

公司研究

专注显示产业，突破高端市场，领跑全球同行

——海信视像（600060.SH）投资价值分析报告

要点

海信视像：技术立企，全球经营。公司是世界一流的显示解决方案提供商，以“多场景大显示”为核心，构建横向覆盖家庭、商业、车载场景，纵向深耕显示技术、芯片、云服务、AI的立体化矩阵。公司坚持“技术立企、稳健经营”发展战略，是国内唯一在LCD、激光显示和LED三大互补性技术全方面布局的显示企业，2024年公司实现营业总收入585亿元，归母净利润22亿元。公司持续推进全球化发展战略，推进产品向大屏化、高端化、智能化方向发展，完善全球供应链体系，推动市场份额提升。2025年上半年海信系电视全球出货量占比14.9%，其在中国内地零售额市占率30.0%，位居第一名。

中国的海信：竞争优势持续扩大。2025H1海信系中国线上/线下零售量市占率分别为24.1%/29.6%，相比2019年提升11.9/10.1pcts，在包括小米、TCL、创维四大品牌中提升幅度最明显。①线上主打年轻化和性价比。2019年4月推出Vidda品牌，Vidda针对年轻用户推出音乐电视、游戏电视等“高质价比”产品，新品牌背靠海信具备规模和供应链优势，同时擅长利用新营销工具触达年轻用户。2024年Vidda线上零售量市占率已达11%。②线下高端化推动价值升级。2021-2024年，中国市场销量口径，Mini LED电视销量CAGR为310%，大屏化和MiniLED技术引领产业升级。海信领航产业高端化，在≥12000元的高端价格区间，2025M1-M7，海信线下渠道销售量在其总销量的比例维持在73%左右；2024年海信系Mini LED产品线上/线下零售量市占率34.6%/36.1%领跑行业。

世界的海信：强势冲击全球第一。2006年公司提出“大头在海外”的国际化战略，公司海外营业收入从2013年的58亿元增长至2024年的280亿元，2024年海外收入营收占比高达48%。未来公司将继续冲击全球电视第一，海信电视的全球出货量市占率从2020年的8.0%大幅上升至2025年上半年的14.9%，第一名三星2025年上半年的出货量市占率为17.9%。海信在海外持续推进研产销一体化和品牌升级战略。在北美、欧洲、东南亚、中东、日本等地区前置研发能力，优化海外制造基地的供应链体系，通过本地化布局提升市场响应速度，同时结合顶级体育赛事IP开展整合营销，重点拓展战略市场和高端渠道。

混合所有制改革+股权激励推动海信提质增效。①2020年混合所有制改革落地。2020年12月青岛新丰认缴海信电子控股新增注册资本4150万股，增资后“海丰系”持有海信电子控股27%股份，正式成为海信视像重要的战略投资者。增资扩股后海信视像由青岛市国资委实际控制变为无实际控制人。混改为公司引入灵活的市场机制，激发活力、提升效率，并借助与战略投资者的产业协同加速国际化战略。②2021年至今两期激励计划相继展开。在总结2021年股权激励经验的基础上，2024年公司推出涵盖400余人的《2024年员工持股计划》，通过股东利益、企业价值与员工回报的深度绑定，为全球市场竞争力的提升注入长效动力。

盈利预测、估值与评级：海信视像作为彩电龙头企业，持续突破显示技术边界，以卓越的产品和服务落地高端化和全球化战略，品牌影响力不断提升。2021-24年公司现金分红比例均稳定达到归母净利润的50%，累计现金分红30.4亿元。预计公司2025-2027年归母净利润为24.4/26.7/29.6亿元，同比+8.8%/+9.1%/+10.9%。结合相对估值以及绝对估值，给予公司目标价29.87元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：全球电视市场需求疲软；行业竞争加剧；原材料大幅涨价。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	53,616	58,530	63,204	68,504	74,277
营业收入增长率	17.22%	9.17%	7.98%	8.39%	8.43%
归母净利润（百万元）	2,096	2,246	2,443	2,666	2,956
归母净利润增长率	24.82%	7.17%	8.76%	9.13%	10.86%
EPS（元）	1.61	1.72	1.87	2.04	2.26
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.09%	11.47%	11.80%	12.08%	12.50%
P/E	15	14	13	12	11
P/B	1.7	1.6	1.6	1.5	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2026-02-02

买入（首次）

当前价/目标价：23.78/29.87元

作者

分析师：洪吉然

执业证书编号：S0930521070002

021-52523793

hongjiran@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	13.05
总市值(亿元)	310.32
一年最低/最高(元)	20.56/26.68
近3月换手率	53.27%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.32	-4.66	-18.43
绝对	-4.54	-3.76	4.36

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

关键假设 1: 智慧终端显示业务

销量: 2022-2024 年公司显示产品销量 2594/2729/2979 万台, 同比增速分别是 19.2%/5.2%/9.2%。海信电视的全球出货量市占率从 2020 年的 8.0% 上升至 2025H1 的 14.9%, 第一名三星 2025H1 的出货量占比为 17.9%。考虑到公司的全球化战略持续推进, 预计海信显示产品的全球销量稳定增长, 预计公司 2025-2027 年显示产品销量 3069/3161/3256 万台。

均价: 2022-2024 年公司显示产品的总销均价为 1359/1512/1565 元, 同比增速 -21.8%/+11.2%/+3.5%。考虑到彩电大屏化、高端化的产业趋势长期可持续, 预计公司 2025-2027 年显示产品均价 1643/1726/1812 元。

关键假设 2: 新显示业务

收入: 2025 年上半年公司新显示业务实现主营业务收入 34.3 亿元 (占总收入的 12.6%), 同比增长 7.4%。2024 年新显示业务收入达 67.7 亿元 (占总收入的 11.6%), 同比增长 3.9%。公司持续深化技术创新与产业布局, 以“多场景大显示”为核心, 持续提升激光/商用显示、芯片、云服务及人工智能等技术的全球市场竞争力。预计 2025-2027 年新显示业务收入分别为 73.9 亿元、83.1 亿元、93.5 亿元, 同比增速分别为 9.1%、12.5%、12.6%。

我们的创新之处

长期专注显示产业是海信视像竞争力不断扩大的核心要素之一。公司是同行中少数长期专注于显示产业的龙头企业, 始终坚持“世界一流的多场景显示解决方案提供商”的战略定位。清晰不变的战略定位是根本, 在此基础上海信聚焦用户需求, 立足技术创新, 打造领先的产品竞争力, 不断提升市场份额和盈利能力。

长期实践“大头在海外”战略具有超前的眼光和坚强的定力。作为中国最早“走出去”的企业之一, 海信以长期主义深耕全球市场, 通过全球本土化运营、自主品牌建设, 出海能力不断进阶, 在全球价值链上持续攀升。

股价上涨的催化因素

短期催化剂: 2026 年彩电行业国内外景气度超出预期。

长期催化剂: 全球化战略深入推进, 海信系产业协同进一步突破。

估值与目标价

绝对估值结论: 取值 WACC 在 7.72%-9.72%, 长期增长率 1.0%-3.0%, 经过敏感性分析, 海信视像的每股价值为 25.34-43.72 元, 其中间值为 31.94 元。

相对估值结论: 选择极米科技、TCL 电子、兆驰股份为可比公司。结合可比公司 PE 及公司十年平均 PE, 给予公司 2026 年 14.6 倍 PE, 预计 2026 年归母净利润为 26.70 亿元, 对应市值约为 389.82 亿元, 每股股价 29.87 元。

盈利预测&评级: 预计海信视像 2025-2027 年归母净利润为 24.4 亿元、26.7 亿元、29.6 亿元, 同比增速分别为+8.8%/+9.1%/+10.9%。结合相对估值以及绝对估值两种方法, 取两者较低值, 给予“买入”评级, 目标价 29.87 元。

目 录

1、海信视像：技术立企，全球拓展	7
1.1、深耕视像产业，开启成长新局面	7
1.2、推进产业结构升级，共筑第二增长曲线	9
1.3、产业链纵深结合多元技术布局，构建动态护城河	10
1.4、财务复盘：营收稳健提升，毛利率结构性优化	11
2、中国彩电行业：销量反弹，均价稳增	12
2.1、销量复盘：政策+产品升级左右销量变动	12
2.2、价格复盘：由价格竞争转向价值竞争	13
3、中国的海信：持续扩大竞争优势	16
3.1、竞争格局复盘：互联网电视冲击下的震荡与恢复	16
3.2、海信的市场地位为何不断向上？	18
3.3、未来判断：海信的竞争优势持续扩大	19
4、世界的海信：强势冲击全球第一	20
4.1、竞争格局复盘：中国企业强势向上	20
4.2、复盘海信如何走向世界	23
5、Mini LED 电视：前景广阔，海信占优	26
5.1、Mini LED 引领电视高端化新方向	26
5.2、产业降本推动市场腾飞	28
5.3、海信优势：份额奋起直追，技术卓越领先	30
6、治理变革：混合所有制改革+股权激励	32
6.1、混改：海丰系战略入股，公司变为无实控人	32
6.2、股权激励助力长远发展	34
6.3、资产划转助力第二曲线构筑	36
7、盈利预测、估值与评级	37
7.1、核心假设&盈利预测	37
7.2、相对估值：合理市值 389.82 亿元，每股 29.87 元	39
7.3、绝对估值：每股价值 25.34-43.72 元	40
7.4、结论与评级：目标价 29.87 元，给予“买入”评级	42
8、风险提示	42

图目录

图 1 : 公司历史沿革.....	7
图 2 : 海信视像股权结构 (截至 2025 年 9 月)	8
图 3 : 海信视像多种新技术路线组合布局	11
图 4 : 2011-2025H1 公司营收及增速	11
图 5 : 2011-2025H1 公司归母净利润及增速	11
图 6 : 2011-2025H1 公司毛利率与净利率	12
图 7 : 2011-2025H1 公司费用率	12
图 8 : 彩电内销历年变化.....	13
图 9 : 液晶电视、智能电视快速渗透市场, 创造换新需求	13
图 10 : 国补助力 2024 年第四季度, 各年度四季度同比增速	13
图 11 : 彩电全渠道零售均价变化趋势	14
图 12 : 电视面板价格变化 (美元/片)	14
图 13 : 电视面板价格同比变化 (%)	14
图 14 : 2021 年中旬后, 彩电零售均价与主流面板价格绑定关系减弱	15
图 15 : 彩电零售平均尺寸持续增长, 大屏化稳步推进.....	15
图 16 : Mini LED 电视快速渗透国内彩电市场	16
图 17 : 彩电国内市场竞争格局复盘, 各品牌全渠道销量份额.....	17
图 18 : 中国彩电市场品牌集中度 (零售量口径)	18
图 19 : Vidda 线上销量份额快速提升.....	18
图 20 : Vidda 线上价格牵制小米.....	18
图 21 : 大屏产品更依赖线下渠道.....	19
图 22 : 高价产品更依赖线下渠道.....	19
图 23 : 2012-2024 年全球电视出货量	20
图 24 : 2009-2024 中日韩品牌全球电视市场份额变化 (%)	21
图 25 : 2016-2024 全球区域电视市场份额.....	21
图 26 : 2016-2024 年全球各区域电视出货量 (百万台) 及复合增长率(2016-2000 年、2020-2024 年).....	22
图 27 : 2017-2025 H1 全球主要品牌出货量占比.....	22
图 28 : 自主品牌走向国际化, “中国的海信” 成长为 “世界的海信”	24
图 29 : 2018 年后, 海信视像海外收入占总营收比例保持在 40% 以上	25
图 30 : 2021 年起, 海信集团海外自主品牌收入占海外收入比例超过 80%.....	25
图 31 : 被收购后东芝 TVS 日本市占率回升	25
图 32 : 顶级体育赛事举办当年, 电视总销量的增速往往更高.....	26
图 33 : Mini LED 电视主要结构	26
图 34 : 2021-2025 全球高端电视出货量 (百万台) 及同比	28
图 35 : 2021-2024 中国高端电视销量 (万台) 及同比.....	28
图 36 : Mini LED 电视与 LCD 电视价差和 Mini LED 电视渗透率高度相关	29
图 37 : 2023-2025Q1-Q3 国内 Mini LED 电视线上渠道品牌竞争格局	31
图 38 : 2023-2025Q1-Q3 国内 Mini LED 电视线下渠道品牌竞争格局	31
图 39 : 2023-2025H1 各品牌 Mini LED 电视新品数量	31

图 40 : 2024 年 Mini LED 电视线上渠道各价格段品牌销量份额	31
图 41 : 海信“芯、光、屏”全链路协同造就最强产品布局	32
图 42 : 海信集团控股股份有限公司持有海信视像股份比例从 7%增至 29.996%	33
图 43 : 海丰系 (青岛新丰和上海海丰) 持股海信集团控股比例由 11.83%升至 27%	33
图 44 : 海信视像混合所有制改革的时间线	34

表目录

表 1: 董事会、高管及其他重要人员	8
表 2: 海信“1+ (4+N) ”大显示产业布局	10
表 3: 海信视像产业链纵深布局.....	10
表 4: 2019 年开始传统厂商线上发力, 重新夺回市场掌控权.....	16
表 5: 线下渠道: 大屏电视海信优势扩大, 外资品牌式微	19
表 6: 传统 LCD、Mini LED、OLED 主要参数对比	27
表 7: 1000nits 峰值亮度下, 相似参数 OLED 电视价格比 Mini LED 高 2-3 倍	27
表 8: Mini LED 电视均价下降主要由降本驱动而非降低产品参数驱动.....	28
表 9: Mini LED 电视降本路线测算 (以 65 英寸 Mini LED 电视为例)	30
表 10: 限制性股票激励: 授予 222 名公司激励对象, 授予价 8.295 元/股.....	34
表 11: 2021 年股权激励股票解除限售时间及条件.....	35
表 12: 2024 年员工持股计划: 不超过 459 名中高层参与, 认购价 12.27 元/股.....	35
表 13: 2024 年股权激励股票解除限售时间及条件	36
表 14: 海信视像控股关键业务子公司.....	37
表 15: 2025-2027E 海信视像业务拆分及盈利预测.....	39
表 16: 可比公司 EPS、PE 及 PEG 估值表	40
表 17: 绝对估值核心假设表	41
表 18: 现金流折现及估值表	41
表 19: 现金流折现每股价值 (敏感性分析)	42

1、海信视像：技术立企，全球拓展

1.1、深耕视像产业，开启成长新局面

公司简介：海信视像科技股份有限公司（以下简称海信视像）是一家全球领先的显示技术解决方案提供商，致力于为消费者提供卓越的视觉体验。公司以技术创新为核心驱动力，在液晶显示、激光显示、ULED 等领域处于行业前沿，并积极布局 8K、Mini/Micro LED 等下一代显示技术。海信视像旗下拥有多品牌矩阵，产品涵盖电视、商用显示、智能家居等，远销全球多个国家和地区。

1969-1990 年：创立初期。1969 年公司前身“青岛无线电二厂”成立，主要从事收音机生产。二十世纪七十年代末“青岛电视机总厂”成立，公司开始涉足电视制造领域，并逐步从黑白电视向彩色电视转型。

1991-2010 年：公司上市，快速发展。1997 年“海信电器股份有限公司”于上交所上市（600060.SH）。2000 年代，公司电视产品在国内市场市占率持续提升，公司开始布局海外市场。2005 年发布中国第一款具有自主知识产权的数字视频处理芯片“信芯”，并于 2007 年开启激光电视研发。

2011-2020 年：技术创新与全球化。“大头在海外”战略加快构建国际化营销体系，2012 年开启“智能化”战略产业布局，2014 年推出 ULED 技术，2015 年收购夏普墨西哥工厂，布局美洲市场；2017 年收购日本东芝电视，2018 年赞助 FIFA 世界杯，拓展海外市场。2019 年公司更名为“海信视像科技股份有限公司”，从传统家电制造商向显示技术解决方案提供商转型。

2021 年至今：推进“1+（4+N）”产业结构升级。2020 年公司引入战略投资者，混改正式落地。2021 年公司推进“1+（4+N）”产业升级，保持传统显示终端稳定发展，重点发力激光显示、商用显示、云服务、芯片等，同时积极突破其他新型前沿显示技术，共同构筑第二增长曲线。2023 年公司控股乾照光电，加速 Mini/Micro 产业布局。2025 年在 RGB-Mini LED、激光显示和 Micro LED 三大技术方向上均实现重大突破，重新定义了高端画质的技术标杆。

图 1：公司历史沿革

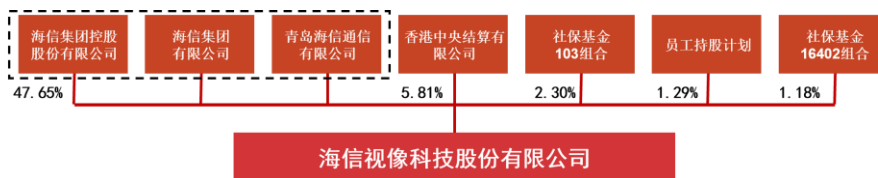


资料来源：公司公告，公司官网，光大证券研究所

在股权结构方面，2019 年混合所有制改革之后，海信视像变为无实际控制人状态。截至 2025 年第三季度，关联方和一致行动人（包括海信集团控股股份有限公司、海信集团有限公司、青岛海信通信有限公司）共计持股数 621,853,203 股，占总股本 47.65%，为海信视像第一大股东。此外，其他重要股东包括：香港中央结算有限公司持股 75,775,558 股，占比 5.81%；全国社保基金 103 组合持股 30,000,000 股，占比 2.30%；海信视像科技股份有限公司-2024 年员工持

股计划持股 16,823,885 股，占比 1.29%；全国社保基金 16042 组合持股 15,461,905 股，占比 1.18%。

图 2: 海信视像股权结构 (截至 2025 年 9 月)



资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 1: 董事会、高管及其他重要人员

姓名	职务	出生年份	主要工作经历
于芝涛	董事长, 董事	1976	2010 年 2 月至 2013 年 12 月任青岛海信传媒网络技术有限公司副总经理, 2014 年 1 月至 2015 年 4 月任青岛海信电器股份有限公司总经理助理, 2015 年 4 月至 2015 年 10 月任青岛海信通信有限公司党委书记、副总经理。现任海信视像科技股份有限公司董事长, 青岛海信通信有限公司董事长。
贾少谦	董事	1972	2007 年 1 月至 2015 年 6 月任海信科龙电器股份有限公司副总裁。2015 年 6 月至 2017 年 2 月任海信科龙电器股份有限公司董事、副总裁。2017 年 3 月至今任海信科龙电器股份有限公司董事、总裁。
李炜	总裁, 董事	1978	曾任海信视像科技股份有限公司制造中心工艺部部长、海信墨西哥工厂总经理; 海信视像科技股份有限公司副总工程师、制造中心总经理等职务, 现任本公司总裁。
方雪玉	董事	1973	历任青岛海信国际营销股份有限公司副总经理、欧洲公司总经理, 曾任青岛海信通信有限公司总经理、海信多媒体集团副总裁、海信电子信息集团副总裁、曾任青岛海信国际营销股份有限公司副总裁、常务副总裁。曾任青岛海信国际营销股份有限公司总裁、党委书记, 青岛海信创新科技有限公司董事。
李敏华	副总裁, 董事	1981	历任海信视像科技股份有限公司显示研发部设计师、模组所所长、产品经理部部长、电视产品线总经理、助理副总裁, 上海数字电视国家工程研究中心有限公司董事等职务。现任海信视像科技股份有限公司董事、副总裁、厦门乾照光电股份有限公司董事长、上海数字电视国家工程研究中心有限公司监事、青岛超高清视频创新科技有限公司董事兼总经理等职务。兼任青岛信芯微电子科技股份有限公司董事。
郑丽非	财务负责人	1980	历任青岛海信日立空调系统有限公司计划财务部副部长, 青岛海信模具有限公司财务经营管理部总经理, 青岛赛维电子信息服务股份有限公司财务经营管理部总经理, 青岛海信宽带多媒体技术有限公司副总会计师、经营与财务管理部总经理, 海信集团控股经营与财务管理部副总经理等职务, 现任海信视像科技股份有限公司财务负责人。
范潇	董事会秘书	1988	历任北京神农投资管理股份有限公司行业研究员及投资经理, 北京合康新能科技股份有限公司副总经理、董事会秘书, 中联重科股份有限公司董事长助理等职, 现任海信视像科技股份有限公司董事会秘书。

资料来源：公司公告，光大证券研究所

1.2、推进产业结构升级，共筑第二增长曲线

“1+ (4+N)” 产业结构升级。公司于 2021 年提出“1+ (4+N)”大显示产业布局：“1”和“4+N”分别对应处于传统支柱地位的“智慧显示终端业务”和近年高速发展的“新显示业务”。“新显示业务”中，“4”具体指公司重点发展的激光显示、商用显示、云服务、芯片这四大核心业务，“N”指具有较大发展潜力的其他前沿新型显示业务，如 VR 显示、车载显示、广播级监视器等。

智慧显示终端业务：三大品牌稳健发展，市场份额持续提升。以智能显示终端业务为核心，公司旗下拥有海信、东芝、Vidda 三大互补品牌，管理独立，定位差异化，可满足不同群体用户需求。其中海信为全球综合品牌，聚焦中产家庭，主打画质，产品多元；东芝为全球高端品牌，聚焦高端品质家庭，主打品质，重点布局高端 OLED、火箭炮音响系列旗舰电视；Vidda 是面向年轻用户的“高质价比”科技潮牌，主打音质，产品包括音乐电视、游戏电视、高端激光便携智能投影等。公司智慧显示终端业务 2024 年实现主营业务收入 466 亿元，同比提升 13%，产品高端市场竞争力持续提升。

激光显示：核心战略产业，引领全球并持续升级。公司在激光显示领域拥有包括激光电视、智能投影、光学引擎、商用投影四项成熟业务，以及研发中的车载显示业务，通过平台化管理，逐步打通了产品、研发、供应链、制造、营销全链路环节，形成产业化布局。公司是全球激光电视产业创立者和引领者，自主研发的 RGB 三色激光显示技术持续升级，拉动全球产业整体发展；产业纵深方面，核心部件光学引擎 100%自主研发设计，持续提升产业整体核心竞争力。

商用显示：创新产品和应用场景，围绕客户构建生态共赢圈。商用显示主要围绕“智慧教育、智慧办公、智能显示”，聚焦教育、交通、零售等应用场景，提供交互式电子白板、智慧黑板、会议平板、数字标牌、LED 一体机以及 Micro/Mini LED 显示屏等显示终端产品，拥有智慧黑板、会议平板、小间距 LED、液晶拼接显示器、数字标牌五大产品线，业务从国内拓展至欧洲、美洲、东盟、中东非和亚太五大领域共六十多个国家和地区。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。

云服务：从家庭向商用拓展，自研云平台助力数字化转型。公司围绕娱乐、教育、办公三大场景拓展家庭院线、教育、视频会议、VR 等七大云服务产品，云服务从家庭持续向商用拓展。To C 端，家庭互联网云平台 JUUI 系统持续引领行业升级；To B 端，聚连会议（云视频平台）、知渔（行业培训 SaaS 服务）、JuCloud（云原生 PaaS 云平台）、聚好看云 XR（AR/VR 云平台）以数字化、智能化增值服务打造云服务“第二曲线”。

AI+AR：多技术融合创新，重构产业生态。依托自研 AI 架构（轻量化引擎/多模态交互算法）与 Micro LED 微显示技术双引擎驱动，积极布局 AI/AR 智能终端产品，开发支持智能场景感知的 AI 智能耳机及轻量化 AI 眼镜。公司将持续聚焦 Micro LED 光学显示、轻量化设计、智能交互算法、近耳声学四大关键技术，通过供应链协同，打造智能感知、无感化佩戴、全天候使用的下一代智能穿戴体验，迈入智能穿戴新赛道。

芯片：完善高端显示布局，向 AIoT 智能领域延伸。公司 2023 年控股乾照光电，乾照光电在 LED 芯片研发方面具有丰富经验，有效赋能公司高端显示技术研发和产品推广；公司芯片产业从显示类芯片向 AIoT 智能化领域拓展，发展为“显示类芯片”及“AIoT 人工智能物联网芯片”两大板块。显示类芯片以时序控制（TCON）和画质芯片为主；公司已上市及在研的 AIoT 人工智能物联网芯片/算法包括应用于智能家电的电机变频控制 MCU 芯片、人工智能“离线”语音识别算法和预研中的智能化 SoC 芯片。2025 年，海信依托自主研发的 ULED 技术平台，攻克了 RGB 光色同控芯片与高光效 LED 发光芯片的“两芯”难题，推动显

示向更高画质、更优性能方向迈进，为用户带来更为逼真、绚丽的视觉体验。

表 2：海信“1+ (4+N)”大显示产业布局

业务类型	2024 年 收入占比	业务类型	品牌/产品	品牌/产品定位
智慧显示终端	80%	智能电视	Hisense	全球综合品牌，聚焦中产家庭，主打画质
			Vidda	“高质价比”科技潮牌，聚焦年轻用户，主打音质
			TOSHIBA	全球高端品牌，面向高端品质家庭，主打品质
新显示业务	12%	激光显示	激光电视、智能投影、 光学引擎、商用投影、车载显示（研发中）	核心战略产业，探索显示技术前沿，定位高端
		商用显示	交互式电子白板、智慧黑板、 会议平板、数字标牌、LED 一体机	聚焦自主品牌及海外自主发展，赋能教育、办公、商用等场景
		云服务	聚好看、 聚连会议、知渔	赋能海信全域显示业务，从家庭持续向商用拓展
		芯片业务	显示类芯片、 AIoT 芯片	完善产业布局，突破芯片限制，凸显竞争优势
		其他新型显示业务	VR 一体机、Micro/Mini LED、 监视器、电竞显示器、触控智慧屏	具有增量空间的新型显示技术产品

资料来源：公司公告，光大证券研究所

1.3、 产业链纵深结合多元技术布局，构建动态护城河

产品及零部件自研自制，打通产业全链路。公司凭借强大的自研能力，成功建立覆盖芯片、核心器件、软件、显示技术、云平台和应用服务的纵深产业链，立足显示硬件，持续补强软件服务内容和输出，产业链价值获取能力不断增强，主要产业整机（完整系统）和上游器部件（软件）均可独立运营的市场化竞争力，保证了公司领先的行业地位。

多元技术路线布局，抵御技术变革风险。公司在高端 LCD、激光和 LED 显示技术上进行全方位布局，研发的画质芯片、画质引擎、云平台软件等可兼容各类显示技术，在未来 5-10 年 LCD、LED（Micro/Mini LED 背光和直显）、激光显示替代化变革过程中始终站在行业前沿，引领电视行业高端化潮流。

表 3：海信视像产业链纵深布局

自研及运营模式	智慧显示	激光显示	商用显示	虚拟现实显示	云服务
产业链纵深化 自研上下协同	智慧显示终端 + 内容运营平台 + 显示芯片	激光电视/投影 + 光学引擎、屏幕 + 画质相关芯片	商用智慧屏 + 软件系统	VR/AR 整机 + 内容生产和服 务平台	SaaS 服务 + 云原生 PaaS 平台 + 混合多云基础设施
核心器部件/构成 独立市场化发展	显示芯片 对外销售	光学引擎 OEM 销售	聚连会议 市场化商用	内容生产和服 务平台市场化 商用	云原生 PaaS 平台 数字化解决方案 均可独立对外销售

资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 3：海信视像多种新技术路线组合布局

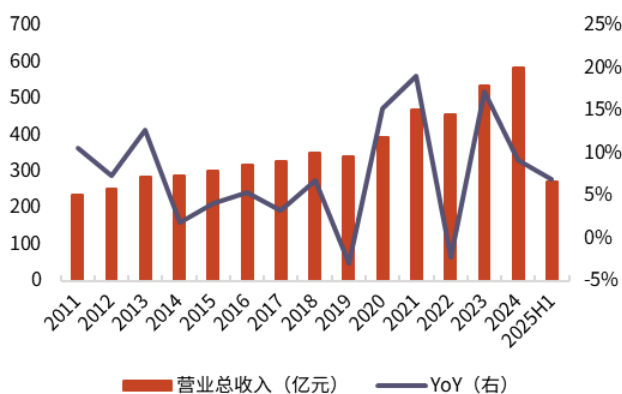


资料来源：公司公告，光大证券研究所

1.4、 财务复盘：营收稳健提升，毛利率结构性优化

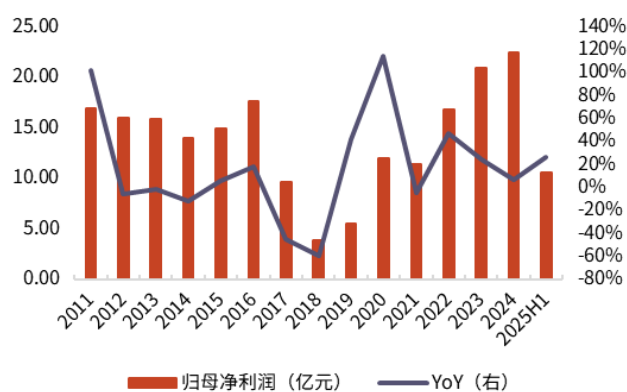
经营稳中向好，成长能力持续增强。2025 年上半年海信视像实现营业收入 272 亿元，同比增长 7%；归母净利润 10.6 亿元，增速达 26.6%。公司 2011-2024 年营业收入从 235 亿元增长至 585 亿元 (CAGR=7.3%)，多品牌矩阵运作、产品结构优化、管理体系变革拉动营收稳步提升。2025 年上半年，公司坚定推进全球化布局和高端化战略，持续打造具备国际竞争力的全球化运营体系。在此期间，公司于 RGB MiniLED、激光显示、芯片等显示核心技术领域斩获关键进展，助推营收实现平稳增长，进一步筑牢在全球高端市场的领先地位。

图 4：2011-2025H1 公司营收及增速



资料来源：WIND，光大证券研究所

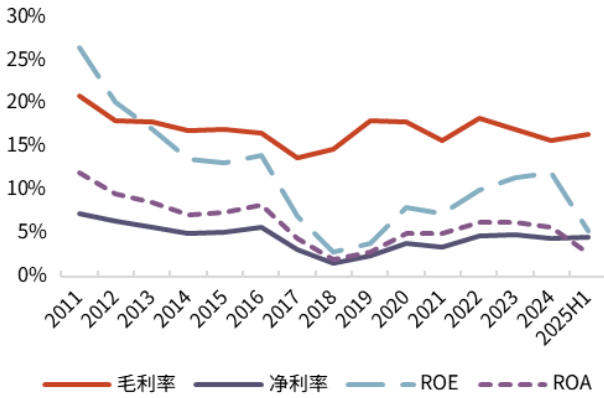
图 5：2011-2025H1 公司归母净利润及增速



资料来源：WIND，光大证券研究所

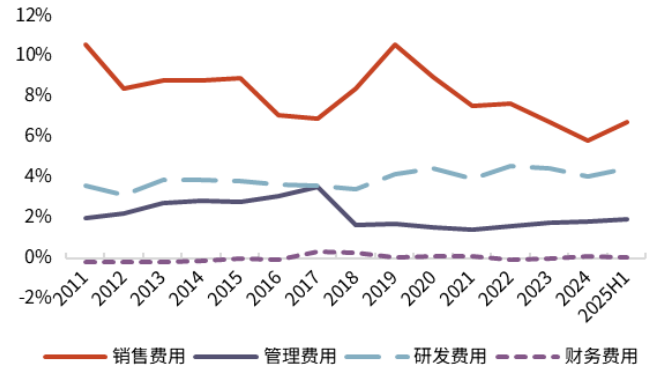
毛利率结构性优化，盈利能力持续提升。公司 2017 年后毛利率呈现震荡上行趋势，其中 2021 年及 2024 年毛利率下降主要系受到面板价格上行影响。随着产品结构高端化，预计公司利润率受面板价格波动的影响会减弱。2025H1 公司销售/管理/研发费用率分别为 6.7%/1.9%/4.4%，日常费用率优化的同时研发费用呈现上行趋势。

图 6: 2011-2025H1 公司毛利率与净利率



资料来源: WIND, 光大证券研究所

图 7: 2011-2025H1 公司费用率



资料来源: WIND, 光大证券研究所; 注: 2017 年及以前管理费用中包含研发费用

2、中国彩电行业：销量反弹，均价稳增

2.1、销量复盘：政策+产品升级左右销量变动

历史复盘：2009-2024 年国内彩电销量为何冲高回落？

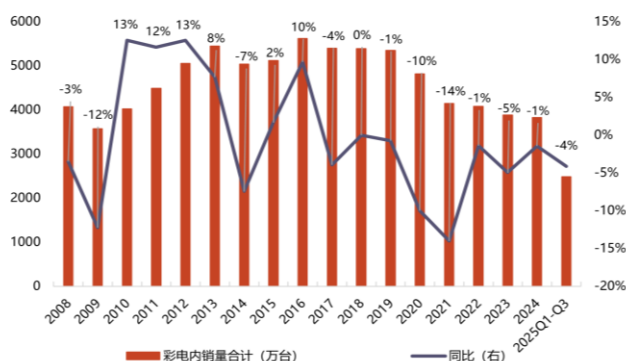
2009-2012 年（跃升期）：财政补贴+液晶换代。受金融危机影响，彩电内销量在 2009 年达到最低点 3574 万台，而后快速跃升至 2013 年的 5442 万台。一方面，国家于 2008 年底开始陆续推出“家电下乡”、“以旧换新”、“节能惠民”等一系列家电补贴政策；另一方面，液晶电视对背投电视的替代进展迅猛，液晶电视内销份额从 2007 年的 21% 攀升至 2012 年的 93%，液晶电视凭借轻薄大屏、亲民价格、渠道下沉取代背投电视，产品升级进一步刺激彩电更新需求。

2013-2019 年（平台期）：补贴政策退出+智能电视渗透。消费刺激政策退出，同时互联网技术渗透彩电行业，二者对冲造成彩电销量的平台期，2014-2019 年彩电内销量保持在 5000 万台以上，2016 年达到 5615 万台的销量顶峰。乐视、小米等智能电视背靠互联网，在输出内容丰富度上超越传统有线电视，同时资费更低，创造了新的电视更新需求，对冲了补贴政策退出带来的增长压力。

2020-2024Q3（霜冻期）：国内需求疲软+移动设备替代。疫情降低了居民的消费意愿，同时移动设备对电视在闲暇娱乐方面的替代性增强，彩电内销从 2018 年的 5392 万台跌至 2024 年的 3823 万台，销量进入霜冻期。家庭彩电开机率由 2016 年的 70% 左右降至 2022 年的不足 30%，导致电视因损坏引起的更换周期变长，彩电换代需求萎缩，销量逐年下滑。

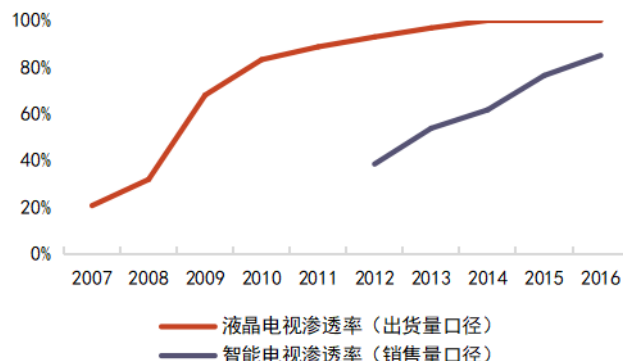
2024Q4 至今（国补期）：销量拉动效果显著+激励效应逐渐消退。2024Q1-3 彩电内销量同比下降 4.6%，2024 年 8 月“以旧换新”国补出台后，彩电内销短期增长迅猛，2024Q4 同比增幅 5.9%，终结 2019 年以来销量连年下滑的趋势。2025 年前三季度销量同比下滑 4.2%，可能由于 2024 年末国补拉动的短期热销提前透支了后续消费需求，造成 2025 年消费市场低迷，内销市场持续走低。

图 8：彩电内销历年变化



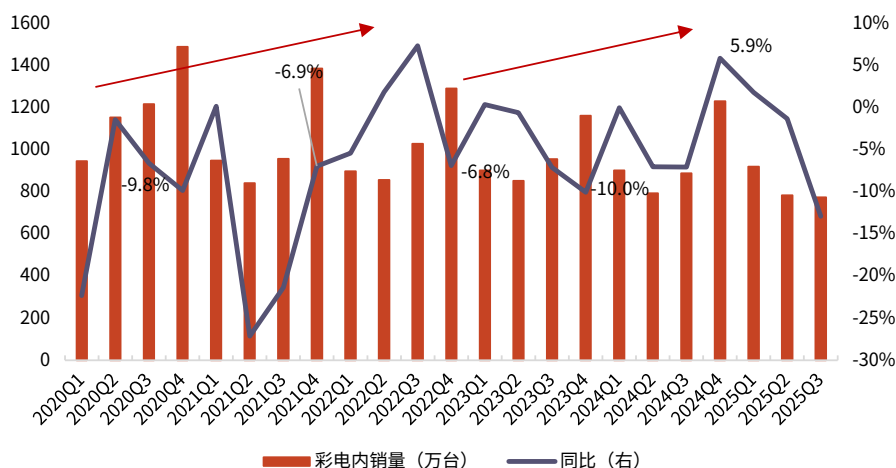
资料来源：产业在线，光大证券研究所

图 9：液晶电视、智能电视快速渗透市场，创造换新需求



资料来源：产业在线，艾瑞咨询，光大证券研究所

图 10：国补助力 2024 年第四季度，各年度四季度同比增速



资料来源：产业在线，光大证券研究所

2.2、价格复盘：由价格竞争转向价值竞争

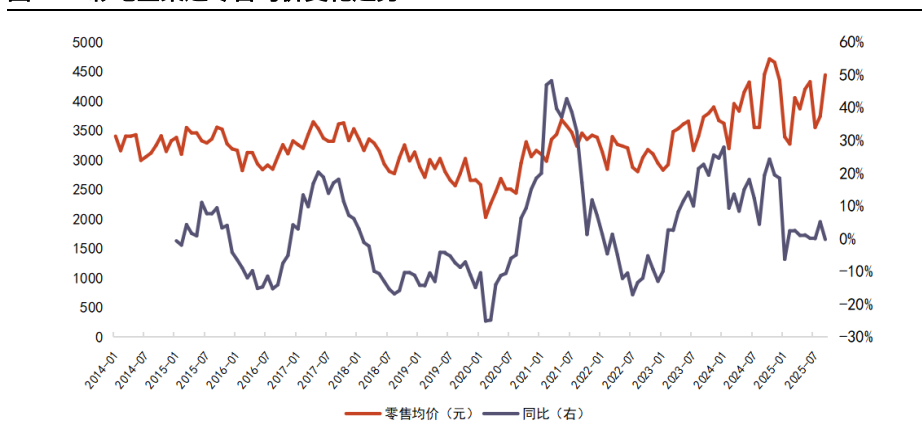
历史复盘：驱动彩电均价走势的核心因素有哪些？

2014-2016 年（第一轮面板周期）：互联网电视抢占市场。小米、乐视等智能电视超越传统电视的概念而融入更多互联网元素，并凭借高性价比快速渗透。彩电均价从 2014 年 1 月的 3405 元下探至 2016 年 6 月的低点 2838 元。2016 年年中开始，受奥运会、欧洲杯等体育赛事拉动需求，电视面板供不应求，面板价格结束一年多的探底过程，开始大幅反弹，彩电均价于 2016 年底重新回升至 3324 元。

2017-2021 年（第二轮面板周期）：增量转存量市场，行业集中度提升。彩电均价从 2018 年 1 月的 3358 元下降 40% 至 2020 年 2 月最低点 2030 元。2020 年起面板巨头三星、LG 相继关闭 LCD 面板产线，叠加疫情停工影响，面板价格大幅上升，于 2021 年 7 月达到顶峰。彩电均价也随之大幅上涨，于 2021 年 5 月回升至 3683 元高位。2021 年后彩电内销量降幅放缓，存量市场竞争格局逐渐稳定，价格战局势缓和。

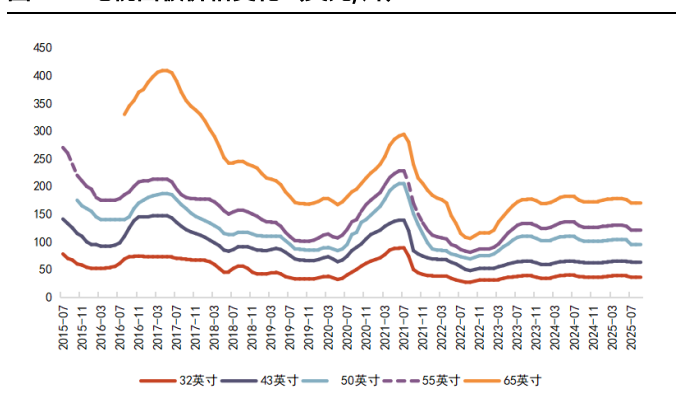
2022 年至今（第三轮面板周期）：面板影响减弱，彩电转向价值战。2021 年下半年起面板价格连续下降，至 2022 年 12 月末 65 寸面板价格较 2021 年 7 月高点下跌 61%，带动彩电行业盈利改善，而面板企业亏损严重，2023 年 1 月稼动率下调至 64.7%，严控稼动率按需生产保证价格，面板价格进入上升周期，2023 年 8 月 65 寸面板价格同比增长 63%，此后面板价格基本稳定。2022 年后，彩电厂商力求通过技术升级创造需求破局，彩电大屏化、高端化趋势加速。价值升级推动彩电均价稳步上升，从 2022 年 1 月的 3142 元稳步增长至 2024 年 12 月的 4349 元。

图 11：彩电全渠道零售均价变化趋势



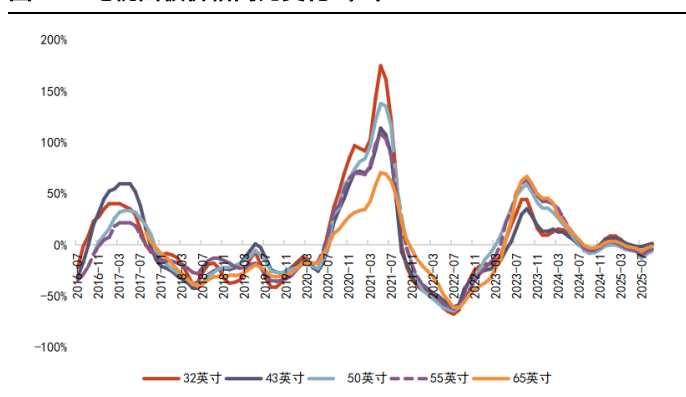
资料来源：奥维云网，光大证券研究所，截至 2025 年 9 月

图 12：电视面板价格变化（美元/片）



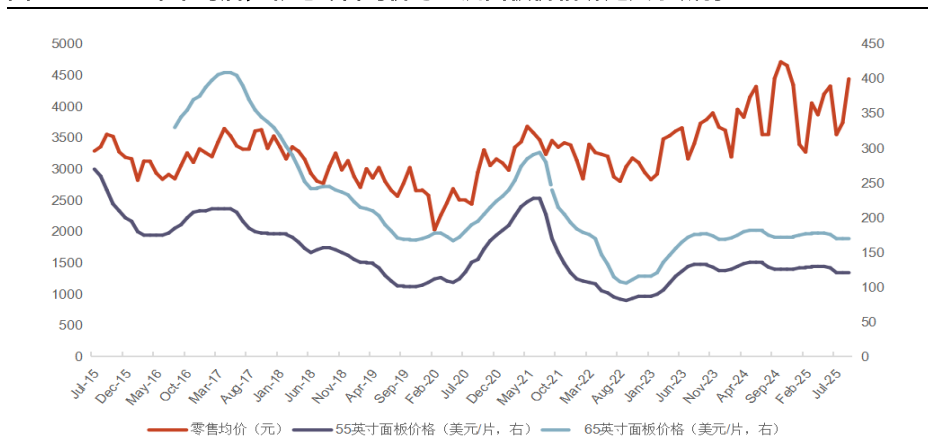
资料来源：ifind，光大证券研究所，截止至 2025 年 9 月

图 13：电视面板价格同比变化（%）



资料来源：ifind，光大证券研究所，截止至 2025 年 9 月

图 14: 2021 年中旬后, 彩电零售均价与主流面板价格绑定关系减弱

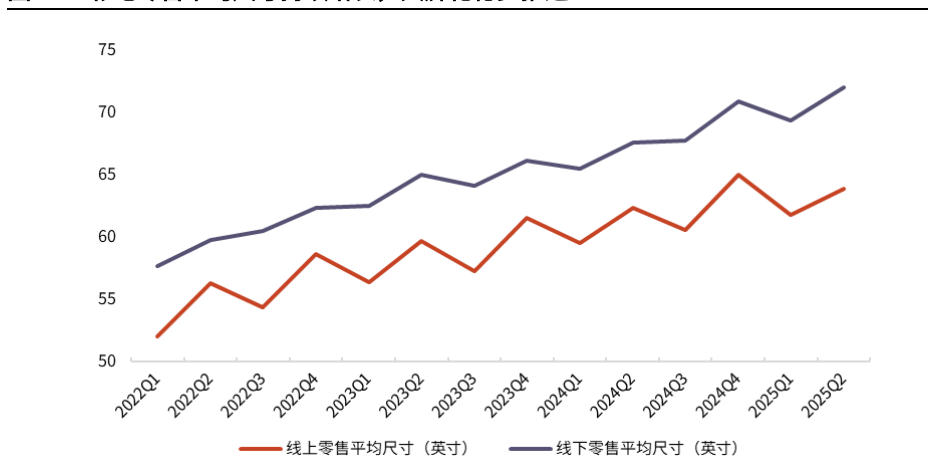


资料来源: 奥维云网, ifind, 光大证券研究所, 截止至 2025 年 9 月

彩电大屏化+Mini LED 技术引领均价提升

彩电大屏化进度加快。按零售量加权, 彩电线上/线下平均零售尺寸从 2022Q1 的 52/58 英寸增长至 2024Q4 的 65/71 英寸, 平均每季度增长 1.2 英寸。国补政策出台后, 75 英寸及以上大屏高端彩电对中小屏彩电替代性增强, 彩电大屏化进程提速, 75 英寸及以上电视全渠道零售份额从 2024Q1 的 31%快速提升至 2024Q4 的 48%。

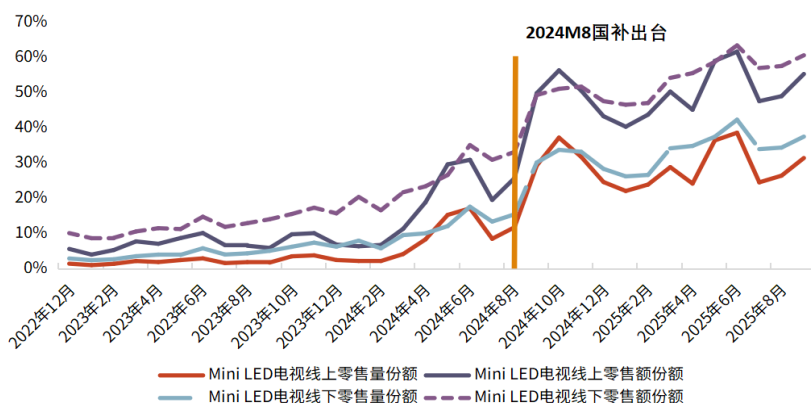
图 15: 彩电零售平均尺寸持续增长, 大屏化稳步推进



资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所

Mini LED 电视快速渗透彩电市场, 渗透率仍有提升空间。国补政策出台后, Mini LED 电视渗透率迅速拉升, 2025Q3 Mini LED 电线上/线下零售量市占率为 27%/35%, 零售额市占率为 51%/58%, 2024Q4 Mini LED 电线上/线下零售量市占率均超过 30%, 零售额市占率均超过 50%, 而 2023Q4 Mini LED 电线上/线下零售量市占率仅为 3%/7%, 零售额市占率为 9%/16%。2025 年上半年, Mini LED 电视市场热度持续攀升。全球出货量达 480 万台, 中国市场出货量 216 万台, 同比分别大幅增长超 150%和 200%。海信视像在这一浪潮中表现亮眼, 2025 上半年, 公司全渠道 Mini LED 电视零售量、零售额占有率分别达 33.95%、34.98%, 同比显著提升。

图 16: Mini LED 电视快速渗透国内彩电市场



资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所, 数据截至 2025 年 9 月

3、中国的海信：持续扩大竞争优势

竞争格局概览：2019 年起传统厂商重夺市场，海信表现最为亮眼。中国电视行业经过多年洗牌与变革，格局基本稳定，4 家头部国内品牌海信、小米、TCL、创维占据绝大部分市场。2019 年至 2024 年，四大头部品牌线上总份额从 66.0% 提升至 83.8%，线下总份额从 47.6% 提升至 70.9%，其中海信的份额提升最为明显，线上与线下份额分别提升了 11.9pcts 与 10.1pcts，在四大头部品牌中变化最大。这一变化源于传统厂商模仿小米高性价比和线上渠道的策略，积极拥抱电商以及革新技术，推出如 Vidda、雷鸟等低价子品牌，重夺市场份额。

表 4: 2019 年开始传统厂商线上发力，重新夺回市场掌控权

销量份额	海信+Vidda		小米+红米		创维+酷开		TCL+雷鸟		四大头部品牌汇总	
	线上	线下	线上	线下	线上	线下	线上	线下	线上	线下
2017	11.7%	15.8%	9.2%	0.1%	12.4%	14.6%	9.8%	11.7%	43.2%	42.2%
2018	12.6%	15.9%	21.1%	0.2%	14.7%	15.7%	10.3%	10.8%	58.8%	42.7%
2019	13.2%	18.0%	27.0%	0.6%	15.9%	17.6%	9.9%	11.4%	66.0%	47.6%
2020	15.1%	19.7%	22.4%	1.0%	15.3%	18.1%	11.2%	18.7%	64.0%	57.6%
2021	17.7%	23.2%	25.2%	1.5%	13.9%	18.0%	11.3%	18.1%	68.1%	60.8%
2022	23.4%	24.1%	22.7%	1.6%	14.2%	20.4%	14.8%	16.9%	75.1%	63.0%
2023	26.2%	26.4%	23.2%	1.8%	15.7%	22.3%	16.6%	16.8%	81.8%	67.3%
2024	25.1%	28.1%	25.2%	1.9%	13.7%	21.3%	19.8%	19.6%	83.8%	70.9%
2025H1	24.1%	29.6%	25.8%	1.9%	14.5%	21.5%	20.6%	20.6%	85.1%	73.6%
份额变化 (2024 年对比 2019 年)	+11.9pcts	+10.1pcts	-1.8pcts	+1.3pcts	-2.2pcts	+3.7pcts	+9.90pcts	+8.2pcts	+17.8pcts	+23.3pcts

资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所

3.1、竞争格局复盘：互联网电视冲击下的震荡与恢复

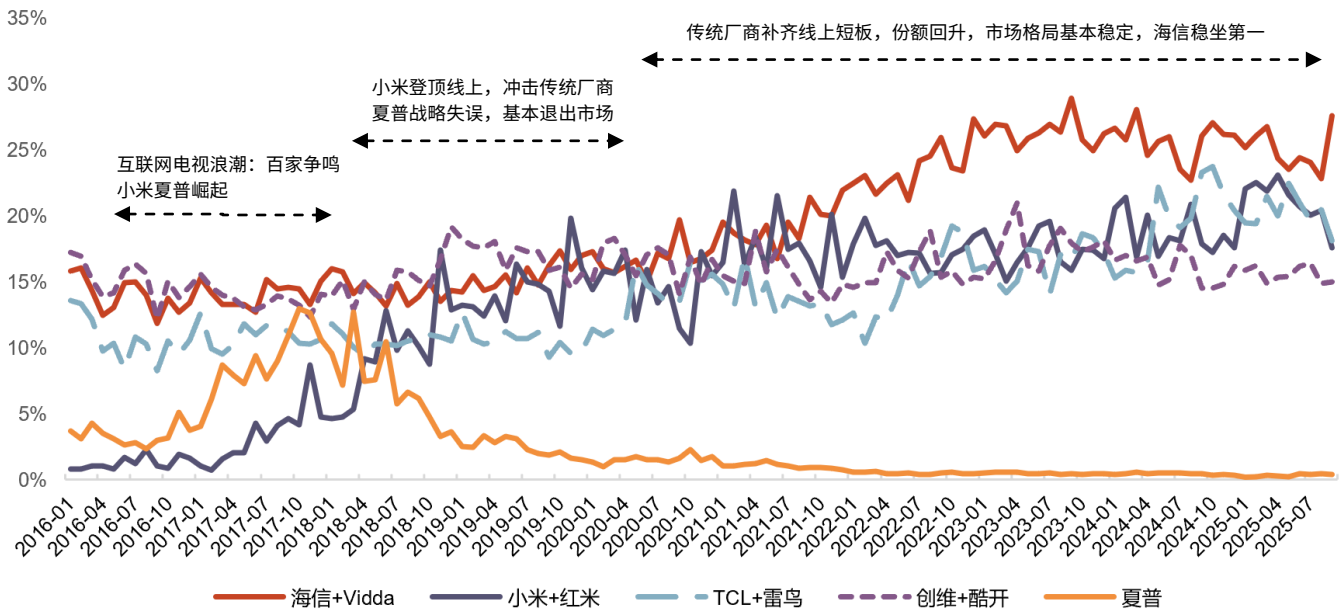
2013-2017 年（互联网电视冲击+夏普反弹）：2013 年乐视、小米相继推出互联网电视，乐视低价销售电视，内容生态却未能实现造血，2017 年因资金链问题分崩离析。小米电视采用“硬件引流+服务盈利”模式，以接近成本价销售电视，通过互联网服务实现盈利，2017 年攫取乐视大部分市场份额，线上市占率

(含红米) 达 9%。夏普凭借品牌形象与技术实力成功立足中国市场，2016 年被富士康收购后采取低价策略，例如“买 70 寸送 60 寸”等促销活动，短期内获得超过 10% 的市场份额。

2018-2019 年 (小米于 2019 年 11 月登顶线上+TOP5 集中度提升)：小米通过品牌力、智能定位、高性价比对传统厂家份额进行抢占。2018 年小米与 TCL 战略合作优化供应链，同年小米电视的线上销量份额 21% 排名第一，并在 2019 年突破 27%。在小米的冲击下，传统电视品牌海信、创维、TCL 纷纷完善线上布局，创立强化线上子品牌并丰富产品结构，2019 年末 TOP5 品牌集中度大幅提升至接近 70%。同期夏普因低价策略损害高端品牌形象，同时在智能电视、4K、OLED 等技术产品创新方面未跟上市场节奏，份额持续走低，基本退出中国市场。

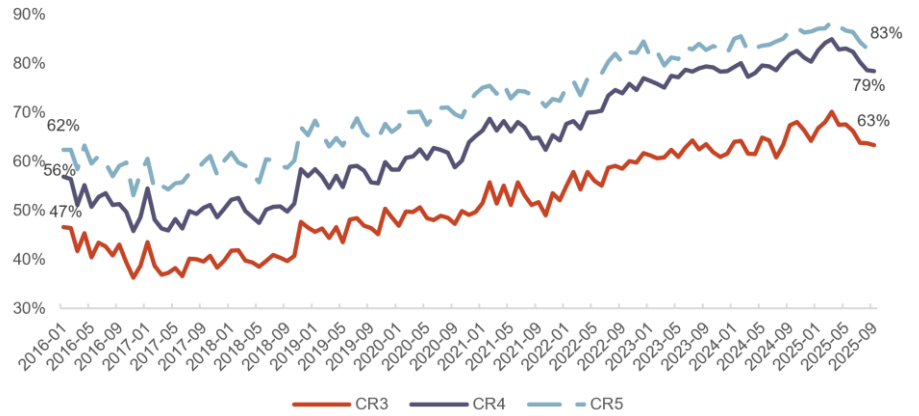
2020 年至今 (传统厂商发力+小米份额回落)：中国彩电市场销量 CR5 从 2020 年的 70% 左右跃升至 2024 年的超过 85%，海信、TCL、小米、创维稳占销量前四。2020 年起电视面板价格进入上升周期，小米低成本策略受阻，传统品牌供应链优势凸显；另一方面彩电大屏化、高端化趋势加速，海信、TCL 等传统厂商凭借较早的高端显示路线布局及强大的技术自研能力成功攻占高端市场，而小米缺乏高端产线与技术积累，份额增长放缓。

图 17：彩电国内市场竞争格局复盘，各品牌全渠道销量份额



资料来源：奥维云网，光大证券研究所 (数据截至 2025 年 9 月)

图 18: 中国彩电市场品牌集中度 (零售量口径)



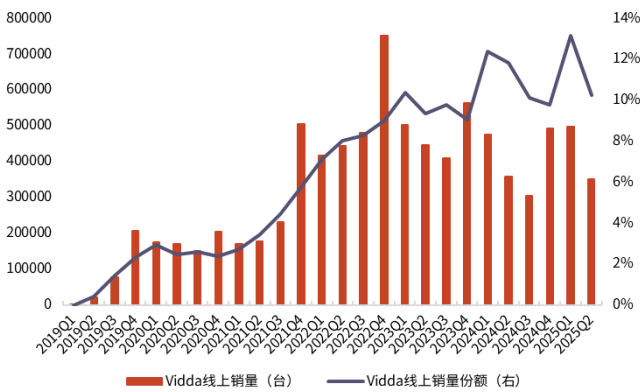
资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所 (数据截至 2025 年 9 月)

3.2、海信的市场地位为何不断向上?

线上突围: Vidda 品牌高速发展。2019 年 4 月海信推出 Vidda, 主打线上渠道和性价比路线, 对标小米的目标用户群体, 定价上牵制小米 (海信在规模和供应链上有优势, Vidda 在价格低于小米的情况下也能盈利), 2022 年起稳定在线上销量第五, 仅次于海信、TCL、小米、创维的主品牌, 经过近 5 年的迅猛发展, 2024 年 Vidda 线上销量份额达 11%, 2020-2024 年销售量 CAGR 达 23.5%。Vidda 针对年轻用户推出音乐电视、社交电视、游戏电视、高“质价比”产品, Vidda 团队年轻有活力, 擅长利用新型营销, 背靠海信具备明显成本优势。

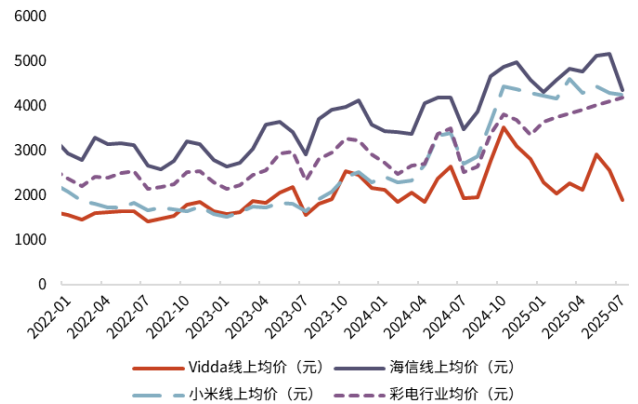
线下布局: 以高端化战略深化渠道价值, 持续巩固行业第一地位。海信紧扣家电消费前置趋势, 在地产、定制家居等新渠道与头部品牌深化合作, 并推动专卖店向场景化体验转型, 通过“城市体验店+县域旗舰店+社区服务店”三级网络扩容, 2023 年专卖店规模同比增长 25%, 前置门店数量增长 80%。同时, 以高端化突破为核心抓手, 依托 ULED、激光显示等技术优势, 聚焦大屏与 Mini LED 高端产品, 在国内线下高端电视市场长期保持领先地位, Mini LED 产品同样稳居行业前列。

图 19: Vidda 线上销量份额快速提升



资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所

图 20: Vidda 线上价格牵制小米



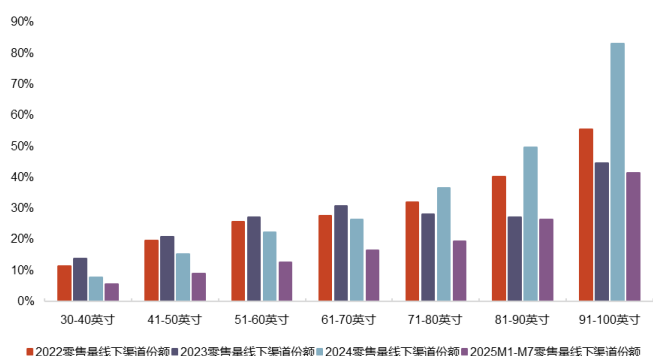
资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所

3.3、 未来判断：海信的竞争优势持续扩大

线上：vidda 品牌防御，海信品牌更具定价权。海信推出线上防御品牌 Vidda，其终端价格低于小米的同时盈利空间更好（制造端的规模优势）。Vidda 品牌帮助海信建立中低价格的缓冲带，海信主品牌的定价更加从容。海信主品牌份额持续提升，在高端市场销量领先，这也为海信主品牌创造超额利润提供基础。

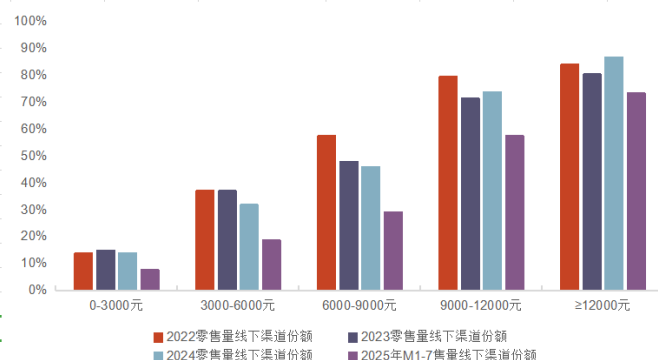
电视品类高端化依赖线下渠道，海信的线下优势越发明显。从 2022 到 2025 年 M1-M7，海信在中小尺寸段线下渠道份额相较于 2022 年整体呈下降趋势，大尺寸优势尤为突出，于 2023 年有明显增长趋势。在 ≥12000 元的高端价格区间，2025M1-M7，海信线下渠道销售量在其总销量的比例维持在 73%左右。这表明，高端电视因消费者需亲身体验画质、音效、外观设计等核心性能，对线下渠道依赖度高，而海信凭借完善的线下家电销售网络，在大尺寸、高价格段的线下渠道份额优势显著，在电视高端化进程中，其线下优势越发明显。

图 21：大屏产品更依赖线下渠道



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 22：高价产品更依赖线下渠道



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

表 5：线下渠道：大屏电视海信优势扩大，外资品牌式微

销售量份额	海信+Vidda	小米+红米	TCL+雷鸟	创维+酷开	索尼	三星
线下渠道：≤55 英寸						
2022 年	22.5%	1.3%	15.9%	23.1%	5.6%	3.9%
2023 年	22.6%	1.9%	16.0%	24.4%	4.0%	4.1%
2024 年	23.3%	2.1%	18.8%	24.5%	2.3%	3.0%
2025M1-M7	26.0%	2.6%	19.1%	23.4%	0.5%	0.6%
线下渠道：56-74 英寸						
2022 年	24.6%	0.6%	13.7%	24.6%	11.2%	6.5%
2023 年	26.8%	0.8%	13.5%	26.8%	6.3%	7.5%
2024 年	26.1%	1.3%	17.3%	19.4%	3.9%	8.8%
2025M1-M7	26.4%	2.6%	21.0%	21.6%	1.0%	3.3%
线下渠道：75-100 英寸						
2022 年	25.4%	0.4%	17.3%	25.4%	13.4%	11.5%
2023 年	29.2%	0.3%	18.0%	29.1%	8.6%	8.9%
2024 年	31.5%	0.6%	19.9%	19.6%	5.8%	7.3%
2025M1-M7	31.3%	1.3%	21.6%	21.4%	3.1%	4.4%

资料来源：奥维云网，光大证券研究所

4、世界的海信：强势冲击全球第一

4.1、竞争格局复盘：中国企业强势向上

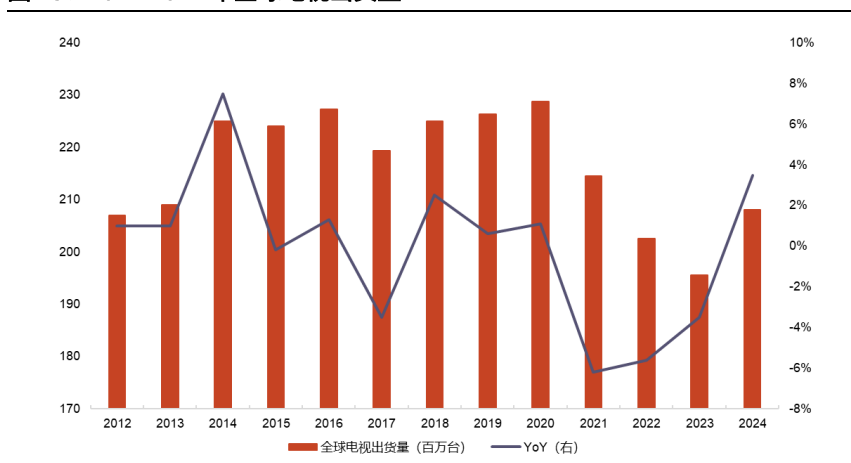
全球市场回顾：中国品牌如何走向世界？

2008-2014 年：液晶换代+韩国品牌崛起。全球液晶电视对平板电视的替代化进程持续推进至 2014 年，液晶换代创造更新需求，推动全球电视出货量快速增长，2014 年达到 2.25 亿台。期间韩国品牌三星、LG 凭借液晶显示技术的快速突破，以及在专利、产业链上的先发优势，实现份额扩张，而日本松下、索尼等品牌因固守旧有专利、押注等离子电视失败等原因错失发展机会。

2015-2020 年：显示高端化+中国品牌崛起。液晶电视渗透率接近饱和，电视出货量增速放缓，同时高端显示前沿技术（QLED、OLED）不断突破，为电视行业发展注入新的活力，全球电视出货量呈现横盘状态，从 2015 的 2.24 亿台至 2020 年的 2.29 亿台。期间三星凭借 QLED 技术在高端市场占据领先地位，而 LG 则在 OLED 电视领域一家独大。海信、TCL 等中国品牌后来居上，逐渐打通海外销售渠道，不断在海外扩大自有品牌影响力，凭借性价比优势在液晶电视领域快速成长，并且加大 Mini LED、激光显示等新技术的研发投入。

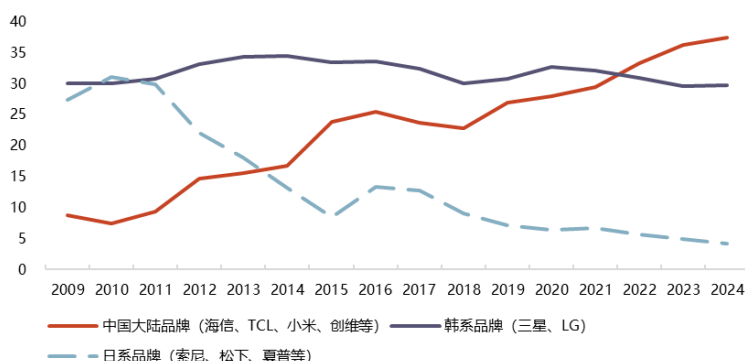
2021 年至今：疫情冲击总需求+中韩高端对决。受疫情、俄乌冲突影响，全球通胀和高利率环境削弱了消费者购买力，同时智能硬件（投影、手机、平板）等对电视需求产生替代作用，全球电视出货量从 2021 年的 2.15 亿台下滑至 2023 年的 1.96 亿台。2020 年起三星在持续深耕 QLED 技术的同时，与 LG 共同押注 OLED 技术布局高端市场，液晶产业链逐渐由韩国转移至中国，中国品牌在液晶高端显示 Mini LED 领域快速突破，Mini LED 产业链不断完善，降本稳步推进，产品显示效果已可在高端市场与 OLED 抗衡，海信、TCL 等中国品牌开始抢占韩国品牌高端市场份额。

图 23：2012-2024 年全球电视出货量



资料来源：奥维睿沃，光大证券研究所

图 24：2009-2024 中日韩品牌全球电视市场份额变化 (%)



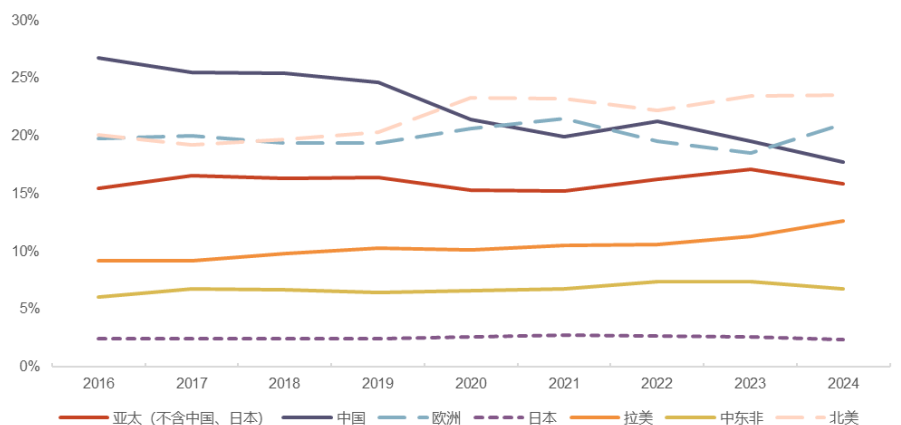
资料来源：Statista, 奥维睿沃, 光大证券研究所

区域出货量：疫情后中国出货量占比下滑明显

2016-2020 年（疫情前）：中国出货量萎缩，欧美市场保持增长。 中国、欧洲、北美为全球电视出货主要市场，合计份额超过 60%。2016 年起中国彩电市场基本完成了智能电视的更新换代，加上 2016 年后房地产调控，彩电更新需求低迷，中国市场电视出货量年均下降 5%，出货量占全球市场份额从 2016 年的 27% 下降至 2020 年的 21%。除中国以外，2016-2020 年其余主要市场智能电视渗透仍有所增长，电视出货持续增长，2016-2020 年欧洲、北美、中东非、拉美、日本、亚太（不含中国、日本）电视出货量 CAGR 分别为 1.3%/3.9%/2.4%/2.5%/1.2%/-0.1%，北美份额从 2016 年的 20% 增长至 2020 年的 23%。

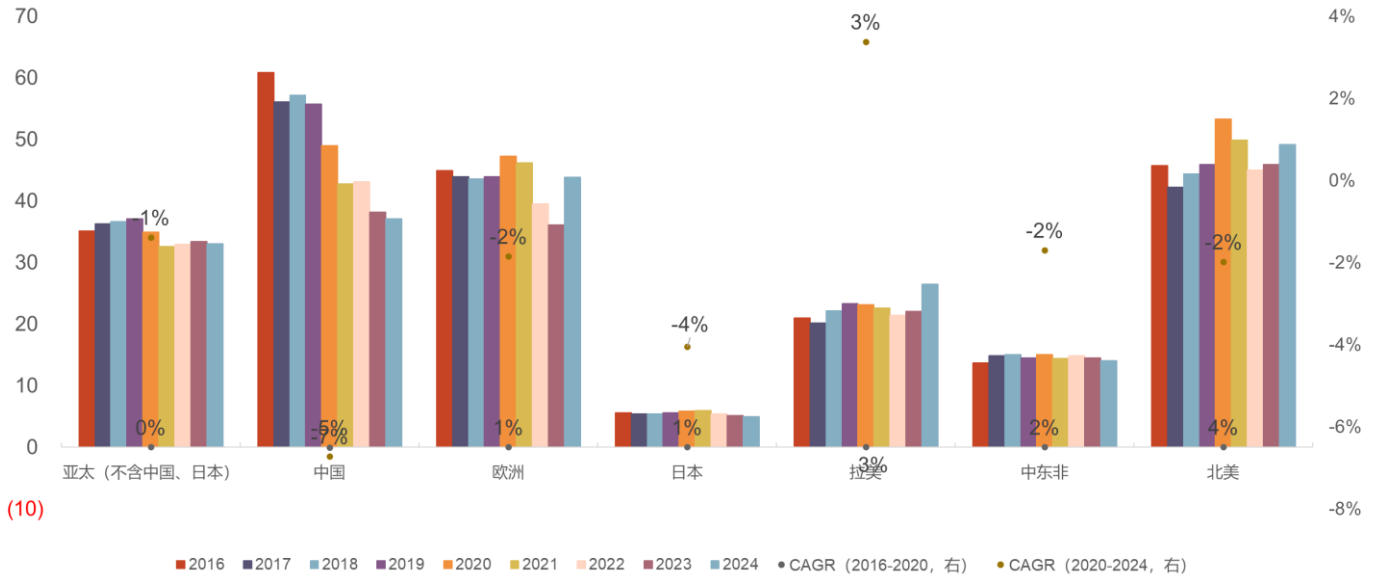
2020-2024 年（疫情后）：主要市场出货量下滑，新兴国家展现韧性。 疫情冲击下，全球主要经济体中国、北美、欧洲及日本电视消费需求萎缩，出货量 CAGR 分别为 -7%/-2%/-2%/-4%，中东非、亚太（不含中国、日本）等发展中国家年均出货量增速下滑在 3% 以内。2024 年，受体育赛事拉动，欧洲、拉美、北美市场复苏，电视出货量同比 +21%/20%/7%，亚太（除中国、日本）市场出货量同比下降，中国、日本出货仍旧疲软。

图 25：2016-2024 全球区域电视市场份额



资料来源：奥维睿沃, 光大证券研究所

图 26: 2016-2024 年全球各区域电视出货量 (百万台) 及复合增长率(2016-2000 年、2020-2024 年)



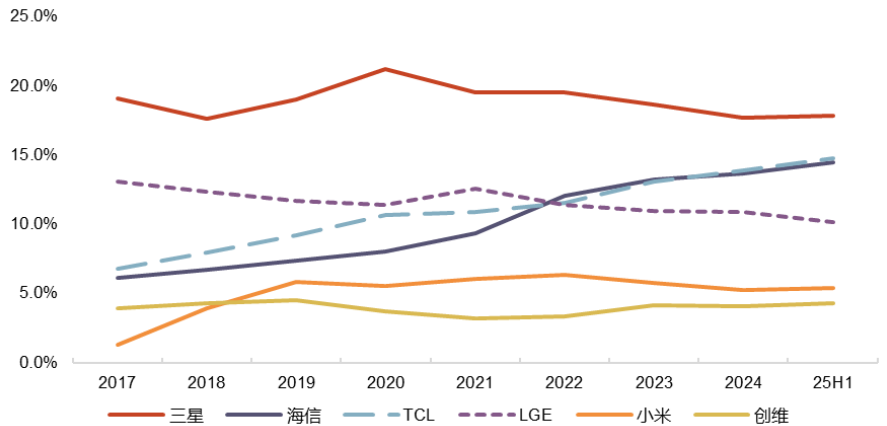
资料来源: 奥维睿沃, 光大证券研究所

品牌竞争格局: 韩系份额持续下滑, 中国品牌强势上升

全球竞争格局稳定, 2017-2025H1 三星、海信、LG、TCL 稳定占据前四。2020 年至 2025H1 全球电视市场竞争格局发生显著变化。据奥维睿沃数据, 2020-2025H1 三星全球市占率下降约 3pct, LG 下降 1.3pct; 反观中国品牌, 海信与 TCL 有较明显的提升, 其中海信份额提升 6.4pct。中国品牌合计份额超越韩系。

这一变化的核心原因在于中国品牌在产品技术与全球渠道的双重突破。产品端, 海信、TCL 抓住大屏化与 Mini LED 技术变革机遇, Mini LED 产品全球竞争力领先; 渠道端, 中国企业坚决向外扩张, 从低端市场切入, 通过布局墨西哥、越南等海外生产基地, 深化与当地零售渠道合作, 同时借助体育营销快速渗透欧美市场, 对韩系品牌形成持续冲击。三星、LG 等韩系品牌则因持守高端市场、成本竞争力弱化, 市场份额逐渐被中国品牌挤压。

图 27: 2017-2025 H1 全球主要品牌出货量占比



资料来源: 奥维睿沃, 光大证券研究所

4.2、 复盘海信如何走向世界

1983-2000 年：OEM 起步走出国门。海信国际化起步于 OEM 业务，1983 年起为知名国际品牌提供代工服务，在此过程中积累国际化经验；1988 年海信成为中国第一批自营出口企业，摆脱外贸公司开始自主出口；1996 年在南非成立首个海外分公司；2000 年收购韩国大宇在南非约翰内斯堡电视工厂。

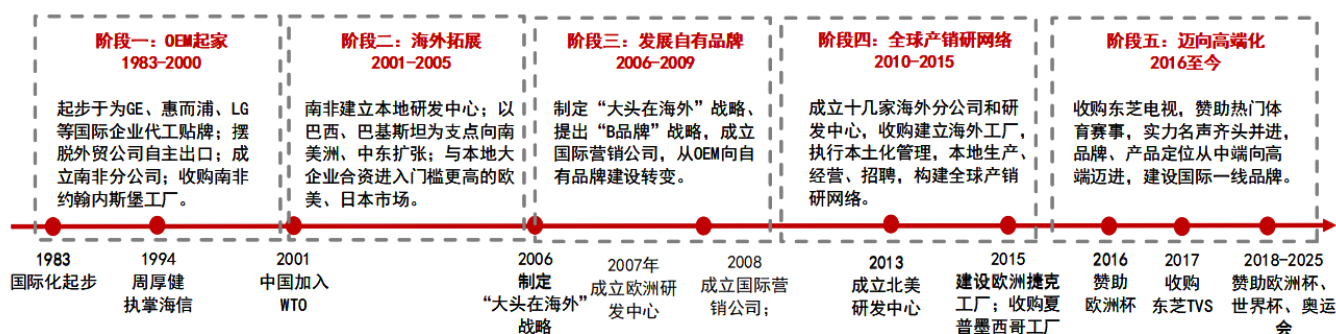
2001-2005 年：先易后难放眼世界。在南非建厂后，海信选择“先易后难”的市场战略，从发展中国家起步，逐渐渗透发达国家。海信在南非建立研发中心，选择优质渠道，开始打造品牌形象，通过南非辐射周边非洲国家；同时海信以巴西、巴基斯坦作为支点，分别与本地华侨、本地老牌企业合作，向南美洲、中东等市场扩张。针对门槛更高的日本、北美、欧洲等成熟市场，海信采取建立合资企业方式进入，如 2003 年与美国伟创力公司合资成立匈牙利工厂、2002 年与日本住友合资成立海信住商等。

2006-2009 年：“大头在海外”战略，从 OEM 向自有品牌转型。海信依托前期国际化经验积累，准备走附加值更高的自有品牌出海道路，摆脱 OEM 模式订单不稳定等缺陷。2006 年，时任董事长周厚健提出“大头在海外”国际化发展战略，由林澜负责海外拓展，定下“B 品牌战略”，即定位中端消费者群体，执行高质中价优质服务的品牌策略，使自有品牌立足中档产品向高端产品突破。2007 年海信成立欧洲研发中心，2008 年设立海信国际营销公司，从产品研发、制造到营销全方位布局支持自有品牌出海。

2010-2015 年：海外市场持续开拓，全球产销研本地化。为深耕本地市场，取得本地消费者信任，海信坚持海外产销研本土化运营。一方面人员本地化，派遣中国技术工程师“以一带十”指导培训本地优秀员工，培养了一批批的海外骨干，销售团队 90% 使用本地员工，销售主力半数以上有三星、LG 等国际集团工作背景；另一方面生产研发本地化，2013 年成立北美研发中心，2015 年投资建设欧洲捷克工厂、收购夏普墨西哥工厂，建设全球产销研网络。

2016 年至今：收购品牌迈向高端，体育营销打响名气。海信 2016-2021 年收购多家全球家电知名品牌，2017 年收购日本东芝映像 (TVS)，获得其在电视画质芯片、音响设备等方面多年技术积累，逐渐从“B 品牌”迈向“A 品牌”，自有品牌向高端市场渗透，实现从区域认可度高但全球高端影响力有限的 B 类品牌，向具备全球高端市场竞争力、技术与口碑双优的 A 类品牌升级。2016 年起海信连续赞助三届欧洲杯，2018、2022 年赞助世界杯，借电视与体育赛事天然的匹配关系大幅提升全球品牌知名度，在实力和名气两方面均达到国际一线大牌标准。海信视像海外营业收入从 2013 年的 58 亿元增长至 2024 年的 280 亿元，2024 年海外收入营收占比达 48%，已基本实现“大头在海外”战略。

图 28：自主品牌走向国际化，“中国的海信”成长为“世界的海信”



资料来源：公司公告，《海信史》，光大证券研究所

团队：林澜是海信品牌走向国际的关键人物之一

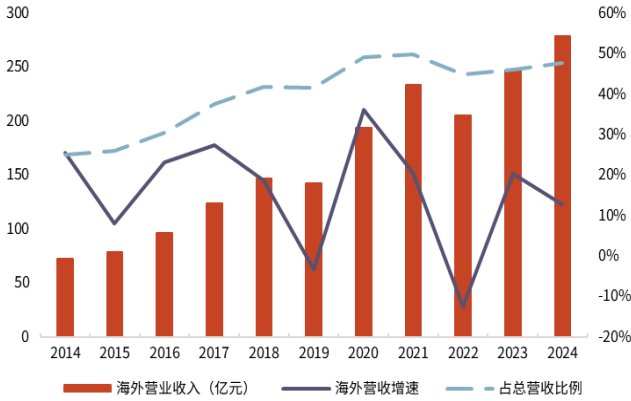
2006年海信完成对科龙的收购后，原科龙副总裁林澜先生被任命为海信国际营销负责人。在国际营销公司正式成立时，90%的业务是OEM，林澜的工作重点是将自有品牌推向全世界。为开拓海外自有品牌，前期林澜主要做了两项工作：

(1) **提高海外员工待遇。**大幅提高海外员工薪酬的同时，将自有品牌占比纳入员工KPI，要求即使总收入增长，若自主品牌未达成目标，也不算完成业绩，并启动了股权激励，将国际营销公司的所有骨干纳入股权激励中，这一举措大大提高了员工积极性，公司自有品牌国际业务很快见效并盈利。

(2) **海外产销研本地化。**2007年，海信欧洲研发中心在荷兰成立，为在欧美等成熟市场做好自己的品牌，林澜强调本土化制造、销售、研发的重要性，推动海信在海外设立研发中心和生产基地，更好地满足当地市场需求，赢得消费者的信任。如今，海信的海外布局已成体系，在海外建有多个生产基地，业务已覆盖欧洲、美国、亚太和中东非四大区域四十多个国家和地区；截至2024年负责黑电业务的海信视像已在全球设立13个研发中心，9个大型工业园区/制造基地，面向全球引进高端人才，提升技术产品研发能力。

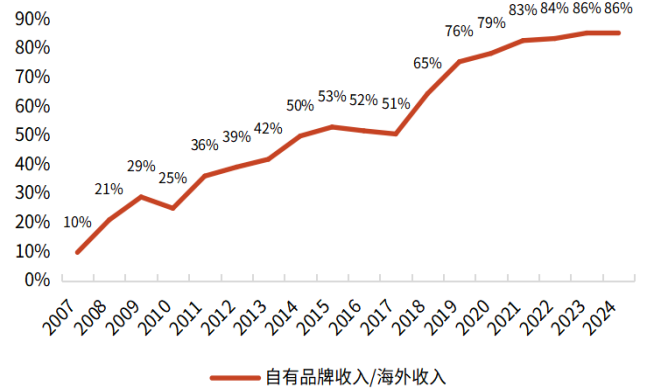
通过股权激励和产销研本地化等举措，海信自主品牌收入份额不断提升。林澜加入海信后，海信集团海外自主品牌收入占海外收入占比从2007年的10%，到2014、2021年分别突破50%、80%，海信真正从中国品牌成长为世界级品牌。

图 29: 2018 年后, 海信视像海外收入占总营收比例保持在 40% 以上



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 30: 2021 年起, 海信集团海外自主品牌收入占海外收入比例超过 80%



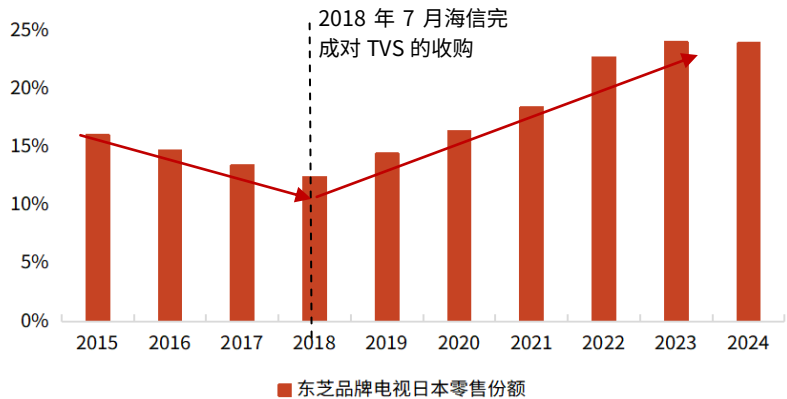
资料来源: 公众号山东青庐, 光大证券研究所

品牌: 收购东芝 TVS 建立全球化品牌体系

2018 年收购东芝映像, 实施本土化运营。2018 年海信以 3.55 亿元收购东芝映像解决方案公司 (TVS) 95% 股权, 获得东芝电视全球 40 年品牌授权。海信收购 TVS 后在日本实行本土化管理, 所有部门正职均聘任日籍管理者, 副职由总部外派干部担任。产品方面, TVS 新推出的东芝电视新品, 不但延续和结合了东芝和海信电视两者的技术优势, 还优化了东芝电视的外观、功能等, 补齐了东芝电视不完整的产品系列。依托 TVS 研发中心建立起研产销一体化, 触达终端消费者。此外, 东芝拥有日本优质渠道, 通过完成自有销售渠道切换, 补齐产品线, 提升产品竞争力, 自建服务体系, 降低费用的同时提升用户体验。

东芝 TVS 重回日本第一品牌。TVS 2016 年总营收 27.0 亿元人民币, 净亏损 5.7 亿元人民币, 2018 年 7 月海信完成对 TVS 的收购, 2019 年 TVS 实现总营收 37.3 亿元人民币, 净利润 0.3 亿元人民币, 被收购第二年即扭亏为盈。2021 年起东芝 TVS 超越夏普成为日本市占率第一品牌。

图 31: 被收购后东芝 TVS 日本市占率回升



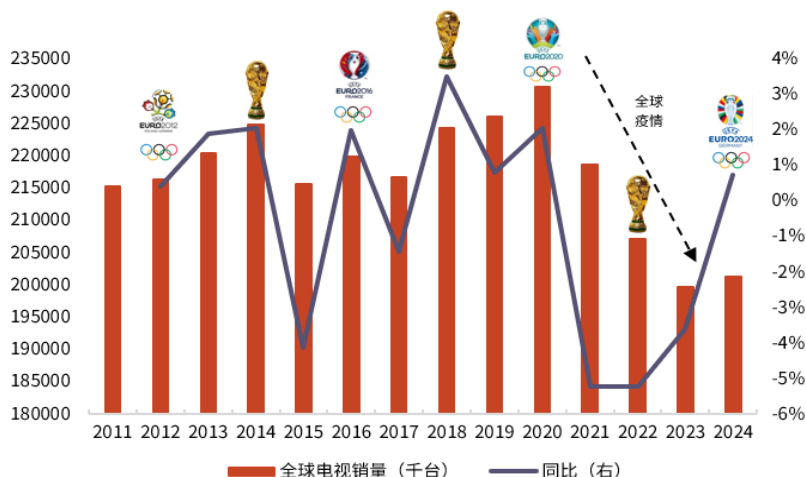
资料来源: 欧睿, 光大证券研究所

营销: 扎根体育赛事, 品牌影响力扩大

海信扎根体育赛事, 品牌的世界影响力快速扩大。电视品牌与体育赛事天然匹配, 电视大屏能够提供更广阔的视野和更细腻的画面, 可以更好地展现比赛细节。奥运会和世界杯等顶级体育赛事的举办年份, 电视销量的增速会快于其他年份, 一

一方面是体育赛事举办高峰前期带来观赛流量,另一方面各大电视厂商在体育赛事高峰采取密集营销宣传。日本、韩国电视品牌曾通过赞助欧洲杯、世界杯、奥运会等顶级体育赛事扩大全球影响力。海信曾赞助 2008 年澳网公开赛、2016-2024 共 3 届欧洲杯、2018 年俄罗斯世界杯和 2022 年卡塔尔世界杯等顶级赛事。海信品牌全球知名度进一步攀升。

图 32: 顶级体育赛事举办当年, 电视总销量的增速往往更高



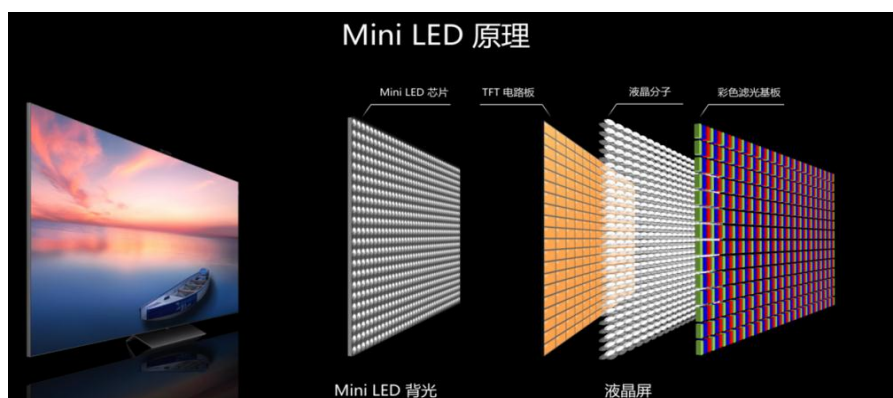
资料来源: 欧睿, 光大证券研究所

5、Mini LED 电视：前景广阔，海信占优

5.1、Mini LED 引领电视高端化新方向

Mini LED 技术较 OLED 性价比高且寿命更长。相较传统 LCD 背光电视,Mini LED 电视将一整块背光源替换为数千至数万颗 Mini LED 灯珠,实现分区控光,弥补了传统 LCD 在对比度、黑色表现方面的不足。①**产品性价比突出**。Mini LED 能提供比 OLED 更高的峰值亮度,DCI-P3 色域覆盖 95%-100%,接近于 OLED,整体画质表现较 OLED 电视类似,但价格却能便宜 50%以上。②**寿命优势明显**。OLED 电视使用有机发光材料,先天使用寿命仅有约 30000 小时,远远短于使用无机材料的 Mini LED 电视,OLED 显示存在烧屏问题。③**Mini LED 电视产业链投资成本较低**。Mini LED 电视仍使用液晶面板,仅在背光模组作出升级,沿用 LCD 成熟的产业链,无需像 OLED 电视额外投资 OLED 面板产线。

图 33: Mini LED 电视主要结构



资料来源: TCL 电视知乎专栏, 光大证券研究所

表 6: 传统 LCD、Mini LED、OLED 主要参数对比

显示技术	传统 LCD 电视	Mini LED 电视	OLED 电视
对比度	较低 (1000:1)	高 (>5000:1)	极高 (>10000:1, 理论上无限对比度)
黑色表现	较差 (黑色显示为深灰色)	较好 (接近纯黑)	完美 (纯黑)
峰值亮度	一般 (<500nit)	高 (通常 1000 尼特以上, 部分高端型号超过 2000 尼特)	较低 (通常 500-800 尼特, 部分高端型号可达 1000 尼特)
色彩表现	一般 (色域覆盖 ≤ 75% DCI-P3)	优秀 (色域覆盖 95-100% DCI-P3)	极佳 (色域覆盖 99-100% DCI-P3)
响应时间	较慢 (通常 10-20 毫秒)	较快 (通常 2-5 毫秒)	极快 (通常 0.1-1 毫秒)
可视角度	一般 (侧面观看可能出现亮度衰减和色彩偏差)	较好 (视角范围广, 但侧面观看可能有轻微亮度衰减和色彩偏差)	极佳 (侧面观看几乎无偏差)
寿命	60000 小时 (无机材料, 无烧屏风险)	50000-100000 小时 (无机材料, 无烧屏风险)	30000-50000 小时 (有机材料, 有烧屏风险)

资料来源: 赛时达科技, 光大证券研究所

表 7: 1000nits 峰值亮度下, 相似参数 OLED 电视价格比 Mini LED 高 2-3 倍

显示技术	机型	品牌	显示技术	尺寸 (英寸)	屏幕刷新率 (Hz)	峰值亮度 (nits)	色域值 (DCI-P3)	清晰度	电源功率 (W)	能效等级	京东旗舰店裸机零售价 (元)
65 英寸											
MiniLED	小米 L65MA-SPL	小米	MiniLED	65	240	1200	94%	4K	280	一级	3499
	TCL65T6L	TCL	MiniLED	65	288	1100	96%	4K	250	一级	3499
	海信 65E5N	海信	MiniLED	65	264	1000	93%	4K	250	一级	3299
OLED	LGOLED65C4PCA	LG	OLED	65	120	1000	100%	4K	441	四级	12999
	三星 QA65S90DAJXXZ	三星	OLED	65	144	1000	99%	4K	390	三级	14499
	索尼 XR-65A80L	索尼	OLED	65	120	1000	99%	4K	438	四级	16999
75-77 英寸											
MiniLED	小米 L75MA-SPL	小米	MiniLED	75	240	1200	94%	4K	350	一级	4799
	TCL75T6L	TCL	MiniLED	75	288	1300	96%	4K	300	一级	4799
	海信 75E5N	海信	MiniLED	75	264	1300	93%	4K	300	一级	4599
OLED	LGOLED75C4PCA	LG	OLED	77	120	1000	100%	4K	632	四级	18999
	三星 QA77S90DAEXXZ	三星	OLED	77	144	1000	99%	4K	490	三级	23499
	索尼 XR-77A80L	索尼	OLED	77	120	1000	99%	4K	581	三级	17999
83-85 英寸											
MiniLED	小米 L85MA-SPL	小米	MiniLED	85	240	1200	95%	4K	430	一级	5999
	TCL85T6L	TCL	MiniLED	85	288	1300	96%	4K	385	一级	6199
	海信 85E5N	海信	MiniLED	85	264	1300	93%	4K	330	一级	5999
OLED	LGOLED83C4PCA	LG	OLED	83	120	1500	100%	4K	700	四级	27499
	三星 QA83S90DAEXXZ	三星	OLED	83	144	1000	99%	4K	670	三级	30999
	索尼 XR-83A80L	索尼	OLED	83	120	1000	99%	4K	826	四级	28999

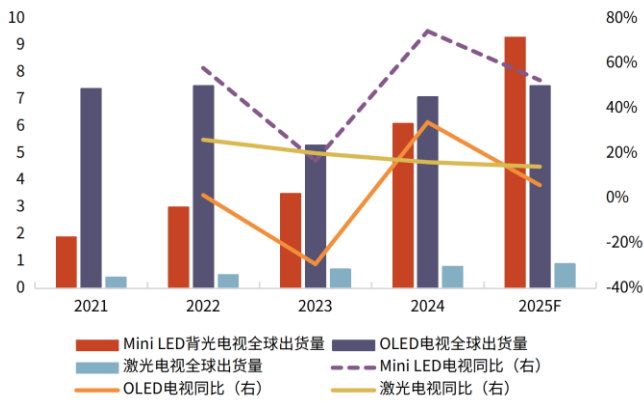
资料来源: 京东商城; 注: 数据收集时间为 2024 年。

5.2、产业降本推动市场腾飞

均价下探拉动 Mini LED 电视渗透率提升

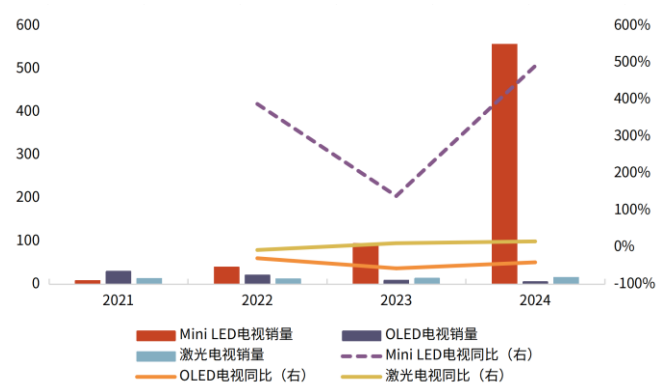
市场表现回顾：Mini LED 领跑高端电视市场。2021-2024 年，Mini LED 电视/OLED 电视/激光电视全球出货量的 CAGR 分别为 48%/-3%/26%，权威机构 Omdia 预计 Mini LED 电视全球出货量会在 2025 年超越 OLED 电视。2021-2024 年，中国市场销量口径，Mini LED 电视/OLED 电视/激光电视销量 CAGR 分别为 310%/-44%/6%，OLED 电视因为性价比问题在中国市场表现不佳，而 Mini LED 电视在国补刺激下销量突飞猛进。

图 34：2021-2025 全球高端电视出货量（百万台）及同比



资料来源：Omdia 预测，群智咨询，光大证券研究所

图 35：2021-2024 中国高端电视销量（万台）及同比



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

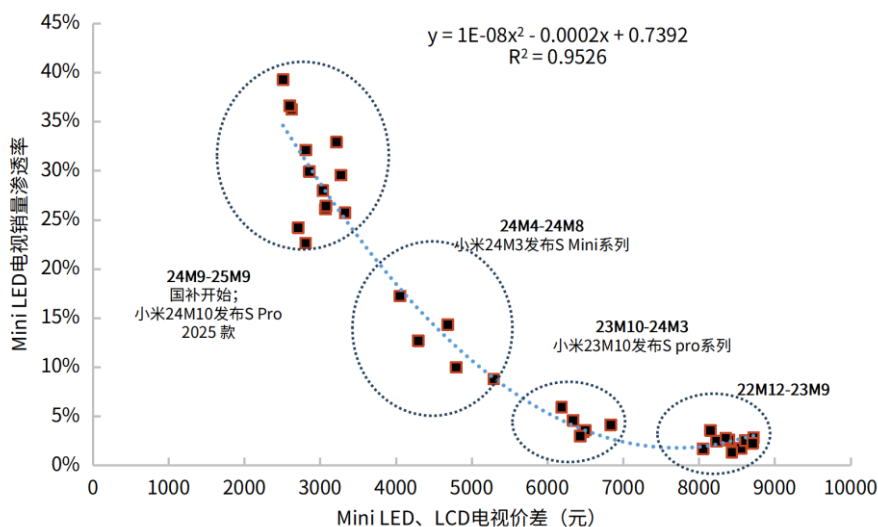
降本均是均价下探主要原因，价差与渗透率高度相关。2023M9-2024M12，Mini LED 电视与 LCD 电视价差从 8000 元一路下探至 3000 元以下，产品定位从中高端向中端逼近，与此同时渗透率随之提升。对比厂商同系列产品可以发现，在参数增强的同时产品零售价在下降，均价下探主要来自降成本而非降质。

表 8：Mini LED 电视均价下降主要由降本驱动而非降低产品参数驱动

品牌	型号	尺寸 (英寸)	峰值亮度 (尼特)	刷新率 (Hz)	色域	Mini LED 分区数 (个)	上市时间	线上零售均价 (元)
海信	75E5K	75	800	144	93%DCI-P3	220	23.03	5,738
	75E5N	75	1300	264	93%DCI-P3	320	24.08	4,665
TCL	75T7H	75	1100	144	96%DCI-P3	220	23.07	5,839
	75T7K	75	1600	144	98%DCI-P3	640	24.04	5,632

资料来源：京东商城，奥维云网，光大证券研究所；注：统计时间为 2024 年 8 月

图 36: Mini LED 电视与 LCD 电视价差和 Mini LED 电视渗透率高度相关



资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所

Mini LED 电视降本仍有较大空间

Mini LED 背光模组仍在快速迭代。据 DSCC, 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。Mini LED 背光模组成本主要由灯板组 (约 70%)、膜片组 (约 20%)、胶黏组及铁塑件 (约 10%) 构成。65 英寸的灯板组成本主要由 PCB 基板 (38%)、驱动 IC (30%)、Mini LED 芯片 (23%) 和其他 (9%) 构成。各组件降本路线主要如下:

- 1) **PCB 基板:** 主要通过 PCB 形状优化, 如使用鱼骨形、U 型、条形等异形 PCB 板替代降本, 据 DISCIEN 迪显 2024 年的预测, 降本空间在 50%-70%, 我们假设 2024 年起每年降本 30%, 到 2026 年累计降本 66%。
- 2) **驱动 IC:** 主要通过主动驱动替代被动驱动 (AM→PM), 以及驱动 IC 国产化替代等, 集创北方、明微电子等提供的国产驱动 IC 方案相比进口产品具备显著成本优势, 我们假设 2024 年起每年降本 20%, 到 2026 年累计降本 49%。
- 3) **Mini LED 芯片:** 主要通过增强控光减少 Mini LED 芯片应用数量来降本, 实现方案包括增大芯片出光角、使用高压芯片等, 假设 2024 年起年均芯片数量可减少 10%, 每年降本 10%。
- 4) **膜片组:** 可通过不同功能的光学膜片整合为复合膜, 使用膜片从 7 张减少为 5 张, 减少背光组装工艺节点来降本, 假设 2024 年起每年可降本 10%。
- 5) **胶黏组及铁塑件:** 通过简化零件设计、减少材料用量和标准化设计等措施, 每年可降本 5%。

根据估算, 65 英寸 Mini LED 背光模组成本 2024/2025/2026 年可下降 17%/16%/15%, 考虑到 2023 年中旬开始 65 英寸液晶面板价格维持在 170 美元/片左右, 假设面板价格不变, 则 65 英寸 Mini LED 电视整机成本 2024/2025/2026 年可下降 8%/7%/6%。

表 9: Mini LED 电视降本路线测算 (以 65 英寸 Mini LED 电视为例)

	2023	2024	2025 (E)	2026 (E)
背光灯板成本 (美元):	105	84	68	56
yoy		-20%	-19%	-18%
PCB 基板 (美元)	40	28	20	14
yoy		-30%	-30%	-30%
驱动 IC (美元)	32	25	20	16
yoy		-20%	-20%	-20%
Mini LED 芯片 (美元)	24	22	20	18
yoy		-10%	-10%	-10%
其他 (美元)	9	9	9	8
yoy		-5%	-5%	-5%
膜片组成本 (美元):	30	27	24	22
yoy		-10%	-10%	-10%
胶黏组及铁塑件成本 (美元):	15	14	14	13
yoy		-5%	-5%	-5%
65 英寸 Mini LED 背光模组成本 (美元):	150	125	106	90
yoy		-17%	-16%	-15%
65 英寸液晶面板价格 (美元):	170	170	170	170
yoy		0%	0%	0%
终端成本 (美元):	320	295	276	260
yoy		-8%	-7%	-6%

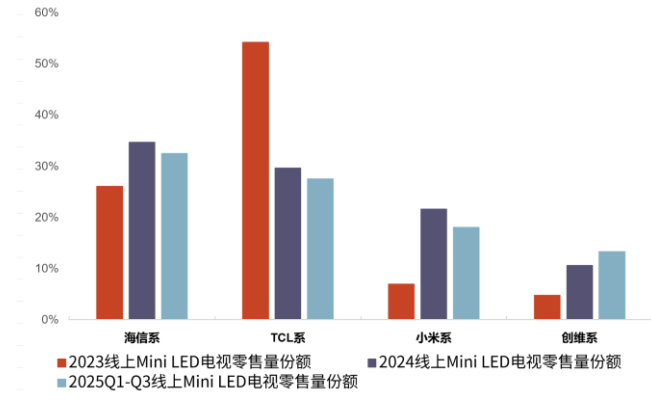
资料来源: DSCC, DISCIEN 迪显, 中商产业研究院, 翰博高新, 光大证券研究所测算

5.3、海信优势：份额奋起直追，技术卓越领先

国内 MiniLED 电视市场份额领先

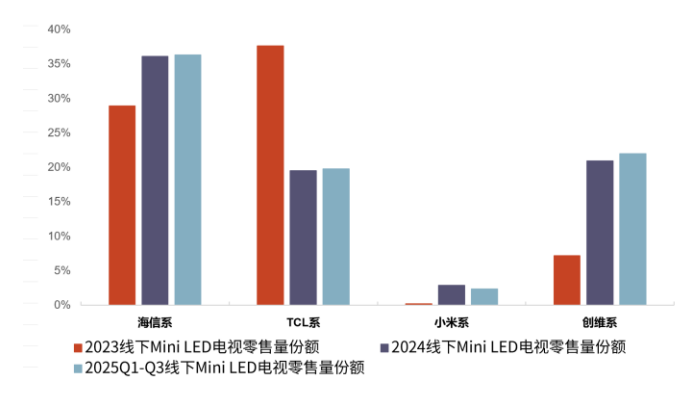
国内 Mini LED 电视市场：海信攻擂成功，实现份额第一。2023 年 TCL (含子品牌雷鸟，下同) 凭借先发优势在线上/线下分别抢占 Mini LED 电视市场零售量份额至 54.2%/37.6%。2024 年各厂商相继完善布局推出竞品，海信系 (含子品牌 Vidda、东芝) 凭借强大的产品阵容成功晋升行业第一，线上/线下零售量份额分别达到 34.6%/36.1%，分别领先位列第二的 TCL5.0pcts/16.6pcts。2025 年前三季度海信系仍然保持领先优势，线上/线下零售量份额分别达到 32.4%/36.3%。海信系在出新频率方面超越其他厂商，且在 3000-10000 元主流价格段线上渠道销量份额位列行业第一。

图 37: 2023-2025Q1-Q3 国内 Mini LED 电视线上渠道品牌竞争格局



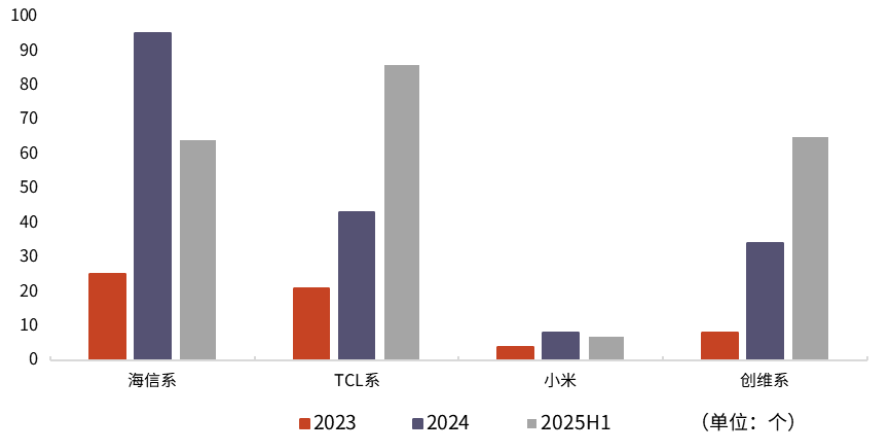
资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所

图 38: 2023-2025Q1-Q3 国内 Mini LED 电视线下渠道品牌竞争格局



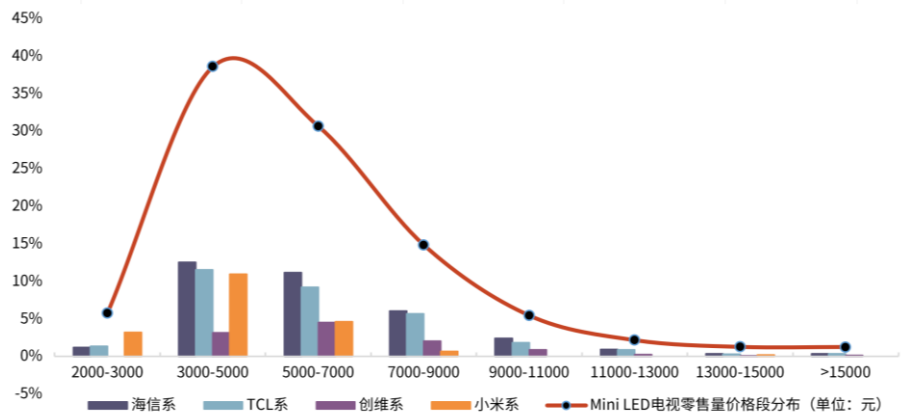
资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所

图 39: 2023-2025H1 各品牌 Mini LED 电视新品数量



资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所

图 40: 2024 年 Mini LED 电视线上渠道各价格段品牌销量份额



资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所

全球 MiniLED 电视市场: 海信快速崛起。2022 年 Mini LED 背光电视定位高端, 全球仅有三星和索尼两家厂商布局。2023 年, MiniLED 降本成果显著, 中国电视厂商 TCL、海信、小米入局, 产品从高端向中端拓展, 三星、索尼出货量份额降低, 中国品牌合计份额提升, TCL、海信位列前二。2024 年 Mini LED 电视在

中国市场快速发展，三星、索尼全球份额进一步下降，TCL、海信份额提升。

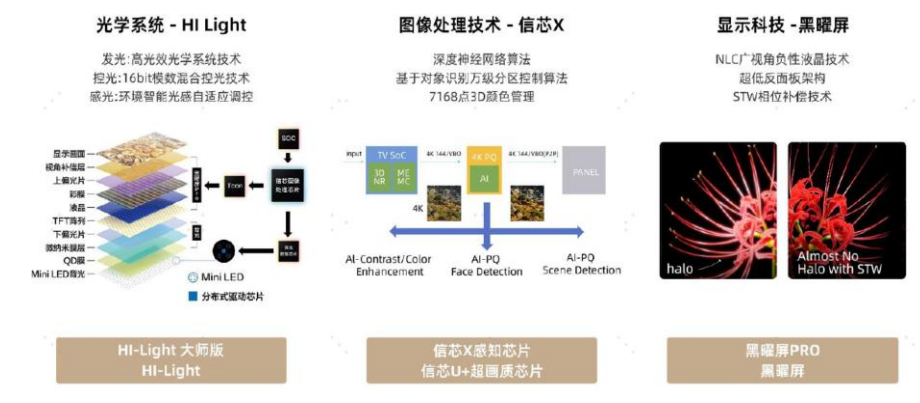
海信“芯、光、屏”全链路协同构建护城河

ULED X 平台成就产品差异化。ULED 为海信自研的画质增强平台，通过与产品、环境适配的背光控制和画质优化技术，显著提升了 LCD 电视的画质表现。2022 年海信结合 Mini LED 背光技术和自研的 ULED 画质技术，发布 ULED X 技术平台，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，将 Mini LED 电视画质提升到新高度。ULED X 技术平台构建了海信在 Mini LED 电视软件方面的护城河，赋能产品硬件，成就了海信相较其他品牌独有的优势。

画质芯片自研保障核心竞争力。①**信芯微电子：**海信自研的“信芯”感知画质芯片采用 1+N 分布式驱动芯片架构，以海信 AI 画质芯片为核心，基于对象识别的万级分区控制算法，在智能控光、智能场景识别、3D 颜色管理等方面实现重要突破，将 LCD 电视画质提升至行业领先水平。②**乾照光电：**2023 年海信控股乾照光电，2025 年依托乾照光电自研全球领先的高性能 RGB-Mini LED 背光芯片，海信推出 116 英寸全球首台最大尺寸 RGB-Mini LED 电视。

控光技术+屏幕显示技术奠定高端产品市场地位。①**控光技术：**海信自主开发的超高性能 HI-Light 光学系统达到 Mini LED 行业领先水平，通过模数混合驱动，实现峰值亮度提升 20% 以上，典型场景下的“环境光”对比度达到 OLED 的 3 倍。②**屏幕技术：**海信与产业链联合开发推出的“黑曜屏”是 LCD 显示近年最突出的技术进步之一，IPS LCD 面板本体对比度从 1200:1 提升到 2000:1，反射率由 5% 下降至 1.28%，抗环境光干扰显示能力显著提升，解决了 LCD 显示大视角漏光的行业难题。顶尖的控光技术和屏幕显示技术有效解决 Mini LED 电视最为明显的光晕和漏光缺陷，奠定海信在高端市场的良好口碑。

图 41：海信“芯、光、屏”全链路协同造就最强产品布局



资料来源：公司公告，光大证券研究所

6、治理变革：混合所有制改革+股权激励

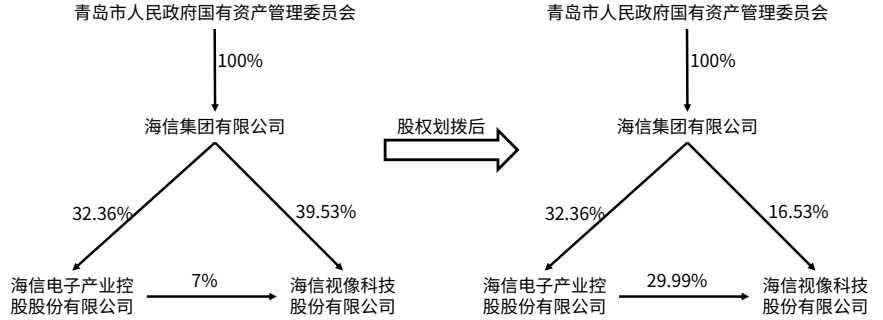
6.1、混改：海丰系战略入股，公司变为无实控人

序幕：海信集团控股有限公司受让 22.996%股权

海信系以海信集团控股股份有限公司为平台开启混改。2019 年 12 月海信视像

公告混改方案，原控股股东海信集团有限公司拟将其持有海信视像 22.996%股份转让给其子公司海信电子控股（现更名为海信集团控股股份有限公司，简称海信集团控股）。转让完成后海信集团控股成为控股股东，持有海信视像 29.996%股份。

图 42：海信集团控股股份有限公司持有海信视像股份比例从 7%增至 29.996%



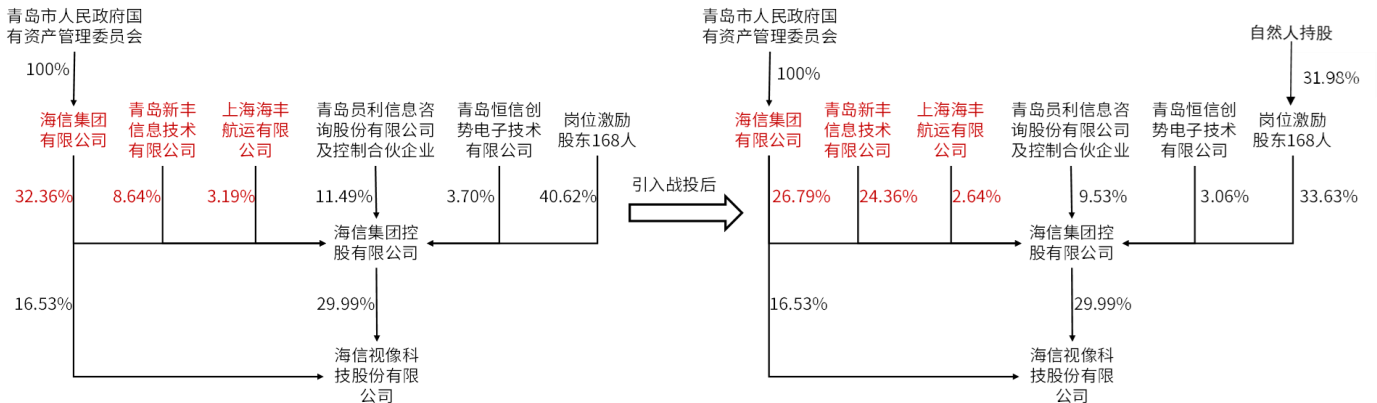
资料来源：公司公告，新浪财经，羊城晚报，澎湃新闻，光大证券研究所；注：统计时间截至 2019 年 12 月

进阶：海丰系成为战投，海信视像变为无实控人

增发引入战略投资者，海信视像变为无实控人，海丰系话语权进一步增强。2020 年 5 月公司公告拟增发 4150 万股（占增发前总股本的 17.2%）引入战略投资者，2020 年 12 月青岛新丰信息技术有限公司（简称青岛新丰，公司法人杨绍鹏先生是海丰国际董事会主席）确定成为战略投资者，青岛新丰与上海海丰（上海海丰航运有限公司）是一致行动人，分别持有海信集团控股 24.36%和 2.64%的股份（合计 27%）。至此海信集团控股不存在单一股东持股比例超过 30%（无实际控制人），海信视像也由青島市国资委实控变为无实际控制人。

海信系和海丰系强强联合，海信视像的国际化之路更加坚实。通过前期的投资，海丰高度认可海信视像的核心技术以及高端化战略，此次加码投资凸显对于海信视像国际化战略的坚定支持。海丰是亚洲航运物流市场的领军者，并开始向非洲等亚洲区域外市场加大业务拓展，拥有完善的航运物流、仓储和服务网络，通过投资海信可以进一步拓展海丰的市场区域，同时为海信在全供应链管理方面提供综合物流服务，实现双方在产业战略上的协同效应。

图 43：海丰系（青岛新丰和上海海丰）持股海信集团控股比例由 11.83%升至 27%



资料来源：公司公告，光大证券研究所；注：统计时间截至 2020 年 12 月

*注：青岛海信电子产业控股股份有限公司自 2021 年 1 月 20 日更名为海信集团控股有限公司

终章：青岛国资委划转海信集团股份至华通集团

国资委将海信集团股份无偿划转至青岛华通，公司的混合所有制改革完成。2020年12月30日上市公司公告，青岛市国资委将其持有的海信集团100%股份无偿划转给青岛华通国有资产运营（集团）有限公司（简称华通集团），至此海信视像的混合所有制改革宣告完成。华通集团成立于2008年，是青岛市国资委旗下的国有资产运营平台。华通集团将提供丰富的资源、有效的管理及培养机制，为海信视像注入更多活力和效率。股份划转后，青岛市国资委由管企业转变为管资本，利于国有资本的合理配置。

图 44：海信视像混合所有制改革的时间线



资料来源：公司公告，新浪财经、澎湃新闻、光大证券研究所

6.2、股权激励助力长远发展

2021 年限制性股票激励

2021 年限制性股票激励：授予 222 名公司激励对象，初始授予价 8.295 元/股。2021 年 7 月 15 日，公司公告《海信视像关于向 2021 年限制性股票激励计划激励对象授予限制性股票的公告》，宣布授予限制性股票 2151.30 万股，授予价 8.295 元/股，激励对象 222 人。

表 10：限制性股票激励：授予 222 名公司激励对象，授予价 8.295 元/股

姓名	职务	授予数量 (万股)	占本次授予总数的比例%	占本计划公告时公司股本总额的比例%
于芝涛	董事、总裁	125	5.81	0.10
李加	财务负责人	10	0.46	0.01
刘莎莎	董事会秘书	12	0.56	0.01
核心骨干员工 (219 人)		2004.30	93.17	1.53
合计 (222 人)		2151.30	100.0	1.64

资料来源：公司公告，光大证券研究所

业绩考核：2021-2023 年扣非归母净利润分别至少为 5.82/6.94/8.29 亿元。限制性股票自授予登记完成之日起满 12 个月后，在未来 36 个月内分三期解除限售。1) **公司业绩考核：**与 2020 年的扣非归母净利润相比，2021-2023 年扣非归母净利润的增长率须分别不低于 30/55/85%，即至少分别是 5.82/6.94/8.29

亿元。2) **个人绩效考核**: 在公司业绩考核目标通过的情况下, 激励对象只有在各个解除限售期的前一个年度个人绩效考核结果在 B 级及以上, 对应考核当年计划解除限售的限制性股票才可全部解除限售。

表 11: 2021 年股权激励股票解除限售时间及条件

解除限售期安排	解除限售时间	解除限售条件	扣非归母净利润最低值 (亿元)
第一解除限售期	自授予登记完成之日起 12 个月后的首个交易日起至授予登记完成之日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	2021 年扣非归母净利润增长率 不低于 2020 年归母扣非净利润的 30%	5.82
第二解除限售期	自授予登记完成之日起 24 个月后的首个交易日起至授予登记完成之日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	2022 年扣非归母净利润增长率 不低于 2020 年归母扣非净利润的 55%	6.94
第三解除限售期	自授予登记完成之日起 36 个月后的首个交易日起至授予登记完成之日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	2023 年扣非归母净利润增长率 不低于 2020 年归母扣非净利润的 85%	8.29

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

该轮股权激励执行效果良好。2021-2023 年, 公司实际扣非归母净利润分别为 7.96 亿元、14.30 亿元、17.33 亿元, 均大幅超出当期解除限售公司业绩考核标准。因激励对象职务调整、未达到个人层面考核要求、与公司终止获解除劳动合同等原因, 2022 年 2 月 18 日、2022 年 9 月 2 日、2023 年 12 月 19 日、2024 年 11 月 7 日分别完成对部分激励对象全部已获授但尚未解除限售的 22.00 万股、60.90 万股、225.12 万股、42.88 万股进行回购注销。

2024 年员工持股计划

2024 年员工持股计划: 2024 年 4 月 22 日, 公司公告《2024 年员工持股计划》, 参与对象包括高级管理人员及核心骨干人员, 初始设立时总人数不超过 459 人, 员工持股计划的资金来源为员工合法薪酬、自筹资金。员工持股计划拟持有的标的股票数量不超过 2,909.38 万股, 约占本员工持股计划草案公布日公司股本总额的 2.23%。持股计划购买回购股份的价格为 12.27 元/股。

表 12: 2024 年员工持股计划: 不超过 459 名中高层参与, 认购价 12.27 元/股

持有人及职务	拟持有份额上限对应标的股票数量 (万股)	占本员工持股计划比例 (%)	占本计划公告时公司股本总额的比例 (%)
董事、监事、高级管理人员 8 人 (具体为: 于芝涛、贾少谦、刘鑫、朱聃、李炜、陈彩霞、王惠、刘莎莎)	430.00	14.78	0.33
中层管理人员及核心骨干人员 (不超过 451 人)	2479.38	85.22	1.90
合计	2909.38	100.00	2.23

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

业绩考核: 本员工持股计划所获标的股票分三期解锁, 自最后一笔标的股票过户至本员工持股计划名下之日起计算, 解锁计划标的股票的 40%/30%/30%。1) **公司业绩考核:** 与 2022 年的归母净利润相比, 2024-2026 年归母净利润的增长率若介于触发值 (An) 22.5%/34.95%/49.77%, 即 20.57/22.66/25.15 亿元, 和目标值 (Am) 35.83%/49.94%/66.41%, 即 22.81/25.18/27.94 亿元, 则公

司层面可解锁 80%；若高于目标值，则公司层面可解锁 100%。2) **个人绩效考核**：在公司层面解锁比例基础上，激励对象若在各个解除限售期前一年度个人绩效考核结果在 B 级及以上，则个人层面对应考核当年计划解除限售的限制性股票解锁比例为 100%。

表 13：2024 年股权激励股票解除限售时间及条件

解除限售期安排	解除限售时间	考核触发值 (若达成触发值，但未达成目标值，解锁 80%)	触发值对应归母净利润最低值 (亿元)	考核目标值 (若达成目标值，解锁 100%)	目标值对应归母净利润最低值 (亿元)
第一解除限售期	自本员工持股计划草案经公司股东大会审议通过且公司公告最后一笔标的股票过户至本员工持股计划名下之日起 12 个月后，解锁该计划股票总数 40%	2024 年归母净利润增长率不低于 2022 年的 22.25%	20.52	2024 年归母净利润增长率不低于 2022 年的 35.83%	22.81
第二解除限售期	自本员工持股计划草案经公司股东大会审议通过且公司公告最后一笔标的股票过户至本员工持股计划名下之日起 24 个月后，解锁该计划股票总数 30%	2025 年归母净利润增长率不低于 2022 年的 34.95%	22.66	2025 年归母净利润增长率不低于 2022 年的 49.94%	25.18
第三解除限售期	自本员工持股计划草案经公司股东大会审议通过且公司公告最后一笔标的股票过户至本员工持股计划名下之日起 36 个月后，解锁该计划股票总数 30%	2026 年归母净利润增长率不低于 2022 年的 49.77%	25.18	2026 年归母净利润增长率不低于 2022 年的 66.41%	27.94

资料来源：公司公告，光大证券研究所

6.3、资产划转助力第二曲线构筑

控股关键业务子公司，海信视像经营实力增强。2024 年，海信视像获得母公司海信集团股权资产注入，对青岛海信激光显示股份有限公司、青岛海信商用显示股份有限公司、聚好看科技股份有限公司持股比例分别增加 22.23%、29.84%、29.86 个百分点，截至 2025 年 6 月末持股比例达 67.56%、69.51%、57.86%，成功控股上述三家公司，助力公司在激光显示、商用显示、云服务等领域形成更强的竞争力，加速收入第二曲线构筑。

1) 聚好看科技股份有限公司：主攻云服务+互联网电视。聚好看起家互联网电视研发及商业化，于 2016 年成为独立公司和品牌，在行业内率先实现“终端+平台+内容+服务”全链路自主研发，为全球 1.2 亿智能终端提供云服务，业务范围包括云计算、大数据、图像和语音处理等。2018 年聚好看获阿里巴巴、爱奇艺战略投资，估值超 12 亿美元，连续七年获得独角兽企业称号，截至 2025 年 1 月累计申请专利 1302 项，已授权专利 651 项。此外，聚好看下辖海信互联网电视子品牌 Vidda，2022-2024 年均稳居线上市占率前五。根据 2024 年报信息，公司总资产 38.9 亿元，净资产 27 亿元；2024 年实现主营业务收入 42.1 亿元，净利润 6.3 亿元，可对海信视像财务实力有效补强。根据 25 年半年报，该公司总资产为 37.3 亿元，净资产 30.5 亿元；实现主营业务收入 15.8 亿元，净利润 3.4 亿元。

2) 青岛海信商用显示股份有限公司：主攻商用显示。海信商用显示成立于 2017 年，主要面对企业客户提供显示解决方案，覆盖教育、交通、文旅、零售、政企五大板块，主要产品包括会议平板、智慧黑板、智能交互平板、会议电视、商用激光投影仪等。天眼查数据显示，截至 2025 年 10 月，公司在专利方面积累了 425 条信息，在商用显示领域有较高品牌影响力。

3) 青岛海信激光显示股份有限公司：主攻激光显示。海信激光显示成立于 2017 年，主要从事基于超短焦镜头的激光电视产品研发、生产和销售，致力于海信激

光电视产品的产业拓展、产业链资源整合、营销与服务资源整合与提效。截至 2022 年末，公司在激光显示领域累计申请专利 2030 项，授权专利 967 项，三色激光投影光源显示技术及专利数量居全球前列，助力海信稳坐全球激光电视龙头地位。

表 14：海信视像控股关键业务子公司

公司名称	2023 年末	2024 年末	2025 年 6 月末	主要产品/服务
	海信视像持股比例	海信视像持股比例	海信视像持股比例	
聚好看科技股份有限公司	28.00%	57.86%	57.86%	聚连会议、聚好看云 XR、JuDB 数据库私有云
青岛海信商用显示股份有限公司	39.67%	69.51%	69.51%	会议平板、智慧黑板、智能交互平板、会议电视、商用激光投影仪、LED 一体机
青岛海信激光显示股份有限公司	45.33%	67.56%	67.56%	激光电视、激光光学引擎、激光商用投影、抗光屏幕

资料来源：公司官网，光大证券研究所

7、盈利预测、估值与评级

7.1、核心假设&盈利预测

公司作为电视行业龙头，现已形成“1+（4+N）”全产业布局，传统电视业务市场地位稳定，高速发展激光电视、商用显示、芯片、云服务四大新显示业务，带动公司盈利能力持续优化。我们预计公司 2025-2027 年整体营收分别为 632.0/685.0/742.8 亿元，同比+8.0%/+8.4%/+8.4%。

分业务看，智慧终端依旧占据主力且营收规模持续上升，预计 25-27 年营收贡献分别为 504.4/545.5/589.9 亿元。新显示业务预计将维持稳定上涨态势，预计 2025-2027 年贡献营收分别为 73.9/83.1/93.5 亿元，同比+9.1%/+12.5%/+12.6%，营收占比提升至 11.7%/12.1%/12.6%。

关键假设 1：智慧终端显示业务

销量：2022-2024 年公司显示产品销量 2594/2729/2979 万台，同比增速分别是 19.2%/5.2%/9.2%。海信电视的全球出货量市占率从 2020 年的 8.0% 上升至 2025H1 的 14.9%，第一名三星 2025H1 的出货量占比为 17.9%。考虑到公司的全球化战略持续推进，预计海信显示产品的全球销量稳定增长，预计公司 2025-2027 年显示产品销量 3069/3161/3256 万台。

均价：2022-2024 年公司显示产品的总销均价为 1359/1512/1565 元，同比增速 -21.8%/+11.2%/+3.5%。考虑到彩电大屏化、高端化的产业趋势长期可持续，预计公司 2025-2027 年显示产品均价 1643/1726/1812 元。

毛利率：彩电零售均价与面板价格关系弱化，行业从价格战转向价值战。2025 年 Q1-Q3 公司线下 Mini LED 电视全渠道市占率达到约 33%，高端产品占比持续提升。2024 年智慧终端显示业务毛利率 14.45%，预计 2025 年回升至 15.30% 并连续三年保持稳定。

关键假设 2: 新显示业务

收入: 2025 年上半年公司新显示业务实现主营业务收入 34.3 亿元 (占总收入的 12.6%)，同比增长 7.4%。2024 年新显示业务收入达 67.7 亿元 (占总收入的 11.6%)，同比增长 3.9%。公司持续深化技术创新与产业布局，以“多场景大显示”为核心，持续提升激光/商用显示、芯片、云服务及人工智能等技术的全局市场竞争力。预计 2025-2027 年新显示业务收入分别为 73.9 亿元、83.1 亿元、93.5 亿元，同比增速分别为 9.1%、12.5%、12.6%。

毛利率: 新显示产品附加值高，且公司核心部件自研与供应链协同优势显著，预计相关业务毛利率呈现上升趋势。2024 年该业务毛利率 30.0%，预计 2025-2027 年毛利率稳步提升至 30.50%、31.00%、31.50%。

关键假设 3: 其他主营和其他业务

2022-2024 年公司其他主营和其他业务收入合计 58.4/58.4/51.3 亿元，同比增速分别是+33.0%/0.0%/-12.3%，主要为原材料贸易及相关配套服务收入。考虑到原材料贸易监管趋于严格，预计公司 2025-2027 年其他主营和其他业务收入的增速为 5.0%。

关键假设 4: 各项费用率

销售费用率: 2024 年公司销售费用率为 5.84%，2025 年 Q1-Q3 为 6.34%，公司坚持自有品牌全球化战略，渠道和品牌开拓需要相应投入，预计 2025-2027 年销售费用率 5.8%/5.8%/5.8%。

管理费用率: 公司治理改善下组织运营效率提高+精益管理，管理费用保持稳定，预计 2025-2027 年管理费用率 2.0%/2.0%/2.0%；

研发费用率: 公司 2024 年研发费用率为 4.06%，2025Q1-Q3 为 4.13%，公司持续升级智慧显示终端业务，围绕 ULED、激光显示、Micro LED 三大核心显示技术加速平台创新；同时公司高质量投入新显示新业务。预测研发费用率维持较高水平，预计 2025-2027 年研发费用率 4.1%/4.1%/4.2%。

结合面板供给端优化+公司新业务占比提升，我们预测公司 2025-2027 年毛利率稳中有升，分别为 16.3%，16.4%和 16.6%，公司 2025-2027 年归母净利润分别为 24.4 亿元，26.7 亿元及 29.6 亿元，同比+8.8%/+9.1%/+10.9%。EPS 分别为 1.87 元，2.05 元和 2.27 元。

表 15: 2025-2027E 海信视像业务拆分及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	536.16	585.30	632.04	685.04	742.77
同比	17.2%	9.2%	8.0%	8.4%	8.4%
毛利率	16.9%	15.7%	16.3%	16.4%	16.6%
智慧终端显示业务收入	412.57	466.34	504.35	545.46	589.91
同比	17.01%	13.03%	8.15%	8.15%	8.15%
毛利率	15.99%	14.45%	15.30%	15.30%	15.30%
显示产品销量 (万台)	2729	2979	3069	3161	3256
显示产品均价 (元)	1512	1565	1643	1726	1812
新显示业务收入	65.17	67.71	73.87	83.08	93.53
同比	40.60%	3.90%	9.11%	12.46%	12.58%
毛利率	31.68%	29.98%	30.50%	31.00%	31.50%
激光电视业务收入	22.99	25.38	25.89	28.61	31.61
同比	4.50%	10.40%	2.00%	10.50%	10.50%
商业显示业务收入	8.28	9.32	10.90	12.75	14.92
同比	-28.00%	12.50%	17.00%	17.00%	17.00%
云服务和系统应用业务收入	10.90	7.71	9.26	11.11	13.33
同比	59.12%	-29.23%	20.00%	20.00%	20.00%
芯片业务收入	23.00	25.30	27.83	30.61	33.67
同比	283.33%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
其他主营业务收入	6.16	5.15	5.40	5.68	5.96
同比	-5.95%	-16.41%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	25.24%	28.89%	29.00%	29.00%	29.00%
其他业务收入	52.26	46.10	48.41	50.83	53.37
同比	0.71%	-11.78%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	5.06%	5.41%	6.00%	6.00%	6.00%

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测; 单位: 亿元

7.2、相对估值: 合理市值 389.82 亿元, 每股 29.87 元

海信视像主营智能显示产品研发、生产、销售及云服务等业务, 因此选择极米科技、TCL 电子、兆驰股份作为可比公司。

可比公司之【极米科技】: 投影龙头企业。主营业务是智能投影产品的研发、生产及销售, 同时向消费者提供围绕智能投影的配件产品及互联网增值服务。公司的主要产品是智能投影产品及相关配件、互联网增值服务、车载光学解决方案。

2024 年公司营业收入 34 亿元，其中长焦投影产品占比 81.31%，海外业务收入占比 31.89%，投入研发费用 3.68 亿元。至 2024 年，公司出货量已连续七年保持中国投影设备市场第一且已连续五年保持国内出货量及销售额双第一。

可比公司之【TCL 电子】：公司主要从事制造和销售电视机业务，通过两个业务分部进行运营。电视分部在中国市场及海外市场制造及销售电视机。其他分部提供资讯科技服务、互联网服务以及制造和销售电视相关部件、白色家电、手提电话及空调等产品。2024 年公司营业收入 993.22 亿港元，电视业务营收占公司总营收的 60.5%，且电视业务的营收中，中国市场占 19.2%、海外市场占 41.3%。

可比公司之【兆驰股份】：电视头部企业。主营业务是智慧显示、智慧家庭组网及 LED 全产业链。公司的主要产品是多媒体视听产品及运营服务、LED 产业链。2024 年公司营业收入 203.26 亿元，其中多媒体视听产品及运营服务占比 73.78%，LED 系列产品占比 26.22%。公司海外业务收入占比 59.42%。

以极米科技、TCL 电子、兆驰股份为可比锚，结合三家均值看，海信视像估值处于合理偏低区间：三家可比公司 2024 年营业收入（统一换算为人民币）均值约 379.1 亿元。其中，极米科技营收 34.05 亿元，TCL 电子营收 993.22 亿港元（约合 900.0 亿人民币，港元：人民币=1：0.9017），兆驰股份营收 203.26 亿元。

结合营收与估值数据看，海信视像 2024 年营收达 585.3 亿元，是极米科技、TCL 电子、兆驰股份三家可比公司营收均值的 1.54 倍，营收规模优势显著。而估值端，从 2026 年 PE 看，三家可比公司均值为 17 倍，海信视像仅约 12 倍，不仅低于可比均值，也低于兆驰股份（23 倍）、极米科技（17 倍），持平 TCL 电子（12 倍）。

营收规模领先但估值显著低于可比公司均值，结合其业务属性，海信视像当前估值处于合理偏低区间。差异的核心原因在于：海信视像传统显像业务占比高，而当前国内外彩电需求疲软，市场对其传统业务增长预期相对保守。

结合公司十年平均 PE 约为 14.6 倍，且考虑到公司传统显像业务占比较大+国内外彩电需求仍表现较为疲软，给予公司 2026 年 14.6 倍 PE，2026 年归母净利润预计为 26.70 亿元，对应市值约为 389.82 亿元，每股股价 29.87 元。

表 16：可比公司 EPS、PE 及 PEG 估值表

公司名称	证券代码	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				PEG	
			2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E
极米科技	688696.SH	89.90	1.75	3.58	5.22	6.61	51	25	17	14	0.45	0.31
TCL 电子	1070.HK	11.70	0.68	0.86	1.02	1.17	17	14	12	10	0.69	0.58
兆驰股份	002429.SZ	9.30	0.35	0.32	0.40	0.50	27	29	23	19	2.35	1.86
Average							32	23	17	14	1.16	0.92
海信视像	600060.SH	23.78	1.72	1.87	2.04	2.26	14	13	12	11	1.47	1.36

资料来源：iFinD，光大证券研究所，可比公司取自 iFinD 一致预期，海信视像盈利预测数据为光大证券研究所预测；TCL 电子 (1070.HK) 收盘价单位为港元；港元：人民币=1: 0.9017；注：股价时间为 2026-02-02

7.3、绝对估值：每股价值 25.34-43.72 元

我们选用 FCFF 定价模型对海信视像进行估值，其中核心假设包括：

- 1) 长期增长率**：随着消费需求回暖，预测公司以及行业长期增长将趋于温和增长，因此假设长期增长率为 2.00%；
- 2) β 值**：选取申万家用电器行业-算术平均 β (0.96) 作为公司无杠杆 β 的近似，经计算公司杠杆 β 为 0.98；

3) **无风险利率**：选取十年期国债收益率（1.87%）作为无风险利率的近似；

4) **税率**：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 10.80%。

表 17：绝对估值核心假设表

假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	1.87%
β (β levered)	0.98
Rm-Rf	8.00%
Ke(levered)	9.74%
税率	10.80%
Kd	3.34%
Ve	43297.31
Vd	1203.82
目标资本结构	16.00%
WACC	8.72%

资料来源：光大证券研究所预测；注：表中 Ve、Vd 数值单位为百万元

表 18：现金流折现及估值表

FCFF 估值	现金流折现值（百万元）	价值百分比
第一阶段	11368.08	22.36%
第二阶段	16528.13	32.51%
第三阶段（终值）	22944.17	45.13%
企业价值 AEV	50840.37	100.00%
加：非经营性净资产价值	3250.90	6.39%
减：少数股东权益（市值）	11201.30	-22.03%
减：债务价值	1203.82	-2.37%
总股本价值	41686.15	81.99%
股本（百万股）	1304.97	-
每股价值（元）	31.94	-
PE（隐含）	15.64	
PE（动态）	12.06	

资料来源：光大证券研究所预测；注：PE 对应 2026E

表 19: 现金流折现每股价值 (敏感性分析)

长期增长率 WACC	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
7.72%	34.93	36.60	38.56	40.89	43.72
8.22%	32.04	33.40	34.99	36.85	39.07
8.72%	29.52	30.65	31.94	33.45	35.22
9.22%	27.30	28.25	29.32	30.56	31.99
9.72%	25.34	26.14	27.04	28.06	29.24

资料来源: 光大证券研究所预测; 单位: 元

绝对估值结论: 我们选取 FCFF 估值法, 在长期增长率以及 WACC 各自正负波动 1% 的范围内, 进行敏感性分析。海信视像的每股价值为 25.34 元~43.72 元, 每股价值的中间值为 31.94 元。

7.4、结论与评级: 目标价 29.87 元, 给予“买入”评级

预计海信视像 2025-2027 年归母净利润为 24.4 亿元、26.7 亿元、29.6 亿元, 同比增速分别为+8.8%/+9.1%/+10.9%。结合相对估值以及绝对估值两种方法, 基于谨慎性原则, 取两者较低值, 给予海信视像“买入”评级, 目标价 29.87 元。

8、风险提示

全球电视市场需求疲软风险

全球电视市场处于存量竞争阶段, 叠加消费信心不足、家电换新周期延长、消费者更倾向低成本替代方案 (如投影仪分流需求) 等因素, 市场需求可能持续疲软, 进而影响公司的电视销量与营收规模。

行业竞争加剧的风险

电视行业竞争激烈, 国际上的三星、LG 等企业的品牌和研发实力强劲, 国内传统厂商也纷纷加快新技术研发, 推出新品, 这可能导致公司的市场份额下降。

原材料大幅涨价的风险

电视的原材料成本占比相对高, 如果原材料涨价超预期, 这将导致企业的成本压力过大, 企业可能采取提价方式转嫁压力, 这会影响到企业的收入和业绩。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	53,616	58,530	63,204	68,504	74,277
营业成本	44,534	49,366	52,911	57,244	61,949
折旧和摊销	806	901	741	788	817
税金及附加	258	185	200	216	235
销售费用	3,607	3,421	3,666	3,973	4,308
管理费用	934	1,040	1,232	1,370	1,486
研发费用	2,379	2,374	2,563	2,807	3,138
财务费用	-12	52	6	-9	-45
投资收益	514	396	250	210	170
营业利润	2,764	2,864	3,207	3,436	3,740
利润总额	2,782	2,884	3,207	3,436	3,740
所得税	232	312	346	371	404
净利润	2,550	2,572	2,860	3,065	3,336
少数股东损益	454	325	417	399	380
归属母公司净利润	2,096	2,246	2,443	2,666	2,956
EPS(元)	1.61	1.72	1.87	2.04	2.26

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,928	3,595	2,246	3,057	3,782
净利润	2,096	2,246	2,443	2,666	2,956
折旧摊销	806	901	741	788	817
净营运资金增加	950	-544	1,088	874	503
其他	-924	992	-2,026	-1,271	-494
投资活动产生现金流	-2,797	37	-1,231	-440	-330
净资本支出	-535	-912	-797	-700	-550
长期投资变化	783	711	0	0	0
其他资产变化	-3,044	238	-434	260	220
融资活动现金流	-49	-3,199	-1,170	-2,080	-1,270
股本变化	-2	0	0	0	0
债务净变化	1,265	-316	-239	-872	-10
无息负债变化	2,749	2,098	-100	1,246	1,480
净现金流	54	422	-155	537	2,181

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	16.9%	15.7%	16.3%	16.4%	16.6%
EBITDA 率	6.0%	6.2%	6.1%	6.2%	6.1%
EBIT 率	4.5%	4.6%	5.0%	5.0%	5.0%
税前净利润率	5.2%	4.9%	5.1%	5.0%	5.0%
归母净利润率	3.9%	3.8%	3.9%	3.9%	4.0%
ROA	5.7%	5.5%	6.0%	6.1%	6.2%
ROE (摊薄)	11.1%	11.5%	11.8%	12.1%	12.5%
经营性 ROIC	17.2%	19.6%	21.1%	22.1%	24.0%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	44%	46%	45%	43%	43%
流动比率	1.93	1.81	1.91	2.00	2.05
速动比率	1.61	1.53	1.59	1.65	1.71
归母权益/有息债务	10.55	13.28	16.75	60.75	66.93
有形资产/有息债务	23.50	29.62	36.32	129.59	143.19

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	45,107	46,655	47,853	50,005	53,432
货币资金	2,271	2,683	2,528	3,065	5,247
交易性金融资产	12,535	12,294	13,000	13,000	13,000
应收账款	4,622	6,145	5,635	6,401	7,120
应收票据	5,053	5,472	6,062	6,477	7,030
其他应收款 (合计)	37	47	55	54	61
存货	5,831	5,647	6,322	6,980	7,365
其他流动资产	5,023	4,590	4,590	4,590	4,590
流动资产合计	35,456	36,976	38,293	40,676	44,531
其他权益工具	15	13	13	13	13
长期股权投资	783	711	711	711	711
固定资产	4,464	4,470	4,444	4,007	3,547
在建工程	332	438	381	578	696
无形资产	1,058	1,074	1,051	980	909
商誉	885	885	885	885	885
其他非流动资产	146	41	41	41	41
非流动资产合计	9,651	9,679	9,560	9,329	8,901
总负债	19,874	21,656	21,317	21,691	23,161
短期借款	703	683	862	0	0
应付账款	7,122	8,964	8,662	9,641	10,608
应付票据	4,860	4,634	5,498	5,856	6,196
预收账款	2	3	3	3	4
其他流动负债	1,091	179	39	39	39
流动负债合计	18,382	20,452	20,063	20,374	21,765
长期借款	638	353	353	353	353
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	576	590	696	766	841
非流动负债合计	1,493	1,205	1,254	1,317	1,395
股东权益	25,232	24,999	26,536	28,314	30,271
股本	1,305	1,305	1,305	1,305	1,305
公积金	3,953	3,782	3,782	3,782	3,782
未分配利润	13,724	14,919	16,214	17,593	19,169
归属母公司权益	18,895	19,578	20,698	22,077	23,654
少数股东权益	6,338	5,421	5,838	6,237	6,617

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	6.73%	5.84%	5.80%	5.80%	5.80%
管理费用率	1.74%	1.78%	1.95%	2.00%	2.00%
财务费用率	-0.02%	0.09%	0.01%	-0.01%	-0.06%
研发费用率	4.44%	4.06%	4.06%	4.10%	4.22%
所得税率	8%	11%	11%	11%	11%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.81	0.88	0.99	1.06	1.15
每股经营现金流	2.24	2.75	1.72	2.34	2.90
每股净资产	14.47	15.00	15.86	16.92	18.13
每股销售收入	41.07	44.85	48.43	52.49	56.92

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	15	14	13	12	11
PB	1.7	1.6	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	10.1	8.4	7.9	7.1	6.4
股息率	3.3%	3.6%	4.0%	4.3%	4.7%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼