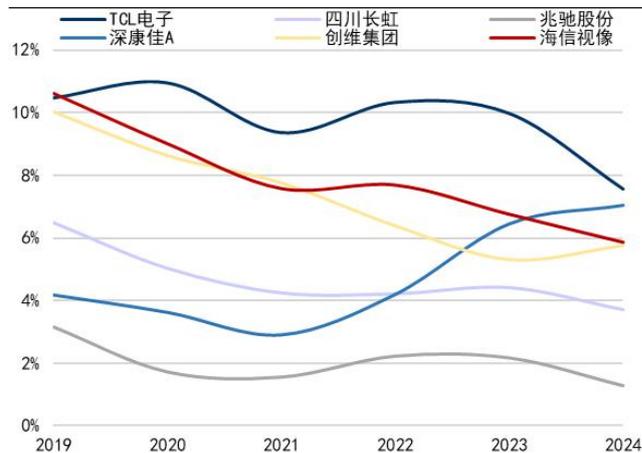
公司相比，公司毛利率处于行业第一阵营。费用方面，公司管理费用控制较好，销售及研发投入力度相对较大。

图84: 公司毛利率处于行业较高水平



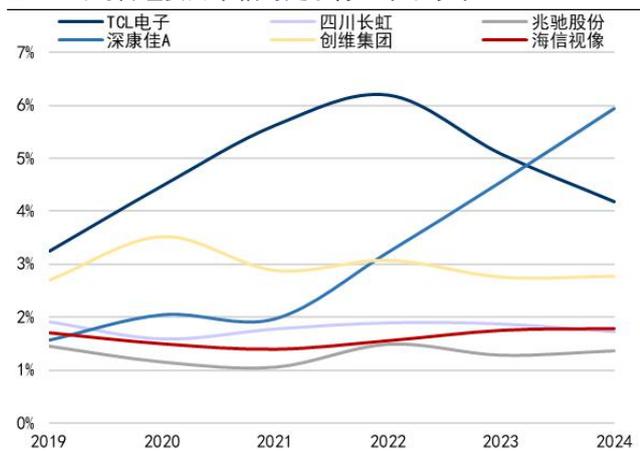
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图85: 公司销售费用率位于行业中上



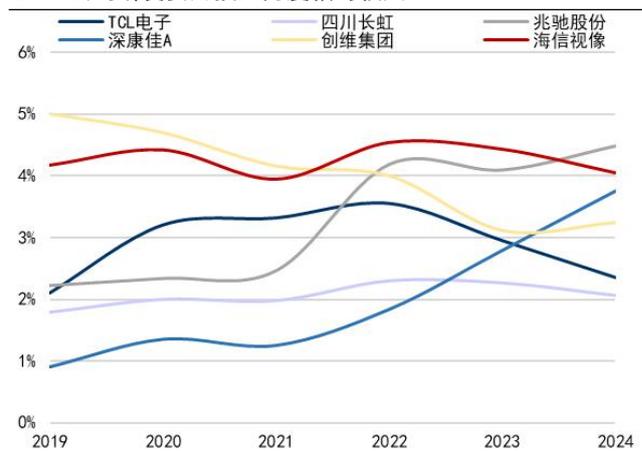
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图86: 公司管理费用率相对处于行业中下水平



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

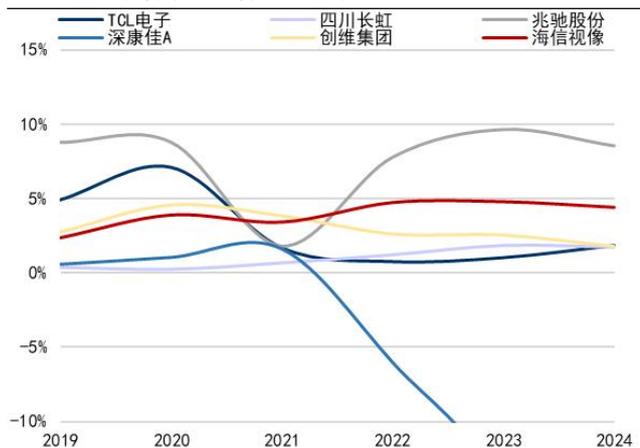
图87: 公司研发费用投入力度相对较大



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

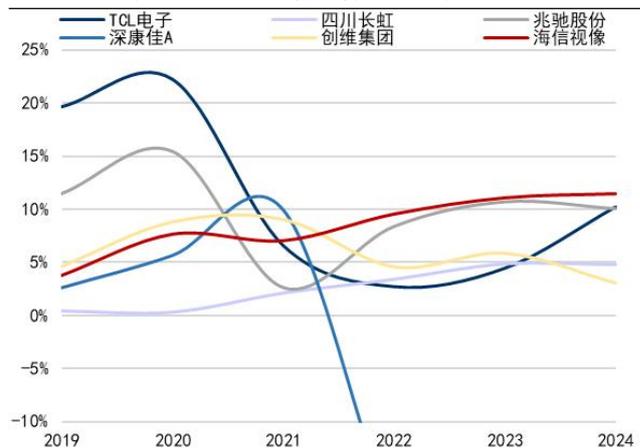
公司盈利能力处于行业中上水平。公司 2019-2024 年净利率平均为 3.9%，整体呈现出提升趋势，在可比公司中处于行业中上水平。以摊薄 ROE 来看，公司 ROE 稳中有升，2021 年后公司 ROE 持续处于行业领先水平。

图88: 公司净利率处于行业中上水平



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图89: 2021年之后公司 ROE 位于行业领先水平



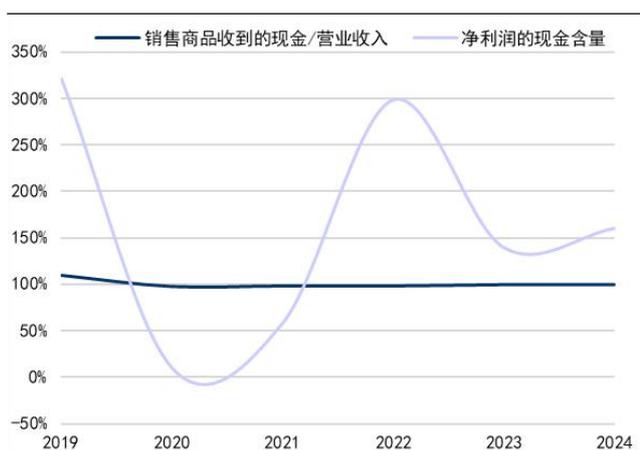
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 现金流量分析

公司现金流量表现相对较好，销售商品收到的现金/营业收入的比例基本在 100% 左右。净利率现金含量（经营性现金流量金额/归母净利润）波动较大，主要受存货购买等因素扰动；但平均来看，2019 年以来公司的净利润现金含量均值超过 160%，整体现金流量表现较为健康。

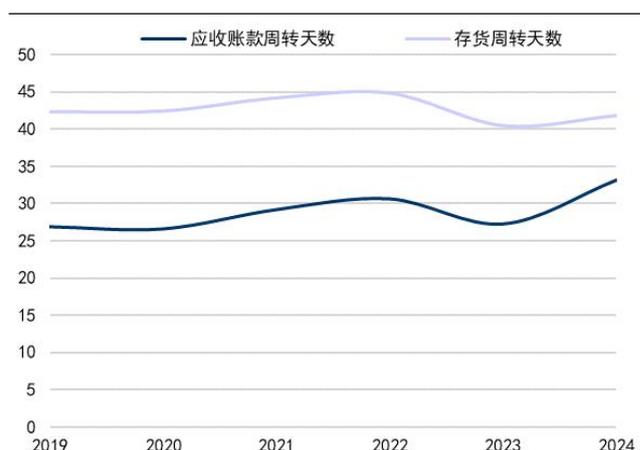
公司应收账款周转天数有所增加，存货周转小幅改善。2019-2024 年公司应收账款周转天数呈现出小幅上涨趋势，从不到 27 天上涨至超过 33 天；存货周转天数则有所改善，从 2019 年超过 42 天下降至 2024 年不足 42 天。整体而言，公司存货及应收账款周转天数均不超过 50 天，处于较低水平。

图90: 公司现金回款表现良好



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图91: 公司应收账款周转天数有所增加、存货周转小幅改善



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

**智慧显示终端业务：**公司显示终端业务收入来自于国内及海外市场，其中海外收入占比更高。考虑到公司在国内市占率稳中有升，在海外采取积极进取的扩市场战略，预计海外电视销量有望保持较高的增长。预计公司 2025-2027 年电视销量维持 6%/5%/5% 的稳健增长。均价方面，2025 年受到面板价格及国内 Mini LED 电视销量占比提升的影响，预计电视机售价有所提升，假设 2025 年电视机均价提升 2.5%；此后随着面板价格企稳及电视机尺寸变大、Mini LED 占比提升，预计均价仍有望实现平稳增长，假设 2026-2027 年均价分别提升 2%/1.5%。综合来看，我们预计公司智慧显示终端业务收入 2025-2027 年分别增长 8.65%/7.10%/6.57%。

毛利率方面，2024 年面板价格企稳回升导致公司电视业务毛利率有所下降，进入 2025 年，预计随着电视产品售价逐步反应面板价格的影响，预计面板价格的影响逐步减弱。同时，在国内国补政策的拉动下，我国大尺寸、Mini LED 电视占比快速提升，预计公司毛利率有望稳步提高。我们假设 2023-2025 年公司显示终端业务毛利率同比分别+0.3pct/+0.2pct/+0.15pct。

**新显示新业务：**该业务主要包含激光显示、商用显示、云服务、XR、芯片等新业务。考虑到公司激光显示、商用显示、XR 等业务存在一定的成长性，公司持续加大对上述业务的投入和产品扩容，综合乾照光电的 wind 一致增长预期，我们假设 2025-2027 年公司新显示新业务收入分别增长 10.9%/13.7%/10.7%。

毛利率方面，公司原有新显示业务毛利率较高，2023 年收购的乾照光电毛利率相对较低。我们假设公司原有新显示业务毛利率基本稳定；乾照光电随着需求的逐步改善，毛利率有所恢复。但考虑到乾照光电收入增长较快，对整体毛利率预计有所拉低，预计公司新显示业务 2025-2027 年毛利率同比分别+0.2/-0.3/-0.4pct。

表8: 海信视像业务拆分

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>终端显示业务</b>						
收入 (亿元)	352.6	412.6	466.3	506.7	542.7	578.3
增速	-6.74%	17.01%	13.03%	8.65%	7.10%	6.57%
毛利 (亿元)	61.2	66.0	67.4	74.7	81.1	87.3
毛利率	17.35%	15.99%	14.45%	14.75%	14.95%	15.10%
<b>新显示新业务</b>						
收入 (亿元)	46.4	65.2	67.7	75.1	85.4	94.5
增速	0.75%	40.60%	3.90%	10.93%	13.69%	10.65%
毛利 (亿元)	17.7	20.6	20.3	22.7	25.5	27.8
毛利率	38.22%	31.68%	29.98%	30.19%	29.84%	29.47%
<b>其他主营</b>						
收入 (亿元)	6.5	6.2	5.1	4.9	4.6	4.4
增速	-7.95%	-5.95%	-16.41%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
毛利 (亿元)	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3	1.3
毛利率	24.56%	25.24%	28.89%	28.90%	28.90%	28.90%
<b>其他业务</b>						
收入 (亿元)	51.9	52.3	46.1	50.7	55.8	61.4
增速	40.89%	0.71%	-11.78%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利 (亿元)	2.9	2.6	2.5	2.7	3.0	3.3
毛利率	5.49%	5.07%	5.41%	5.41%	5.41%	5.41%

合计						
总营收（亿元）	457.4	536.2	585.3	637.4	688.5	738.6
增速	-2.27%	17.22%	9.17%	8.90%	8.01%	7.28%
毛利（亿元）	83.4	90.8	91.6	101.5	110.9	119.7
毛利率	18.22%	16.94%	15.66%	15.93%	16.11%	16.21%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计公司 2025-2027 年营收 637.4/688.5/738.6 亿元，同比分别增长 8.9%/8.0%/7.3%，毛利率分别为 15.9%/16.1%/16.2%。

### 费用及其他收益假设：

**销售费用：**公司对营销管理体系进行深化变革，营销效率实现优化，2024 年销售费用率降至 5.8% 的低位。我们假设公司销售费用率保持优化后的水平，2025-2027 年均为 5.8%。

**管理费用：**公司管理费用率维持在较低的水平，2023 年由于股权激励费用及合并乾照光电，管理费用率有所提升，假设此后管理费用率保持稳定，预计 2025-2027 年管理费用率均为 1.5%。

**研发费用：**公司 2022 年以来研发费用率在收入规模提升下有所下降，预计此后研发费用率保持平稳，假设 2025-2027 年研发费用率保持在 4.1% 的水平。

**财务费用：**公司财务费用率基本在 0% 附近小幅波动，受汇兑影响较大，考虑到当前汇率形势及公司现金留存情况，我们假设公司 2025-2027 年财务费用率分别为 0.0%/0.0%/0.1%。

### 未来 3 年业绩预测

根据上述假设，我们预计公司 2025-2027 年营收 637.4/688.5/738.6 亿元，同比分别增长 8.9%/8.0%/7.3%；归母净利润分别为 25.9/29.1/32.0 亿元，对应 EPS 为 1.99/2.23/2.45 元，同比增长 15.4%/12.4%/9.9%。

表9：公司盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	53,616	58,530	63,739	68,848	73,860
同比	17.2%	9.2%	8.9%	8.0%	7.3%
归母净利润（百万元）	2096	2246	2592	2913	3201
同比	24.8%	7.2%	15.4%	12.4%	9.9%
EPS（元）	1.61	1.72	1.99	2.23	2.45
ROE	11.1%	11.5%	12.6%	13.4%	13.9%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

### 盈利预测情景分析

我们采用中性、谨慎和乐观情境下公司的利润水平，其中主要变量为收入增速、毛利率和费用率。在收入增速和盈利能力调整的情况下，公司业绩的敏感性主要体现在未来的利润增速上，若收入、毛利率、费用率整体处于乐观/谨慎情况下（收入增速提升/下降 5pct、毛利率提升/下降 0.5pct、费用率下降/提升 0.5pct），2025-2027 年净利润复合增速分别为 23.8% 和 1.3%（中性情况下复合增速 12.5%），利润增速波动幅度约为 22.5pct。

表10: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>乐观预测</b>					
营业收入(百万元)	53,616	58,530	66,666	75,342	84,594
(+/-%)	17.2%	9.2%	13.9%	13.0%	12.3%
净利润(百万元)	2096	2246	3218	3764	4262
(+/-%)	24.8%	7.2%	43.3%	17.0%	13.2%
摊薄 EPS	1.61	1.72	2.47	2.88	3.26
<b>中性预测</b>					
营业收入(百万元)	53,616	58,530	63,739	68,848	73,860
(+/-%)	17.2%	9.2%	8.9%	8.0%	7.3%
净利润(百万元)	2096	2246	2592	2913	3201
(+/-%)	24.8%	7.2%	15.4%	12.4%	9.9%
摊薄 EPS(元)	1.61	1.72	1.99	2.23	2.45
<b>悲观的预测</b>					
营业收入(百万元)	53,616	58,530	60,813	62,646	64,074
(+/-%)	17.2%	9.2%	3.9%	3.0%	2.3%
净利润(百万元)	2096	2246	2012	2177	2338
(+/-%)	24.8%	7.2%	-10.4%	8.2%	7.4%
摊薄 EPS	1.61	1.72	1.54	1.67	1.79
总股本(百万股)	1,305	1,305	1,305	1,305	1,305

资料来源: 国信证券经济研究所预测

## 估值与投资建议

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

**绝对估值: 以 FCFE 方法得到合理股价估值为 24.78-29.63 元/股**

未来 10 年估值假设条件见下表:

表11: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
营业收入增长率	17.2%	9.2%	8.9%	8.0%	7.3%	7.0%	6.5%	6.0%	5.0%	4.0%	3.0%	3.0%
毛利率	16.9%	15.7%	15.9%	16.1%	16.2%	16.2%	16.2%	16.2%	16.2%	16.2%	16.2%	16.2%
管理费用/营业收入	1.47%	1.49%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%
研发费用/营业收入	4.44%	4.06%	4.10%	4.10%	4.10%	4.10%	4.10%	4.10%	4.10%	4.10%	4.10%	4.10%
销售费用/销售收入	6.73%	5.84%	5.80%	5.80%	5.80%	5.80%	5.80%	5.80%	5.80%	5.80%	5.80%	5.80%
所得税税率	8.33%	10.82%	9.16%	6.50%	8.83%	9.00%	10.00%	11.00%	13.00%	15.00%	15.00%	15.00%
股利分配比率	54.33%	63.41%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

表12: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.1	T	15.00%
无风险利率	2.50%	Ka	10.75%
股票风险溢价	7.50%	有杠杆 Beta	1.16
公司股价(元)	23.02	Ke	11.20%
发行在外股数(百万)	1305	E/(D+E)	93.98%
股票市值(E, 百万元)	30040	D/(D+E)	6.02%
债务总额(D, 百万元)	1924	WACC	10.80%
Kd	5.30%	永续增长率(10年后)	2.00%

资料来源：wind，国信证券经济研究所假设

表13: 海信视像 FCFE 估值表

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	TV
EBIT	2,545.4	2,893.6	3,199.8	3,411.2	3,643.2	3,868.8	4,061.8	4,229.0	4,358.2	4,490.3	
所得税税率	9.16%	6.50%	8.83%	9.00%	10.00%	11.00%	13.00%	15.00%	15.00%	15.00%	
EBIT*(1-所得税税率)	2,312.2	2,705.6	2,917.4	3,104.2	3,278.9	3,443.2	3,533.8	3,594.6	3,704.4	3,816.7	
折旧与摊销	563.1	608.6	636.0	656.2	674.7	694.1	712.5	730.9	749.5	767.9	
营运资金的净变动	(546.4)	(374.1)	(58.7)	(360.4)	(251.8)	(205.8)	(248.0)	(179.8)	(137.6)	(156.2)	
资本性投资	(574.0)	(451.0)	(301.0)	(221.0)	(324.3)	(282.1)	(275.8)	(294.1)	(284.0)	(284.6)	
FCFF	1,755.0	2,489.1	3,193.7	3,179.0	3,377.5	3,649.4	3,722.5	3,851.7	4,032.4	4,143.8	
(利息费用-利息收入)*(1-T)	2.4	18.5	55.5	84.0	112.6	144.3	173.7	203.2	238.6	275.5	
长期贷款的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
循环贷款的增加(减少)	449.4	-1270.8	-100.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
FCFE	2206.8	1236.8	3149.2	3263.0	3490.1	3793.7	3896.2	4054.8	4271.0	4419.3	49,001.2
PV(FCFE)	1,984.5	1,000.2	2,290.3	2,134.1	2,052.7	2,006.6	1,853.2	1,734.4	1,642.9	1,528.8	16,950.8
股票价值	35,178.6										
每股价值	26.96										

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

## 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。参考敏感性分析表，得到公司合理的股价区间为 24.78-29.63 元/股。

表14: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		10.2%	10.7%	11.2%	11.7%	12.2%
永续 增长 率变 化	3.0%	33.02	30.71	28.68	26.90	25.31
	2.5%	31.74	29.63	27.77	26.11	24.63
	2.0%	30.62	28.68	<b>26.96</b>	25.41	24.02
	1.5%	29.63	27.84	26.23	24.78	23.47
	1.0%	28.75	27.08	25.57	24.21	22.97

资料来源：国信证券经济研究所分析

## 相对估值：结合 PEG 得到合理估值为 24.89-29.87 元/股

选取具有以电视机业务为主的 TCL 电子、四川长虹、兆驰股份、深康佳 A、创维集团作为可比公司。2024 年上述可比公司平均估值（排除负值）为 24.0 倍，具有 wind 一致预测的三家公司 2025 年平均估值为 9.4 倍。不过按 PEG=1 计算，海信视像 2025 年的合理估值为 12.5 倍，高于可比公司平均水平。但考虑到公司在全球电视行业位居前二，在海外主要电视市场均有较强的市场份额，且拥有较为领先的 ROE 及净利率，具备一定的龙头溢价能力。此外，复盘公司历史估值看，在面板价格处于平稳或下降周期，公司业绩通常会有不错的增长，公司估值能达到甚至超过 15X 的水平。根据前文的分析，当前面板产能已较为集中，预计后续面板价格波动收敛，预计公司业绩增长预期有望更为明晰，带动估值的提升。我们以 PEG=1 为公司合理估值的下限，并以此为基础上浮 20%作为公司合理估值的上限，即给予公司合理股权估值区间为 12.5-15.0 倍，对应合理股价区间为 24.89-29.87 元/股。

表15: 海信视像及可比公司经营情况、盈利预测对比

公司名称	主营业务	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				复合增速*	PE				PEG 2025E
			2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E	
TCL 电子	以电视业务为主, 辅以白电分销、互联网业务等	235	17.59	21.88	25.75	29.58	18.9%	13.4	10.8	9.1	8.0	0.57
四川长虹	以电视、白电、ICT 产品、机顶盒等产品为主	449	7.04	-	-	-	-	63.8	-	-	-	-
兆驰股份	液晶电视、机顶盒、LED 元器件及组件、网络通讯终端和互联网文娱等	198	16.02	18.87	22.20	24.84	15.7%	12.4	10.5	8.9	8.0	0.67
深康佳 A	从事彩电、白电、厨电, 净水系列、日用生活电器、LED、机顶盒等	90	-32.96	-	-	-	-	-2.7	-	-	-	-
创维集团	以电视、互联网增值服务、智能系统、分布式光伏等产品为主	58	6.13	8.21	8.92	-	-	9.5	7.1	6.5	-	-
							平均	24.8*	9.5	8.2	8.0	0.62
海信视像	以电视、激光显示、商用显示、云服务、芯片等为主	300	22.46	25.92	29.13	32.01	12.5%	13.4	11.6	10.3	9.4	0.92

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

注: \*复合增速为 2024-2027 年复合增速, 除海信视像外其余公司采用 wind 一致预测, TCL 电子及创维集团的货币单位为亿港元; 2024 年可比公司平均 PE 计算排除负值

图92: 海信视像 PE 受面板价格波动及业绩增长情况影响



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

因此综合绝对估值和相对估值, 得到公司的合理估值为 24.89-29.63 元/股, 对应 2025 年 PE 为 12.5-14.9 倍, 对应市值为 325-387 亿元。

**投资建议: 技术引领、经营优化, 国内电视龙头迈向全球, 给予“优于大市”评级**

预计海信视像 2025-2027 年营收为 637.4/688.5/738.6 亿元, 同比分别增长 8.9%/8.0%/7.3%; 归母净利润分别为 25.9/29.1/32.0 亿元, 同比分别增长 15.4%/12.4%/9.9%; 对应 EPS 为 1.99/2.23/2.45 元, 对应 PE 为 11.4/10.1/9.2 倍。综合绝对估值和相对估值, 我们认为公司股票合理估值区间为 24.89-29.63 元/股, 市值区间为 325-387 亿元, 对应 2025 年 PE 为 12.5-14.9 倍, 首次覆盖, 给予“优于大市”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 7.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面，我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，通过 PE 估值的方式得到公司估值的合理区间，如果市场整体风险偏好发生变化、估值中枢向下调整，公司有可能面临估值下调的风险。

### 盈利预测的风险

- ◆ 我们预计电视行业当中，Mini LED 电视有望保持当前快速崛起的势头，同时随着电视大屏化等升级，电视价格有望实现稳步上涨。
- ◆ 我们假设海信视像未来销量及均价实现稳健的增长，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计海信视像未来毛利率随着产品结构升级将迎来小幅提升，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

### 经营风险

**下游需求不及预期的风险：**若主要电视市场通胀上涨态势未得到有效遏制或宏观经济增长不达预期，可能不同程度影响电视等家电产品消费能力。

**国际贸易环境不确定性风险：**全球贸易环境受地缘政治波动影响加剧，面临出口关税壁垒升级及局部冲突导致的压力。若贸易环境发生负面变化，可能影响运输成本及关税费用。

**汇率波动风险：**海信视像海外业务占比较高，主要以美元等外汇报价和结算。汇率随着国内外政治、经济形势的变化而波动，具有较大的不确定性，存在对公司经营业绩造成不利影响的风险。

**市场竞争加剧的风险：**在消费类电子行业，市场、技术开发、营销等方面需要面对来自国内外对手的竞争压力，且随着智能终端产品的融合与发展，未来还会有更多的品牌以不同的商业模式进入消费类电子行业，尤其是互联网电视行业，内容、软件、硬件以及运营、人才、渠道等环节的竞争将更为激

烈；在 LED 产业链，伴随更多定位显示领域品牌方、面板厂、集成厂商加入，产业链整合加速，行业格局变化已现雏形，产业链竞争加剧。

**原材料价格波动风险：**电视制造成本受面板等上游原材料价格影响较大，若主要原材料供需产生大幅波动，可能一定程度上影响公司的成本预测及管控。

**人力资源风险：**随着业务规模的扩大、技术更新速度加快及市场需求不断攀升，对人才的素质提出了更高的要求，优秀的技术、营销、管理等方面的专业人员是企业未来持续稳定发展、保持竞争优势的重要基础。如果企业未来不能吸进或留住优秀人才，可能面临人才短缺问题，对企业保持创新性和成长性造成不利影响。

**无实际控制人的风险：**实际控制人通常在公司内部控制体系建立和完善过程中发挥关键主导作用，能够确保各项制度围绕公司的整体利益和战略目标贯彻执行。而无实际控制人后，公司内部控制制度的修订和执行可能受到股东间利益博弈的影响。

## 财务风险

**应收账款风险：**截至 2025 年一季报，海信视像应收票据及应收账款账面价值为 90.8 亿，占总资产的比例为 20.4%，占比相对较高。如果宏观经济形势及行业发展前景发生重大不利变化或个别客户经营状况发生困难，则公司存在因应收账款难以收回而产生坏账的风险。

**存货跌价风险：**截至 2025 年一季报，海信视像存货账面价值为 60.4 亿，占当期总资产的比例为 13.5%。若未来市场环境发生变化或竞争加剧导致产品滞销、存货积压等情况，将造成公司存货跌价损失增加，对公司的盈利能力产生不利影响。

**商誉减值风险：**截至 2025 年一季报，海信视像商誉账面价值为 8.9 亿。商誉需在每年年末时进行减值测试，如果未来宏观经济、市场环境、监管政策变化或者其他因素导致该等并购资产未来经营状况未达预期，将有可能出现商誉减值的风险，对公司当期损益将造成不利影响。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2271	2683	2676	3166	4728	营业收入	53616	58530	63739	68848	73860
应收款项	9712	11664	11853	12998	14133	营业成本	44534	49366	53585	57753	61886
存货净额	5831	5647	6141	6955	7222	营业税金及附加	258	185	271	280	283
其他流动资产	5107	4688	6089	6216	6547	销售费用	3607	3421	3697	3993	4284
<b>流动资产合计</b>	<b>35456</b>	<b>36976</b>	<b>40149</b>	<b>42075</b>	<b>45438</b>	管理费用	934	1040	1028	1104	1179
固定资产	4796	4907	4965	4878	4627	研发费用	2379	2374	2613	2823	3028
无形资产及其他	1058	1074	1003	932	862	财务费用	(12)	52	(3)	(20)	(61)
投资性房地产	3014	2987	2987	2987	2987	投资收益	514	396	387	342	375
长期股权投资	783	711	711	711	711	资产减值及公允价值变动	(29)	34	(12)	(2)	7
<b>资产总计</b>	<b>45107</b>	<b>46655</b>	<b>49815</b>	<b>51583</b>	<b>54625</b>	其他收入	(2015)	(2033)	(2293)	(2545)	(2680)
短期借款及交易性金融负债	1153	1121	1571	300	200	营业利润	2764	2864	3243	3531	3991
应付款项	11982	13599	14380	15707	16863	营业外净收支	18	20	15	12	15
其他流动负债	5247	5732	6492	6835	7350	<b>利润总额</b>	<b>2782</b>	<b>2884</b>	<b>3258</b>	<b>3543</b>	<b>4007</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>18382</b>	<b>20452</b>	<b>22442</b>	<b>22841</b>	<b>24413</b>	所得税费用	232	312	298	230	354
长期借款及应付债券	638	353	353	353	353	少数股东损益	454	325	368	400	452
其他长期负债	855	851	836	880	889	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2096</b>	<b>2246</b>	<b>2592</b>	<b>2913</b>	<b>3201</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>1493</b>	<b>1205</b>	<b>1190</b>	<b>1234</b>	<b>1242</b>	现金流量表（百万元）					
<b>负债合计</b>	<b>19874</b>	<b>21656</b>	<b>23632</b>	<b>24075</b>	<b>25656</b>	净利润	2096	2246	2592	2913	3201
少数股东权益	6338	5421	5568	5728	5909	资产减值准备	48	41	12	(2)	(7)
股东权益	18895	19578	20615	21780	23060	折旧摊销	806	901	563	609	636
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>45107</b>	<b>46655</b>	<b>49815</b>	<b>51583</b>	<b>54625</b>	公允价值变动损失	29	(34)	12	2	(7)
						财务费用	(12)	52	(3)	(20)	(61)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(887)	818	(546)	(374)	(59)
每股收益	1.61	1.72	1.99	2.23	2.45	其它	159	78	135	162	187
每股红利	0.87	1.09	1.19	1.34	1.47	<b>经营活动现金流</b>	<b>2251</b>	<b>4050</b>	<b>2767</b>	<b>3309</b>	<b>3952</b>
每股净资产	14.47	15.00	15.80	16.69	17.67	资本开支	0	(920)	(574)	(451)	(301)
ROIC	16%	15%	17%	20%	22%	其它投资现金流	(3710)	239	(1094)	650	(68)
ROE	11%	11%	13%	13%	14%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(2759)</b>	<b>(610)</b>	<b>(1668)</b>	<b>199</b>	<b>(369)</b>
毛利率	17%	16%	16%	16%	16%	权益性融资	(28)	255	0	0	0
EBIT Margin	4%	4%	4%	4%	4%	负债净变化	638	(284)	0	0	0
EBITDA Margin	5%	5%	5%	5%	5%	支付股利、利息	(1139)	(1424)	(1555)	(1748)	(1921)
收入增长	17%	9%	9%	8%	7%	其它融资现金流	734	134	449	(1271)	(100)
净利润增长率	25%	7%	15%	12%	10%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(296)</b>	<b>(3028)</b>	<b>(1106)</b>	<b>(3018)</b>	<b>(2021)</b>
资产负债率	58%	58%	59%	58%	58%	<b>现金净变动</b>	<b>(804)</b>	<b>412</b>	<b>(7)</b>	<b>490</b>	<b>1562</b>
股息率	3.8%	4.7%	5.2%	5.8%	6.4%	货币资金的期初余额	3075	2271	2683	2676	3166
P/E	14.3	13.4	11.6	10.3	9.4	货币资金的期末余额	2271	2683	2676	3166	4728
P/B	1.6	1.5	1.5	1.4	1.3	企业自由现金流	1664	2711	1755	2489	3194
EV/EBITDA	18.4	17.0	17.3	15.5	14.5	权益自由现金流	3036	2561	2207	1237	3149

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032