



家电行业研究

买入（维持评级）
行业专题研究报告

证券研究报告

国金证券研究所

 分析师：王刚（执业 S1130524080001）
 wang_g@gjzq.com.cn

 分析师：赵中平（执业 S1130524050003）
 zhaozhongping@gjzq.com.cn

 分析师：蔡润泽（执业 S1130525090001）
 cairunze@gjzq.com.cn

日韩黑电复盘：全球格局迎来质变奇点，中资开启全面赶超周期

核心观点

行业变革：全球格局奇点已现，中资黑电开启赶超新周期。我国黑电产业是被市场低估、全球 OBM 布局领先的优势赛道，头部两家企业已稳居全球 TOP2-3 梯队，凭借品牌升维与产品结构优化持续拉升价格指数、抢占韩系份额，高端市场实现突破。2025 年以来行业迎来格局重塑信号：25Q1、Q2 中资品牌在全球高端 TV 市场份额首次与韩系几近平，打破其长期垄断格局；25 年以来三星、LG 电视业务盈利持续恶化，25Q3-Q4 连续亏损，经营压力持续扩大；日系标杆品牌加速纳入中资运营体系，全球黑电产业话语权加速向中资转移。

日系黑电：依靠垂直生产优势+彩色 CRT 技术革新登顶全球，平板时代战略失误逐步边缘化。1950s-1965 年起步期，在通产省政策扶持下，企业从美国引进电视核心技术；初期以代工模式聚焦对美出口，后续凭借晶体管技术完成产品升级，逐步掌握品牌与产品定义权。1965-1985 年崛起期，依托国内半导体产业协同，搭建高度整合的垂直生产体系；通过工艺优化与成本管控抢占全球市场，1985 年行业全球市占率突破 50%，稳居全球龙头。1985 年广场协议后日元升值叠加贸易壁垒加剧，叠加贸易壁垒强化，成本优势快速消退；平板时代技术路线误判，中韩企业快速赶超，核心面板产能陆续易主、主流品牌接连收缩，全球份额持续萎缩，逐步脱离行业核心梯队。

韩系黑电：LCD 时代技术蓄力+逆周期投资实现弯道超车，面板产业空心化致竞争力流失。1960s-1980s 起步期，依托出口导向政策，从日本引进黑电技术，以代工完成制造积累，同步推进核心零部件国产化，80 年代中期成为全球第二大电视出口国。1990s-2000s 赶超期，精准卡位 TFT-LCD 技术路线，金融危机期间逆势加码高世代面板产线，深化垂直整合，凭借规模与成本优势实现对日系弯道超车。2000s 至今先登顶后承压，依托面板技术确立全球龙头地位，长期主导高端市场；2010 年后韩系产线迭代放缓，2015 年后中资面板产业逐步崛起，韩系原有优势逐步瓦解，2020 年之后加速退出 LCD 面板产业，盈利压力加大，2025 年以来韩系头部企业电视业务接连亏损，份额与盈利双双承压。

中资黑电：沿袭日韩成熟崛起路径，完成“整机牵引—核心部件国产化—全产业链整合”布局。我国已建成全球垂直整合度最高、配套最完善的黑电产业链，制造端成本优势突出，头部企业尖端技术与全球品牌影响力持续提升。供应链方面，面板核心材料国产化进度亮眼，2024 年背光模组核心材料国产化率超 70%，Mini LED 芯片国产化率超 92%，高端芯片领域三安光电全球市占率位居第一，玻璃基板、偏光片等“卡脖子”环节实现国产化替代。国内形成四大显示产业集群，长三角建成全球最密集的 LCD/OLED 综合产业集群，产业链配套高度完善，成本管控优势显著。

投资建议

复盘日韩黑电崛起路径，均从代工起步积累制造能力，依托核心部件突破 + 全产业链整合实现品牌升维、登顶全球，与当前我国黑电发展阶段高度契合。我国黑电产业已构建全球最完备产业链体系，核心技术与部件国产化加速，关键材料全球竞争力突出，制造成本优势显著。头部企业在 Mini LED、高世代面板等尖端领域逐步实现全球领跑，海外品牌影响力持续提升，依托产品、渠道、品牌协同发力，海外份额快速扩张，量价齐升趋势明确，推荐 TCL 电子、海信视像。

风险提示

面板价格波动、海内外需求不及预期、行业竞争加剧、汇率波动风险。



内容目录

1、全球黑电格局迎来质变奇点，中资开启全面赶超周期.....	4
2、日系黑电：起于为美国品牌代工，CRT 时代依靠技术颠覆美国企业	5
2.1、日系电视产业的起点：1950s-1965 技术引进与升级，从“出口型代工”走向掌握品牌与产品定义权 5	
2.2、日系的电视产业的崛起：1965-1985，技术引领，半导体产业驱动下的产业链高度整合	5
2.3、日系的电视产业的衰落：技术路线误判与封闭生态，平板时代的盈利与份额的双重失守	8
3、韩系黑电：CRT 时代给日本代工起步，平板显示时代技术卡位实现对日反超.....	10
3.1、韩系电视产业的起点：1960s-1980s，技术引进与代工积累，搭建本土黑电制造产业链	10
3.2、韩系电视产业的崛起：1990s-2000s，技术路线精准卡位+逆周期投资，实现对日企弯道超车	12
3.3、韩系电视产业的巅峰：2000s 至今，全球龙头地位确立，技术迭代放缓并面临中资份额与盈利挑战 14	
4. 中资黑电：全产业链优势加持，从全球黑电的代工厂走向世界之巅.....	16
5. 投资建议与估值.....	19
6. 风险提示.....	19

图表目录

图表 1： 群智预测 27 年 TCL+Sony 出货额将超过三星登顶全球	4
图表 2： 中资黑电品牌 2018 年出货份额与韩系首次持平，后续领先优势逐步扩大.....	4
图表 3： 三星电视所在部门 2025Q3 OPM 转负、Q4 经营压力进一步加大	4
图表 4： LG 电视所在部门 2025Q2-Q4 OPM 均取得负值.....	4
图表 5： 日本技术引进支付金额逐年上涨	5
图表 6： 1970 年左右日本组装彩色电视机所需的人工效率开始领先于美国	6
图表 7： 1960-1970 年日本电视产量（单位：万台）	6
图表 8： 1965-1970 年美国电视本土生产与从日本进口数量（单位：万台）	6
图表 9： Trinitron 技术与其他技术的对比.....	7
图表 10： 索尼 KV-1320UB Mark II Trinitron.....	7
图表 11： 1970s 日本通过集成电路制造的方式显著降低了电视制造的零部件数量	7
图表 12： 1977 年日本产电视在美售价比美国本土制造商便宜 10-15%左右	7
图表 13： 1970-1980 美国彩色电视市场进口份额.....	8
图表 14： 1970s 日本企业在全全球半导体市场已具备较强影响力	8
图表 15： 1989 年全球主要消费电子企业营业额（单位：Bn ECUs）	8
图表 16： 1980s 日系 DRAM 份额实现领先	8
图表 17： 1960-2000 年日本彩电出口额及日元汇率.....	9
图表 18： 1988-1995 年日本彩电出口占全球比重.....	9
图表 19： 2000-2008 年日本 CRT、PDP、LCD 电视销量（单位：千台）	9



图表 20:	2007-2012 年期间欧洲黑电市场基本完全被 LCD 产品占领	9
图表 21:	1995 - 2005 年全球大尺寸 LCD 面板产业的区域格局演变	10
图表 22:	2008-2012 年日本头部黑电企业净利润 (单位: 十亿日元)	10
图表 23:	2000 年以来日本电视面板产能关停及业务剥离时间线	10
图表 24:	1966 年金星社生产出韩国第一台黑白电视	11
图表 25:	1970s 黑白显像管、彩色显像管成本占比	11
图表 26:	CRT 电视的上游产业链拆解	11
图表 27:	1970s-1980s 韩国分立器件、IC 进出口	11
图表 28:	1970s-1980s 韩国电子产业国内生产与出口变化	12
图表 29:	1975 年以来各韩国在 DRAM 市场的份额变化	12
图表 30:	1970-1990s 韩国电视产量 (单位: 万台)	12
图表 31:	1990-2000 年韩国电视产业线建设情况	13
图表 32:	薄膜晶体管液晶显示 (TFT-LCD) 的结构拆解	13
图表 33:	1990s-2000s 全球面板市场份额	13
图表 34:	1995-2000s 韩国 LCD 企业的大规模投资	14
图表 35:	IPS 与 VA 面板可视角度对比演示	14
图表 36:	2000-2005 年韩国 TFT-LCD 出货量与市场份额 (单位: 百万片, %)	14
图表 37:	2000s 日韩 LCD 面板及零部件出口额 (单位: 十亿美元)	14
图表 38:	2010 年全球平板电视市场 Top3 品牌份额	15
图表 39:	三星 QLED 与传统 LCD 显示技术对比	15
图表 40:	2020 年全球 OLED 面板出货量 Top3 品牌份额	15
图表 41:	2017 年全球高端电视市场各品牌份额	16
图表 42:	2019-2020 年三星电视出货量 (单位: 万台)	16
图表 43:	2020s 中韩品牌全球 TV 市场出货量占有率	16
图表 44:	2025 年 LG、三星 Q1-Q4 电视业务净利润 (单位: 万亿韩元)	16
图表 45:	电视整机成本拆解	17
图表 46:	面板成本构成	17
图表 47:	背光模组核心部件国产化率持续提升	17
图表 48:	面板制造的核心材料国产化程度高	18
图表 49:	我国显示产业链集群效应强	18
图表 50:	推算三星、LG 的单台电视平均成本远高于 TCL、海信	19



1、全球黑电格局迎来质变奇点，中资开启全面赶超周期

我国黑电产业是被市场低估、全球 OBM 发展程度领先的优势赛道。按出货量计，近几年我国两家黑电龙头企业 TCL 电子、海信视像在全球已经站稳 top2、top3 的位置，据群智预测，随着 TCL 宣布与索尼合作，其 27 年总出货量有望超越三星跻身全球第一。此外，在出货规模持续上升的同时，我国龙头企业还通过品牌的升维、产品结构&渠道结构的升级，一步一步的提升价格指数，并逐步蚕食韩系曾经具备充分领先优势的高端市场。

图1：群智预测 27 年 TCL+Sony 出货额将超过三星登顶全球

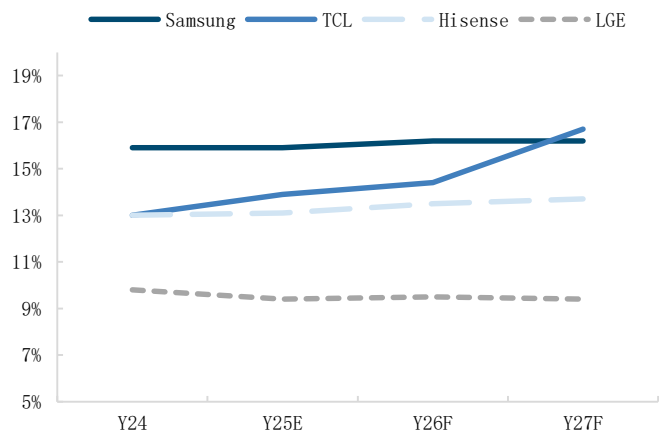
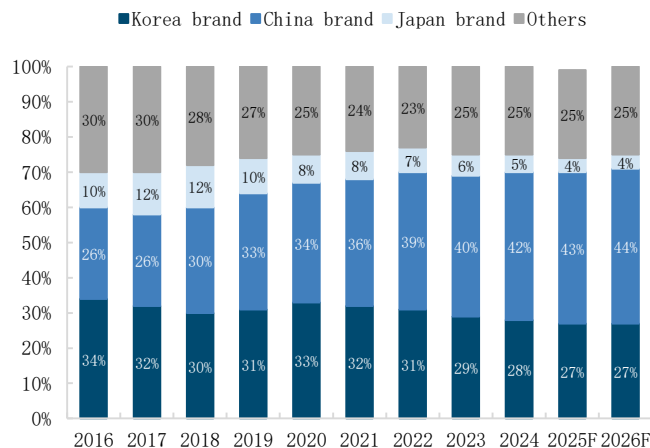


图2：中资黑电品牌 2018 年出货份额与韩系首次持平，后续领先优势逐步扩大



来源：Sigmaintell，国金证券研究所 注：TCL 预测的出货量中包含索尼

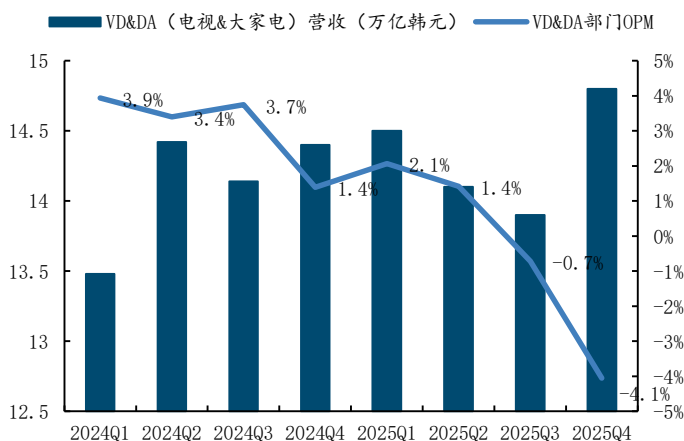
来源：AVC Revo，国金证券研究所

近两年我们观察到全球黑电格局的演变在明显加速，我们认为这或许标志着韩系、日系黑电品牌竞争力的进一步衰弱，中资品牌实力的进一步增强：

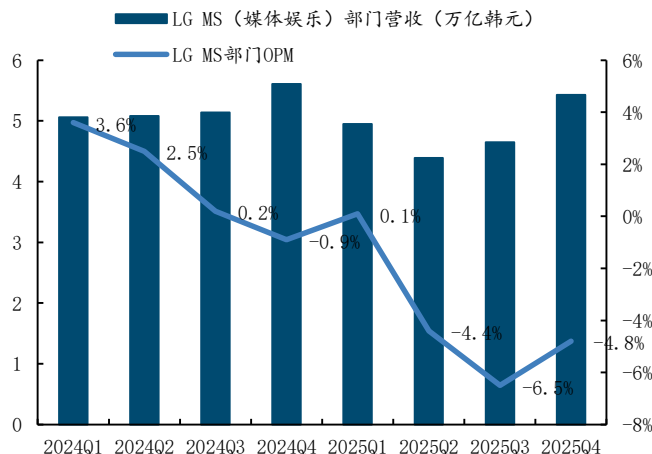
- 1) 25Q1、Q2 中资品牌第一次在全球 Premium TV 的市场和韩系份额几近打平；
- 2) 25 年以来韩系两家企业电视业务 OPM 持续走弱，并在 Q3 均录得负利润率，Q4 经营压力进一步加大；
- 3) 26 年 1 月，TCL 宣布与索尼拟成立子公司，承接索尼电视及家庭娱乐业务，合作涉及全球范围内，从开发、设计、制造、销售、物流到客户服务的一体化运营，继夏普、东芝被鸿海精密、海信并购后，又一日系黑电的标杆品牌将逐步纳入中资的经营。
- 4) 26 年 4 月起，创维将接手日本老牌企业松下在欧洲与北美的电视销售业务。

图3：三星电视所在部门 2025Q3 OPM 转负、Q4 经营压力进一步加大

图4：LG 电视所在部门 2025Q2-Q4 OPM 均取得负值



来源：三星公司公告，国金证券研究所



来源：LG 电子公告，国金证券研究所

基于中资品牌在高端市场逼近韩系、韩系盈利持续承压、日系标杆品牌逐步纳入中资运营等关键变化，我们认为我国黑电产业正处在赶超韩系的关键节点。为更深入地理解这一趋势背后的底层逻辑，我们复盘了日韩黑电的崛起与衰落



路径，从中梳理产业格局演变的主要动因，并总结出三条更具“跨周期解释力”的核心结论：

- 1) 上游核心部件的垂直整合能力决定了整机厂商在成本曲线上的位置；平板电视时代面板成本占比较高，上游环节的自主可控程度与整机竞争力深度绑定。
- 2) 技术平台革命阶段，旧龙头过往积累的资产优势往往会变为转型负担，尤其在需要整体改造既有产线与组织体系时，协调成本与资产减值压力将显著抬升。
- 3) 技术路线选择与产业链整合节奏，直接关系产业格局的长期走向：能够在平台切换期准确把握技术方向、并完成上下游协同布局，将在后续的份额争夺中占据主动。

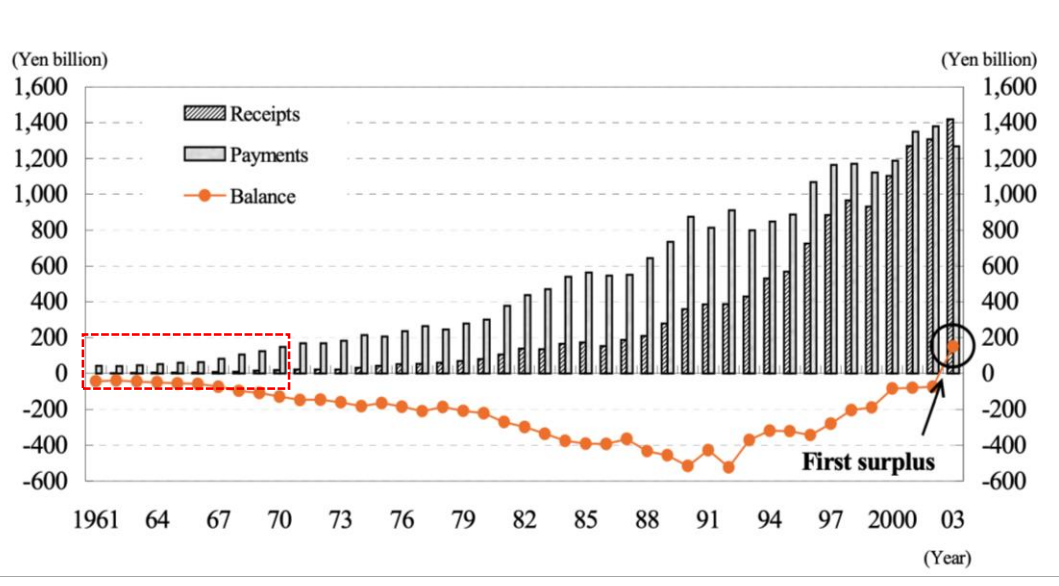
2、日系黑电：起于为美国品牌代工，CRT 时代依靠技术颠覆美国企业

2.1、日系电视产业的起点：1950s-1965 技术引进与升级，从“出口型代工”走向掌握品牌与产品定义权

1950s 日本集中进行技术引进。1951 年，通产省（MITI）将电视列为“重点扶持的战略技术”，为企业引进海外技术提供外汇配额与政策背书。1952 年，夏普率先与美国 RCA 签订电视技术专利授权协议，拿到电视制造的核心专利，成为日本首个实现电视技术落地的企业；同年，东芝、松下也相继从美国通用电气、西屋电气引进黑白电视、显像管核心技术，索尼则拿下晶体管专利授权。1959 年索尼推出全球首台全晶体管黑白电视机，摆脱了真空管的体积大、功耗高、寿命短的缺陷，开创了电视小型化、低功耗的新方向。

1960s 日本基本形成了以美国为中心的“出口型代工”经济，电视加速普及，开始向全球市场突围。通产省（MITI）的主导下，把家电和消费电子（包括电视、音响）列为重点出口产业。国内方面，1960 年初通产省联合索尼、松下、东芝、日立等企业成立彩电技术联合研发联盟，重点突破彩色显像管、彩色信号处理等核心技术，实现国产化降本，1964 年东京奥运会大规模采用彩色电视进行直播，推动了彩电的市场认知，国内需求爆发。期间，日本持续引进海外技术，1960-1970 年日本技术引进支出从 1.2 亿美元增长至 6 亿美元，约 60% 来自美国，电气机械为最大引进领域，构成日系电子产业升级的技术基础。

图表5：日本技术引进支付金额逐年上涨



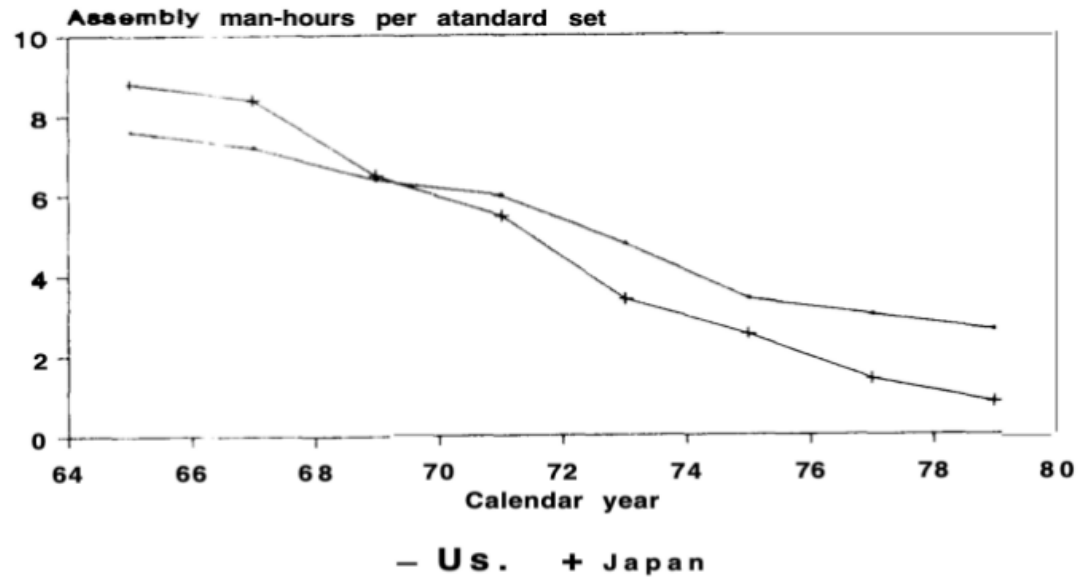
来源：Bank of Japan, 国金证券研究所

2.2、日系的电视产业的崛起：1965-1985，技术引领，半导体产业驱动下的产业链高度整合

日本将大量引进的西方技术在生产方式上持续创新，形成自己的优势：许多关键发明最初来自美国企业，但真正把它们做成可靠、便宜、适合大众市场产品的是日本公司。例如，日企大量从 RCA 等美国公司引进黑白和彩色电视专利与技术，然后在国内进行工艺改进，用晶体管替代电子管、提高可靠性并降低成本，并凭借更高效的生产体系及更低廉的人工成本在与美国企业的竞争逐步胜出。



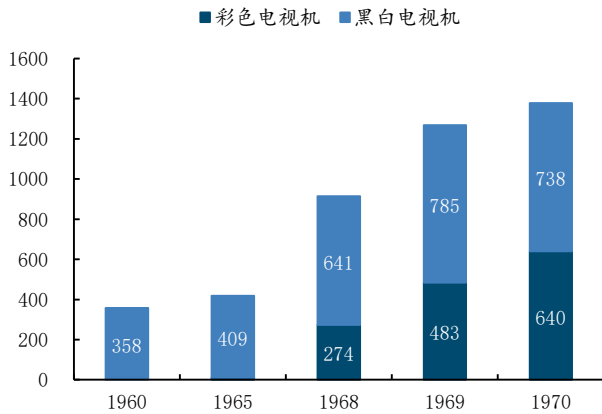
图表6: 1970 年左右日本组装彩色电视机所需的人工效率开始领先于美国



来源:《The Decline of the U.S. TV Industry: Manufacturing》, 国金证券研究所

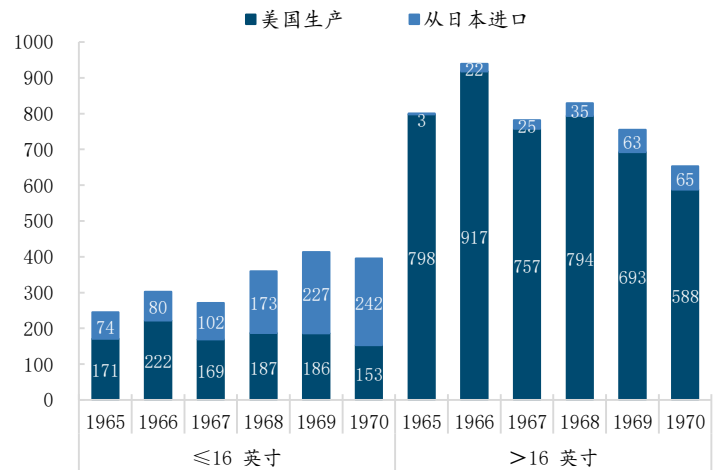
1965-1970: 国内饱和后日企经营重心转型海外市场, 其中以美国为主要出口地。1962 年日本电视出口占全球份额仅 14%, 1968 年便飙升至 54%, 成为全球最大的电视出口国, 1965 年日本对美电视出口量突破 100 万台, 1968 年突破 300 万台。这一阶段主要以 OEM 形式为美国品牌代工, 后期逐步推出自主品牌, 凭借“体积更小、功耗更低、价格更便宜、故障率更低”的优势, 抢占美国中低端市场。

图表7: 1960-1970 年日本电视产量 (单位: 万台)



来源: 日本统计年鉴, 国金证券研究所

图表8: 1965-1970 年美国电视本土生产与从日本进口数量 (单位: 万台)



来源: 美国关税委员会, 国金证券研究所

1968 年索尼推出了 Trinitron 彩色显像管技术, 颠覆了美国 RCA 的荫罩式显像管, 实现了亮度、清晰度、色彩还原度的革命性提升, 同时使用寿命、良品率远超美国同类产品, 打破了美国在彩电核心技术上的垄断, 成为高端彩电的代名词, 快速切入美国高端市场, 是日本电视产业从“性价比追赶”到“技术引领”的标志性事件。



图表9: Trinitron 技术与其他技术的对比

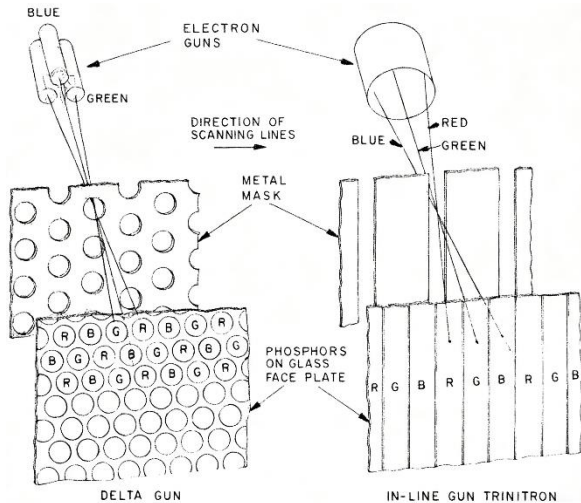


Fig. 4 — Trinitron system, compared with conventional delta-gun system.

图表10: 索尼 KV-1320UB Mark II Trinitron



来源: 国际信息显示学会, 国金证券研究所

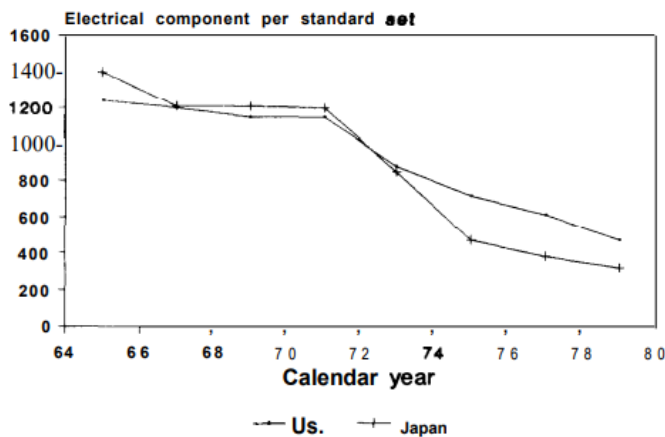
来源: 索尼官方历史档案, 国金证券研究所

1970s: 技术+生产制造能力全面领先, 产业链垂直体系臻于完善, 开启对美反超。

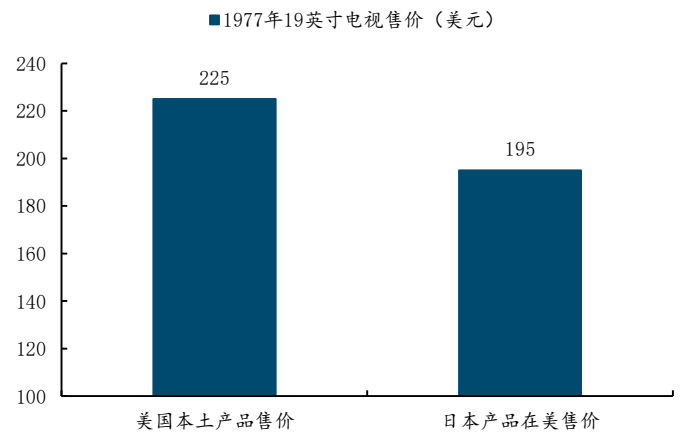
1) 半导体产业技术突破, 良率大幅提升, 日本制造优势凸现: 日本率先将集成电路 (IC) 大规模应用于彩电, 1971 年日本组装一台彩电需 1200 个以上分立元件, 1975 年通过集成电路整合降至 480 个, 故障率大幅降低、生产效率大幅提升, 而同期美国从 1150 个元器件减少至 880 个, 1978 年日本实现了 65-80%的零部件自动装配, 同期美国只能做到 40%。

根据美国国家贸易委员会的反垄断调查官方报告, 1977 年日本单台彩电的成本明显低于美国本土厂商, 19 英寸电视售价平均售价 195 美金, 比美国厂商低 30 美元 (约低 10%-15%), 批发价的优势则更明显。受日本电视产品价格竞争影响, 美国自日本进口的电视数量大幅上升, 由 1973 年的 197 万台增长至 1976 年的 400 万台, 其中 60% 以上为彩色电视, 对美国本土制造商产生了极大冲击。

图表11: 1970s 日本通过集成电路制造的方式显著降低了电视制造的零部件数量



图表12: 1977 年日本产电视在美售价比美国本土制造商便宜 10-15%左右



来源: 《The Decline of the U.S. TV Industry: Manufacturing》, 国金证券研究所

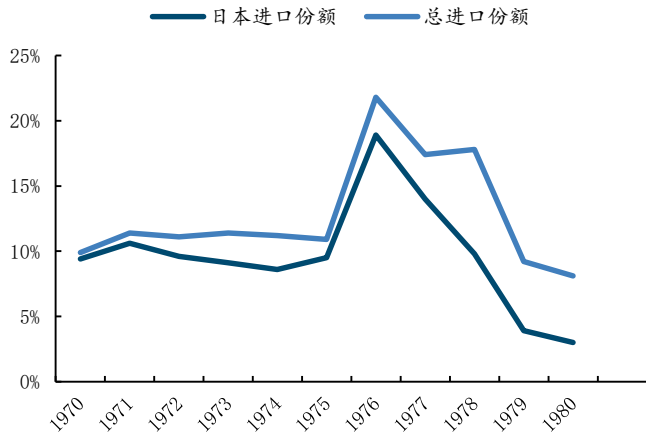
来源: 《1977 年美国 INTERNATIONAL TRADE COMMISSION 调查报告》, 国金证券研究所

2) 海外建厂规避贸易纷争。1971 年松下在新加坡建成首个海外彩电工厂, 主打东南亚与欧美市场; 1972 年索尼在美国加州圣地亚哥建成美国本土彩电工厂, 东芝、日立也相继在墨西哥、中国台湾建厂, 利用原产地规则进入北美市场。

3) 垂直制造体系臻于完善。日本黑电企业普遍采用 IDM (垂直整合制造) 模式, 东芝、日立、松下等企业既自研自产半导体芯片, 又生产终端黑电产品, 1975 年日本彩电核心芯片的国产化率突破 90%, 形成了“芯片研发-元器件生产-整机制造”的全链条闭环。

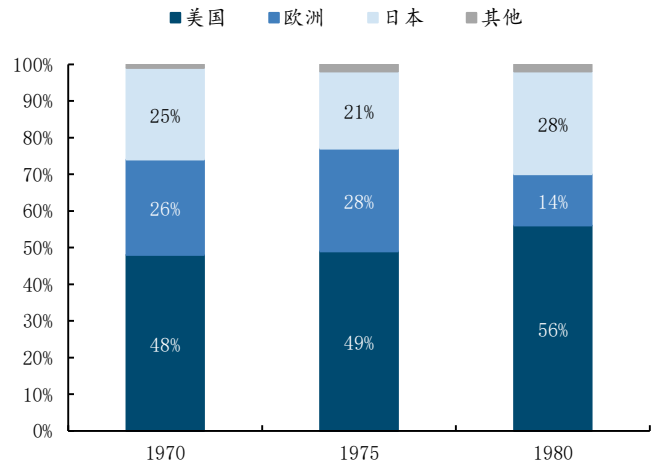


图表13: 1970-1980 美国彩色电视市场进口份额



来源: 美国国际贸易委员会, 国金证券研究所

图表14: 1970s 日本企业在全美半导体市场已具备较强影响力

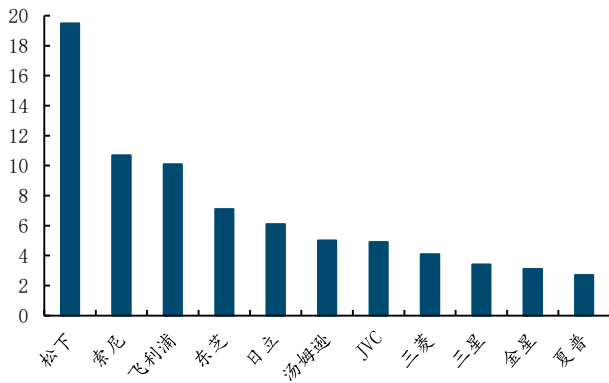


来源: 日本集成电路产业发展史, 国金证券研究所

1980s: 全产业链优势确立, 品牌高端化+全球化布局。

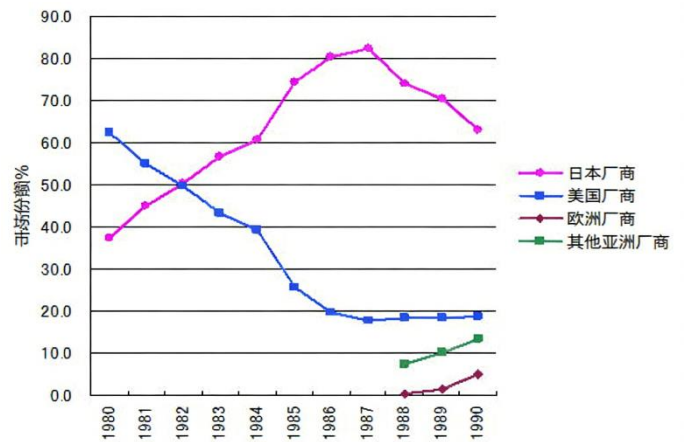
1985年, 日本企业的黑电全球占有率已经超过50%, 全球前十大黑电企业中, 日本占据7席, 这一阶段日本黑电企业完成了从“日本制造的出口商”到“全球化跨国企业”的转型。如索尼, 通过特丽珑、Walkman、CD播放器等颠覆性产品, 打造了全球顶级的高端消费电子品牌, 成为全球高端消费电子的代名词。

图表15: 1989 年全球主要消费电子企业营业额 (单位: Bn ECUs)



来源: OECD, 国金证券研究所

图表16: 1980s 日系 DRAM 份额实现领先



来源: 日本半导体历史馆, 国金证券研究所

2.3、日系的电视产业的衰落: 技术路线误判与封闭生态, 平板时代的盈利与份额的双重失守

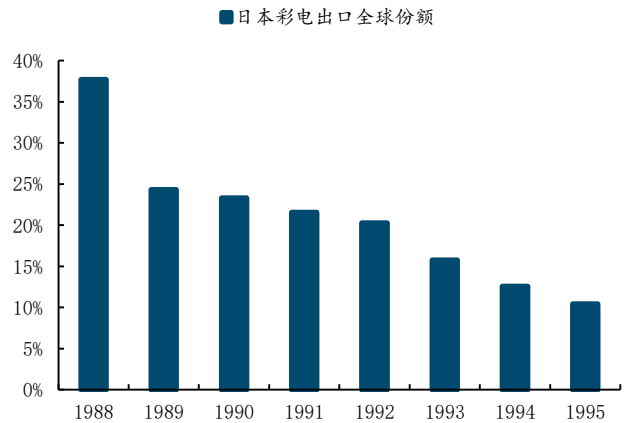
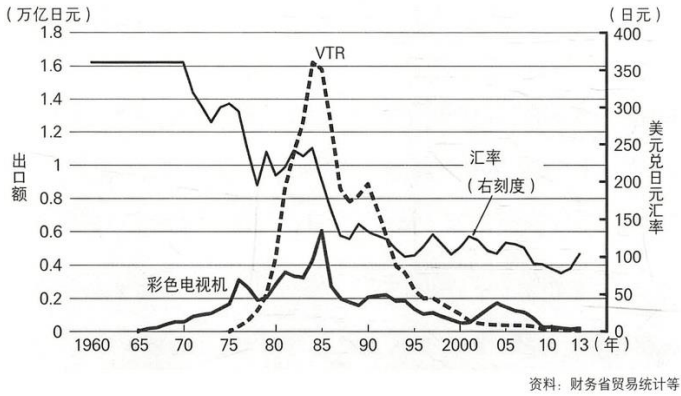
1985-1990s: 广场协议冲击叠加贸易壁垒加剧, CRT 时代红利见顶, 战略隐患持续累积。

1985年《广场协议》签署后, 日元对美元汇率急剧攀升, 叠加美国持续加码贸易壁垒 (1977年彩电VER协议、1986年美日半导体协议), 日系电视长期倚重的价格优势逐渐瓦解, 依托本土规模化生产的出口模式难以为继, 日企被迫加快海外建厂, 本土制造份额锐减。同时CRT技术成熟期, 日企依托专利壁垒坐享红利, 对平板显示技术研发投入不足, 龙头转向娱乐内容等非硬件多元化布局, 埋下战略隐患; 1985-1995年日本彩电出口全球份额从巅峰时期的40%下滑至10%, 产业增长动能逐步衰竭。



图表17: 1960-2000年日本彩电出口额及日元汇率

图表18: 1988-1995年日本彩电出口占全球比重



来源:《日本电子产业兴衰录》, 国金证券研究所

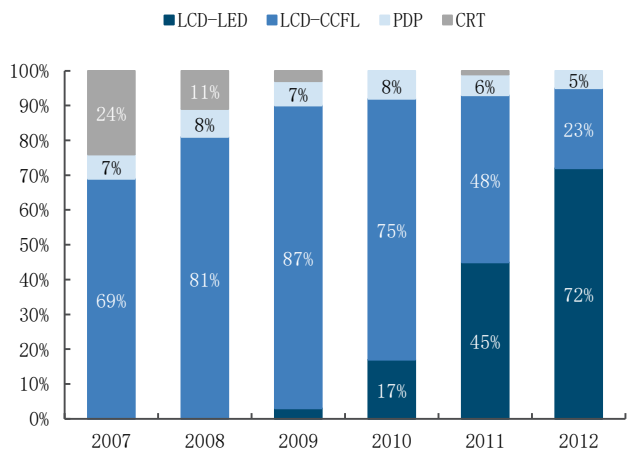
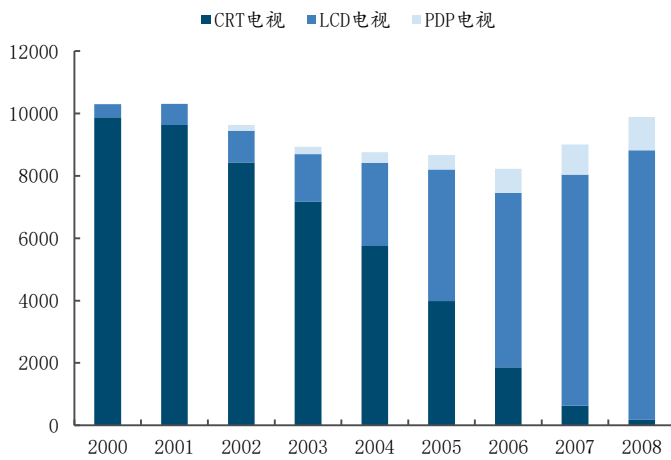
来源: 联合国贸易数据库, 国金证券研究所

2000-2010: 平板时代技术路线误判, 产业链垂直整合优势瓦解。

面对LCD液晶与等离子两大路线, 日系企业出现集体性战略误判: 松下、日立重仓等离子技术且固守专利, 规模化降本进程严重滞后; 夏普深耕液晶却采取封闭策略, 产能扩张极度保守; 索尼长期摇摆不定, 直至2004年才与三星合资成立S-LCD面板厂, 错失发展先机。2006年Q3, 液晶电视37英寸及以上的出货量首次超越等离子, 加速向高附加值的大尺寸市场渗透; 2010年, 液晶电视全球市场市占率接近80%, 等离子技术逐步退出主流市场。

图表19: 2000-2008年日本CRT、PDP、LCD电视销量 (单位: 千台)

图表20: 2007-2012年期间欧洲黑电市场基本完全被LCD产品占领



来源: JEITA, 国金证券研究所

来源: GFK, 国金证券研究所

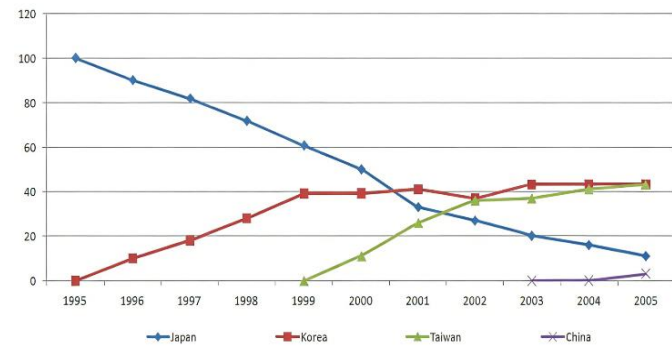
20世纪初向平板显示转型阶段, 日系企业丧失液晶面板先发优势, 转而退守高端市场却遭遇内外双重制约。

- 1) 外部制裁施压: 美国频繁对日本电子企业发起贸易制裁与反垄断审查, 严重压制了其海外扩张空间与定价自主权;
- 2) 内部统筹失灵: 2001年日本通产省改组为经济产业省后, 政府对消费电子产业的跨企业统筹、产能协调与技术路线引导能力显著弱化; 叠加平板显示时代技术路线分歧、日韩竞争加剧, 头部企业陷入被动降价的局面。

2000s中期, 日本液晶面板市占率降至20%左右; 2008年金融危机爆发, 发达国家市场需求急剧收缩, 松下、索尼、夏普等头部企业集体产生巨额亏损, CRT时代积累的盈利基础被大幅消耗。

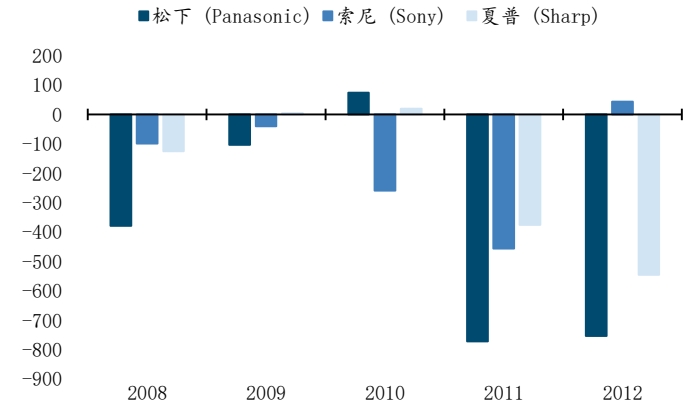


图表21: 1995-2005 年全球大尺寸 LCD 面板产业的区域格局演变



来源:《东亚 LCD 产业竞争力变迁》, 国金证券研究所

图表22: 2008-2012 年日本头部黑电企业净利润 (单位: 十亿日元)



来源: 松下、索尼、夏普财务报告, 国金证券研究所

2010 至今: 日系全球市场持续边缘化, 主流品牌收缩退出, 份额与盈利长期承压失守。

2013-2014 年松下全面关停等离子面板产线, 日系重仓押注的等离子路线走向终结; LCD 领域, 日本本土面板厂不敌中韩高世代线规模与价格竞争, 随着夏普、东芝、松下等关键面板产能的易主或停产, 日系企业彻底失去对平板电视行业上游定价权与供应链主导地位。此后, 随着主流品牌电视业务的相继剥离, 日系电视出货规模持续萎缩: 2024 年全球份额已降至 9%, 同期日本本土市场份额亦跌至 18.7%; 2025 年全球电视市场格局中, 日系品牌仅索尼进入前十, 但市场份额已收缩至 3.3%。

图表23: 2000 年以来日本电视面板产能关停及业务剥离时间线



来源: Pioneer 公告、Sony 公告、路透社、PR Newswire、BBC、日经中文网、海信公告、Display Daily、HDTV test、共同社、Caixin Global, 国金证券研究所

3、韩系黑电: CRT 时代给日本代工起步, 平板显示时代技术卡位实现对日反超

3.1、韩系电视产业的起点: 1960s-1980s, 技术引进与代工积累, 搭建本土黑电制造产业链

1960s: 政策背书推动本土黑电产业技术引进, 核心部件国产化率较低。60 年代, 韩国确立出口导向型经济战略, 将电子列为重点扶持产业, 通过外汇配额、税收减免等政策为企业发展背书, 大力推动黑电技术引进。三星、LG (原金星社) 先后从日本引进晶体管、CRT 显像管制造技术, 完成本土生产技术落地; 同时, 依托国内低廉劳动力成本, 以 OEM 代工模式承接日美订单, 完成制造能力与产能规模的原始积累, 初步建立整机组装配套体系, 但核心部件严重依赖日本进口。

1970-1980s: 核心产业链本土化攻坚的关键时期, 同步加速海外出口拓展。

1970 年韩国确立了《电子工业振兴 8 年计划 (1970-1977)》, 将电子工业列为国家出口战略核心产业, 明确两大刚性目标: 1) 1977 年黑白电视国产化率 ≥ 90%、彩电国产化率 ≥ 60%; 2) 黑电用半导体芯片国产化率 ≥ 30%。政府引导下, 1970 年代初三星与东芝合资成立的韩国电子公司 (KEC) 公司, 通过日立的技术转让, 获得了全套显像管设计、制造、材料工艺, 1973 年实现当时占电视成本三成以上的黑白显像管的国产化量产。

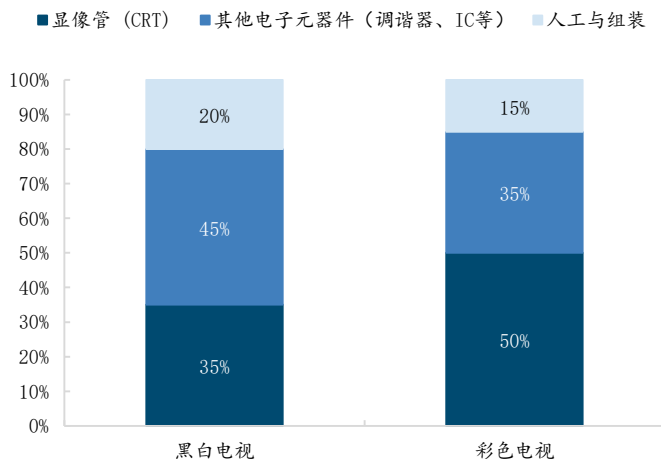


图表24: 1966年金星社生产出韩国第一台黑白电视



来源:《韩国邮报》, 国金证券研究所

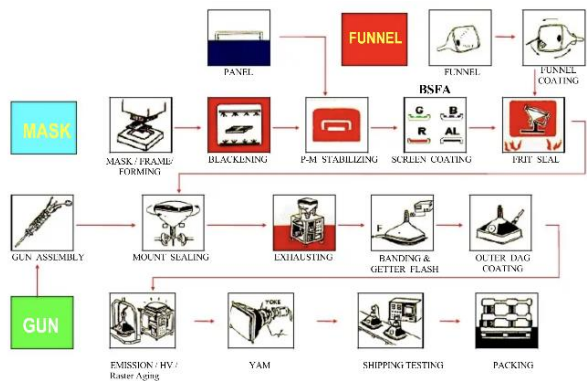
图表25: 1970s 黑白显像管、彩色显像管成本占比



来源: 美国国际贸易委员会电视显像管产业报告、兰德公司《1980年代的电信技术》, 等推算, 国金证券研究所

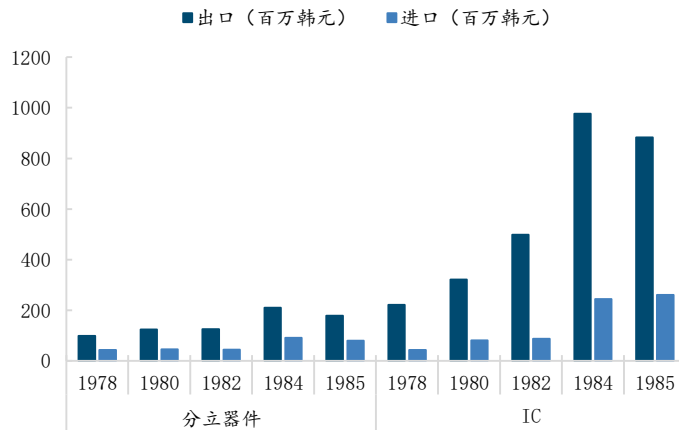
1971年, 金星社 (LG 前身) 成立半导体事业部, 目标研发生产黑电用分立器件与集成电路, 替代日本进口。至 1975 年, 韩国基本完成了显像管电视分立器件 (高频头、偏转线圈、PCB 板、结构件等非核心元器件) 的初步国产化。1975 年, 金星社研发出韩国第一块黑白电视用信号处理集成电路 (IC), 1976 年三星半导体建成韩国首条规模化集成电路封装生产线, 实现了初步国产化量产。1977 年, 韩国政府牵头, 联合三星、金星、大宇等企业成立韩国电子技术研究所 (KIET), 解决了单个企业研发能力不足的问题, 1977 年末韩国电视分立器件国产化率已接近 80%, 集成电路国产化率达到接近 20%。

图表26: CRT 电视的上游产业链拆解



来源: Scribd, 国金证券研究所

图表27: 1970s-1980s 韩国分立器件、IC 进出口



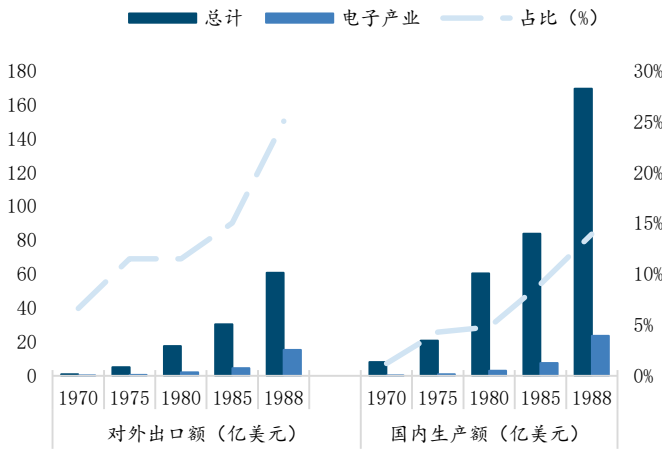
来源: EIAK, 国金证券研究所

1978 年起, 韩国进一步向上游延伸, 攻坚突破晶圆制造核心技术。此前韩国半导体产业仅具备了封装能力, 但核心的晶圆制造依然深度依赖日本进口, 1979 年三星半导体建成韩国第一条 6 英寸晶圆制造中试线, 初步实现了半导体“设计 + 制造 + 封测”全流程自主化。1980 年, 韩国半导体产业产值达到 2.3 亿美元, 主要为黑电配套的分立器件与模拟 IC。

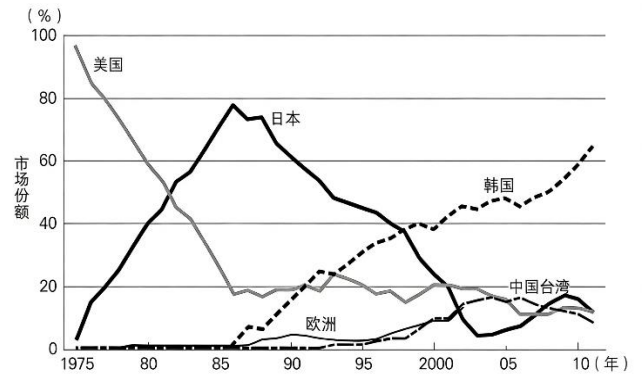
1983 年三星宣布进军 DRAM 存储芯片领域, 1984 年成功量产 64K DRAM, 成为继美日之后全球第三个掌握 DRAM 技术的国家, 并在之后两年接连推出 256K、1M DRAM。1986 年, 在政府协调下, 三星、金星、现代电子与 ETRI 联手启动了 4M DRAM 的联合研发项目, 并于 1987 年获得成功, 奠定了韩国在全球存储器市场的领先地位。半导体技术的进步与电视产业形成了强大的协同效应, 1980 年代末, 韩国半导体产值的大部分增长来自于为黑色家电配套的专用 IC。



图表28：1970s-1980s 韩国电子产业国内生产与出口变化



图表29：1975年以来各韩国在 DRAM 市场的份额变化

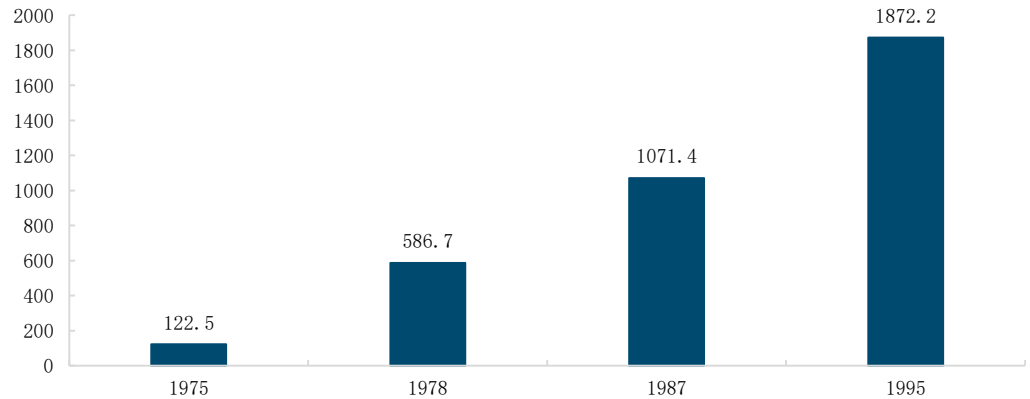


来源：世界银行产业报告，国金证券研究所

来源：《日本电子产业兴衰录》，国金证券研究所

1976 年 LG 电视年产量突破 100 万台，成为韩国首个百万台级黑电企业；1980 年韩国电视整机出口量突破 500 万台，跃升为全球第二大电视出口国；1985 年，本土黑白 CRT 元器件基本实现国产化，彩色 CRT 核心部件国产化率提升至 60%-70%，成功搭建起具备自主配套能力的本土黑电产业链，实现从代工贴牌到出口制造的转型。

图表30：1970-1990s 韩国电视产量 (单位：万台)



来源：联合国统计年鉴，国金证券研究所

3.2、韩系电视产业的崛起：1990s-2000s，技术路线精准卡位+逆周期投资，实现对日企弯道超车

1990s：技术布局起步，政策与产业协同搭建研发体系。韩国政府将平板显示产业列为国家级战略产业，效仿日本通产省的产业引导模式，联合三星、LG 和现代成立韩国电子显示产业研究协会 (EDIRAK)，出台专项研发补贴、低息长期贷款、进口设备免税等政策，全力支持 TFT-LCD 核心技术的国产化突破。

1991 年，三星电子正式成立 LCD 事业部，从美国 OIS 公司引进 12 英寸产线技术，获得关键专利授权；1995 年，三星建成韩国第一条第 2 代 TFT-LCD 量产线，玻璃基板尺寸扩大至 370×470mm，良品率从初期的 50% 在 18 个月内迅速爬坡至 80%。LG 电子 1990 年成立专门研发中心，1995 年在龟尾工厂大规模生产 TFT-LCD，同年投资 5 亿美元建设第二条生产线，逐步形成规模化研发与生产能力。



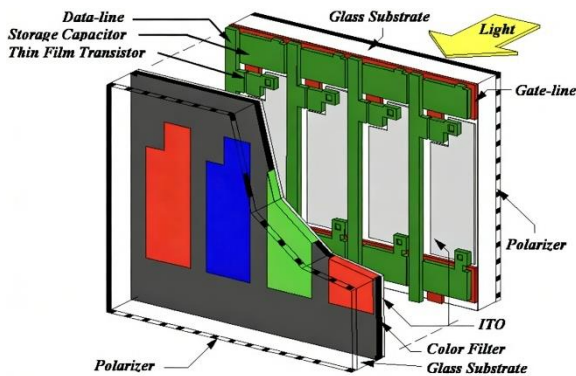
图表31：1990-2000年韩国电视产业线建设情况

三星 (Samsung)				LG Display			现代 (Hyundai)		
1992	世代	产能 (月投片量)	主要 生产尺寸	世代	产能 (月投片量)	主要 生产尺寸	世代	产能 (月投片量)	主要 生产尺寸
1993	Gen. 1	2,400	10.4 英寸						
1995	Gen. 2	20,000	10.4 英寸	Gen. 2	10,000	10.4 英寸	Gen. 2	12,000	10.4 英寸
1996							Gen. 3	5,000	12.1 英寸
1997	Gen. 3	25,000	12.1 英寸	Gen3.5	30,000	12.1 英寸			
1998	Gen. 3.5	30,000	13.3 英寸	Gen. 4	25,000	13.3 英寸	Gen. 3.5	30,000	13.3 英寸

来源：《Advanced Displays in Korea and Taiwan Province of China》，国金证券研究所

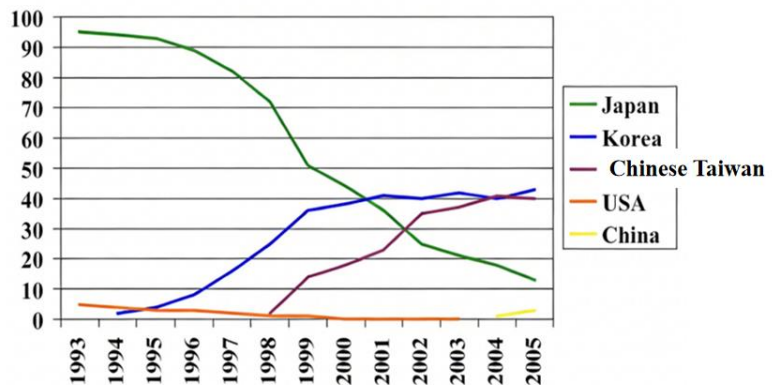
至 90 年代末，韩企已突破日系企业垄断的 TFT-LCD 核心制程技术，实现像素驱动电路集成、液晶分子取向控制等关键技术的国产化，其中三星 10.4 英寸 TFT-LCD 面板分辨率达到 800×600，响应速度提升至 80ms，接近日系同类产品水平，成功打破日系企业在显示面板领域的技术垄断。1999 年三星、LG 的液晶面板全球市占率已分别达到 18.8%和 16.2%，超越夏普跃居全球前两位。

图表32：薄膜晶体管液晶显示 (TFT-LCD) 的结构拆解



来源：Vislcd，国金证券研究所

图表33：1990s-2000s 全球面板市场份额



来源：《Metanational Learning in TFT-LCD Industry》，国金证券研究所

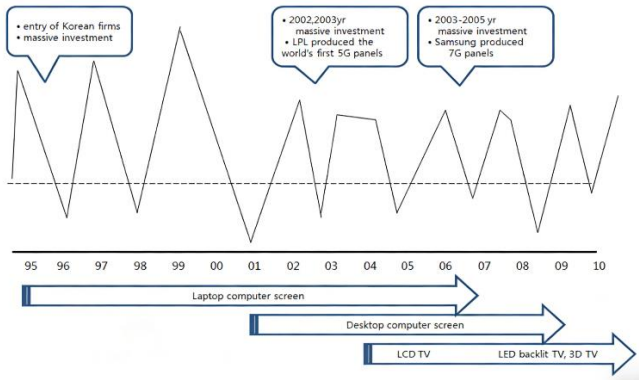
1995-2000s：逆周期投资奠定产能优势，垂直整合体系成型。

1997 年亚洲金融危机爆发，全球半导体、显示产业需求持续低迷，日系企业大幅缩减资本开支、放缓面板产线布局；而三星、LG 在韩国政府的信贷支持下逆势加码，开启大规模逆周期投资，集中资源建设 TFT-LCD 高世代面板线。LG 于 2000 年、2002 年分别建成全球最早的 4 代、5 代产线，三星则在 2001 年跟进建设 5 代线，可切割 26 英寸以上大尺寸面板，彻底打破日系企业在大尺寸面板领域的优势。

技术层面，1999 年三星率先主攻面板画质与良品率提升，优化液晶分子排列方式与背光源控制技术，将面板对比度提升至 500:1，远超日系同类产品的 300:1 的平均水平，同时突破面板镀膜、光刻制程等关键工艺，为后续良品率提升奠定基础；2000-2002 年 LG 实现 IPS 硬屏技术产业化应用与改良，解决了传统 LCD 面板视角偏色、响应速度慢的痛点，使面板可视角度提升至 170°以上，响应速度缩短至 20ms 以内，适配大尺寸电视的画质与使用需求。



图表34: 1995-2000s 韩国 LCD 企业的大规模投资



来源:《韩国 LCD 产业在东亚的成功》, 国金证券研究所

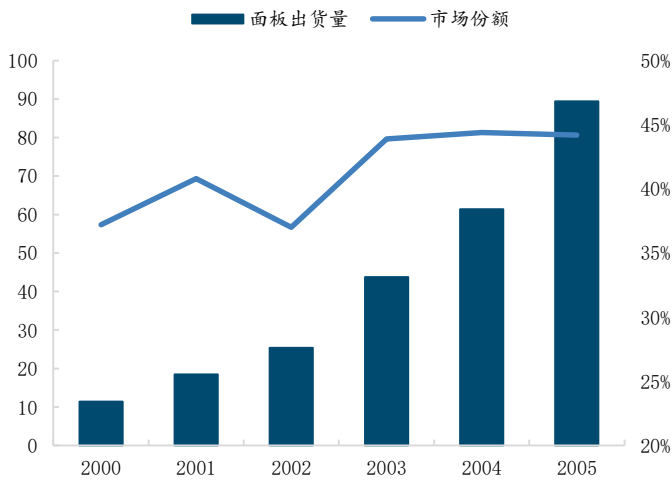
图表35: IPS 与 VA 面板可视角度对比演示



来源: LG 官网, 国金证券研究所

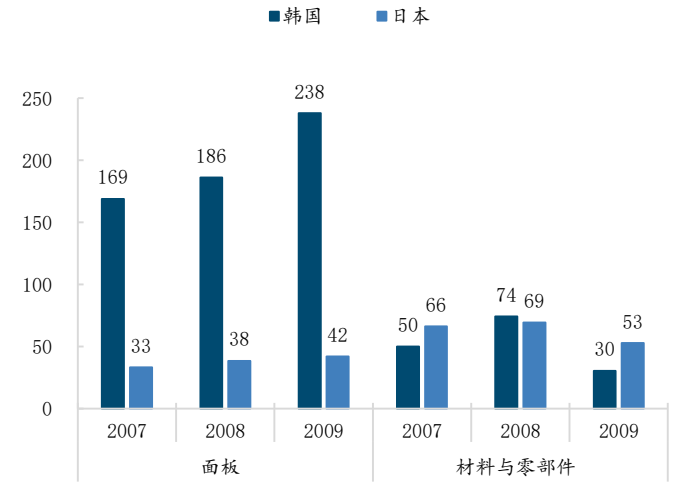
韩系企业在面板产线建设与技术突破基础上进一步深化全产业链布局: 面板自给率极高, 大幅降低整机生产成本, 同时实现技术迭代的上下游高效协同, 产品响应速度远超技术路线分散、上下游协同不足的日企。2005 年, 三星、LG 的大尺寸 LCD 面板良品率突破 95%, 单台 30 英寸以上主流彩电整机成本较日系企业低 25%-30%, 成本与技术优势显著; 同年, 韩系大尺寸 LCD 面板全球市占率突破 44%, 超越日本成为全球第一大平板显示面板生产地。

图表36: 2000-2005 年韩国 TFT-LCD 出货量与市场份额 (单位: 百万片, %)



来源:《韩国 LCD 产业在东亚的成功》, 国金证券研究所

图表37: 2000s 日韩 LCD 面板及零部件出口额 (单位: 十亿美元)



来源:《东亚 LCD 产业竞争力变迁》, 国金证券研究所

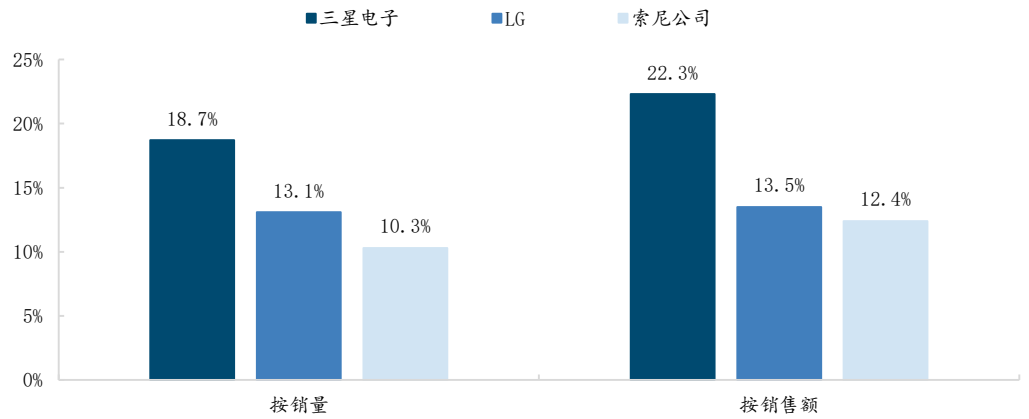
3.3、韩系电视产业的巅峰: 2000s 至今, 全球龙头地位确立, 技术迭代放缓并面临中资份额与盈利挑战

2000-2010 年: 开启品牌高端化转型, 登顶全球电视龙头。

依托面板产业链的垂直整合优势、持续的核心技术迭代与全球化营销策略, 韩系企业完成了从“规模追赶”到“高端引领”的跨越。2001 年, 三星全面退出海外大众流通渠道, 与欧美百思买、MediaMarkt、Currys 等头部专业家电连锁达成独家高端专区合作, 将电视产品均价较日系竞品拉高 10%-20%; LG 依托 LCD 面板技术推出大尺寸、超薄型高端电视, 快速切入欧美成熟市场。2006 年三星电视全球出货量 3020 万台, 超越索尼成为全球第一; 2010 年三星、LG 合计全球市占率突破 30%, 超越日系品牌成为全球黑电龙头。



图表38：2010年全球平板电视市场 Top3 品牌份额



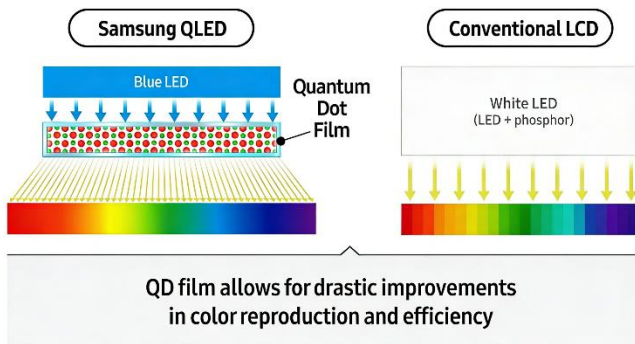
来源：Display Search，国金证券研究所

2010-2020年：OLED 技术产业化落地，高端市场统治力持续强化。

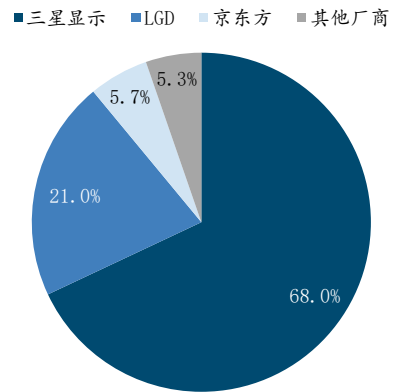
LG 于 2011 年攻克 WRGB OLED 白光技术的核心量产难题，2013 年实现全球首款 55 英寸 WRGB OLED 电视量产，引领全球高端电视进入 OLED 时代。三星于 2013 年推出全球首款 55 英寸曲面 OLED 电视，完成大尺寸 OLED 技术的产业化落地；2017 年正式推出 QLED 量子点电视品牌，建立起高端 LCD 市场的技术壁垒。2018-2019 年，三星和 LG 又分别推出 8K QLED、OLED 电视，开启电视分辨率超高清时代，进一步巩固高端市场的技术领先优势。

图表39：三星 QLED 与传统 LCD 显示技术对比

图表40：2020 年全球 OLED 面板出货量 Top3 品牌份额



来源：三星官网，国金证券研究所

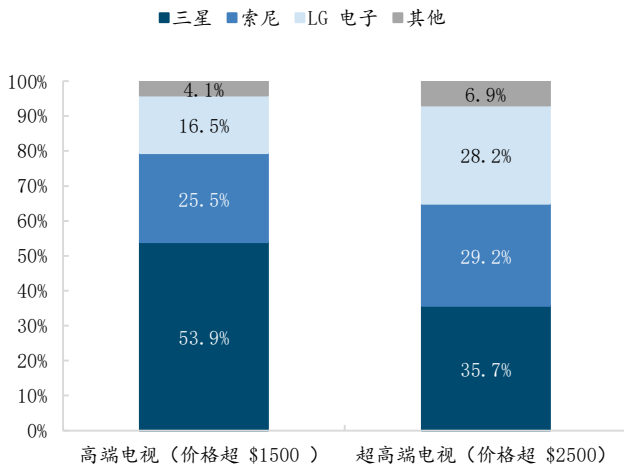


来源：UBI Research，国金证券研究所

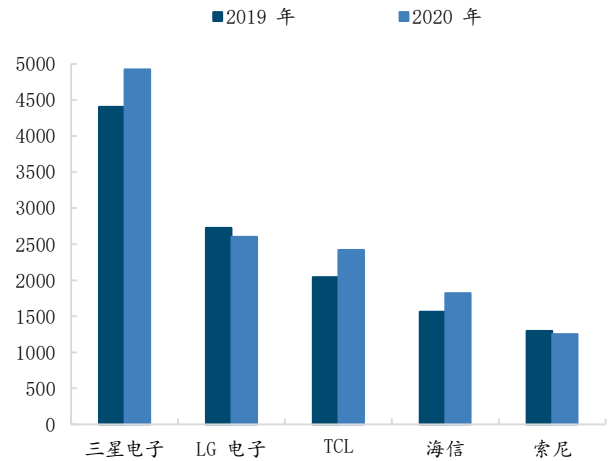
2000-2020 年间，三星连续 15 年蝉联全球电视出货量冠军，2020 年全球电视销售额市占率达 31.9%，在 80 英寸以上超大屏市场占比突破 50%，全年 QLED 电视出货量达 779 万台，较 2019 年增长 46.4%；同年 LG 电子以 16.5% 的销售额市占率稳居全球第二。截至 2020 年末，三星、LG 出货量合计市占率达 33.4%，在欧美成熟市场合计份额长期稳定在 40% 以上，牢牢锁定全球黑电产业的绝对龙头地位与高端市场核心话语权。



图表41：2017年全球高端电视市场各品牌份额



图表42：2019-2020年三星电视出货量 (单位：万台)



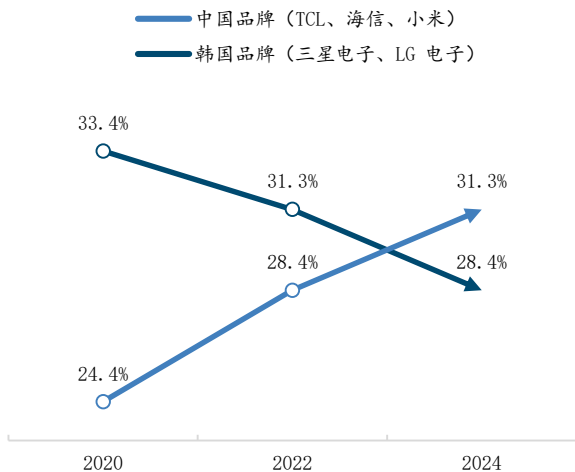
来源：韩联社，国金证券研究所

来源：Omdia，国金证券研究所

2020年至今：技术迭代放缓，面临中系企业崛起与盈利承压双重挑战。

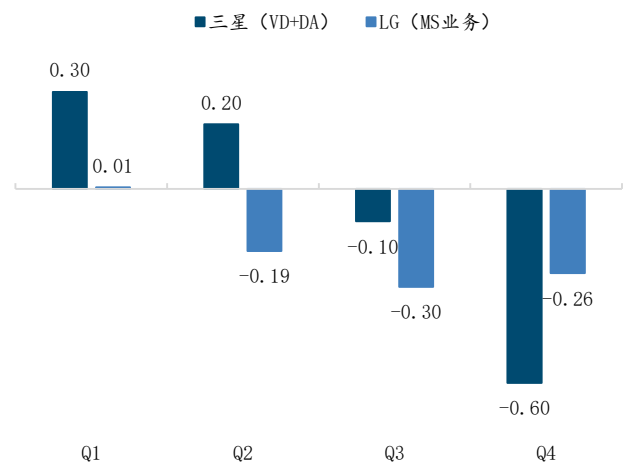
- 1) 技术迭代放缓，资产包袱凸显：在 Mini/Micro LED、8K 显示等新一代技术路线上，韩系企业固守 OLED 技术路线，对新兴技术的研发与产能布局滞后；前期巨额的 OLED 产线投资形成沉重资产包袱，既有产线的改造成本与资产减值风险显著上升，技术迭代节奏未能及时匹配市场多元化需求。
- 2) 产业链优势弱化，成本竞争力下滑：中资面板企业高世代 LCD、Mini LED 面板产能上快速扩张，2024 年中资大尺寸 LCD 面板全球市占率突破 70%，韩系企业长期依赖的面板成本优势不复存在；同时，韩系重仓的 OLED 电视因市场渗透率增长不及预期，规模效应难以有效释放，导致整机成本端持续承压。
- 3) 中资强势崛起，份额与盈利双失守：25Q1、Q2 中资品牌在全球 Premium TV 市场的份额已逼近韩系，韩国企业主导的高端市场格局正被逐渐打破。2024 年，三星、LG 合计全球电视出货市占率已降至 28%，2025Q3、Q4 二者电视业务持续亏损，经营承压态势进一步加剧。

图表43：2020s 中韩品牌全球 TV 市场出货量占有率



来源：Wit Display，国金证券研究所

图表44：2025年 LG、三星 Q1-Q4 电视业务净利润 (单位：万亿韩元)



来源：三星、LG 财务报告，国金证券研究所

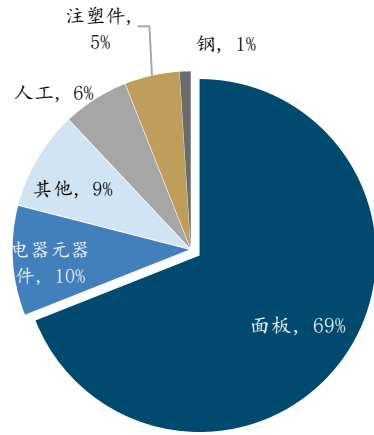
4. 中资黑电：全产业链优势加持，从全球黑电的代工厂走向世界之巅

中资的电视产业已成为全球垂直整合程度最高的黑电产业链。参考日系、韩系的黑电崛起路程，基本遵循“整机终端牵引→上游核心部件国产化→全产业链垂直整合→全球技术与供应链霸权”的成长路线。参考此条成长路径，我国黑电产业已经完成前三步，目前已经拥有垂直整合程度最高的全球黑电产业链，在生产制造端拥有了明显的成本优势，头部企业在尖端显示技术上也开始取得全球领先地位，品牌知名度及影响力也在逐步加强。

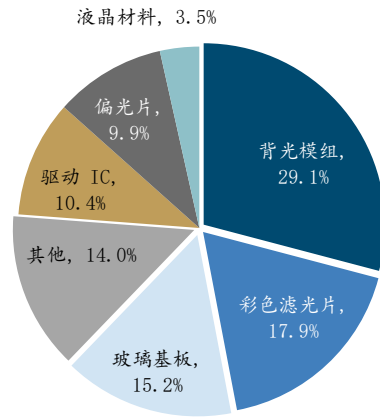


详细拆解来看，电视的 BOM 材料一般可分为以下几大类：面板、电器元器件、注塑件、钢等，其中制造面板的主要材料又可拆为：背光模组、彩色滤光片、玻璃基板、驱动 IC、偏光片、液晶材料等。

图表45：电视整机成本拆解



图表46：面板成本构成

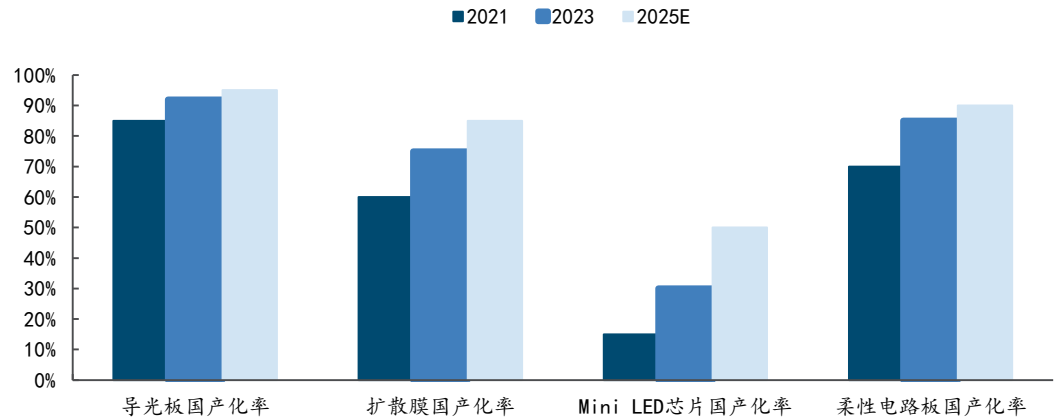


来源：智研咨询《2018-2024 年中国液晶面板行业市场竞争现状及未来发展趋势研究报告》，国金证券研究所

来源：吕延晓《液晶显示器(LCD)产业的迭代演进》，国金证券研究所

我国面板制造的核心材料国产化程度较高，核心环节均已经有一定自供能力，部分材料在全球占有率先。据《2026-2030 中国背光模组行业运行状况及需求规模预测报告》，截至 2024 年，背光模组中如导光板、扩散膜、反射膜等核心材料国产化率已经超 70%，据高工 LED 统计，Mini LED 芯片国产化率超过 92%，其中三安光电在高端 Mini LED 芯片市占率达到 38%，位居全球第一。据 Omdia 统计，25Q1 全球背光模组出货中我国大陆前五厂商合计市占率达到 52.3%，较 2020 年提升 13.7pct。此外，如玻璃基板、偏光片、彩色滤光片等早年“卡脖子”的环节也实现了较好的国产化替代与自主供应。

图表47：背光模组核心部件国产化率持续提升



来源：《2026-2030 中国背光模组行业运行状况及需求规模预测报告》，国金证券研究所



图表48: 面板制造的核心材料国产化程度高

面板核心材料	国产化率
背光模组	25Q1 全球出货中我国大陆前五厂商合计市占率达到 52.2%
彩色滤光片	中国大陆 CF 国产化率已从 2018 年的不足 30%提升至 2024 年的 65%
玻璃基板	高强度玻璃基板为例, 国产化率由 2024 年的 58.3%提升至 2025 年的 61.7%
驱动 IC	26 年全球 LCD DDIC 出货中我国约占 32%
偏光片	2025 年中国偏光片厂商产能占据全球偏光片总产能的 65%
液晶材料	液晶材料的国产化率已近 90%

来源:《2026-2030 中国背光模组行业运行状况及需求规模预测报告》、赛迪顾问、夸克财经、DISCIEN、菁云资本、显示世界, 国金证券研究所

我国显示产业链形成了强大的集群效应, 生产成本显著低于海外企业。我国显示屏产业链已经形成了长三角、珠三角、成渝、华中四大核心集群, 长三角产业带形成了全球最密集的 LCD/OLED 综合产业集群, 汇集了高世代 LCD 产线+印刷 OLED 设备+上游材料企业, 珠三角地带则集中了 TCL 华星+玻璃模组+终端整机制造集群等。产业链优势加持下, 我国电视厂商的平均生产成本显著低于韩系企业。我们测算 24 年海信、TCL 单台电视的平均生产成本在 1300-1500 元之间, 而根据三星、LG 电子的数据推算其单台电视平均制造成本在 2500 元左右。

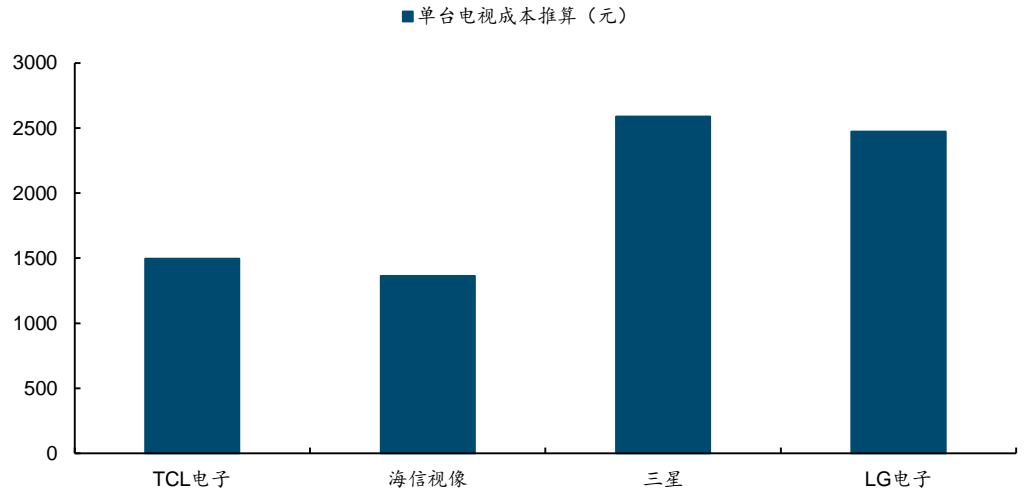
图表49: 我国显示产业链集群效应强

环节	产业中心城市	典型企业
面板制造 (LCD/AMOLED)	深圳、广州、武汉、成都、合肥、重庆	BOE、TCL华星、天马、维信诺
玻璃基板	合肥、芜湖、武汉	康宁、旭硝子、彩虹
偏光片	合肥、芜湖、深圳	三利谱、盛波
OLED 发光材料	上海、合肥、苏州	宇亮、永乾、力勤
背光模组	东莞、深圳	瑞仪、峰尚
喷墨打印设备	合肥、苏州	国创科、精测电子
检测设备	武汉、苏州、深圳	精测电子、运泰利
模组厂	深圳、惠州、东莞	华星模组、京东方模组、蓝思科技
终端品牌	深圳、上海	华为、小米、联想、TCL、创维

来源: 显示与机器人, 国金证券研究所



图50: 推算三星、LG的单台电视平均成本远高于TCL、海信



来源：各公司24年财报，国金证券研究所 注：三星、LG未披露电视业务毛利率，采用电视所在部门opm加回期间费用率的方式推算，其中由于三星半导体业务占比较高，其电视部门研发费用率以家电占比更高的LG电子研发费用率替代

5. 投资建议与估值

参考日系、韩系的黑电崛起路程，基本遵循“整机终端牵引→上游核心部件国产化→全产业链垂直整合→全球技术与供应链霸权”的成长路线，而品牌厂的崛起离不开制造端的加持。作为早期美国企业的代工厂，日本通过将集成电路（IC）的技术应用于电视制造，在大幅提高良率的同时降低了制造成本，半导体产业的崛起强化了核心零部件的自供能力，进一步扩大了成本优势，逐渐在成本、技术上反超美国，进而实现了品牌升维，1980s走向全球第一。

韩系的崛起与日本相似度极高，早期以OEM代工模式积累制造经验，在政府产业政策引导下，逐步攻克显像管、分立器件、电视专用集成电路等核心环节，后又在DRAM领域建立起领先的半导体精密制造、薄膜沉积、光刻、良率控制能力，形成强大的工艺与制造know-how积淀。进入TFT-LCD时代，韩企凭借工艺迁移优势+逆周期投资实现对日本的弯道超车，最终登顶全球。

以史为镜观察我国黑电产业，经过20多年发展已经完成整机牵引、部件国产化、全产业链垂直整合前三阶段布局，建成全球最成熟、配套最完整的黑电产业链，过去制约行业发展的“卡脖子”环节均在加速国产化，部分关键材料已经实现全球领先，生产制造端成本优势显著，头部品牌企业在如RBG-Mini LED等显示技术路线上也开始取得领先地位，品牌知名度及影响力亦逐步加强，在“产品+渠道+品牌”三位一体的攻势下加速抢占海外份额，品牌商有望实现“量价双升”，推荐TCL电子、海信视像。

6. 风险提示

- 1) 面板价格波动。面板价格占电视整机成本较高，黑电企业的盈利能力对面板的价格波动较为敏感。
- 2) 海外需求不及预期。公司的长期成长逻辑与海外市场的需求情况息息相关，地缘政治、贸易保护、经济景气度下滑等因素有可能导致海外需求不及预期。
- 3) 外汇波动。公司海外收入占比较大，汇兑波动或对利润产生一定影响。
- 4) 竞争加剧。Mini LED电视近年发展迅速，国内厂商纷纷入局，竞争加剧下Mini LED产品对盈利能力的改善效果可能不及预期。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-80234211	电话: 010-85950438	电话: 0755-86695353
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100005	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址: 北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址: 深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究