

证券研究报告·行业深度

黑电行业研究分析框架： 中国企业大时代，重新审视黑电价值

——解决四个关键问题

分析师：马王杰

mawangjie@csc.com.cn

SAC 编号：S1440521070002

研究助理：吕育儒

lvyyuru@csc.com.cn

发布日期：2023年8月2日

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

核心观点

从四个关键问题入手剖析黑电行业的投资价值



➤ **核心观点：**我们认为黑电行业利润空间广阔，估值具有提升空间。从收入端来看，国内外竞争格局优化，头部品牌份额有所提升，叠加大屏化、高端化趋势明显，产品结构优化，有利于均价提高，收入有望持续增长；从成本端来看，面板周期属性弱化，面板价格中枢有望稳中有降，波动幅度有望显著减小；从利润端来看，电视厂商的利润率预期通过“格局、结构、成本”三个维度得以提升。预期未来行业周期属性淡化，估值逻辑从周期属性（PB）变化为消费属性（PE），叠加国内头部厂商盈利能力改善，估值拥有提升空间。

报告摘要

- **国内外竞争格局改善，中国大陆品牌加速崛起。**在全球电视需求稳定的背景下，国产品牌通过抢占份额实现增长。国内竞争格局改善，以海信、TCL为代表的头部品牌份额持续提升，领先竞品的幅度不断扩大，第二梯队逐渐掉队。海外竞争格局也有所改善，中国大陆厂商抢占份额快速崛起，海信、TCL等国产品牌跻身第一梯队，2022年全球出货量市占率分居第二、第三名。销量成长性方面，短期跟踪变量是销量增速，长期跟踪变量是销量份额。
- **大屏化、高端化趋势明显，收入有望持续增长。**国内外品牌大尺寸产品、高端化产品占比提升，有利于产品提高单价。目前国内品牌单价较低，2022年，海信、TCL的电视收入均为60亿美元左右，而LG、三星的相关业务收入分别接近150、275亿美元，差距明显，主要系国产品牌均价与韩系相比仍较低，未来伴随着海信和TCL等国产品牌的高端化、大屏化产品结构趋势兴起，均价有望逐步提升，缩小与韩系的差距。均价成长性方面，短期跟踪变量是产品结构，长期跟踪变量是品牌价格指数。
- **面板周期性影响弱化，未来面板价格中枢有望稳中有降。**从价格来看，面板成本长期下降，下游电视企业受益。从周期来看，LCD面板长期仍将占主导地位，并且周期属性逐渐减弱，主要受技术、供需、格局、策略等多个方面影响。短期判断，目前面板价格已经回到现金成本线，面板厂商稼动率随之部分回升，短期面板价格有望在2023Q3稳定；长期判断，随着面板周期属性弱化，面板价格中枢有望稳中有降，并且价格波动幅度有望显著减小。面板价格方面，短期跟踪变量是稼动率，长期跟踪变量是供需比。
- **电视厂商的利润率通过“格局、结构、成本”三个维度得以提升。**1) 格局：海外黑电盈利水平高于白电，目前国产品牌海外份额持续提升，同时，国产头部品牌在海外市场普遍使用轻资产运营模式，有望实现高利润率。2) 结构：国内头部品牌产品结构优化，未来头部品牌有望复刻三星成长路径，先以质价比抢占中低端市场，再逐步导入高端产品提升品牌价格指数。3) 成本：面板周期对电视毛利率的影响削弱，主要系面板价格方差波动减少，同时头部品牌供应链管理体系完善，成本控制能力加强，并且能够灵活调整终端售价，成本传导能力增强，预期未来中国厂商盈利水平趋于稳定。
- **黑电行业价值得到重估，估值有上升空间。**过去受面板周期影响，没有稳定的利润预期，故采用PB估值；预期未来一定程度上穿越面板周期，能够有稳定的利润率及利润预期，故采用PE估值。当前海信视像、TCL电子、创维集团的市盈率PE（2023E）分别为13倍、10倍、5倍左右，随着面板周期属性逐渐淡化，国内头部电视厂商的国内外市场份额进一步提升，产品结构持续优化，盈利持续改善，对比海外龙头，估值仍有提升空间。
- **投资建议：**彩电竞争格局趋好，龙头品牌的市场份额和产品结构持续提升和优化，支撑盈利能力稳定向上。推荐全球化、高端化、多品牌战略成效显著，市场份额提升及产品结构优化持续兑现的彩电龙头**海信视像**，关注电视业务稳健改善，持续开拓业务新增长点**TCL电子**。
- **风险提示：**市场需求下降、面板价格反弹、人民币汇率波动。

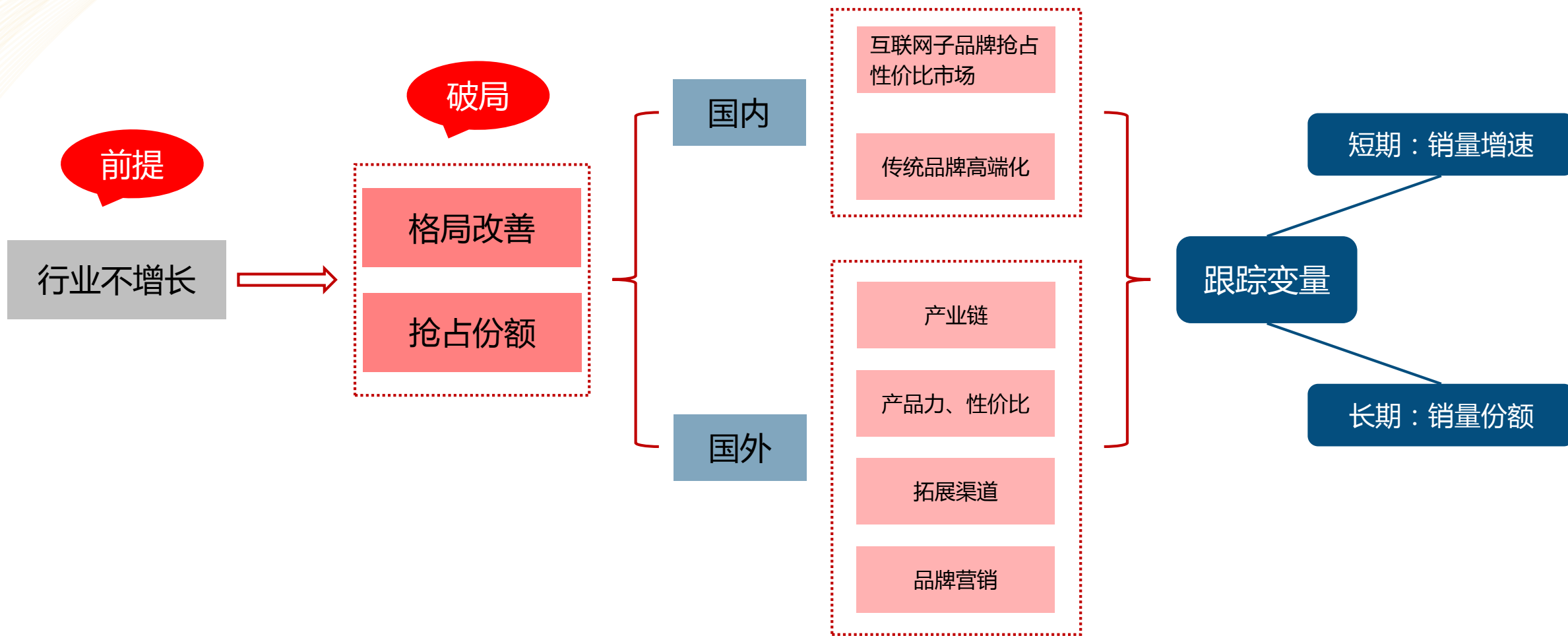
汇报内容

- 01. 企业成长性在哪里？——从量的角度分析
- 02. 企业成长性在哪里？——从价的角度分析
- 03. 如何穿越面板周期？——从成本的角度分析
- 04. 企业利润率是否会提升？——从利润的角度分析
- 05. 企业如何估值？——从估值的角度分析

PART 1

企业成长性在哪里？ ——从量的角度分析

一图看懂国产品牌销量的成长性

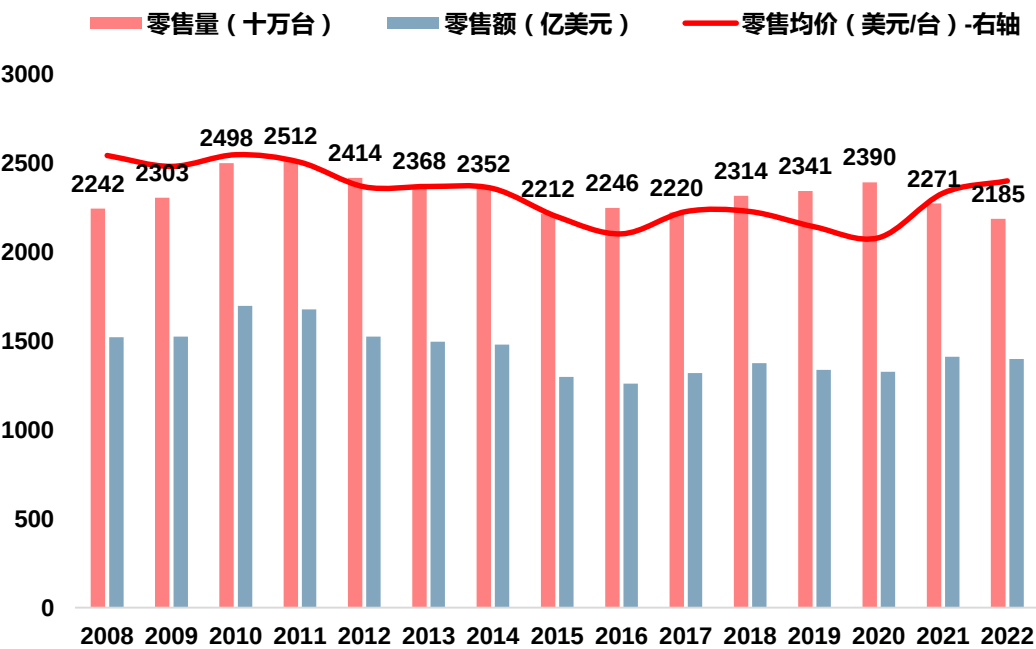


行业需求：国内与海外市场规模预计平稳或略降

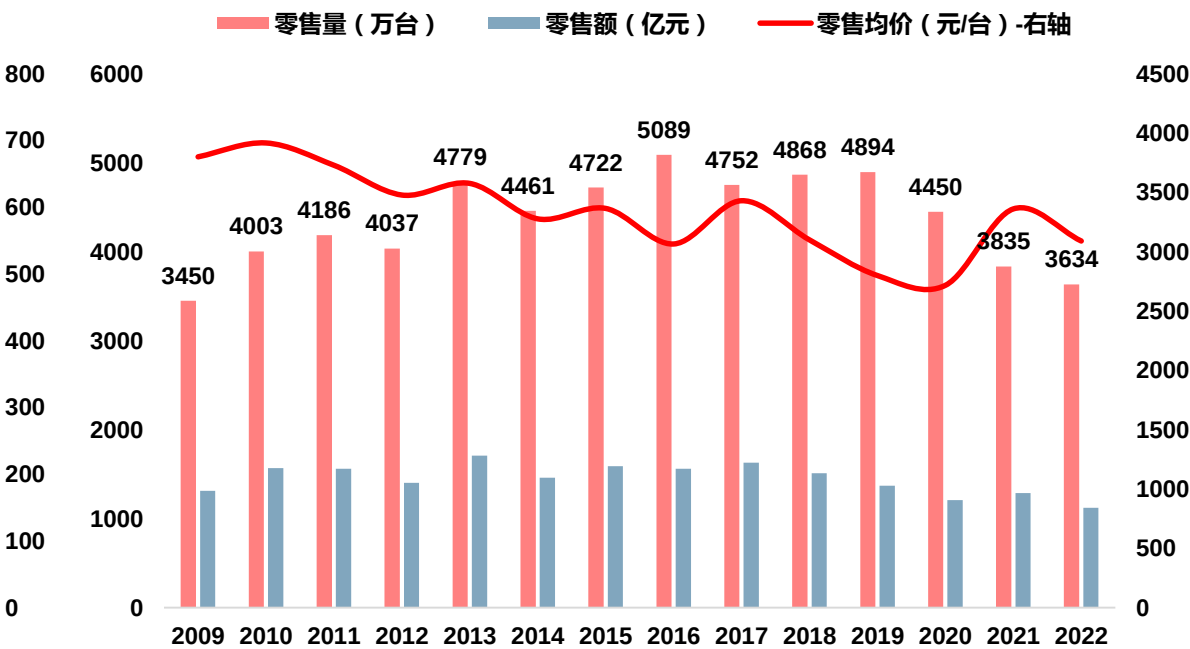
➤ 从需求来看，全球电视行业进入存量竞争阶段，新兴市场可能贡献一定增量，但在智能电视广泛普及下，难有大幅增长。

- 1) 全球市场：2008年至2022年，零售量、零售额的CAGR分别为-0.18%、-0.59%。
- 2) 国内市场：2009年至2022年，零售量、零售额的CAGR分别为0.40%、-1.18%。

图：全球电视市场规模



图：中国电视市场规模



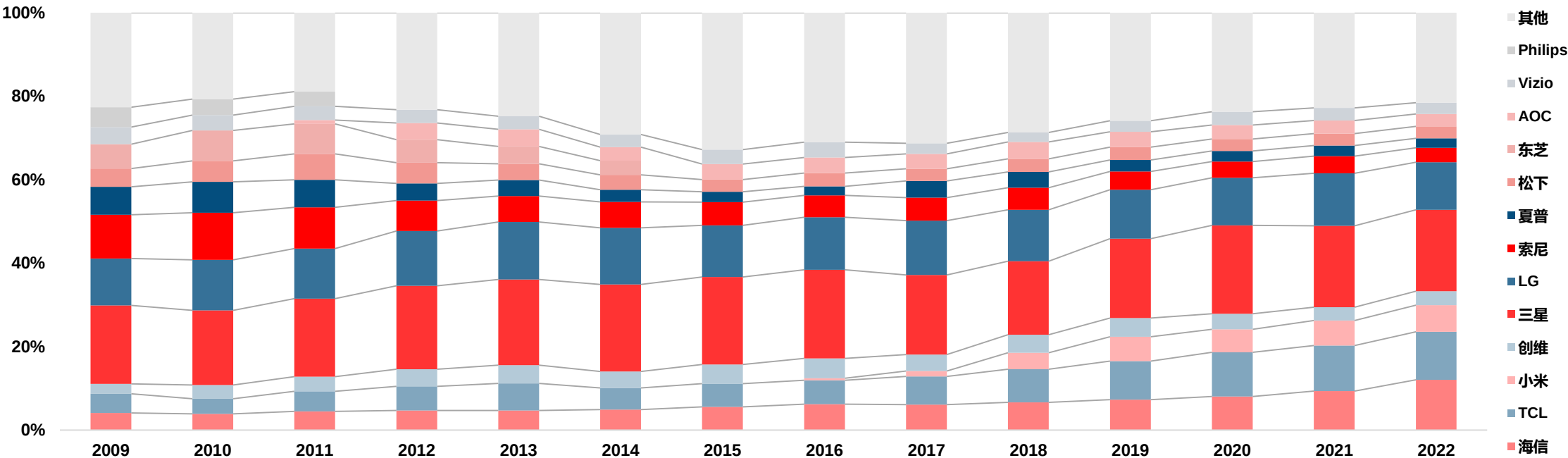
竞争格局：国产头部品牌通过抢占份额实现增长

➤ 从格局来看，以海信、TCL为代表的中国大陆品牌加速崛起，抢占海外品牌份额，从而实现销量增长。

1) 国产品牌：2009年至2022年，海信份额从4.10%提升至12.05%，TCL份额从4.60%提升至11.51%。

2) 海外品牌：2009年至2022年，三星份额稳定在19%左右，LG份额稳定在11%左右。

图：各品牌全球出货量市占率（含子品牌）



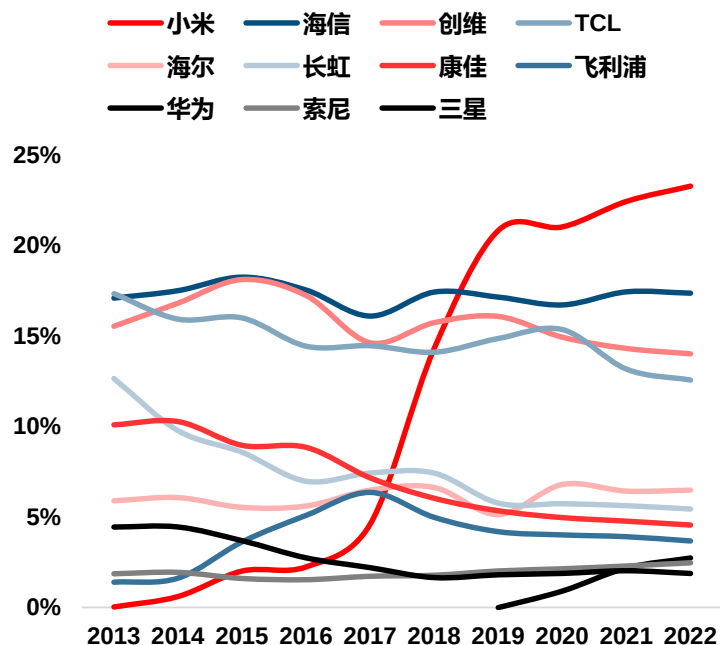
国内市场：竞争格局颠覆性变化，TOP3份额持续提升

国内市场份额向头部品牌集中，第二梯队及长尾品牌份额被蚕食。

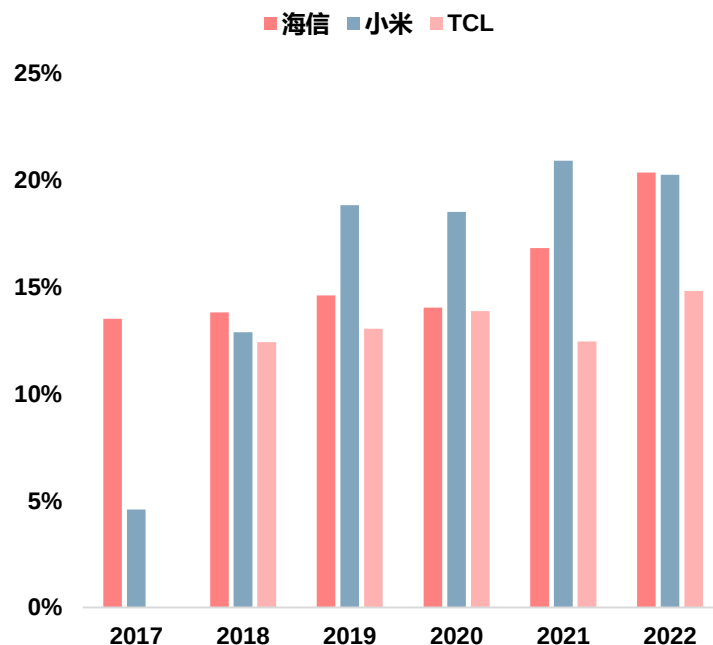
1) 第一阵营：2022年海信、小米、TCL的国内出货量份额分别为20.4%、20.3%、14.8%，创维的国内零售量份额为14.0%。

2) 其他品牌：第二阵营（长虹、康佳、海尔）与外资四大品牌（索尼、三星、飞利浦、夏普）的国内出货量份额持续下降。

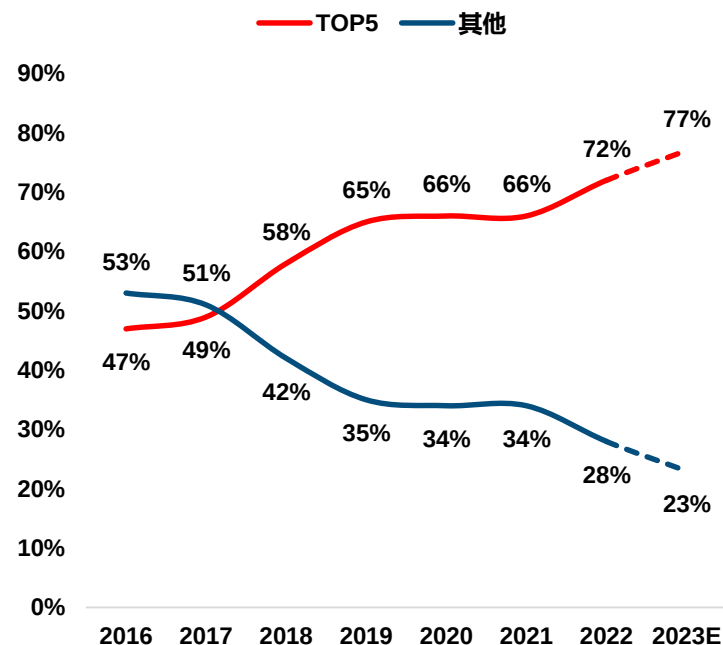
图：各品牌国内销量市占率（不含子品牌）



图：各品牌国内出货量市占率（含子品牌）



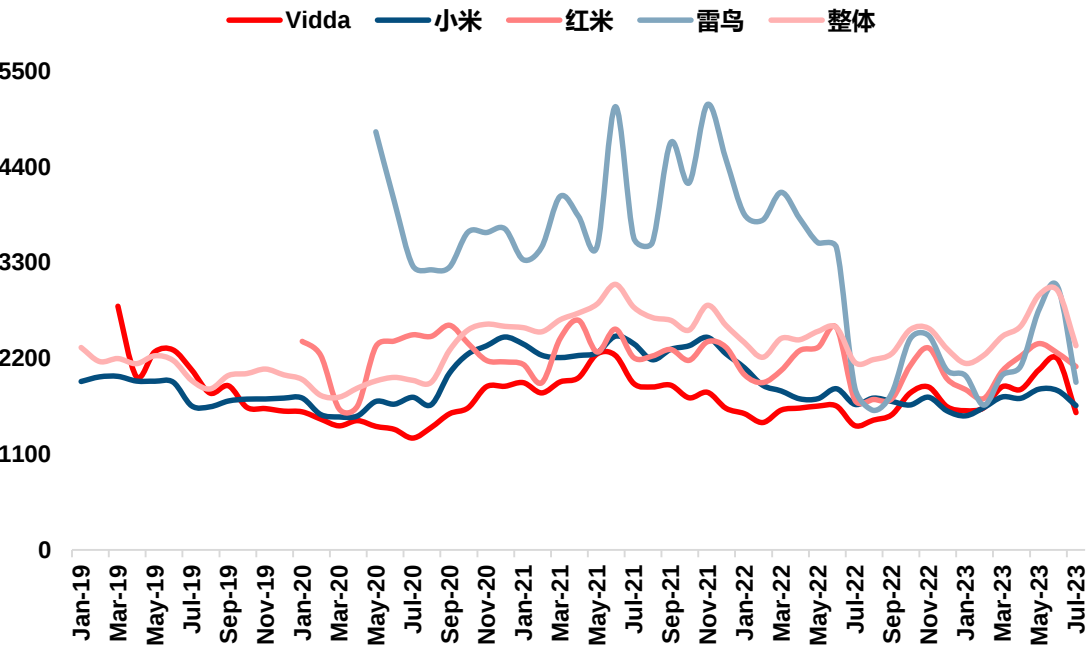
图：国内TOP4品牌市场份额趋势



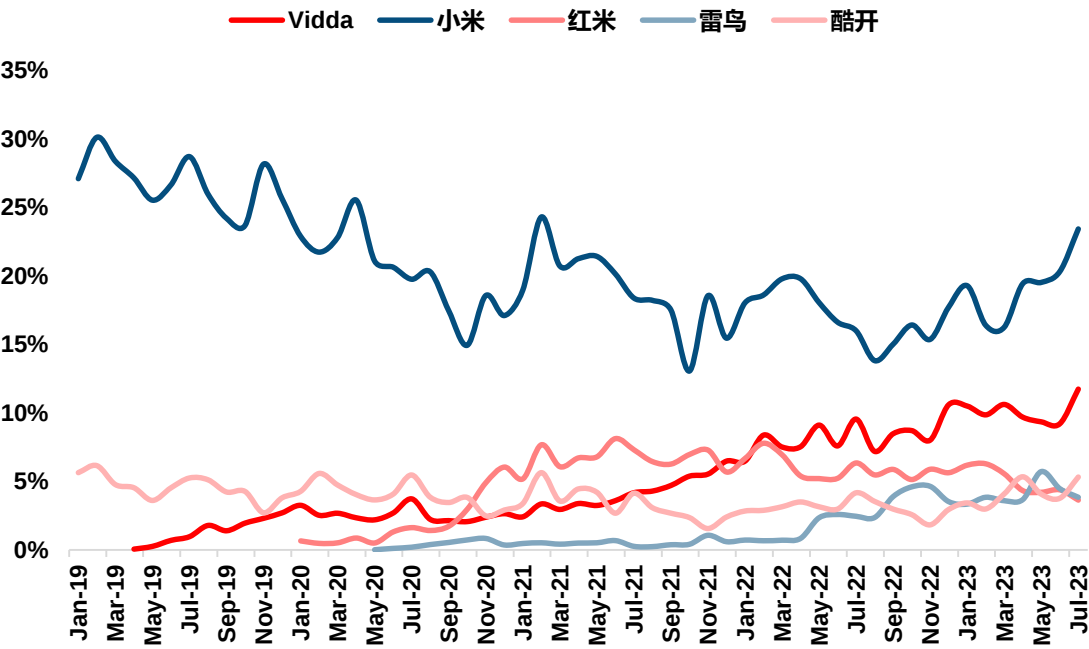
国内市场：互联网低价策略失效，小米份额提升趋势停滞

➤ **互联网电视竞争加剧，小米没有成本优势。**价格战推动传统彩电厂商补短互联网生态，海信、TCL分别推出子品牌Vidda、雷鸟，坚持质价比并明确年轻化品牌定位，并且，传统厂商的互联网子品牌能够复用主品牌的制造、设计和渠道能力，拥有强大的性价比基础；而小米电视由代工厂生产，不具备成本优势。因此，小米电视在低价竞争中力不从心，不断丢失市场份额，在此背景下推出主打极致性价比策略的红米电视品牌，但也未能阻挡Vidda、雷鸟蚕食份额。

图：互联网电视头部品牌均价对比（元）



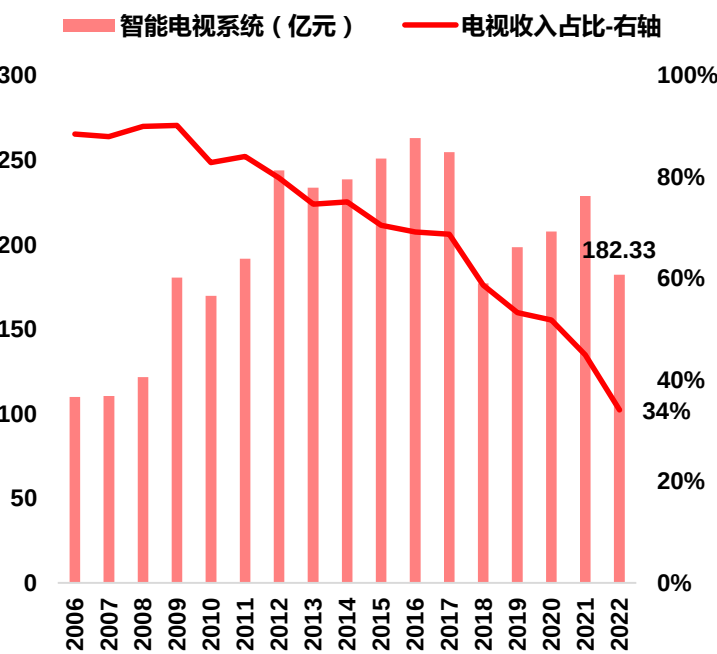
图：互联网电视品牌线上销量市占率



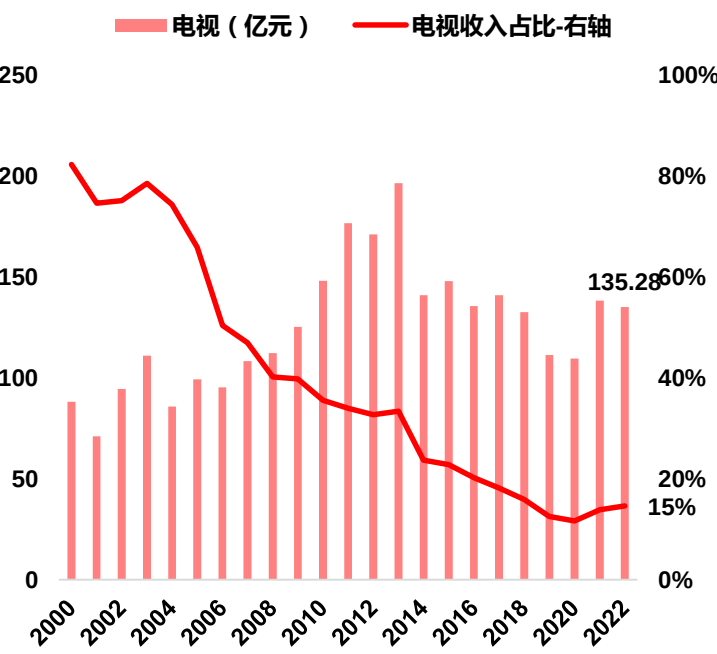
国内市场：创维与第二梯队逐渐掉队，传统电视巨头业务重心偏离

➤ 以创维、长虹、康佳为代表的传统巨头电视收入及占比减少，与头部品牌的差距越来越大。Euromonitor数据显示，2012年创维、长虹、康佳在中国市场的零售量份额均为10%以上，创维位列TOP3，长虹、康佳与前三名份额仅差3-4pct，2022年创维降至14%，长虹、康佳下降至5%左右，与前四名份额差距拉开到10pct以上。我们认为，传统巨头失位的主要原因是其业务重心向其他方向转移，2022年创维集团、四川长虹、深康佳的电视收入分别为182.33、135.28、50.23亿元，占总收入比重分别为34%、15%、17%。

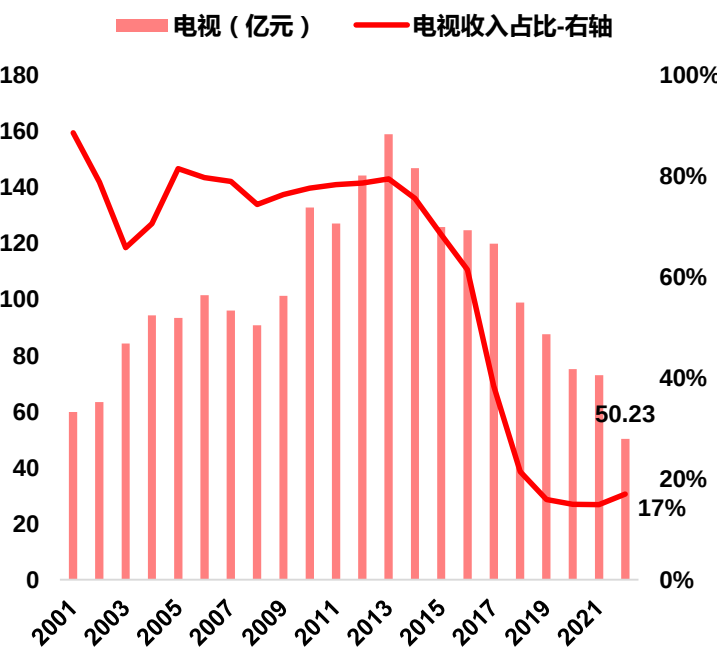
图：创维集团电视收入占比降至34%



图：四川长虹电视收入占比仅为15%



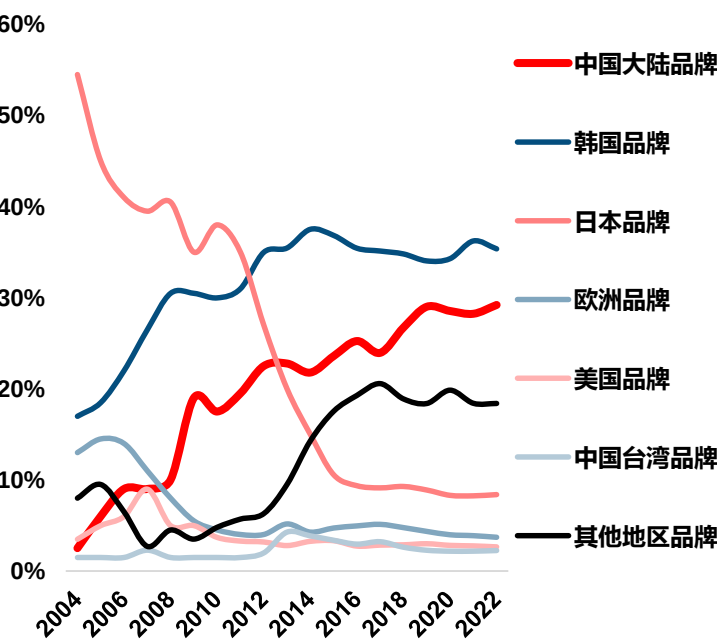
图：深康佳电视收入占比降至17%



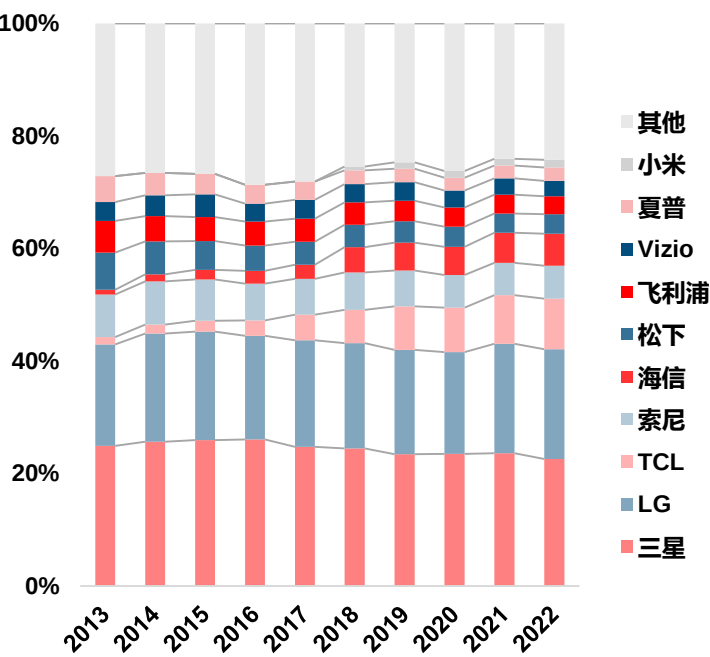
海外市场：竞争格局逐步改善，中国大陆品牌加速崛起

➤ **海外竞争格局改善，国产品牌崛起并向韩系逼近。**日本电视厂商忽视液晶显示技术变革，没有掌握液晶面板制造技术，失去成本优势，长期利润亏损，品牌竞争力和市场份额逐渐丧失。韩国和中国大陆电视产业把握技术发展趋势和垂直一体化，并且重视市场拓展和品牌营销，目前在海外市场，韩国厂商持续领跑，三星、LG的市场份额维持领先地位；中国大陆厂商快速崛起，海信、TCL等国产品牌跻身第一梯队，海外出货量份额迅速上升。

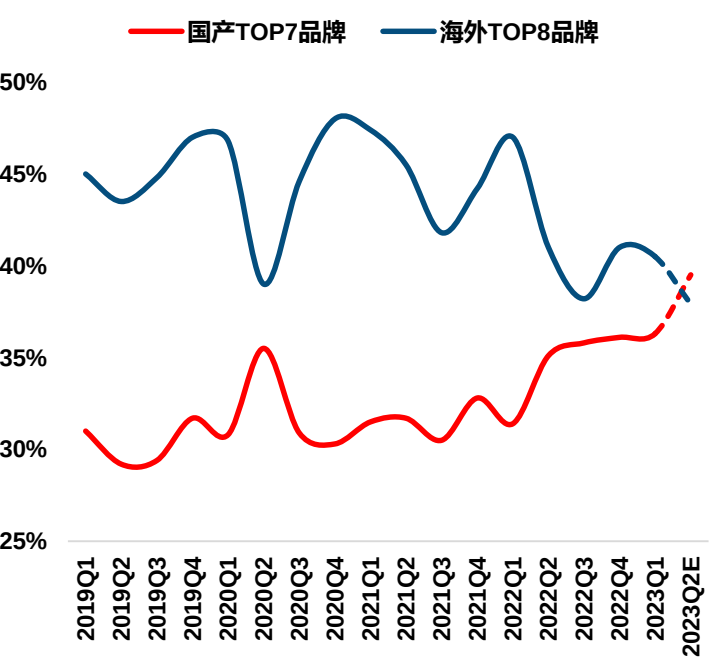
图：各区域品牌全球出货量份额



图：海外市场各品牌出货量市占率



图：国产品牌与海外品牌全球市场出货份额



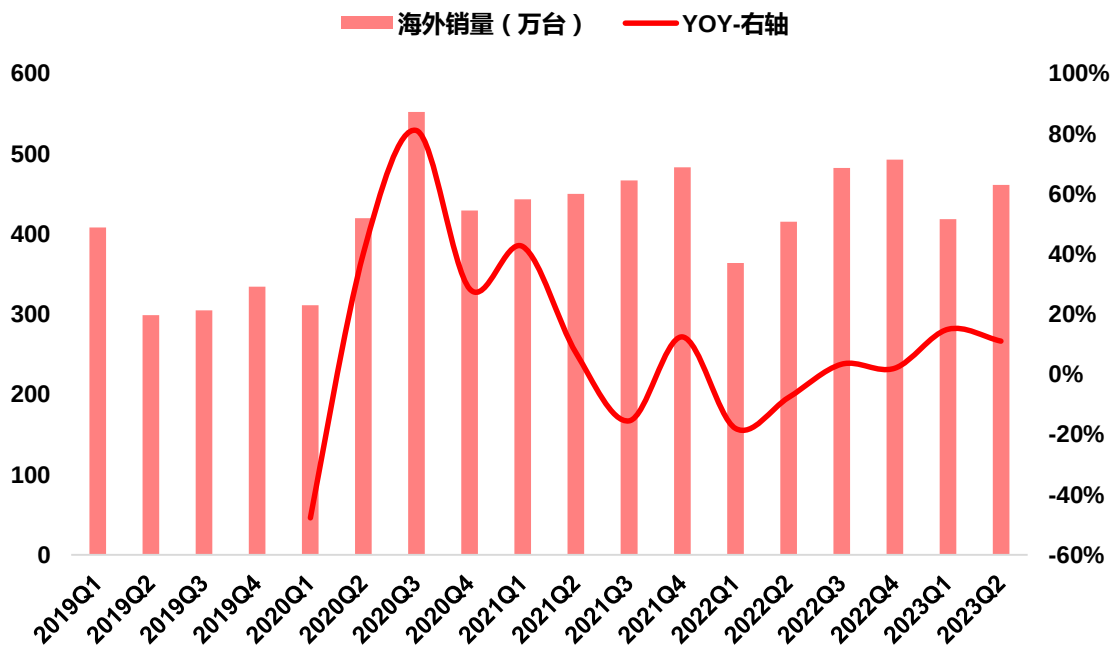
海外市场：国产品牌具有性价比优势，海外市场份额明显提升

➤ **国产品牌电视畅销海外市场，海外销量持续增长。** 国产头部品牌凭借持续提升的产品力及性价比优势，其电视产品得到主流市场认可，具有放量基础和替代空间。根据海信、TrendForce数据，海信液晶电视的海外售价突破500美元，2023Q1海外市场500美元以上的销量同比增长45.4%，Q2海信电视跻身北美前三，市占率提升至13.5%。根据TCL电子数据，2023年上半年TCL电视在海外市场的出货量同比增长12.9%，其中Q1、Q2分别同比增长15%、11%左右，上半年美国出货量同比增长25.6%，零售量位居前三。

表：TCL、海信电视与其他品牌产品的参数对比

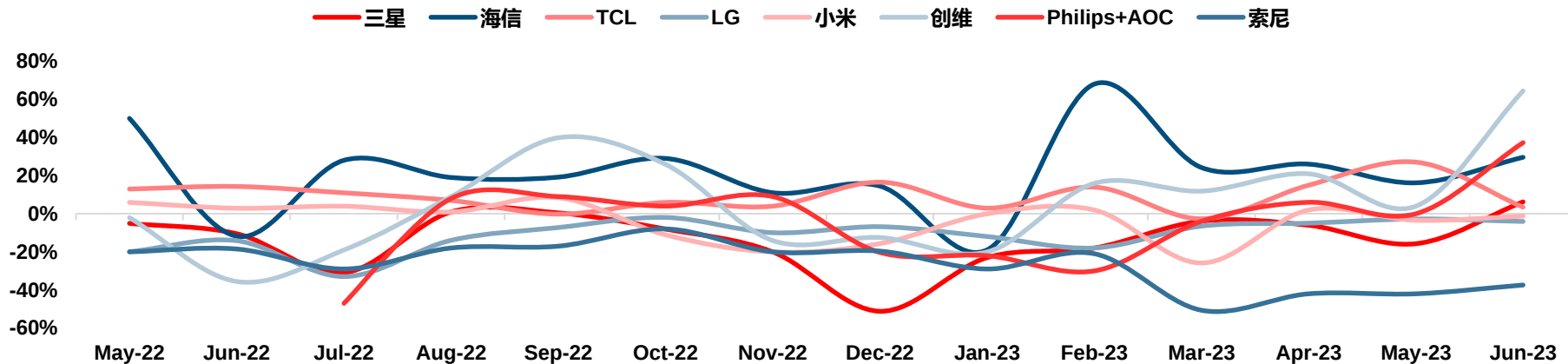
品牌型号	TCL R655	海信 U8H	三星 S95B	LG G2	索尼 A95K
技术类型	QLED	Mini LED	OLED	OLED	OLED
综合评分	8.5	8.7	9.1	9	9
电影	8.7	9	9.4	9.2	9.3
电视节目	8.2	8.3	8.8	8.6	8.7
体育	8.1	8.3	9	8.9	8.9
游戏	8.8	9	9.3	9.3	9.2
HDR电影	8.6	8.9	9	8.7	8.9
HDR游戏	8.7	9	9.3	9.1	9
显示器	8	8.3	9.7	9.5	9.6
价格 (吋/美元)	55/876.00 65/902.49 75/1334.74	55/877.49 65/1282.49 75/1963.62	55/1199.00 65/1430.11	55/1620.00 65/1791.23 77/3149.99	55/2059.11 65/2298.00

图：TCL电子海外电视销量整体增长

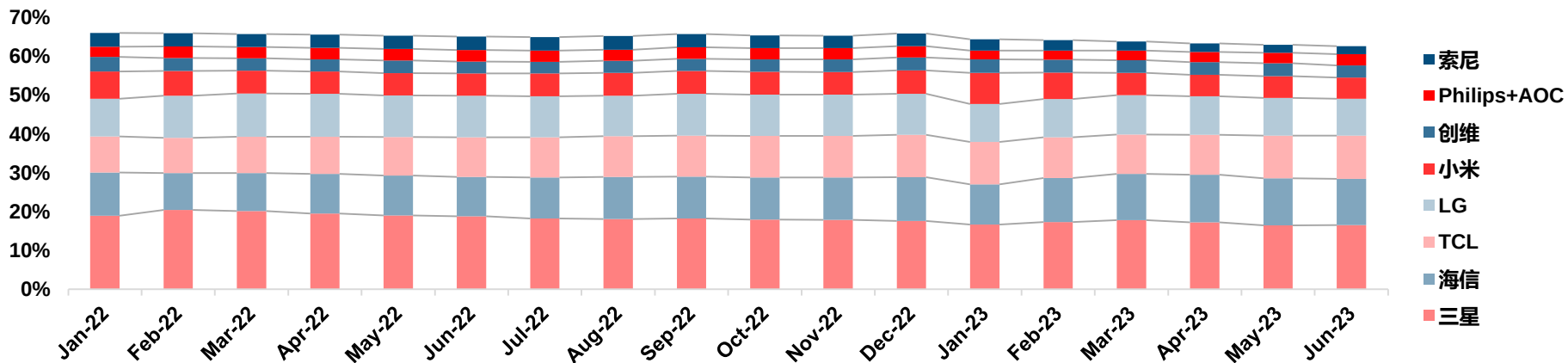


短期跟踪变量是销量增速，长期跟踪变量是销量份额

图：各品牌全球电视出货量当期增速



图：各品牌全球电视出货量累计份额



短期

销量增速

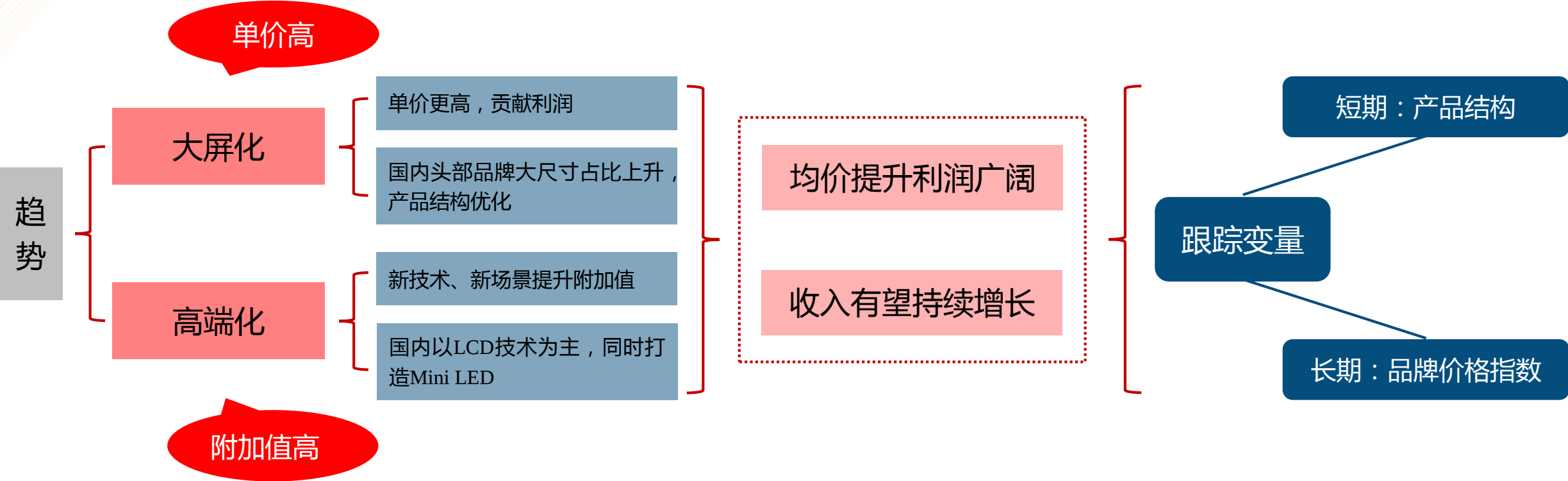
长期

销量份额

PART 2

企业成长性在哪里？ ——从价的角度分析

一图看懂国产品牌均价的成长性



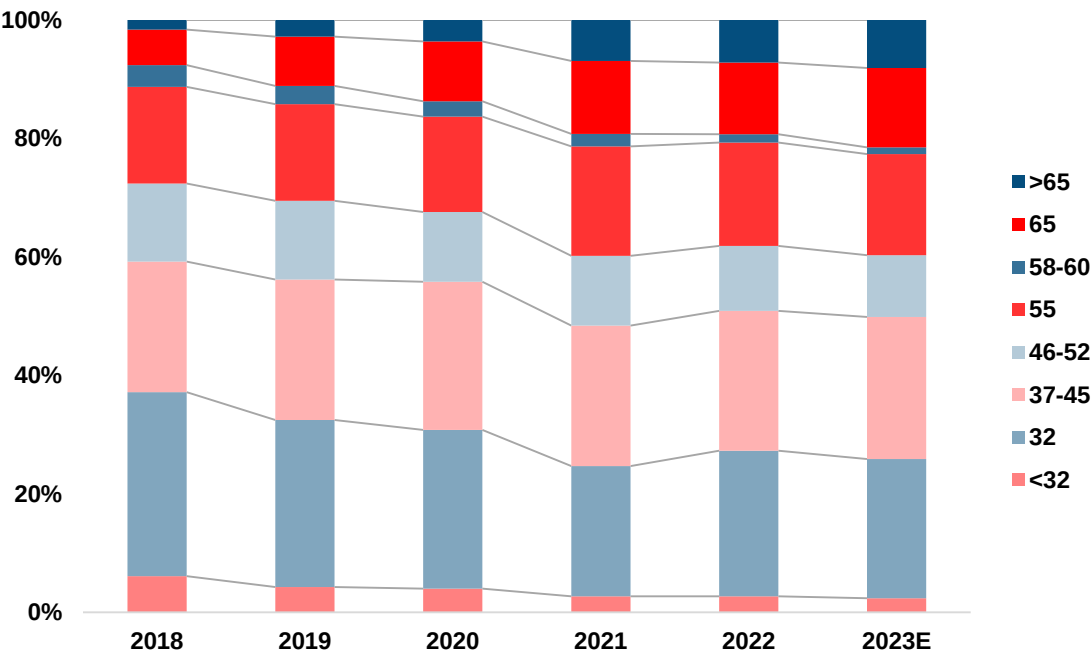
资料来源：立信证券

大屏化：国内与海外市场大尺寸电视占比提升

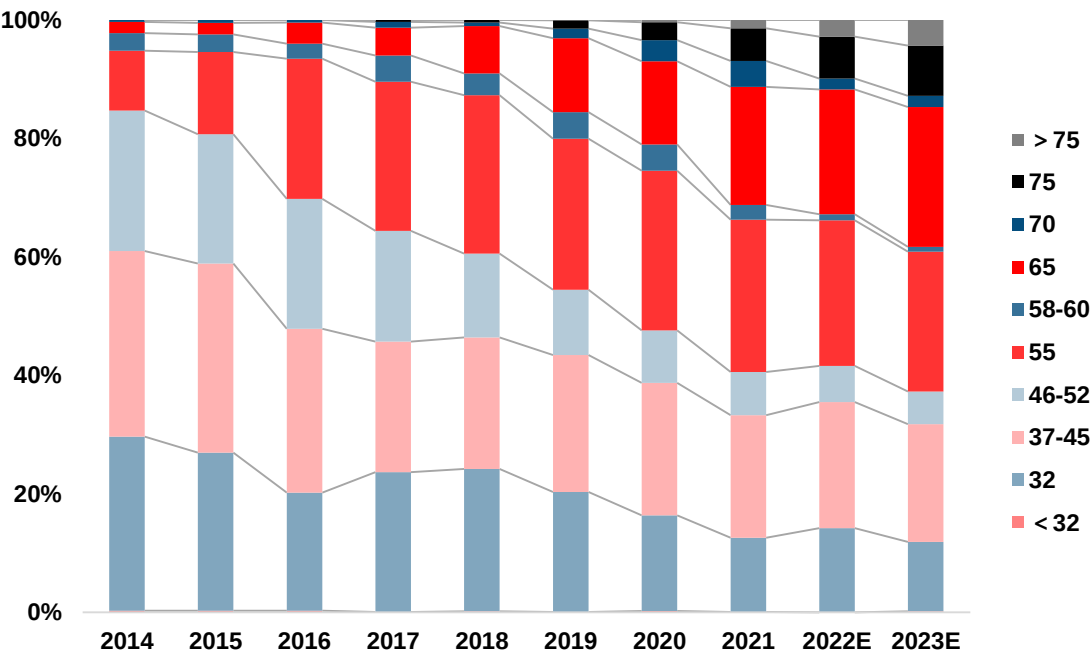
➤ 人均住房面积扩大推动大尺寸电视需求增长，大尺寸面板产能释放及成本下降推动供应增加，全球大尺寸电视占比提升。

- 1) 全球市场：65吋及以上电视出货量占比将由2018年的7.6%提升至2023年的21.5%。
- 2) 国内市场：65吋及以上电视出货量占比将由2014年的2.2%提升至2023年的38.3%。

图：全球电视各尺寸出货量占比



图：中国电视各尺寸出货量占比



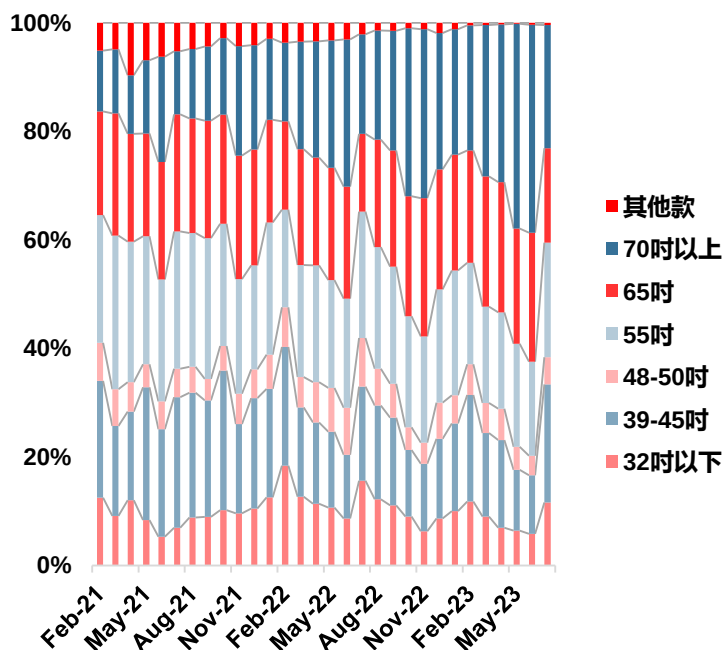
国内头部品牌大尺寸占比提升，产品结构优化

海信、TCL等国内龙头企业通过子品牌抢占性价比市场，主品牌逐步转向高端化市场，产品结构领先行业。

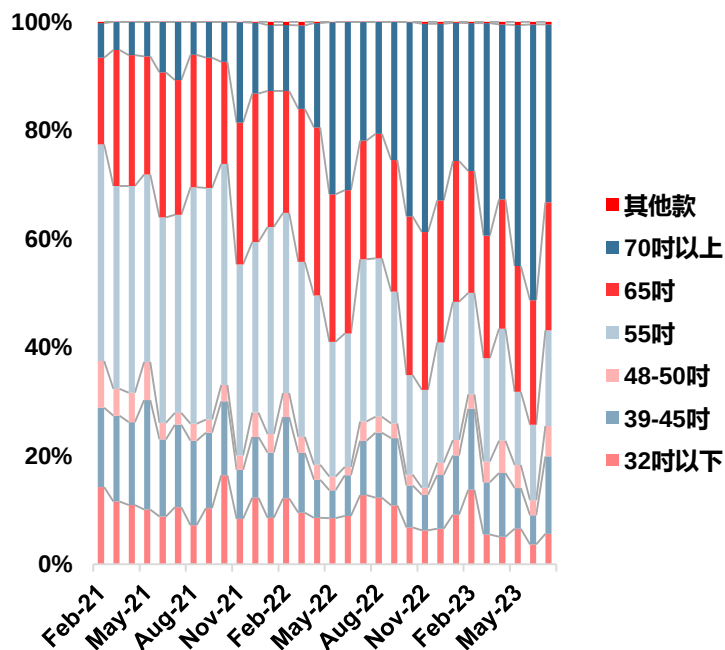
1) 海信系：2023年1-7月，65吋及以上电视线上零售量占比达51%，同比提升12pct；根据海信官网数据，海信电视在美国市场三分之一的产品是70吋+。

2) TCL系：2023年1-7月，65吋及以上电视线上零售量占比达61%，同比提升13pct。

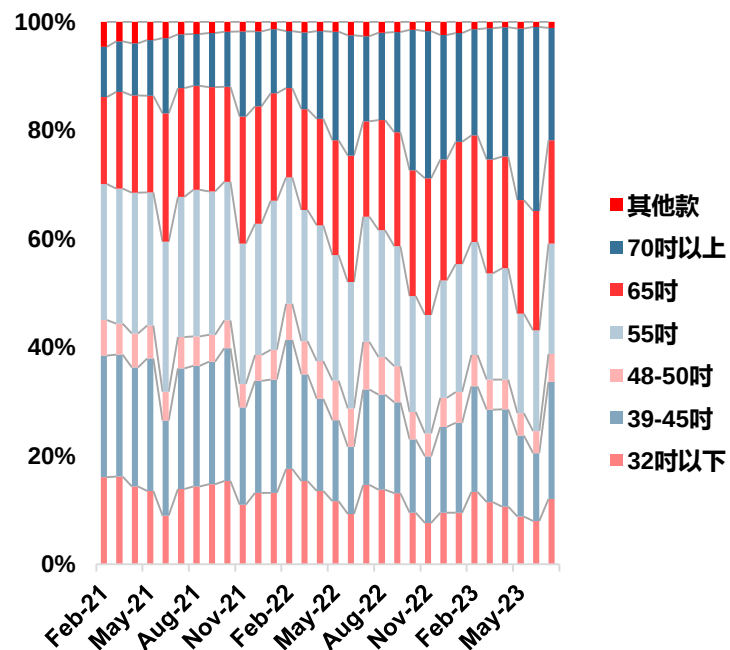
图：海信系电视各尺寸产品线上零售量占比



图：TCL系电视各尺寸产品线上零售量占比



图：行业电视各尺寸产品线上零售量占比



资料来

更多免费行业报告

并购家

www.ipoiipo.cn

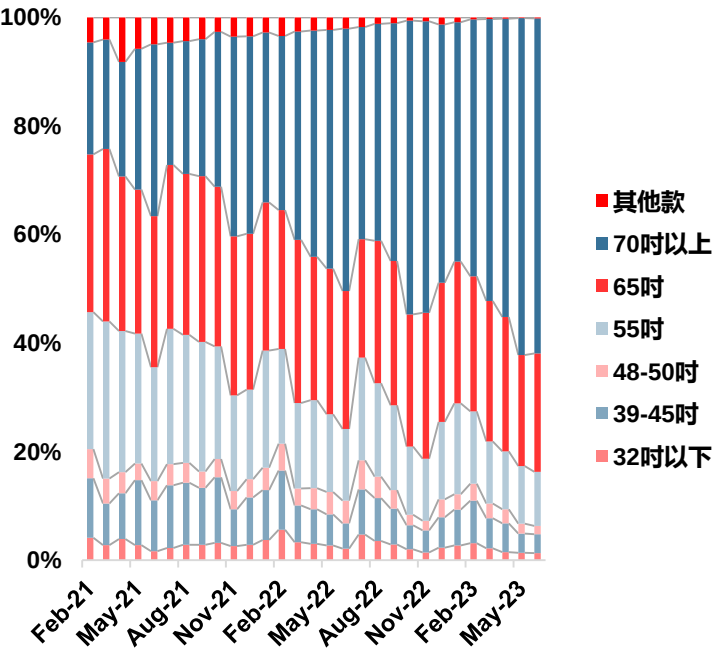
系包括TCL、雷鸟、乐华。)

大尺寸电视单价更高，贡献更多收入和利润

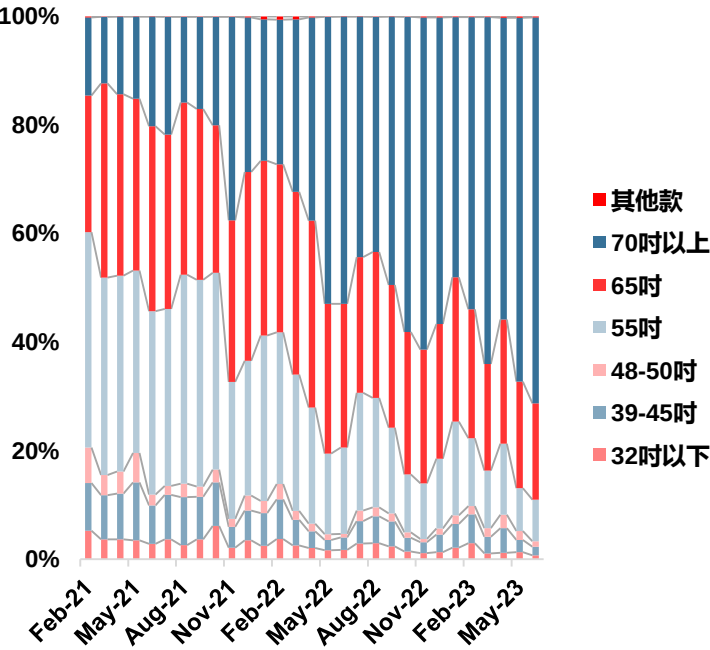
➤ 海信、TCL产品结构领先行业，大尺寸电视均价及收入贡献更高。

- 1) 海信系：2023年1-7月，65吋及以上电视线上零售额占比达77%，同比提升12pct。
- 2) TCL系：2023年1-7月，65吋及以上电视线上零售额占比达83%，同比提升12pct。

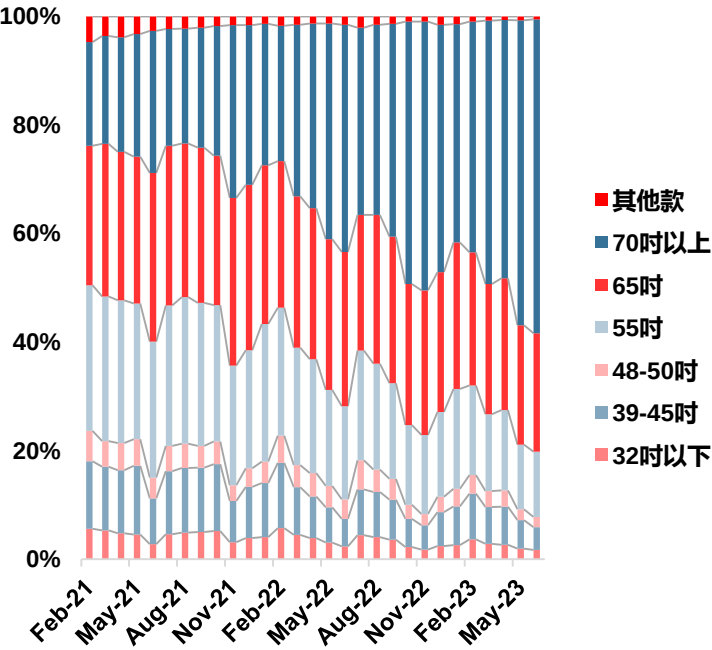
图：海信系电视各尺寸产品线上零售额占比



图：TCL系电视各尺寸产品线上零售额占比



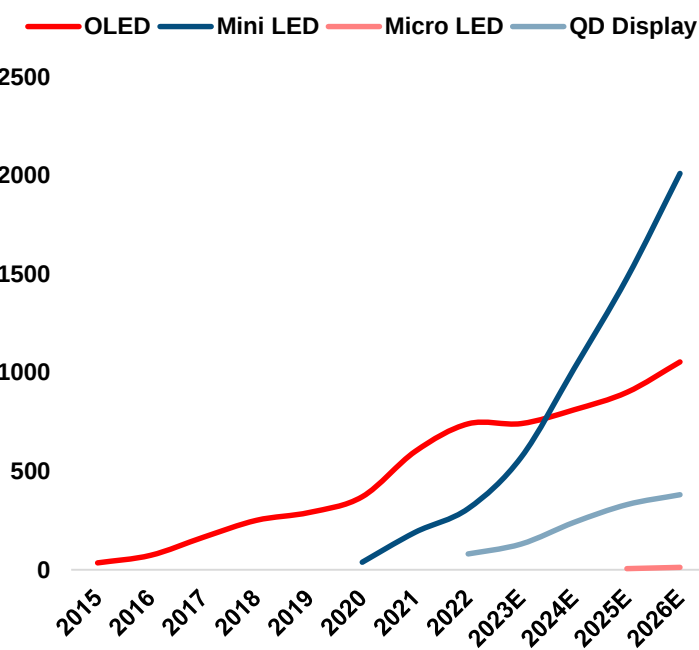
图：行业电视各尺寸产品线上零售额占比



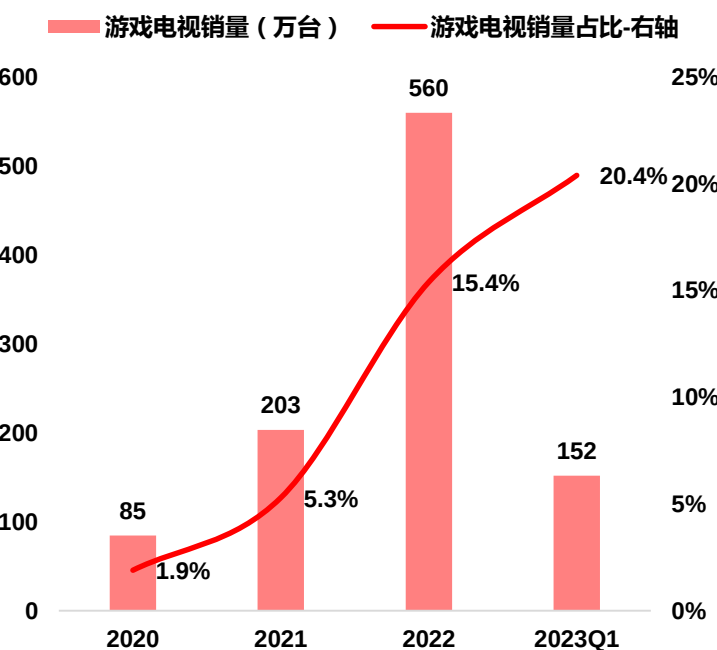
高端化：新技术、新场景产品拓展迭代

➤ **技术突破抢占高端市场，电视边际创新拓展场景化新品。**长期来看，通过技术突破和产品创新抢占高端市场成为提升均价的关键。一方面，QLED、OLED、Mini LED、Micro LED电视渗透率逐渐提升；另一方面，电视厂商探索更多使用场景增加消费者的电视需求，当前游戏电视已经逐步普及，成为电视行业场景化爆款产品，电视厂商从更多维度拓展场景化新品，如音乐电视、移动电视、户外电视等层出不穷。

图：全球新兴技术电视出货量预测（万台）



图：中国彩电市场游戏电视销量及占比



图：2023年春季推出的部分场景化新品



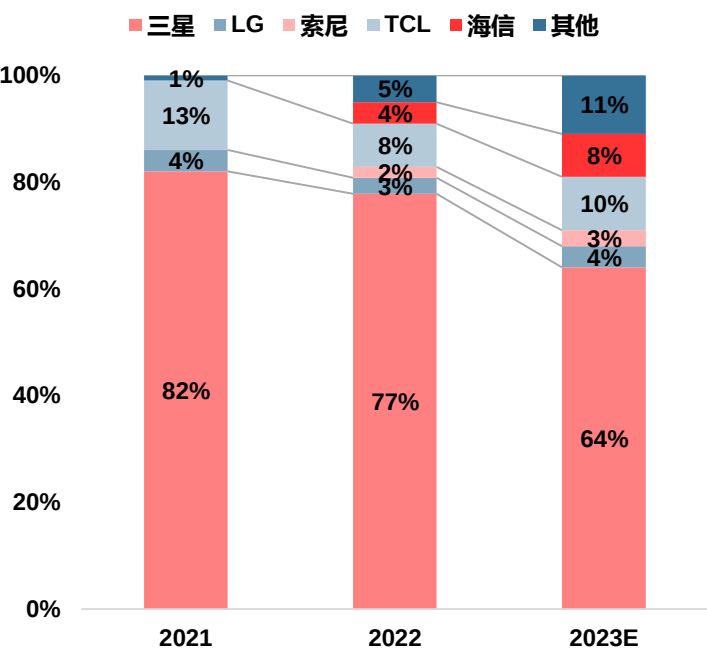
主要电视品牌各细分市场进行多点布局，发力高端市场

需求的差异化使得部分细分市场仍存在增长机会，个性化、场景化等高溢价产品成为趋势。中韩品牌技术赛道逐渐分化，从近两年中国品牌的动态及新品发布来看，中国品牌厂技术方向重点仍在LCD，并且这种趋势预计在近年内不会有大变化，同时重点打造画质有提升、价格又相对公道的Mini LED，并探索新的使用场景，如游戏电视、音乐电视等。

表：主要电视品牌产品布局

品牌	Mini LED	OLED	激光电视	8K	游戏	超大尺寸	专注
海信	√	√	√	√	√	85/88/90/98/100/110/120/150	激光电视、Mini LED
TCL	√	×	×	√	√	82/85/98/100	Mini LED、75吋以上
小米	√	2023年停产	×	√	√	82/86/90/98/100，2023年计划推出85/90	超大尺寸
三星	√	√ (QD-OLED、WOLED计划中)	√	√	√	82/85/86/98	QD-OLED
LG	√	√	√	√	√	83/86/88/97	OLED
索尼	√	√ (WOLED&QD-OLED)	√	√	√	83/85/98/100	OLED
夏普	√	√	√	√	√	85/86	8K
飞利浦	√	√		×	√	85/86	OLED
创维	√	√	√	√	√	82/85/86/88/90/98/100	OLED
长虹	√	已经停产	√	√	√	82/86/90/98/100/120	8K
海尔	×	√	√	×	√	85/98/100	
康佳	√	√	×	√	√	82/85/86/98	

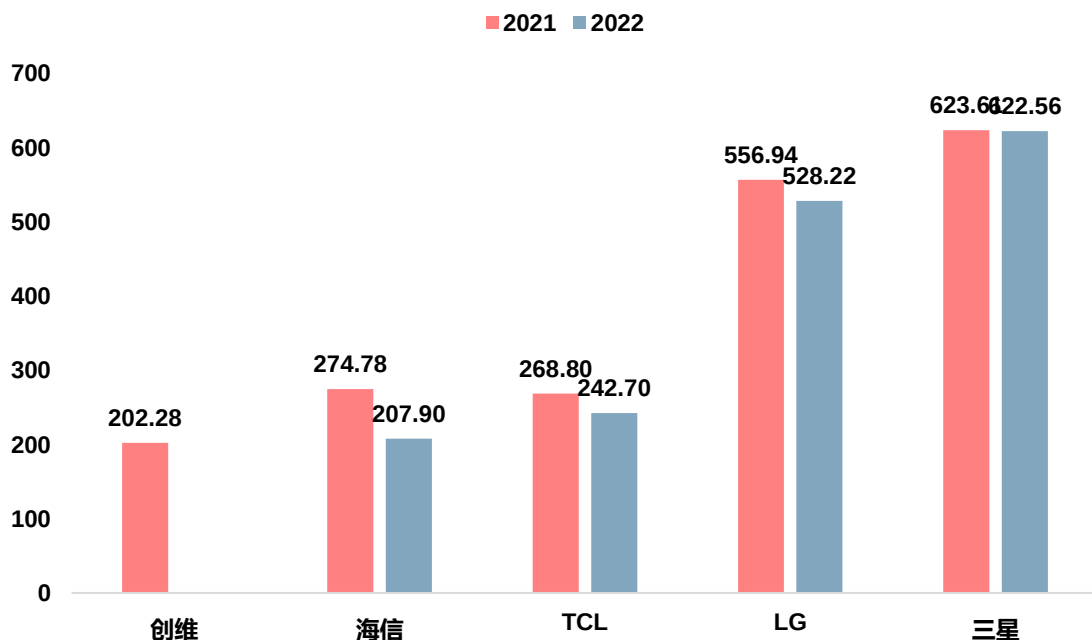
图：全球Mini LED背光电视品牌出货量份额



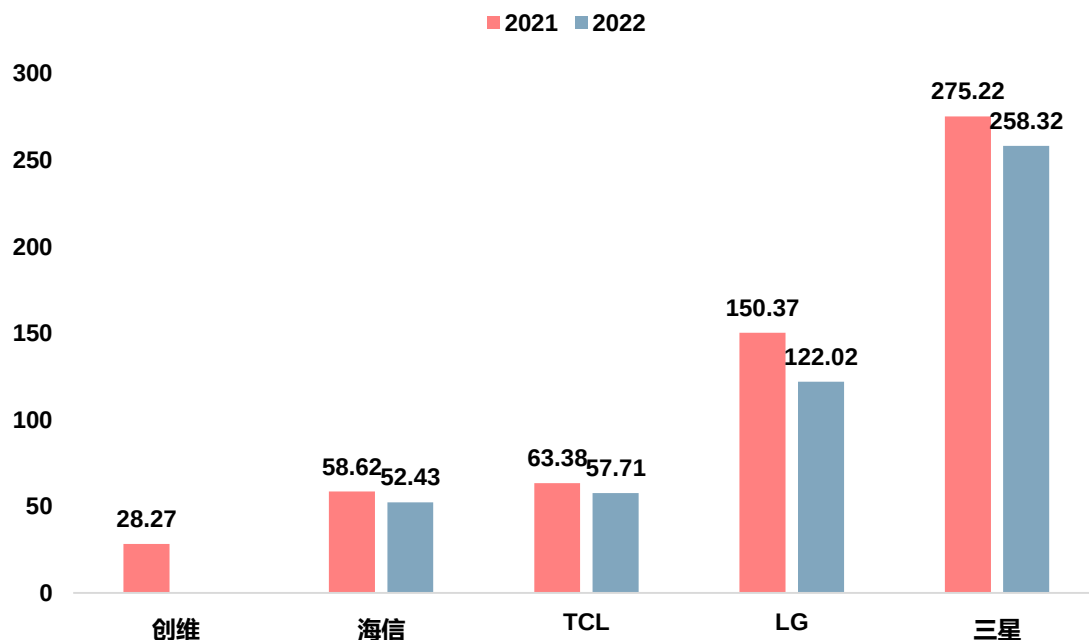
国产品牌均价提升空间广阔，电视收入有望持续增长

➤ **国产品牌电视均价较低，均价及收入有望持续增长。**2022年，海信、TCL的电视收入均为60亿美元左右，而LG、三星的相关业务收入分别接近150、275亿美元，差距明显，主要系国产品牌均价与韩系相比仍较低，有广阔提升空间。未来伴随着海信和TCL等国产品牌的高端化、大屏化产品结构趋势兴起，均价有望逐步提升，缩小与韩系的差距。

图：各品牌电视均价（美元/台）



图：各品牌电视业务收入（亿美元）



资料来
三星为

更多免费行业报告

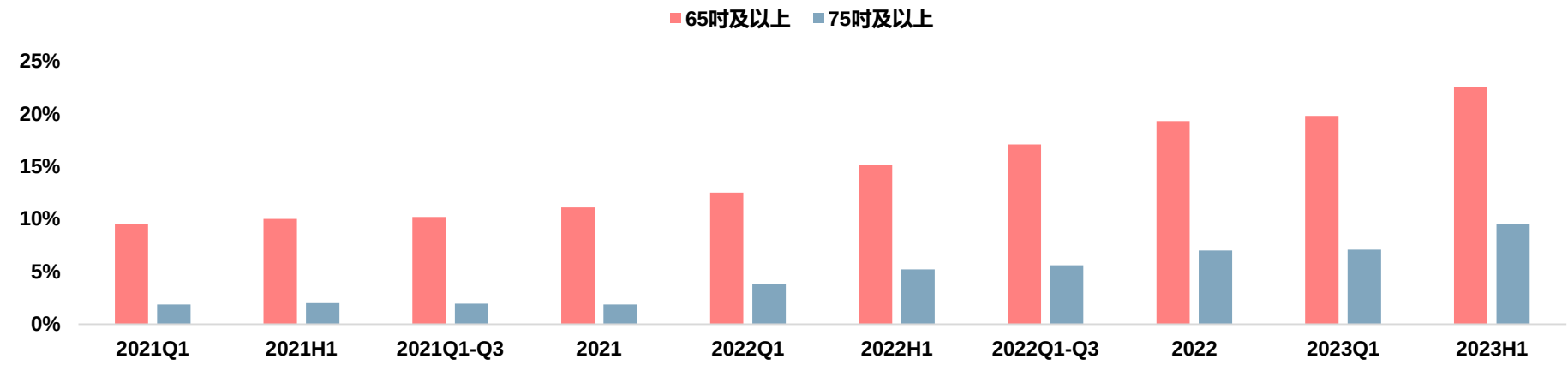
并购家

www.ipoiipo.cn

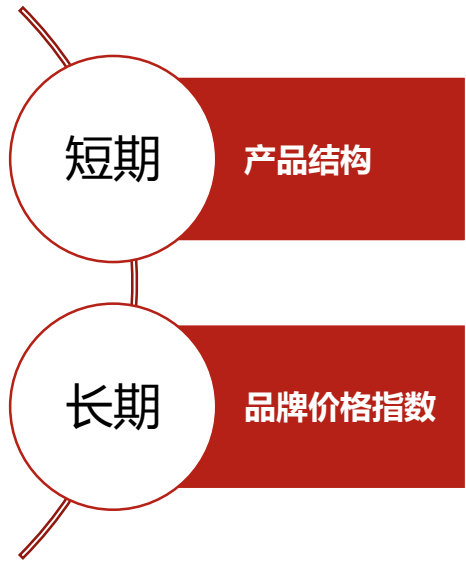
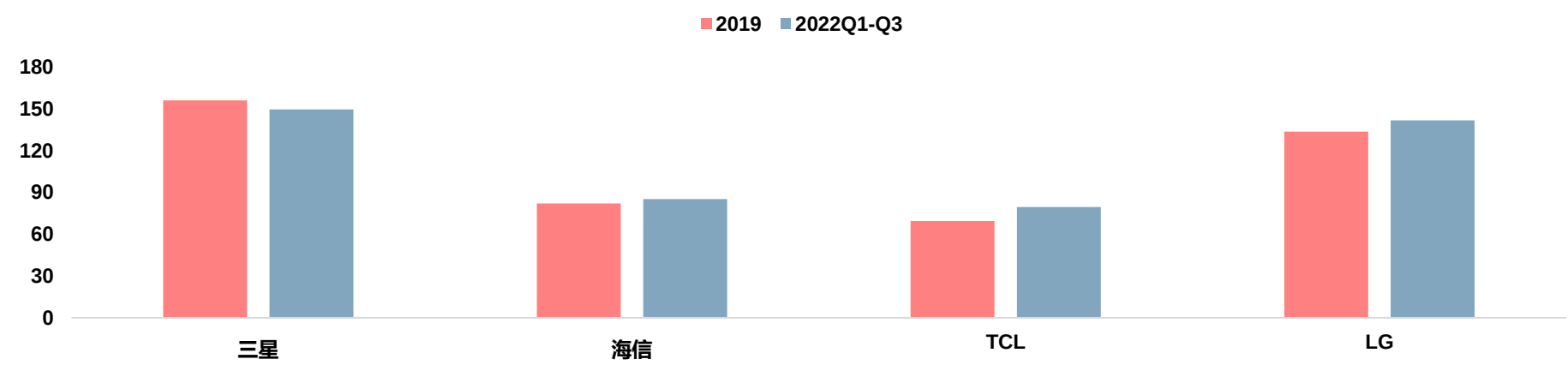
注：LG为电视、音响、美容电器等收入，

短期跟踪变量是产品结构，长期跟踪变量是品牌价格指数

图：TCL全球大尺寸电视占比变化



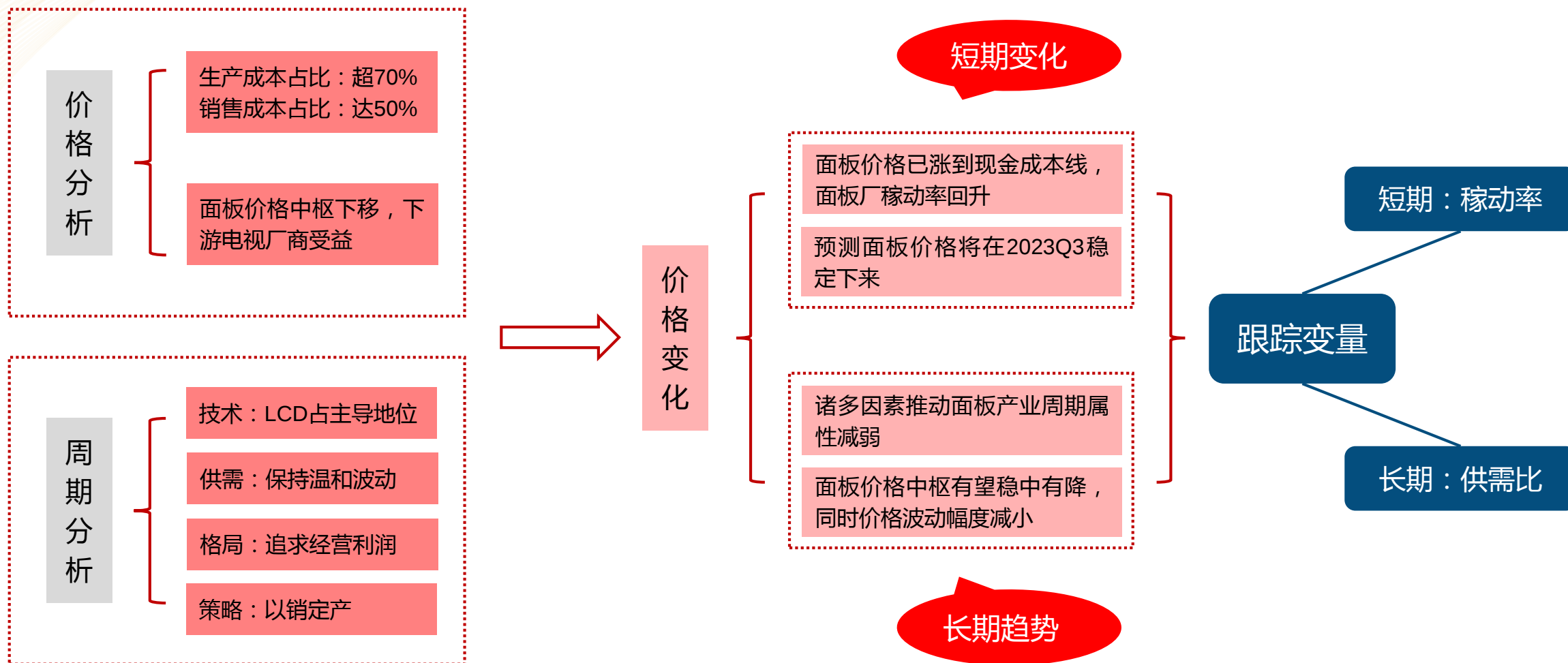
图：头部电视品牌价格指数的变化趋势



PART 3

如何穿越面板周期？ ——从成本的角度分析

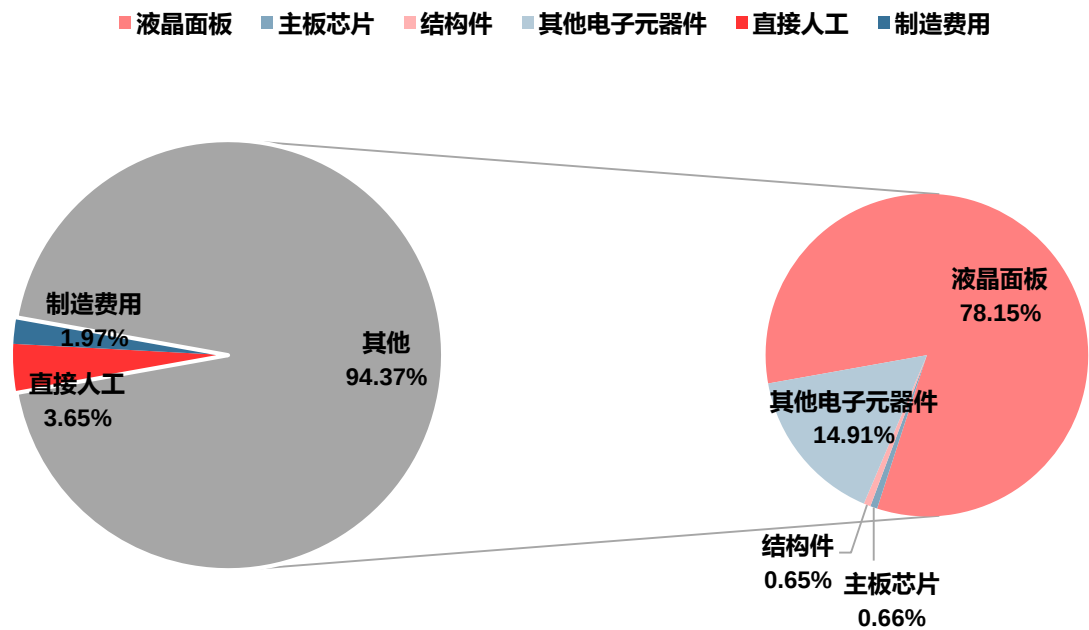
一图看懂国产品牌如何穿越面板周期



价格分析：面板生产成本占比超过70%，销售成本占比达到50%

➤ 液晶面板是LCD电视的核心部件，生产成本占比超过80%，销售成本占比达到50%。LCD改善了显示装置的轻薄程度，成为当代应用最广泛的显示技术，并且成本低廉，核心部件是液晶模组，主要由液晶面板等相关材料构成。根据康冠科技招股说明书数据，液晶面板占智能电视生产成本接近80%；根据Omdia数据，液晶面板占电视销售成本的50%左右。

图：液晶面板占智能电视单台生产成本接近80%



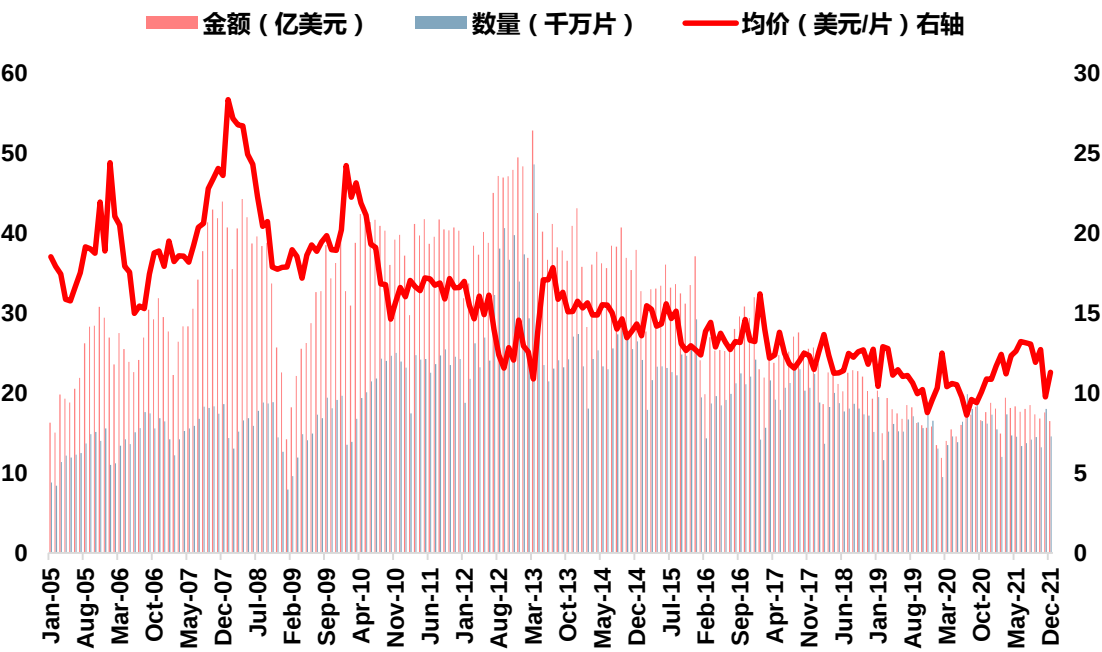
表：液晶面板占65吋超高清液晶电视单台销售成本达到50%

成本（美元）	2020-10	2020-12	2021-01	2021-02
液晶面板	205	212	220	226
其他部件	65	66	67	67
电商渠道	13%	13%	13%	13%
增值税	13%	13%	13%	13%
其他	12%	12%	12%	12%
整机	411	424	437	443
液晶面板占比	50%	50%	50%	51%

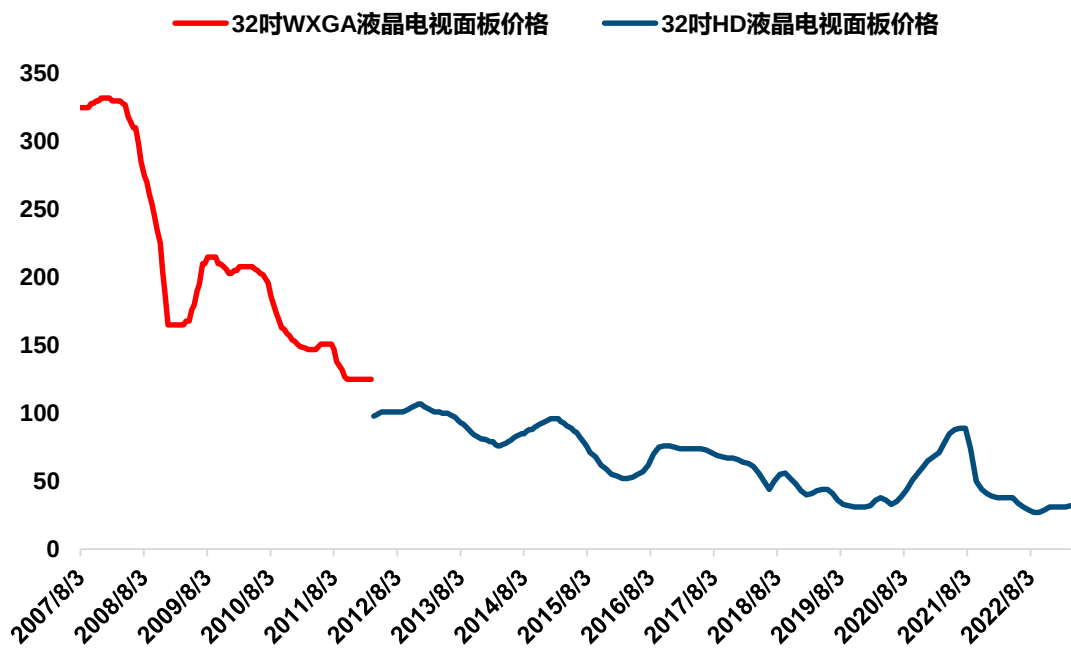
价格分析：面板价格中枢整体下移，有利于降低整机生产成本

➤ 在2008-2022年期间，面板价格下降的时间多于上升时间，价格中枢持续下移，推动电视企业生产成本下降。一方面，由于中国大陆面板产能出现跃升，全球液晶面板供不应求向供给过剩转变，面板价格快速下滑，既有利于国内彩电企业减少液晶面板进口依赖度，又有利于推动全球整机厂商生产成本的下降。另一方面，复盘面板价格历史变化，下降的时间多于上升时间，价格中枢整体下移，未来面板价格可能延续整体下降趋势。

图：中国液晶显示面板进口情况



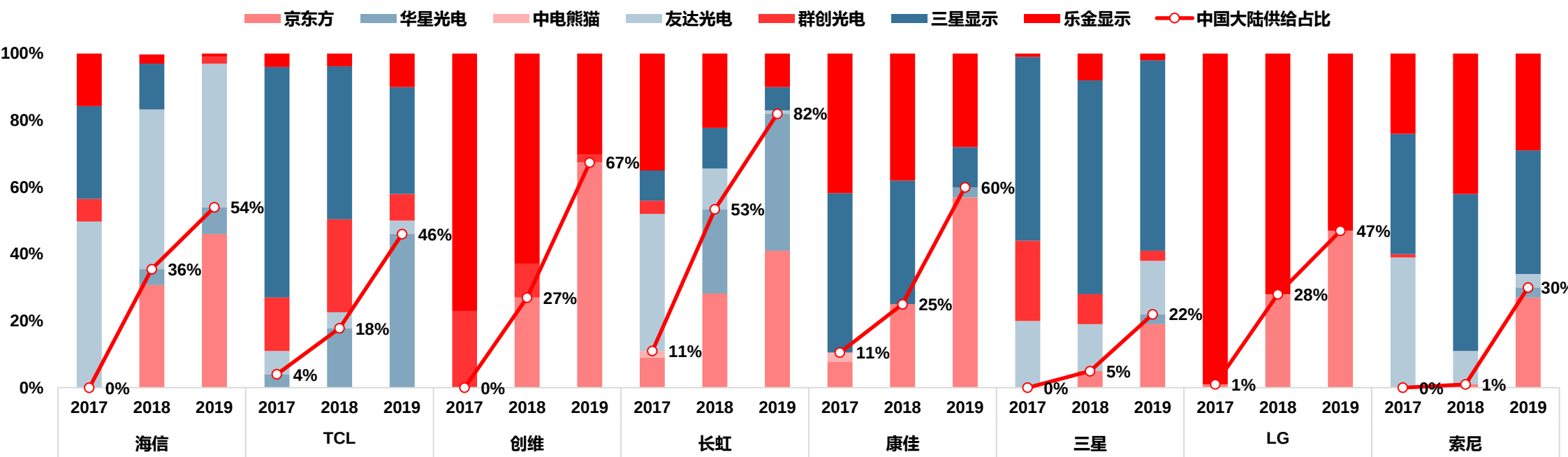
图：面板成本持续下降



价格分析：下游电视企业受益，成本优势凸显

➤ 下游整机厂商处在同一起跑线，国产品牌具有挑战日韩品牌的底气。全球彩电厂商采购中国大陆面板的占比快速提升，一方面，韩系品牌失去先前的产业链垂直一体化优势和竞争壁垒，国产品牌与之能够公平竞争；另一方面，品牌之间的产品生产制造能力差距逐渐缩小，而国产品牌享受高质量、低成本生产制造红利，具有成本和价格优势。

图：彩电厂商采购65吋电视面板的面板厂商份额



周期分析：LCD面板仍将占主导地位，面板周期属性逐渐减弱

➤ 中长期LCD面板仍将是显示产业的主流技术产品，其周期属性正在减弱。原因：1）基于技术成熟度、成本优势、性能比较以及应用领域的广泛性，未来中长期LCD面板仍是绝对的市场主流，被替代风险预期可控；2）供需此消彼长，面板未来整体保持温和的波动状态；3）全球电视面板话语权转向中国大陆，面板行业集中度提高，中国大陆面板厂从追逐市占到追求经营利润；4）面板厂通过运营策略来弱化面板行业的周期性，中国大陆面板厂已经形成了成熟的以销定产的市场导向模式。

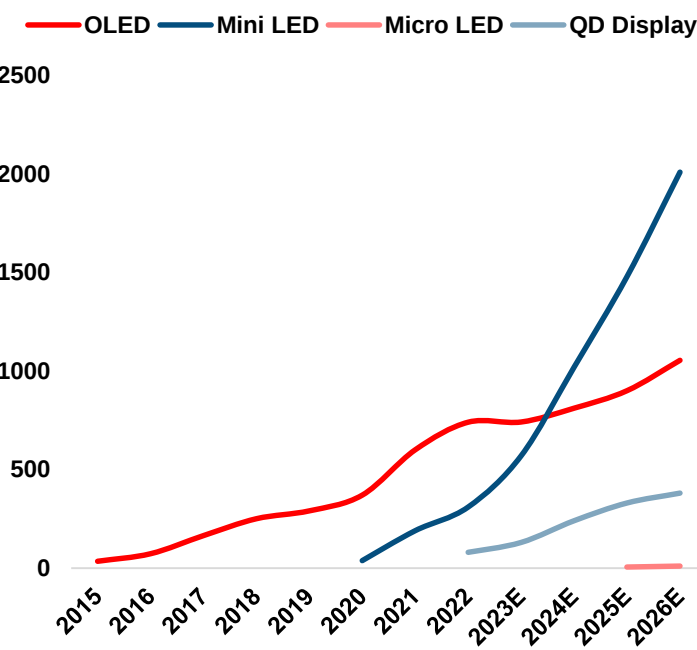
表：面板周期属性减弱的原因分析

维度	具体原因
技术	现有的竞争技术：LCD基本盘稳固，被替代威胁可控，在大尺寸显示应用上，OLED不具备优势，LCD将在未来5-10年内仍是市场主流。 未来的技术路线：Micro LED技术难商业化、家用化，而且商用公用和家用市场的应用数量和面积规模远不在一个数量级上。
供需	供给方面，可见的未来，LCD面板产能供给趋稳，甚至减少。需求方面，显示终端数量规模将维持稳定，但是平均尺寸及显示面积仍将维持增长。 综合来看，未来面板供需整体将保持温和的波动状态。
格局	中国大陆电视面板厂出货量份额超过70%，话语权基本掌握在京东方、华星光电和惠科手上，以往中国大陆产线在投产和爬坡过程中，为降低摊销和提升份额从而满产满销，如今更加追求经营利润，市场高度集中有利于形成稼动率调控共识。
策略	面板厂通过运营策略来弱化面板行业的周期性，面板厂成功通过控制稼动率调节面板供需和价格波动，中国大陆面板厂从满产满销转向以销定产的市场导向模式

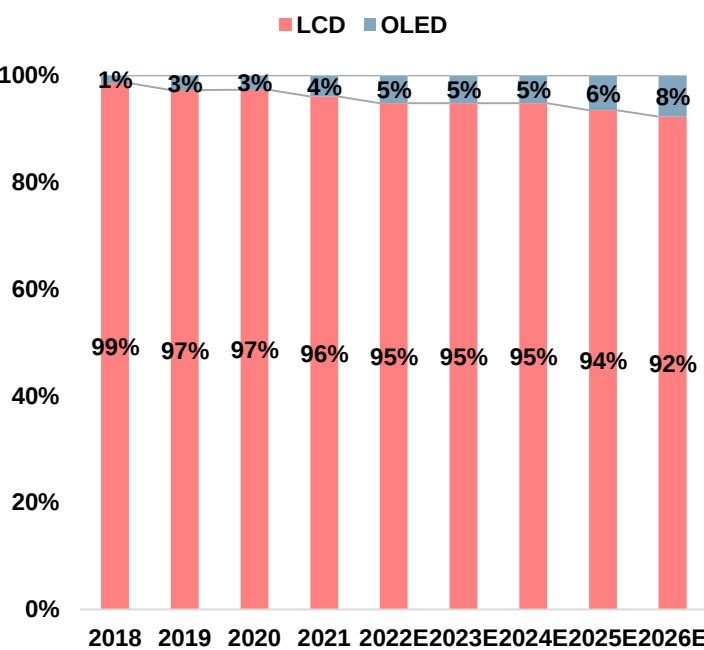
周期分析：LCD面板仍将占据主导地位，被替代风险预期可控

➤ **LCD技术地位难以撼动，被替代威胁可控。** LCD电视仍将长期维持市场主导地位，根据DSCC、AVC Revo数据，2022年LCD电视的产能和销量占比分别为95%、97%，2026年产能占比维持在92%以上。LCD电视主流地位难以颠覆，主要系LCD面板具有突出的规模效应和成本优势，根据DSCC数据，采用UHD分辨率+60Hz刷新率的LCD面板成本最低，较同规格WOLED低50%以上。此外，OLED在大尺寸显示应用上不具备优势，Mini LED背光的LCD电视将会逐步普及，而Micro LED距离大规模商业化和家用化仍十分遥远。

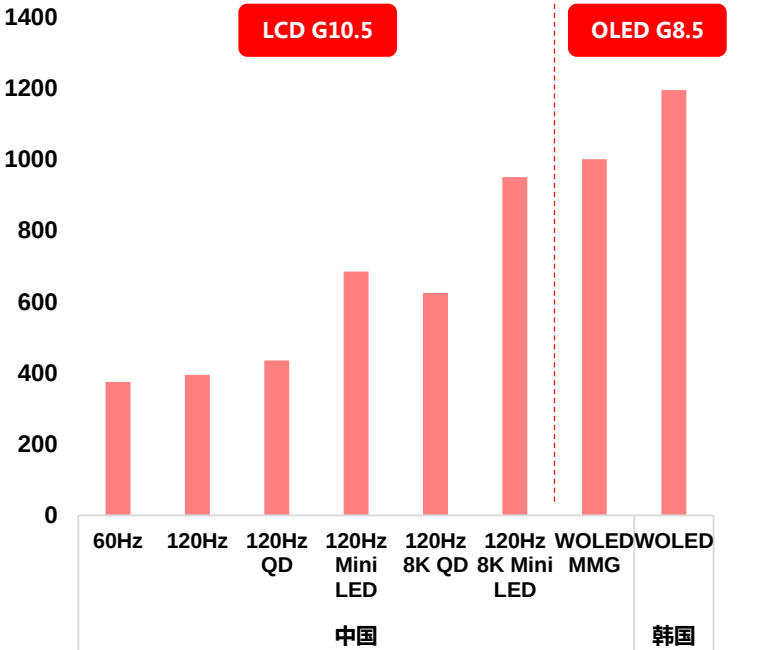
图：全球新兴技术电视出货量预测（万台）



图：全球各技术电视产能占比



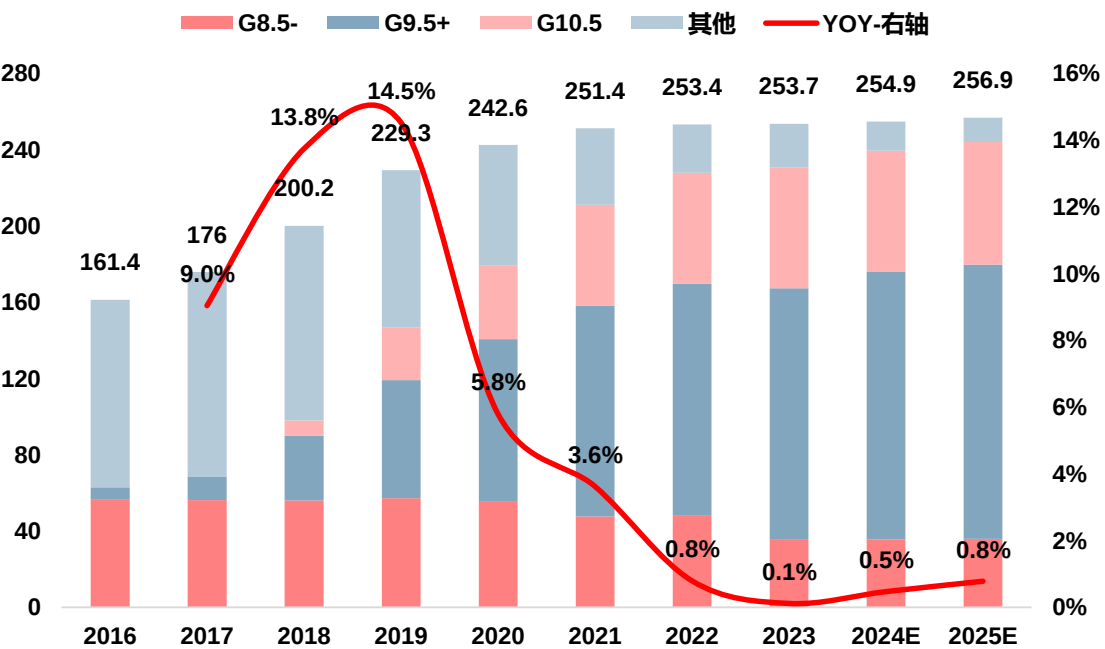
图：2022年不同技术75"/77"面板成本（美元）



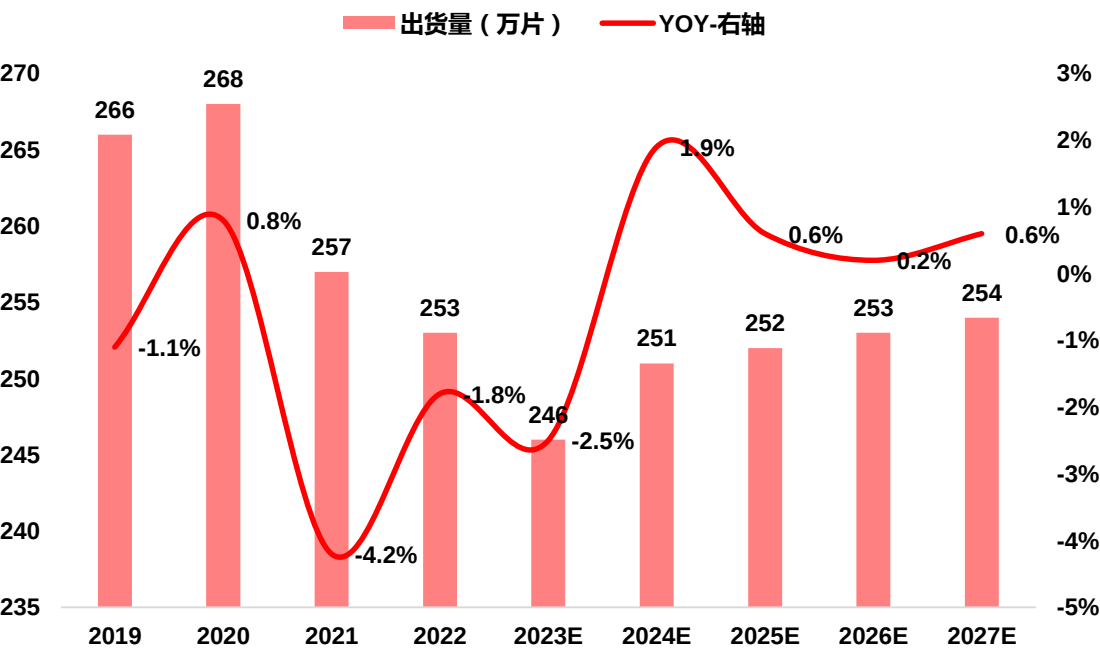
周期分析：LCD面板产能增速维持低位，未来供给趋稳

➤ **面板产能扩张到达尾声，未来供给趋稳。**目前中国大陆面板厂已经放缓新产线投资，低世代线退出，新增产能投放均以现有的高世代产线扩张为主。日韩生产线竞争力不足，其成本和利润压力巨大，未来会陆续退出LCD市场；中国台湾面板厂持续推动产品组合与应用场景的转型，能够分配给电视等传统应用的产能正在减少。根据洛图科技预测，2023年全球液晶电视面板的出货量将为2.46亿片，同比减少2.5%，到2027年每年的出货量不超过2021年的水平。

图：全球TFT-LCD高世代线产能增速更快（百万平方米）



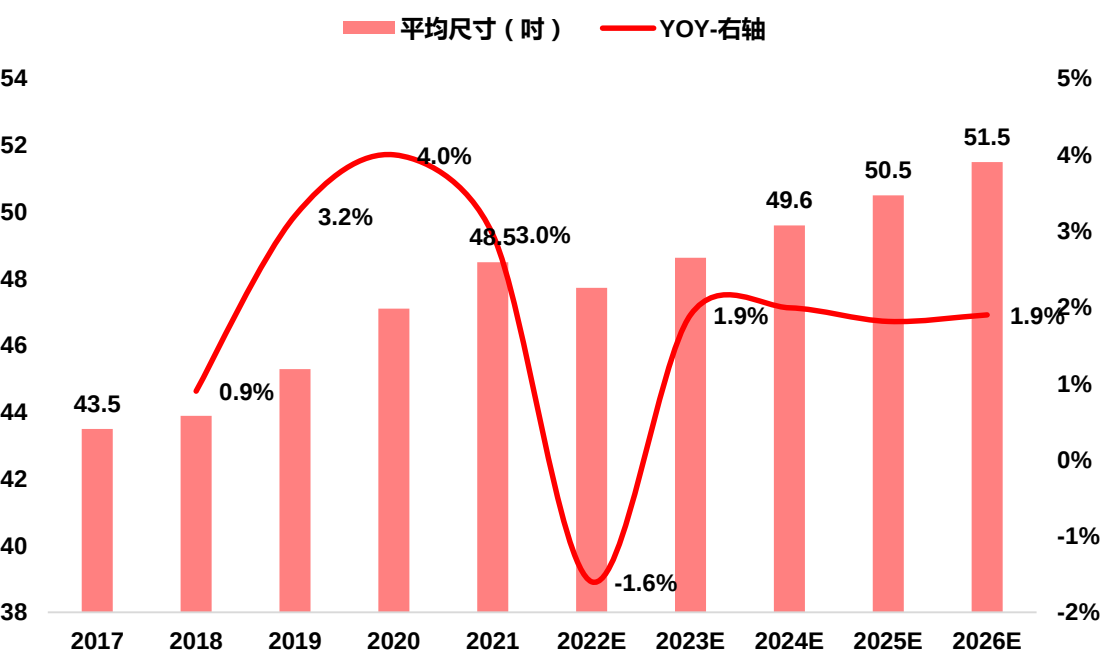
图：全球TFT-LCD电视面板出货量走势及预测



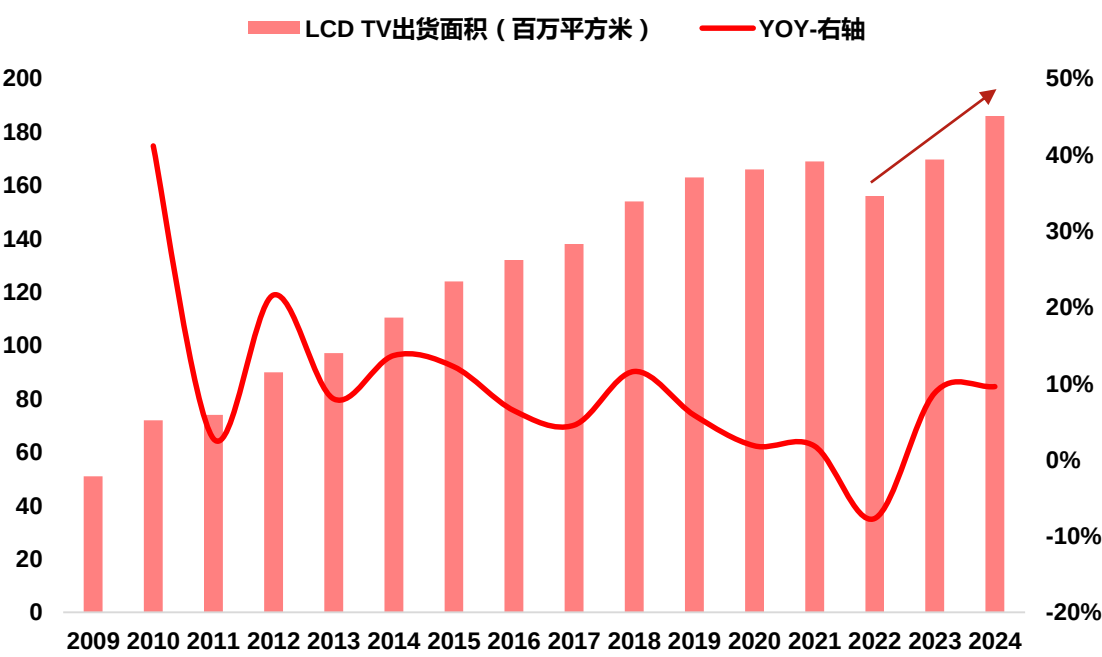
周期分析：电视大尺寸化增长，未来面板出货面积维持稳定成长

➤ **电视平均尺寸扩大，显示面积将维持稳定增长。**中国大陆及美国电视市场的大屏化趋势显著，其平均尺寸分别突破60吋、50吋，带动全球面板的大尺寸化加速增长，根据Omdia数据，全球电视面板平均尺寸将由2017年的43.5吋提升至2026年的51.5吋。结合电视面板供需的未来变化，在供需两端的此消彼长之间，电视面板在未来出现大范围供大于求或供不应求的概率较低，面板供需将整体保持温和的波动状态。

图：全球电视面板平均尺寸及预测



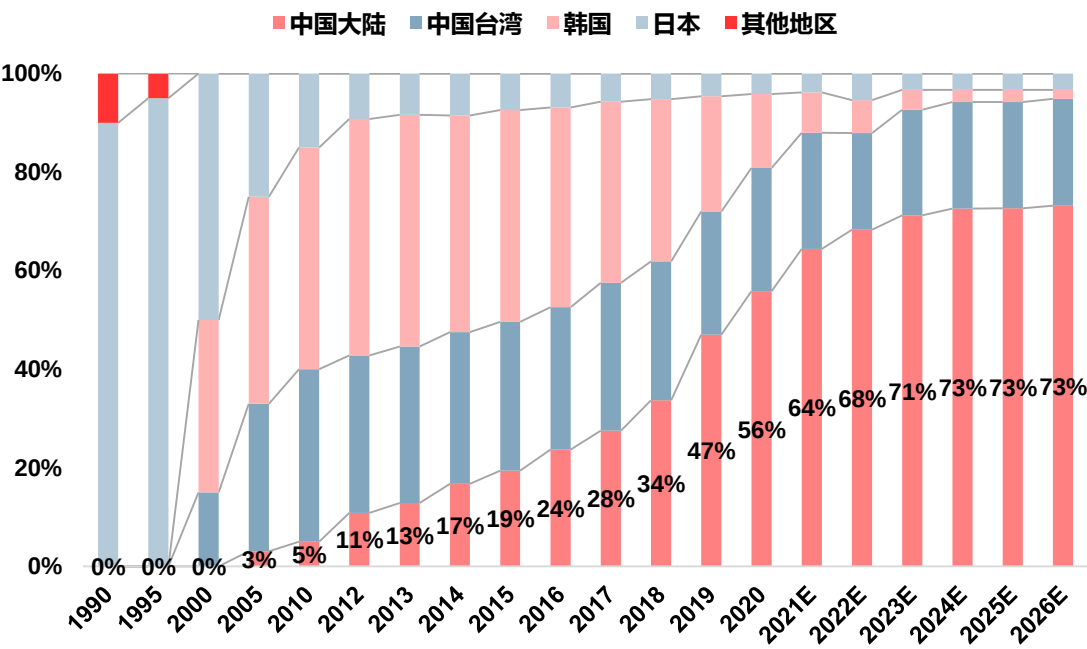
图：全球TFT-LCD电视面板出货面积走势及预测



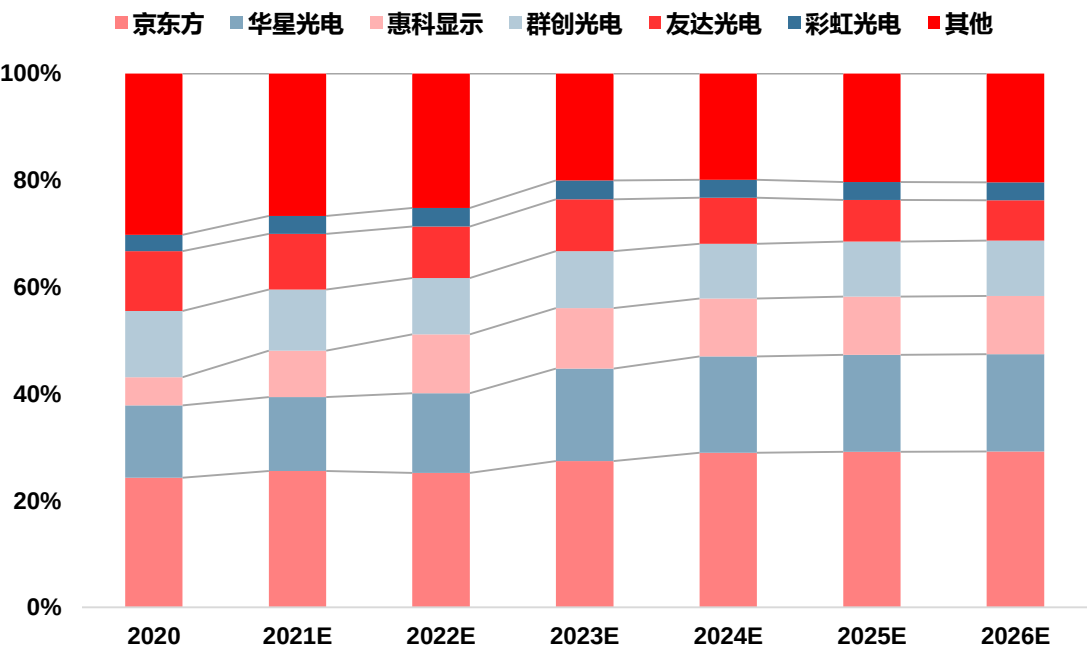
周期分析：话语权转向中国大陆，从追逐市占到追求利润

➤ 面板行业集中度提高，产能逐渐转移至中国大陆，面板厂开始追求经营利润。根据洛图科技数据，2023年1月中国大陆面板厂出货量全球市占率首次突破70%，达到72.2%，同比提升5pct，中国大陆已确立全球LCD面板的领导地位，话语权基本掌握在京东方、华星光电、惠科手中。以往中国大陆产线在投产和爬坡过程中，为降低摊销及抢占份额，通常会满产满销，如今转向追求经营利润，头部厂商形成稼动率的调控共识。

图：全球TFT-LCD产能占比

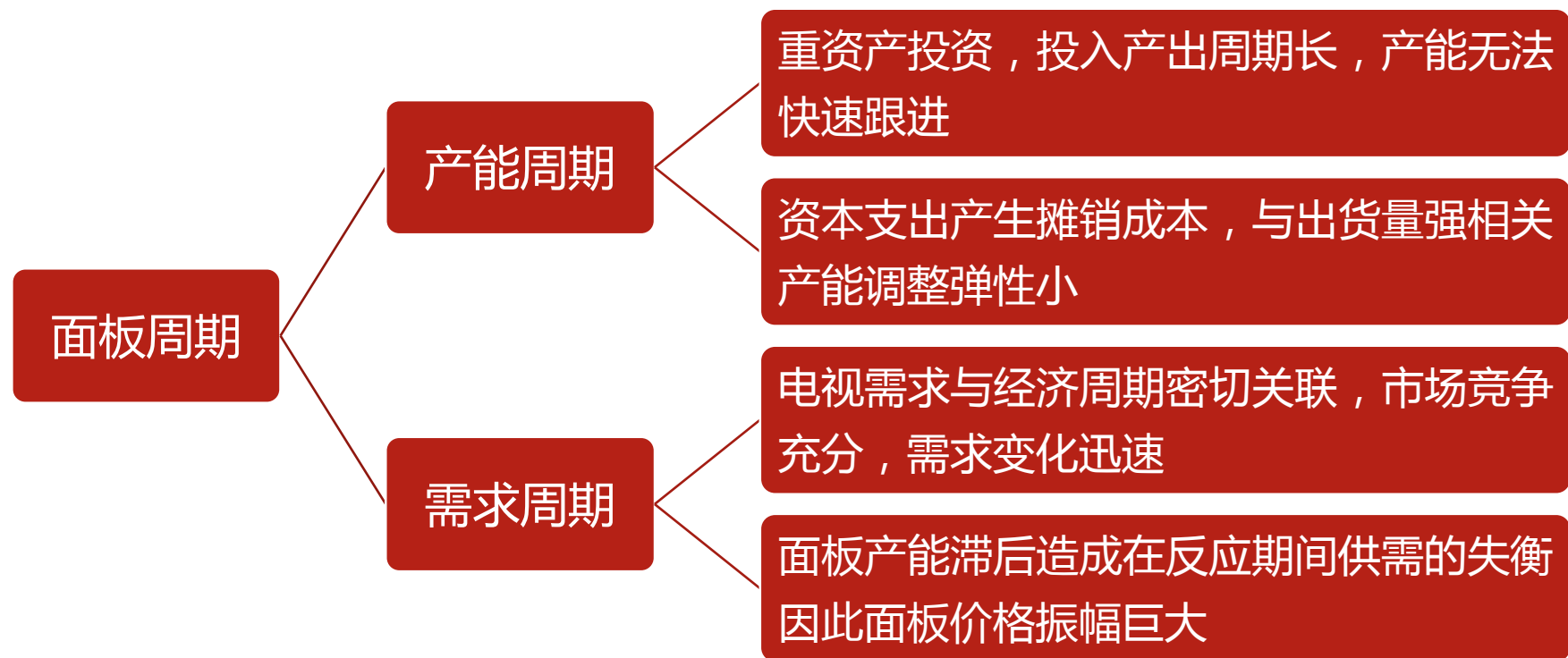


图：全球TFT-LCD产能占比



周期分析：面板厂以销定产，通过运营策略弱化周期性

➤ **面板厂运营策略发生变化，形成以销定产的市场导向模式，面板周期属性减弱。**2022年10月以来，面板厂成功通过控制稼动率来调节面板供需和价格波动，目前已经形成了成熟的以销定产的市场导向模式。随着面板产业的存量产能出清和新增产能放缓，即使进入过剩周期，面板厂仍可通过以产定销模式来进行调节。因此，**电视面板行业将由过往固定的大而强的周期逐渐转化为由市场调节的小而缓周期，面板价格波动幅度将显著减小。**



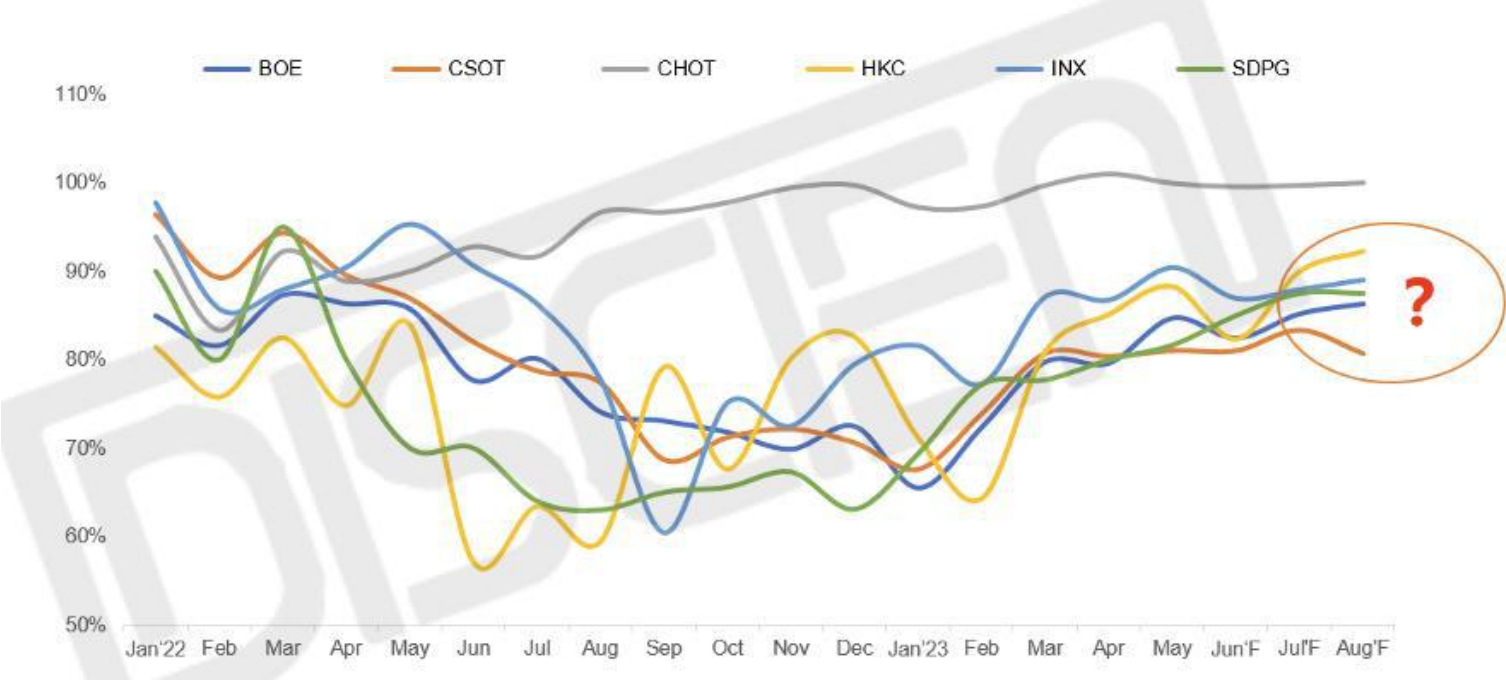
短期变化：面板价格已涨到现金成本线，面板厂运营策略可能分化

➤ 短期面板价格上涨及备货需求释放，面板厂稼动率持续回升，各家盈利状况及运营策略可能开始分化。随着面板价格上涨及2023Q1-Q3海外备货需求的释放，面板厂稼动率持续回升推动供应增加，部分世代线稼动率甚至来到95%。从折旧进程来看，G8.5及以下世代线、韩国与中国台湾厂基本已无折旧成本，中国大陆厂的G8.6、G10.5世代线仍处于折旧期内，短期折旧压力较大；从尺寸结构来看，小尺寸最先涨到现金成本，因此以小尺寸为主的面板厂收益性将高于其他面板厂。在盈利状况分化下，面板厂的稼动率可能也会出现分化。

表：电视面板价格目标（美元/片）

尺寸	7月（E）	8月（F）	现金成本
32" HD	38	39	29-30
43" FHD	63	65	53-55
50" UHD	107	111	65-68
55" UHD	127	132	95-100
65" UHD	167	173	120-125
75" UHD	228	234	215-225

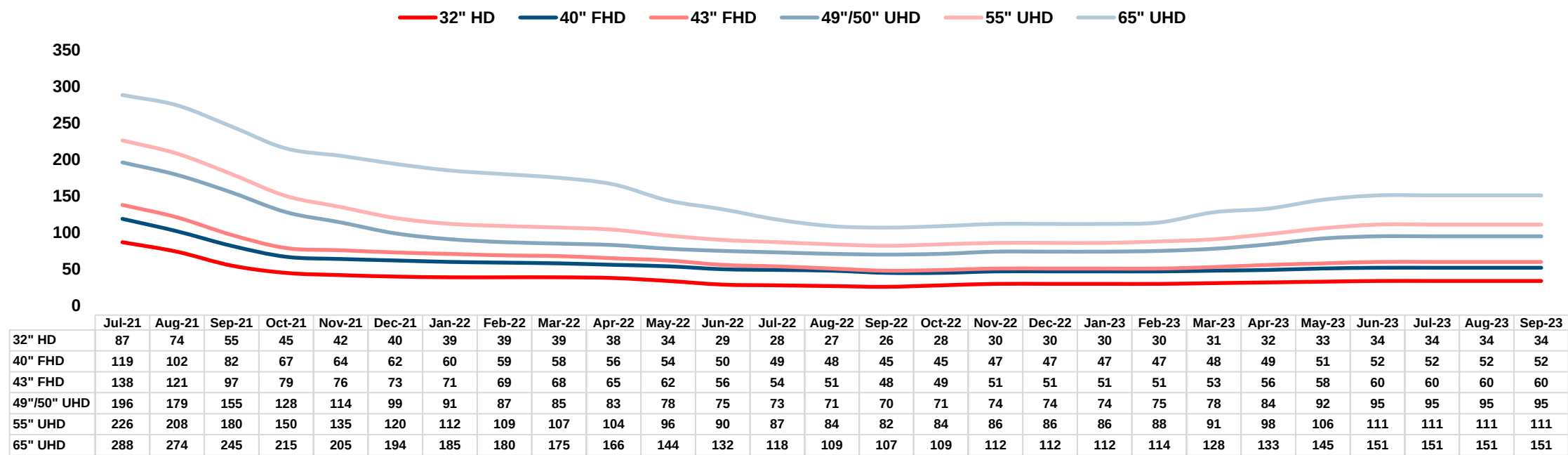
图：部分面板厂稼动率走势



短期变化：面板供需将达到平衡，价格反弹预计将在Q3结束

➤ 短期面板供需将达到平衡，预测面板价格将在2023Q3末逐步稳定。2023Q2面板厂提价显著改善其盈利能力，并且开始增加供应量，当前面板的供给与产能仍然远远超过可预见的未来的可能需求，因此，当面板厂提高稼动率的时候，仍有导致价格再次下跌的风险。DSCC预测2023Q3开始，面板的供应和需求将达到平衡，并且面板价格将在下半年逐步稳定，但供应或需求的变化可能会改变这种平衡，并引发新一轮的降价。

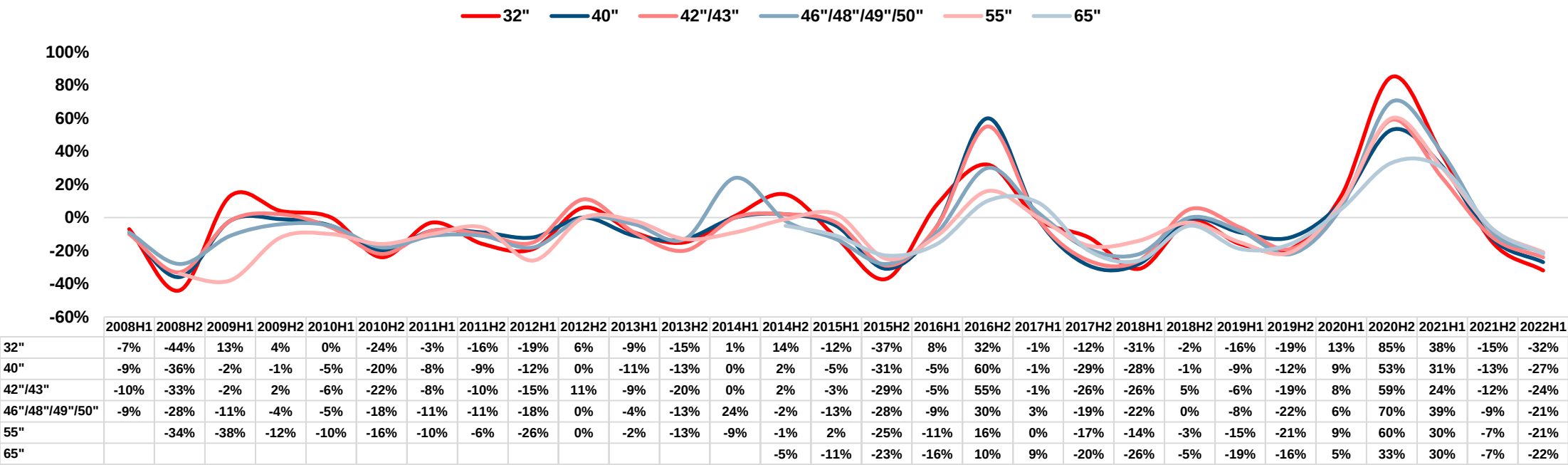
图：2021年7月至2023年9月液晶电视面板价格变化（美元/片）



长期趋势：面板周期属性弱化，价格波动幅度有望显著减小

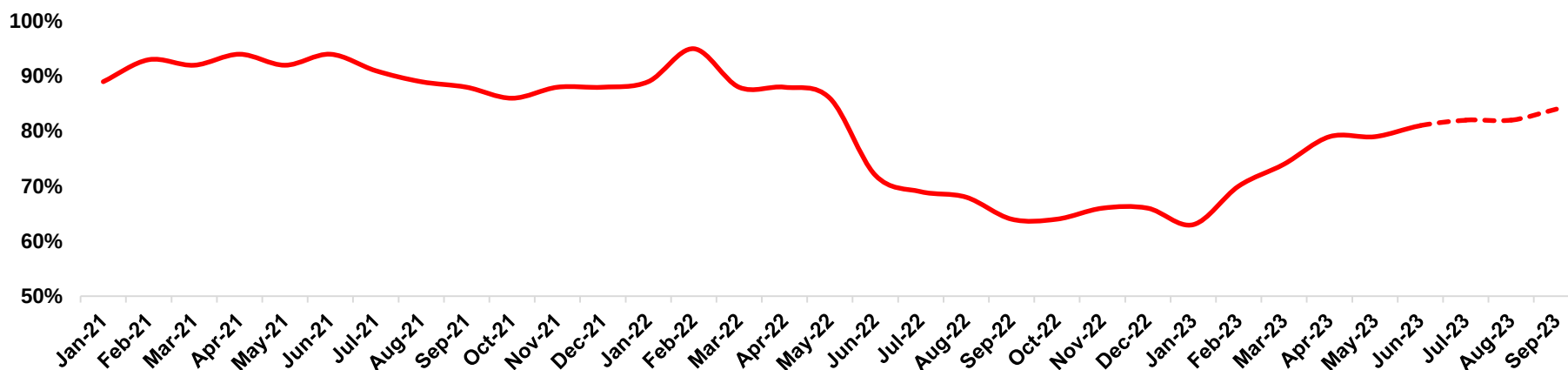
➤ 随着面板周期属性减弱，面板价格中枢将稳中有降。供过于求时面板价格降价的幅度会比供不应求时面板价格涨价的幅度小，因为涨价时间有限，价格必须快速反应涨价；而因为降价时间较长，面板厂商与整机厂商较有时间调整其产能利用率、客户关系以及库存水平等。每一轮上涨周期均会导致电视均价提升，从而压制终端需求；随着面板供给充裕，价格中枢稳中有降，面板价格的波动幅度会逐渐减小，周期属性和抑制因素将会被削弱。

图：2008-2022年液晶电视面板价格变化（HD/FHD/UHD, open cell）

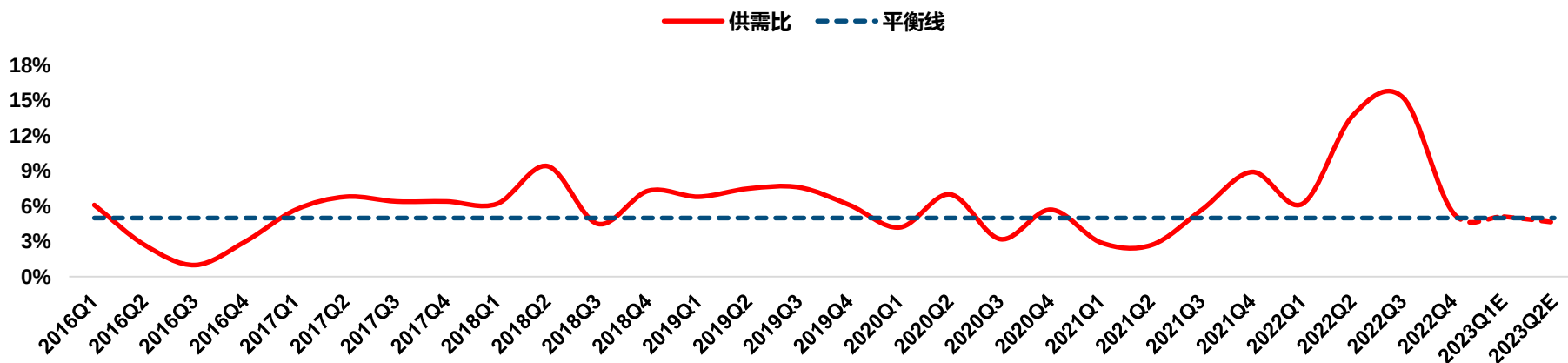


短期跟踪变量是稼动率，长期跟踪变量是供需比

图：主要面板厂稼动率变化趋势及预测（虚线为预测数据）



图：全球LCD电视面板市场面积基准的供给/需求比例趋势及预测（红色虚线为预测数据）



PART 4

企业利润率是否会提升？ ——从利润的角度分析

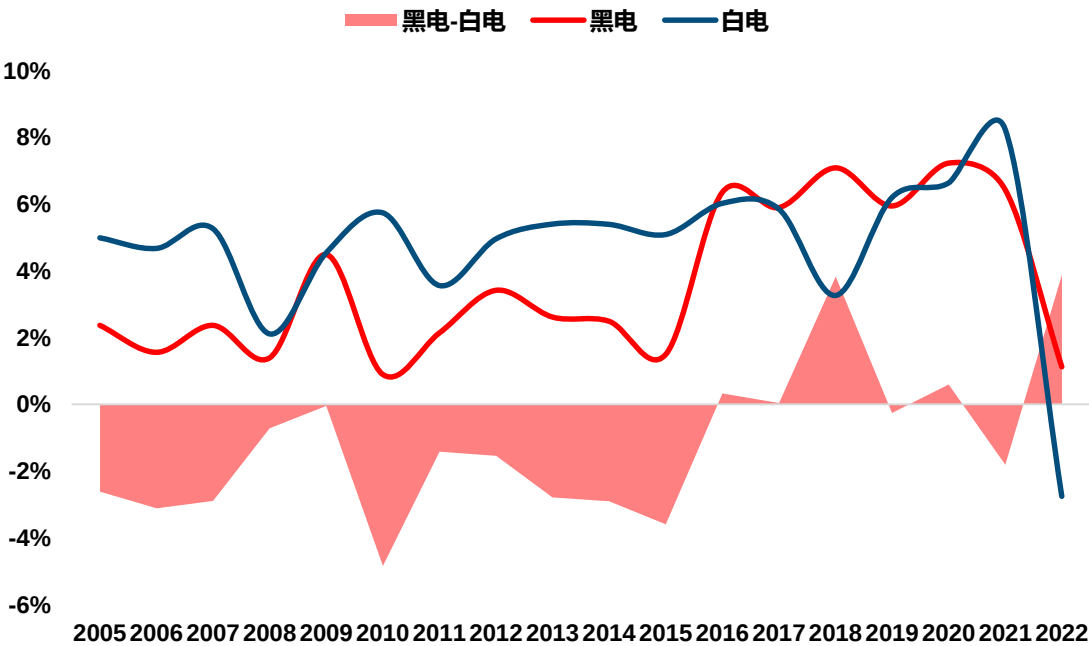
电视厂商的利润率通过“格局、结构、成本”三个维度得以提升



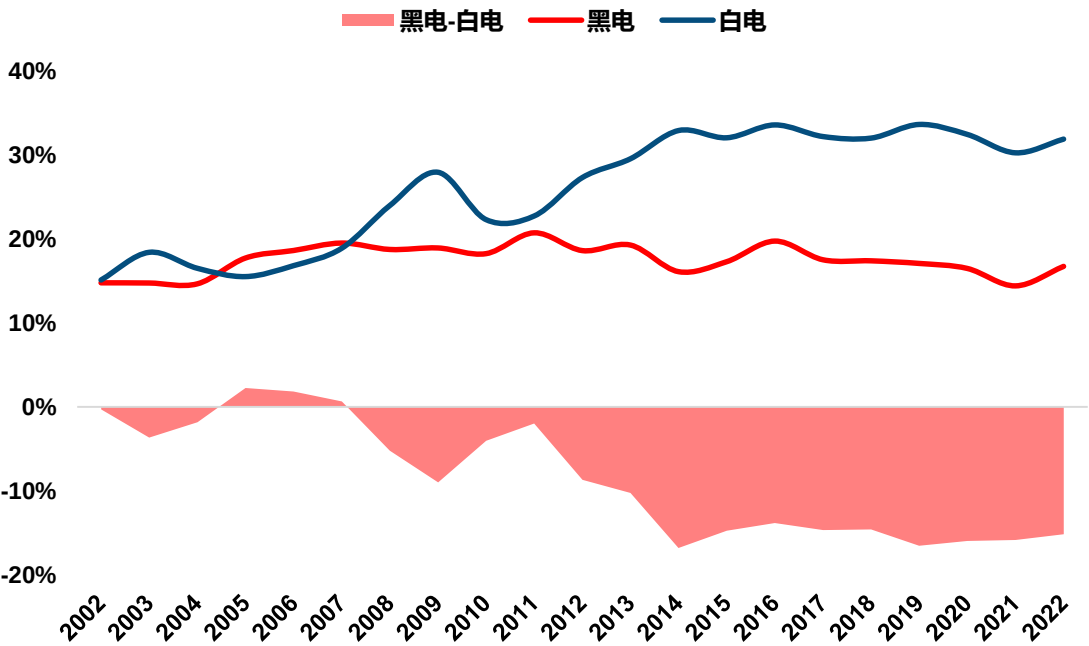
格局：近年来海外黑电盈利水平高于白电，国内有望向海外看齐

➤ 海外彩电龙头品牌盈利水平较高，黑电业务盈利水平甚至高于白电。2016年以前，三星的黑电相关业务平均营业利润率为3%左右，LG为2%左右；2016年以来，三星、LG的黑电相关业务平均营业利润率提升至6%左右，主要系QLED、OLED、8K、超大尺寸等高端电视占比提升，产品结构优化大幅提升黑电公司利润率。横向对比白电巨头，惠而浦、伊莱克斯2016年以来的平均营业利润率为5%左右。因此，海外黑电业务的盈利能力能够比白电业务更强，与国内市场显著不同。

图：海外黑电与白电公司的平均营业利润率对比



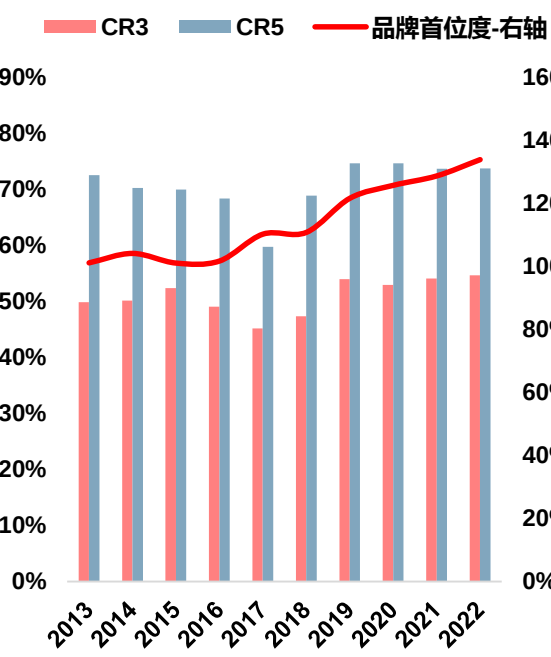
图：国内黑电与白电公司的平均毛利率对比



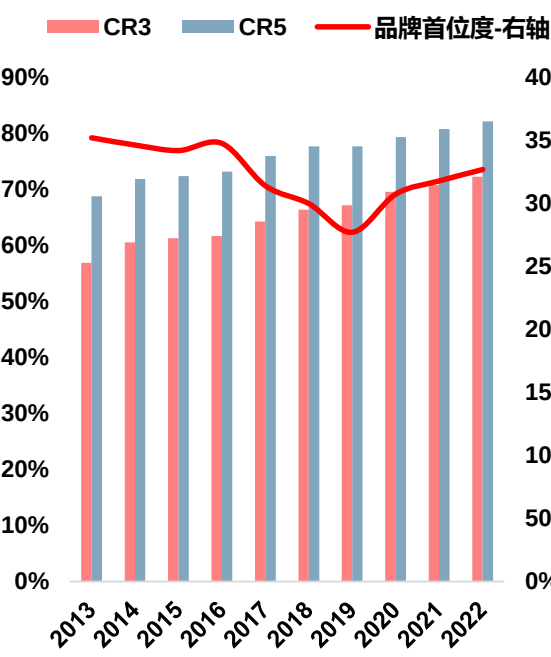
格局：国内与海外存在明显差异，海外黑电对比白电竞争格局更优

➤ **核心在于竞争格局的差异，海外黑电集中度和首位度更高。**我们认为，导致海外黑电盈利水平高于白电，与国内显著不同，原因主要系垂直一体化和竞争格局的差异，其中竞争格局构成最核心的影响因素。国内市场黑电行业竞争一直较为激烈，利润率难以提升；海外市场2016年以后，韩系电视品牌的市场影响力和产品结构不断提升，黑电行业的集中度和首位度显著高于白电，白电竞争非常激烈，竞争格局的差异构成黑电盈利水平高于白电的核心因素。

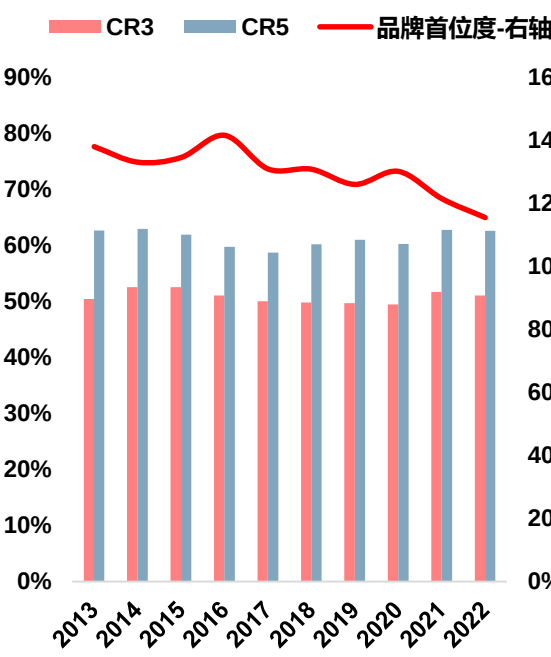
图：中国大陆电视行业集中度



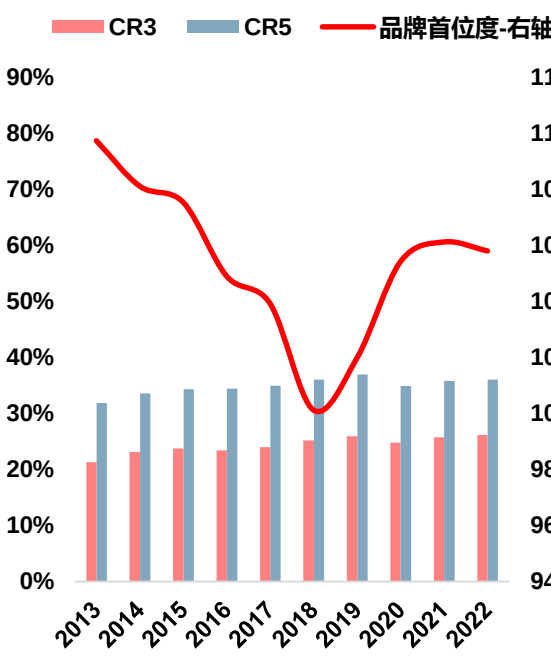
图：中国大陆冰箱行业集中度



图：海外整体电视行业集中度



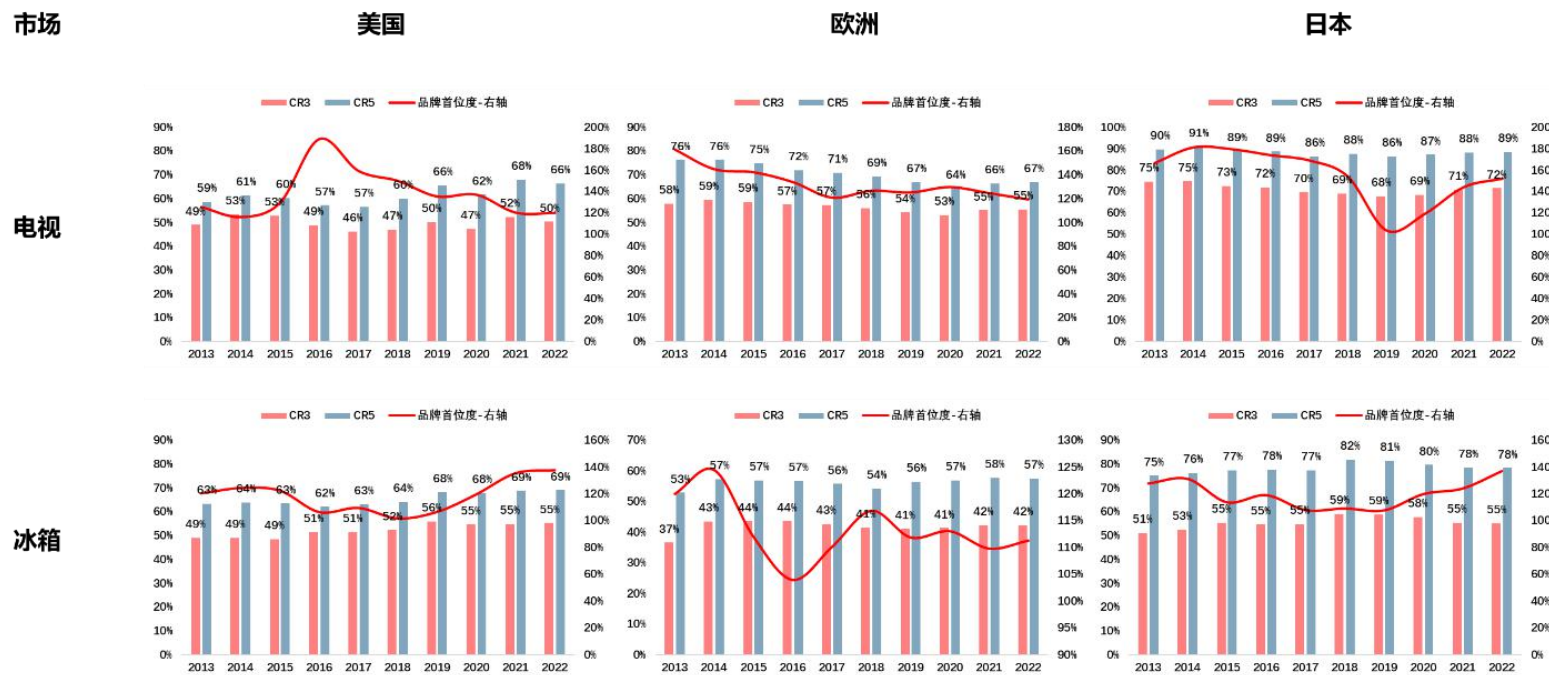
图：海外整体冰箱行业集中度



格局：海外黑电集中度和首位度更高，头部品牌知名度及份额高

➤ 海外黑电盈利水平高于白电，核心原因在于海外市场的黑电品牌和规模效应更加显著，而白电主要依靠零售商渠道进行销售，渠道拥有较高话语权，品牌商行业集中度和首位度较低。电视及冰箱的核心市场主要是中国大陆、美国、欧洲、日本等国家及地区，进一步分析美国、欧洲、日本市场可以发现：欧洲和日本的黑电行业集中度和首位度比白电高10pct以上，美国差别不明显，主要系日本电视（海信+东芝）、欧洲电视（三星）头部效应突出，美国多品牌（三星、LG、TCL、Vizio）抢占市场份额。

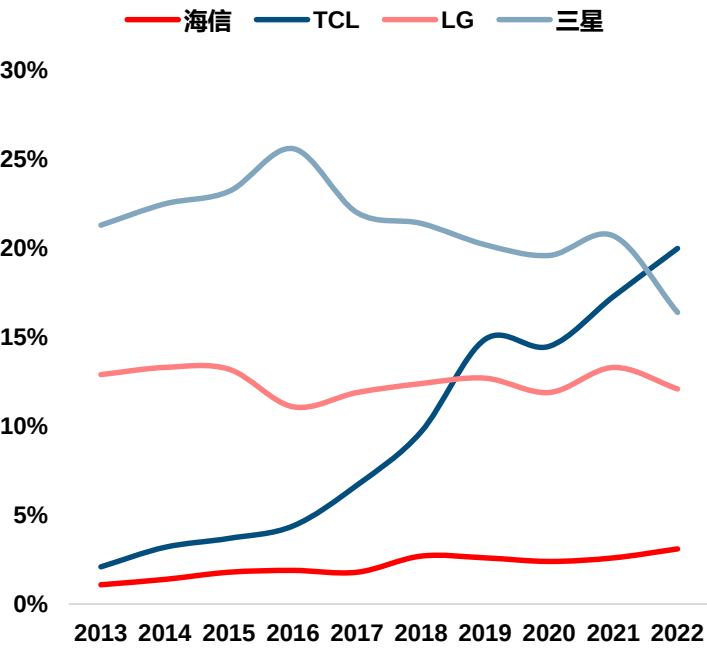
图：美国、欧洲、日本市场电视和冰箱竞争格局对比



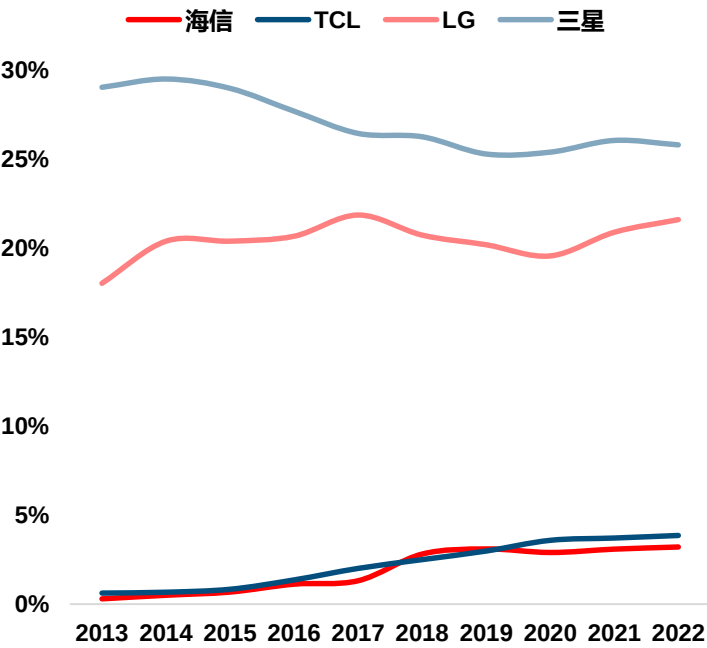
格局：国产品牌海外份额提升空间广阔，具有轻资产运营优势

➤ **国产品牌海外份额持续提升，轻资产运营模式有望实现高利润率。**目前国内头部品牌与韩系在东南亚市场的份额相当，在北美与欧洲等代表性地区份额差异仍然较为悬殊，但是有上涨趋势，并且未来发展空间广阔。同时，国产头部品牌在海外市场普遍使用轻资产运营模式，品牌效益和效率效益突出，随着市场份额提升、出货规模扩张，规模效应得以显现，国产头部品牌有望在海外市场实现高利润率，从而提升整体利润率。

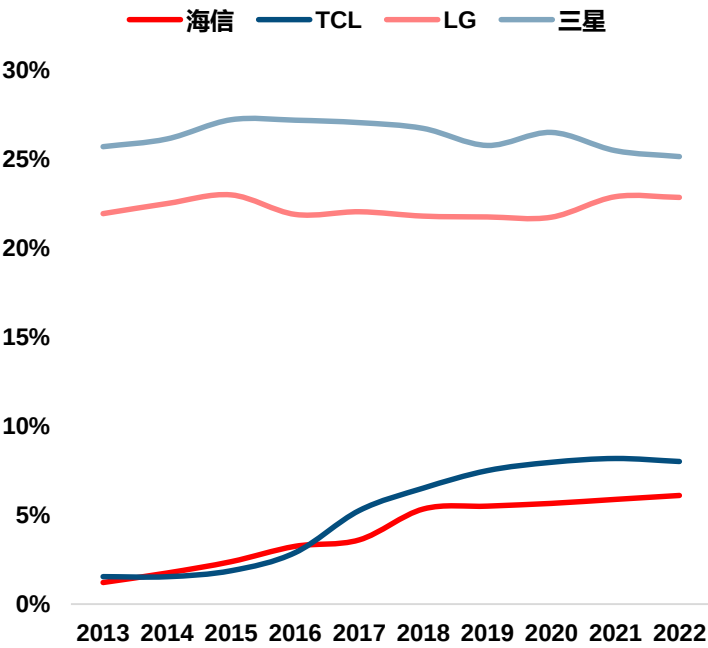
图：各品牌北美市场销量份额



图：各品牌欧洲市场销量份额



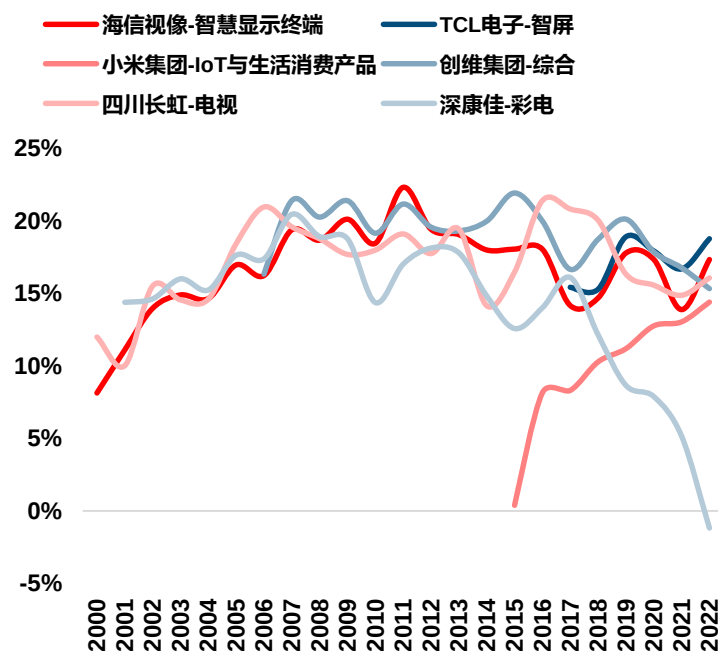
图：各品牌新兴市场销量份额



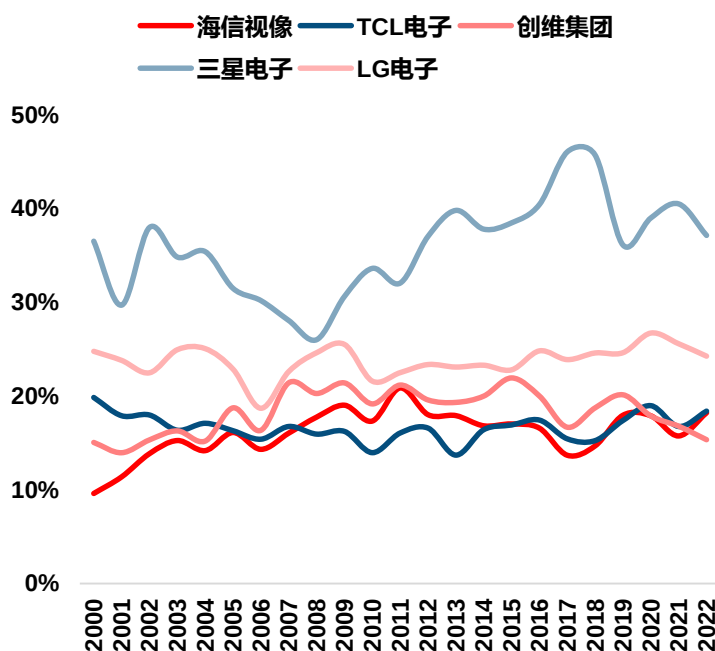
格局：国产头部品牌利润率领先，但与韩系龙头相比仍有提升空间

➤ 国内头部品牌利润率领先第二阵营，但与海外龙头品牌相比仍有较大盈利改善空间。2022年海信、TCL的电视业务毛利率分别为17.35%、18.77%，领先于小米、创维、长虹、康佳等品牌；但与韩系品牌对比，国产头部品牌的毛利率、净利率提升空间较大，随着国内与海外竞争格局改善，海信、TCL等国产头部品牌的盈利水平有望进一步提升。

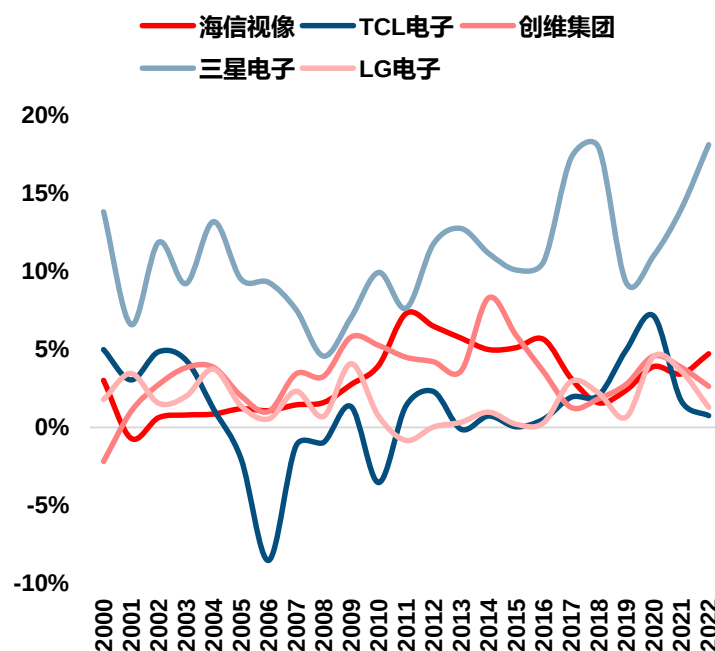
图：国产头部品牌与第二阵营毛利率对比



图：国产头部品牌与海外龙头品牌毛利率对比



图：国产头部品牌与海外龙头品牌净利率对比



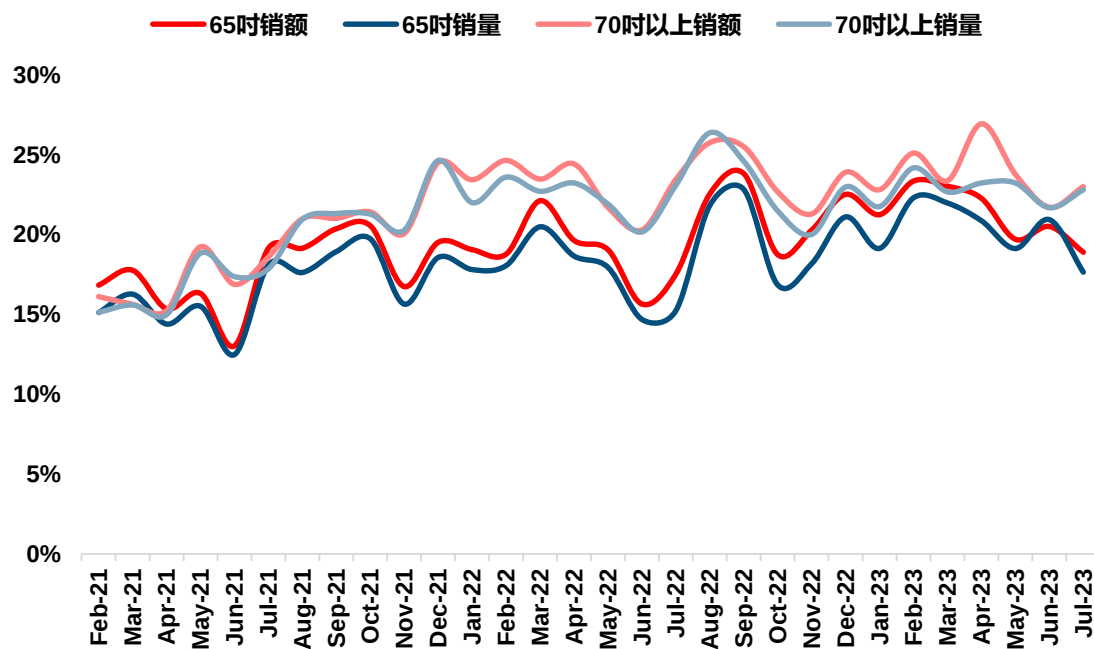
结构：头部品牌国内线上大尺寸份额整体提升，领先其他品牌

➤ 海信、TCL线上大尺寸电视市占率整体提升，市场份额领先其他品牌。

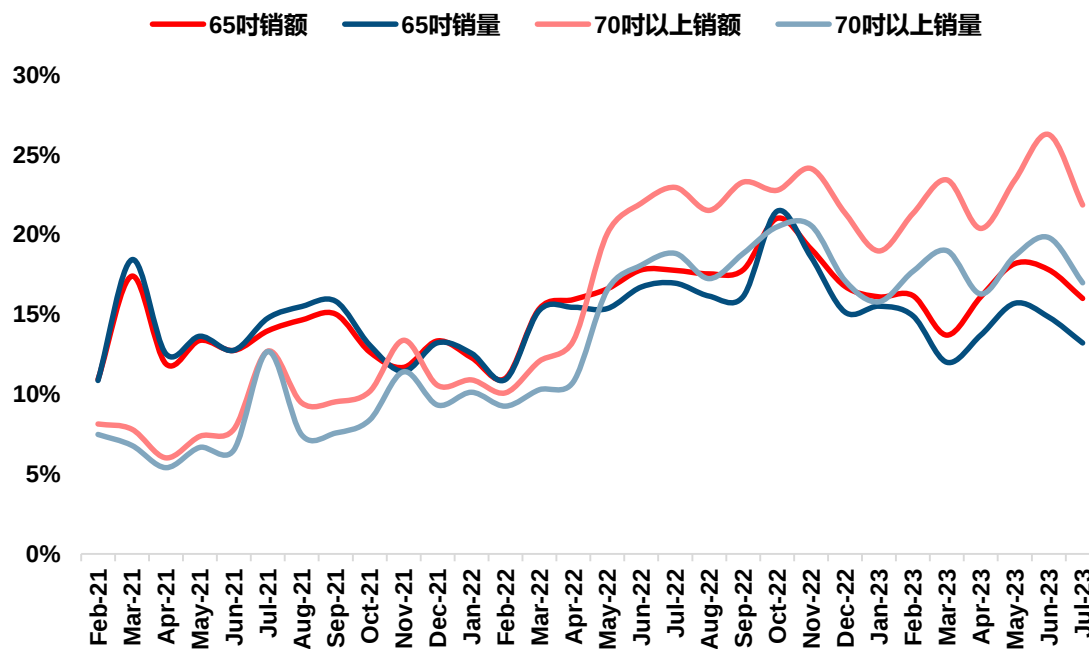
1) 海信：2023年7月，65吋线上零售额市占率为18.90%，同比提升1.37pct；70吋以上线上零售额市占率为23.00%，同比下降0.45pct。

2) TCL：2023年7月，65吋线上零售额市占率为16.00%，同比下降1.76pct；70吋以上线上零售额市占率为21.85%，同比下降1.10pct。

图：海信大尺寸线上零售额、零售量市占率



图：TCL大尺寸线上零售额、零售量市占率



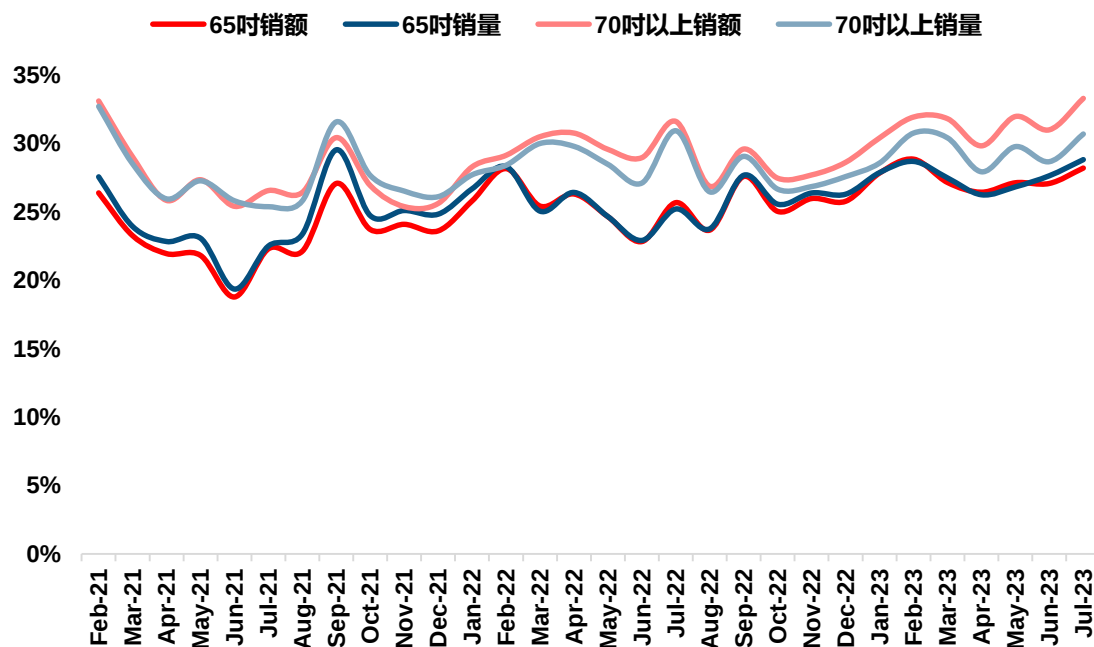
结构：头部品牌国内线下KA大尺寸份额整体提升，领先其他品牌

➤ 海信、TCL线下KA大尺寸电视市占率整体提升，市场份额领先其他品牌。

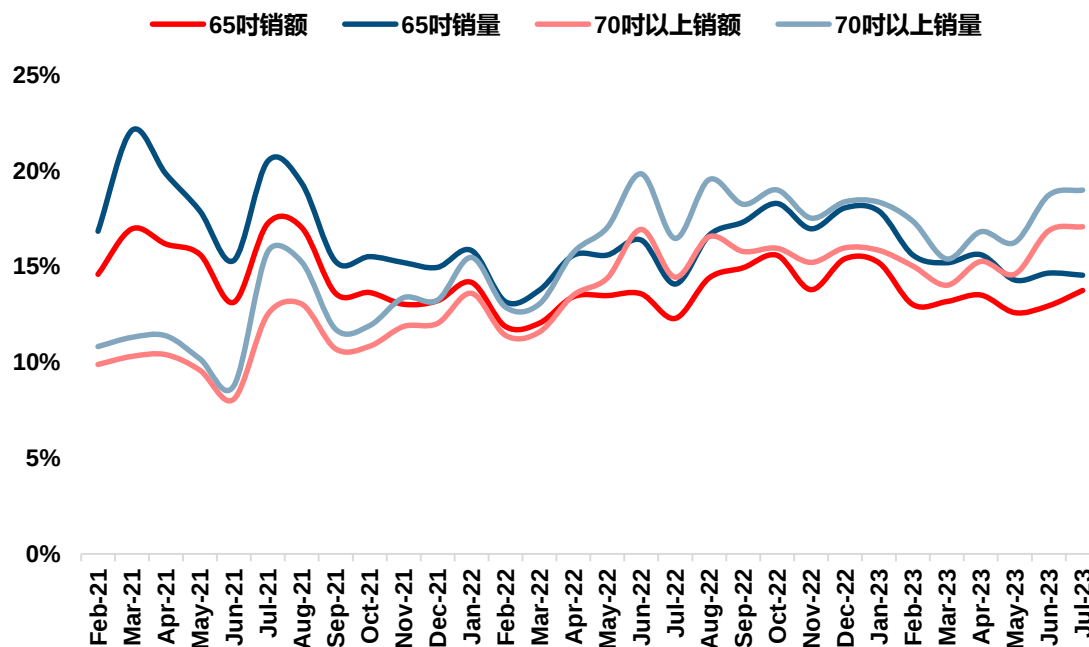
1) 海信：2023年7月，65吋KA零售额市占率为28.18%，同比提升2.52pct；70吋以上KA零售额市占率为33.27%，同比提升1.68pct。

2) TCL：2023年7月，65吋KA零售额市占率为13.75%，同比提升1.46pct；70吋以上KA零售额市占率为17.07%，同比提升2.63pct。

图：海信大尺寸线下KA零售额、零售量市占率



图：海信大尺寸线下KA零售额、零售量市占率



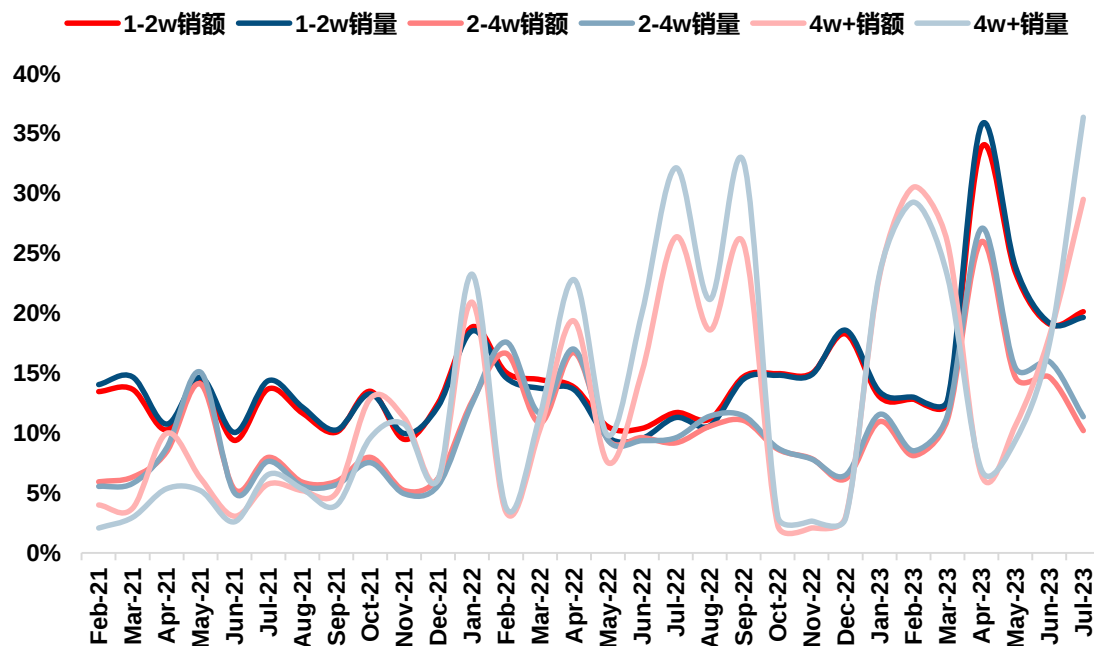
结构：头部品牌国内线上高价位段份额整体提升，领先其他品牌

➤ 海信、TCL线上高价位段电视市占率整体提升，市场份额领先其他品牌。

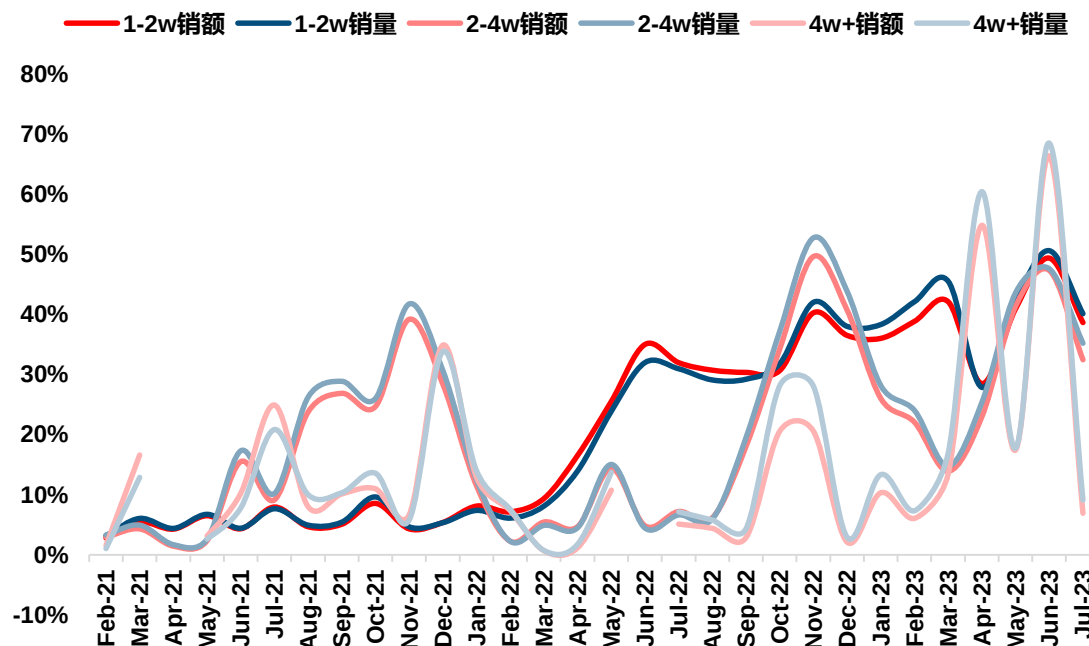
1) 海信：2023年7月，10000-19999、20000-39999、40000+线上零售额市占率分别同比提升8.42pct、1.02pct、3.15pct。

2) TCL：2023年7月，10000-19999、20000-39999、40000+线上零售额市占率分别同比提升6.66pct、25.22pct、1.79pct。

图：海信高价位段线上零售额、零售量市占率



图：TCL高价位段线上零售额、零售量市占率



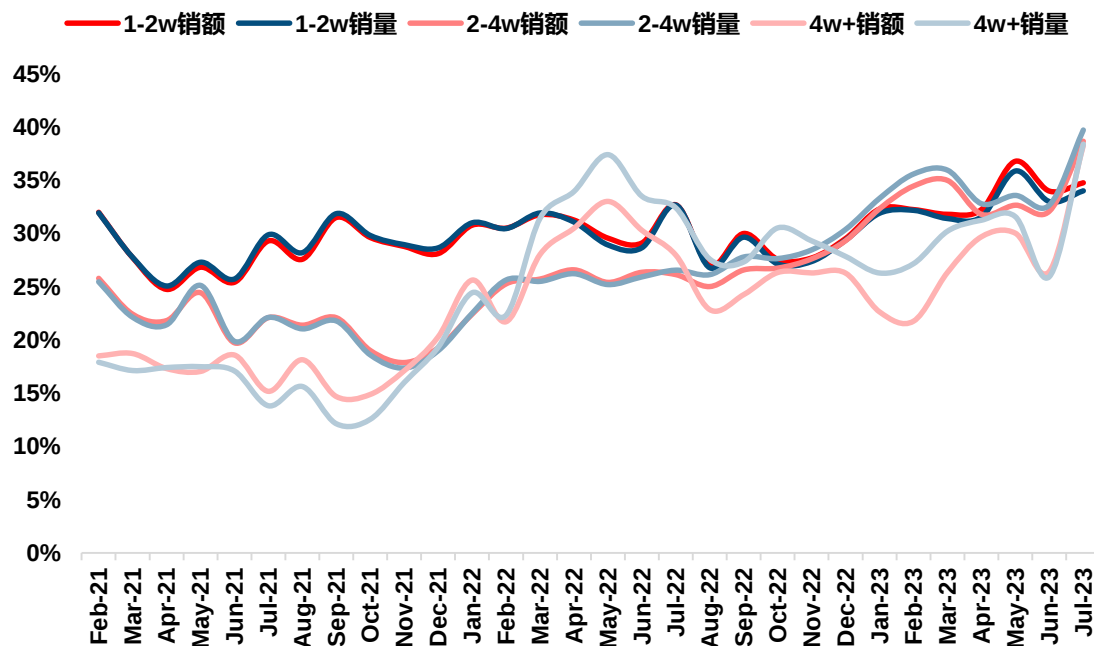
结构：头部品牌国内线下KA高价位段份额整体提升，领先其他品牌

➤ 海信、TCL线下KA高价位段电视市占率整体提升，市场份额领先其他品牌。

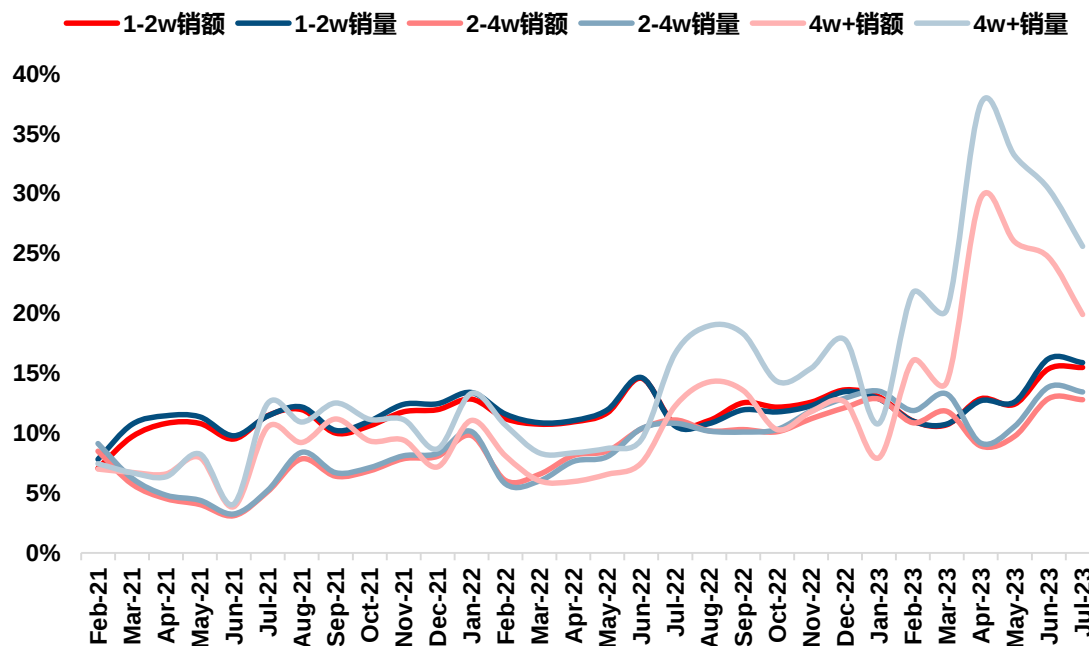
1) 海信：2023年7月，10000-19999、20000-39999、40000+线下KA零售额市占率分别同比提升2.07pct、12.53pct、10.31pct。

2) TCL：2023年7月，10000-19999、20000-39999、40000+线下KA零售额市占率分别同比提升4.76pct、1.69pct、7.63pct。

图：海信高价位段线下KA零售额、零售量市占率



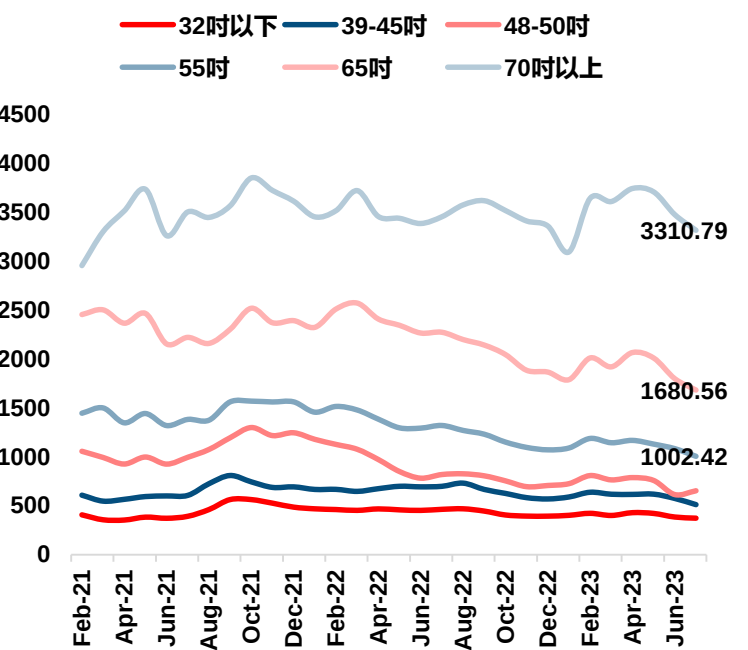
图：TCL高价位段线下KA零售额、零售量市占率



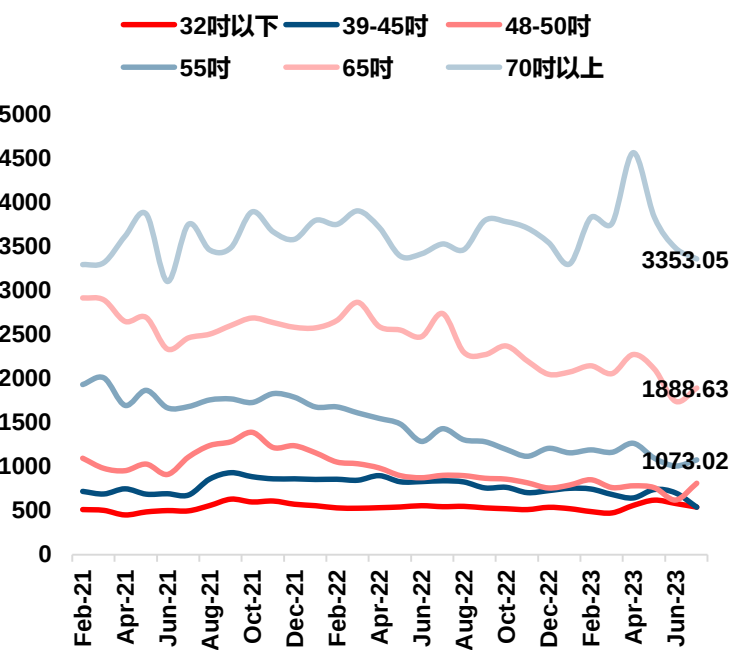
结构：尺寸越大毛差越高，头部品牌高端化享有高毛差

- 大尺寸电视的毛差明显高于中小尺寸，头部品牌高端化推动产品结构大尺寸化，因此毛差整体提高。
- 1) 海信：2023年6月，55吋、65吋、70吋以上电视的毛差分别约为1073、1889、3353元左右。
- 2) TCL：2023年6月，55吋、65吋、70吋以上电视的毛差分别约为1723、2295、4739元左右。

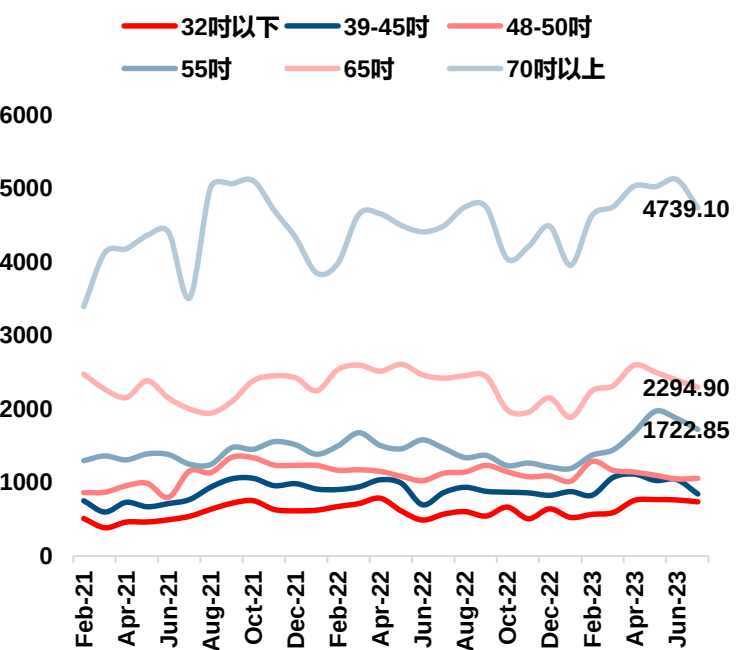
图：行业各尺寸电视线上均价与面板价格之差



图：海信各尺寸电视线上均价与面板价格之差



图：TCL各尺寸电视线上均价与面板价格之差



结构：头部品牌有望复刻三星成长路径，高端化想象空间巨大

➤ **性价比占领中低端市场，产品优势提升高端市场份额。**参考三星电视的发展历程，国产头部品牌先以低成本优势占领全球中低端市场，再以技术和产品优势领跑全球高端市场。以海信为例，海信凭借自主品牌的质价比产品抢占海外头部品牌的中低端市场，同时通过东芝品牌获取部分高端市场份额，比如在日本、中东非、东南亚、欧洲等市场提升高端产品占比；未来，通过性价比优势抢占头部品牌的中低端市场，销量份额持续提升，长期通过品牌营销扩大影响力，拓展高端渠道，逐步导入高端产品，品牌价格指数向三星、LG看齐。

表：海信电视海外重点市场零售量市占率

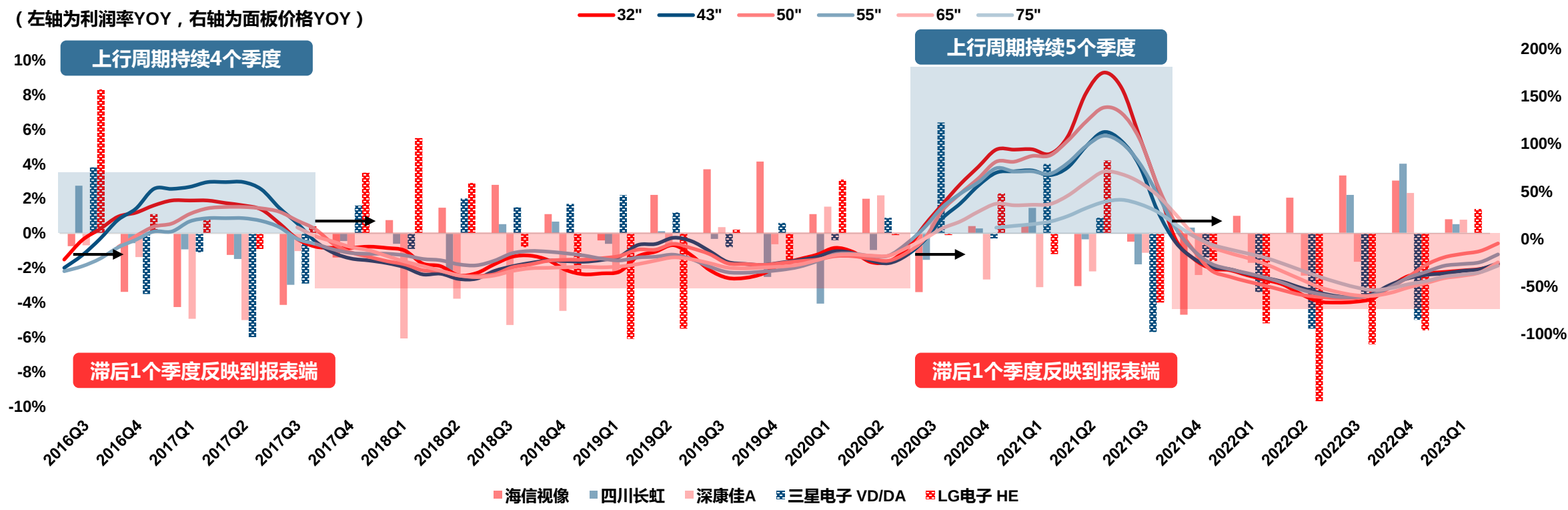
市场	2018	2019	2020	2021	2022
南非	30.9%	33.4%	31.5%	31.9%	32.0%
尼日利亚	5.9%	6.0%	10.8%	15.3%	16.6%
墨西哥	13.7%	14.5%	14.6%	14.1%	14.0%
日本	5.5%	10.5%	12.0%	12.9%	12.9%
奥地利	0.1%	1.4%	5.0%	10.1%	11.8%
澳大利亚	10.8%	11.1%	11.2%	11.3%	11.2%
阿联酋	9.7%	9.1%	8.0%	7.0%	9.3%
以色列	10.4%	10.0%	9.3%	8.8%	8.5%
泰国	1.9%	4.5%	4.4%	5.7%	6.8%

表：东芝电视海外重点市场零售量市占率

市场	2018	2019	2020	2021	2022
日本	12.5%	14.5%	16.4%	18.5%	19.3%
埃及	14.7%	14.3%	13.0%	13.2%	13.2%
沙特阿拉伯	3.1%	3.2%	5.2%	6.2%	6.0%
印度尼西亚	7.8%	7.0%	6.5%	6.2%	5.9%
泰国	6.3%	7.3%	6.7%	6.4%	5.6%
马来西亚	4.3%	4.6%	4.9%	4.6%	4.4%
德国	4.1%	4.3%	3.9%	4.1%	4.1%
乌克兰	1.7%	4.1%	4.0%	3.8%	3.8%
法国	3.1%	3.2%	2.6%	2.4%	2.2%

成本：面板周期对电视毛利率的影响弱化，下游利润率将维持平稳

➤ **面板价格周期对电视毛利率的影响削弱，头部品牌盈利水平稳定。**回顾面板周期可以发现：1）第一轮上行周期处于电视增量市场（面板供不应求），面板价格上涨导致电视毛利率下跌；第二轮上行周期处于电视存量市场（面板供过于求），面板价格上涨主要系短期供需失衡的影响，但电视毛利率降幅减小，毛利率变化主要受需求端影响，而非成本端。2）头部品牌如海信、三星、LG的毛利率受面板价格波动影响更小，自主品牌出货量不断萎缩的长虹、康佳仍受影响。



成本：面板价格方差波动大小影响毛利率，当前上行周期方差减少

➤ 面板周期对电视毛利率的影响关键在于方差的波动，而非均值的大小，当前上行周期的方差减少，因此毛利率更加稳定。我们认为：

1) 面板周期对电视毛利率的影响核心在于其方差的波动，而不是面板价格的大小，因为电视厂商能够通过结构和提价将成本压力传导给消费者，如果面板价格快速上涨，电视厂商无法及时调价，因此毛利率会受到影响。2) 第二轮上行周期的方差大于第一轮，但是海信视像的毛利率降幅更小，主要系竞争格局已改善。3) 第三轮上行周期的方差（除55"）均比前两轮小，因此毛利率降幅可能也比以往小。

表：三轮上行周期各尺寸电视面板的均值和方差

上行周期	指标	32"	43"	50"	55"	65"	75"
第一轮 (2016M3-2017M4)	均值	59.71	123.90	169.44	196.56	375.11	-
	方差	64.49	484.49	270.02	195.58	684.99	-
第二轮 (2020M5-2021M6)	均值	60.15	103.54	147.29	170.29	226.57	333.54
	方差	324.13	580.71	1572.06	1521.92	1559.39	1297.02
第三轮 (2022M9-2023M8)	均值	32.25	54.00	85.92	98.17	132.50	194.75
	方差	17.69	39.33	196.08	284.14	573.58	511.02

表：三轮上行周期各电视厂商的毛利率及其变化

上行周期	指标	海信视像	四川长虹	深康佳A
2016Q2-2017Q2	毛利率	14.98%	14.05%	12.22%
	YOY	-1.74%	0.27%	-1.56%
2020Q3-2021Q3	毛利率	16.61%	9.95%	4.58%
	YOY	-1.21%	-0.39%	-1.64%
2022Q4-2023Q1	毛利率	18.77%	12.68%	3.60%
	YOY	1.93%	2.28%	1.56%

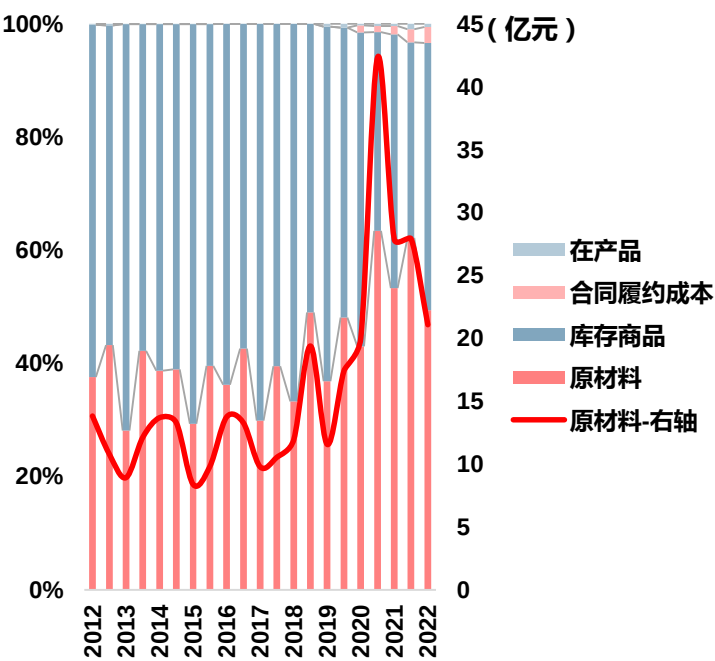
成本：头部品牌供应链管理体系完善，成本控制能力加强

➤ **采购策略优化+采购周期缩短，头部厂商成本控制能力加强。**电视厂商在面板价格上行期间可实行“躲峰采购”，平衡存货成本和涨价成本，从而稳定毛利率。海信视像的备货策略有所优化，面板采购周期缩短（结合测算结果，我们判断约为2-4周左右），在面板价格高位时，低价原材料能够覆盖部分生产成本，毛利率水平保持稳定；在面板价格低位时，通过规模效应和强化终端动销能力消化低成本库存商品，引导毛利率改善。

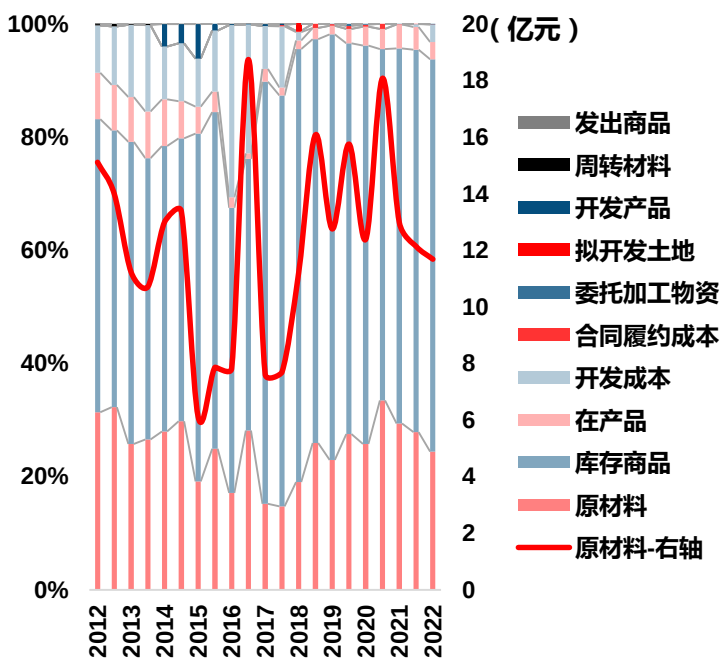
表：液晶面板供应链生产周期和库存水平

项目	面板/模块	整机 /OEM/ODM	零售商
生产周期	3-4周	6-10周	-
运输周期	1-2周	4-6周	-
库存1——在制品库存	面板厂商的 Pure Cell库存	OEM/ODM的 SKD/CKD/Open Cell库存	-
考虑到库存1的正常库存水平	1-1.5周	5-8周	-
库存2——完成品库存	面板厂商或BMS厂商的LCD模块库存	OEM/ODM区域组装厂的液晶电视库存	零售商安全缓冲期库存
考虑到库存2的正常库存水平	3-4周	1-2周	线下：6-8周 线上：1-2周

图：海信视像增加原材料采购，动销较快



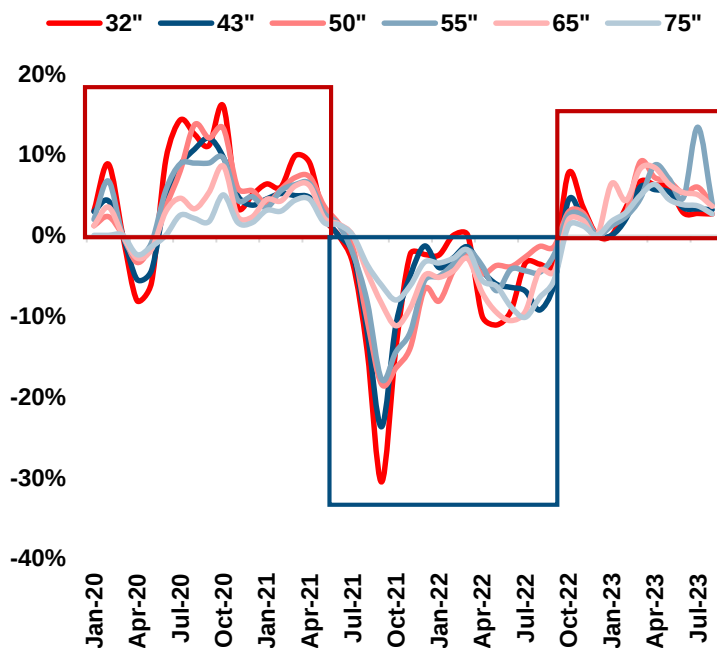
图：深康佳原材料采购较少，库存商品积压



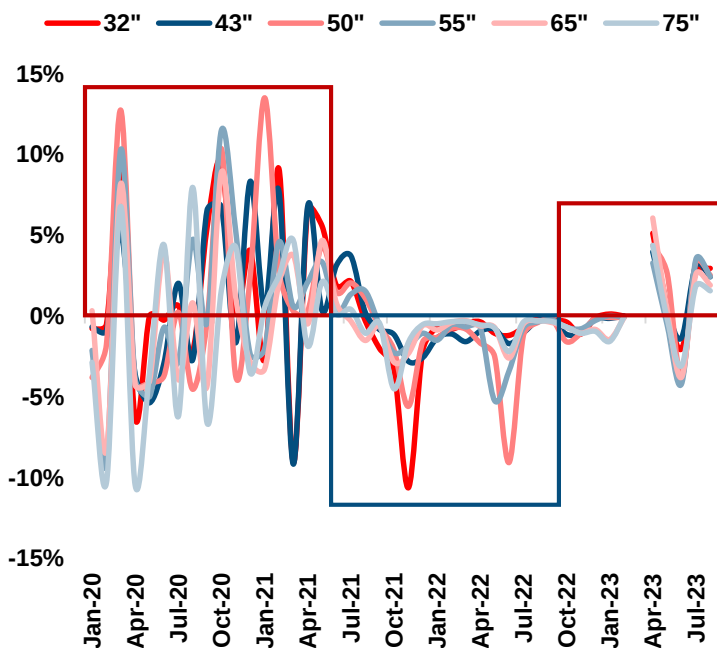
成本：头部品牌调整零售价格，成本传导能力增强

➤ **在面板价格温和上涨之下，品牌商能够灵活上调整机价格以应对成本压力，头部品牌成本传导能力加强。**当前第三轮面板价格上行周期的均值和方差较低，随着面板价格持续温和上涨，品牌商面板备货逐渐趋于理性，后续品牌厂和面板厂之间的价格博弈愈加激烈。同时，竞争格局优化推动头部厂商溢价能力和成本传导能力提升，电视厂商在成本温和上涨时，能够通过品牌效应和结构优化上调整机价格，从而将成本传导至终端，保持自身盈利水平稳定。

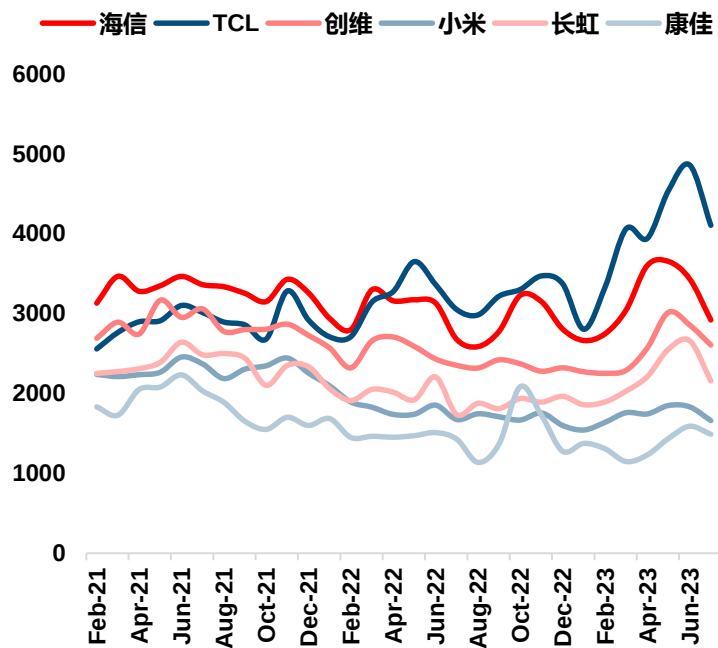
图：各尺寸面板价格当期环比



图：各尺寸整机价格当期环比



图：各品牌国内线上均价（元/台）



资料来源：根据《2022 年中国银行业调查报告》（注：2022 年 1 月 1 日同业存单线下均价调整为线上均价。）

更多免费行业报告

并购家

www.ipoiipo.cn

成本：展望未来下游品牌商的盈利水平，面板价格影响淡化

➤ **面板影响淡化叠加品牌全球化+高端化，中国电视厂商未来盈利水平趋稳。**分析国内外黑电公司的电视业务盈利水平以及面板价格变化，可以发现：1）2021年面板价格上涨幅度更大，但是国内电视厂商毛利率下降幅度变小，面板价格对下游品牌商盈利水平的影响趋于弱化；2）海外高端电视品牌的盈利水平基本不受上游面板成本的影响，因为其溢价能力更强，产品结构更优，可以通过调整产品售价及结构将成本传导至终端，因此受需求影响更大，国内电视品牌有望向海外品牌看齐。

表：电视品牌商利润率与面板价格同比变化趋势（第二梯队规模小，利润率影响因素更多，波动更大）

电视业务利润率YOY	2017	2018	2019	2020	2021	2022
海信视像-智慧显示终端	-3.88%	0.52%	3.10%	-0.44%	-3.46%	3.45%
TCL电子-智屏	-	-0.13%	3.61%	-0.98%	-1.23%	2.08%
四川长虹-电视	-0.58%	-0.77%	-3.72%	-0.76%	-0.70%	1.20%
深康佳-彩电	2.09%	-3.95%	-3.49%	-0.77%	-2.73%	-6.34%
三星电子-VD/DA	-1.94%	1.14%	1.02%	1.57%	-0.86%	-4.30%
LG电子-HE	1.03%	1.24%	-3.30%	1.00%	-0.73%	-6.31%
VIZIO-Device	-	-	1.99%	2.68%	-3.36%	-5.21%
中国厂商（海信、TCL）平均	-3.88%	0.19%	3.35%	-0.71%	-2.35%	2.76%
海外厂商（三星、LG）平均	-0.46%	1.19%	-1.14%	1.28%	-0.80%	-5.30%
滞后1个季度面板价格YOY	17.69%	-24.99%	-23.14%	15.45%	50.11%	-40.17%

对比两轮面板价格周期，上游影响弱化：
1）2017年面板价格上涨17.69%，海信、TCL的平均毛利率下降3.88pct；2）2021年面板价格上涨50.11%，海信、TCL的平均毛利率下降2.35pct。

对比中国厂商和海外厂商，高端品牌具有溢价能力，主要受需求和产品结构影响：
1）中国厂商毛利率变化与面板价格变化趋势相反，主要受成本端影响；2）海外厂商毛利率变化与面板价格变化趋势不相关，具有品牌溢价，产品结构更优，主要受需求端影响。

PART 5

企业如何估值？ ——从估值的角度分析

估值逻辑：从周期到消费，从PB到PE



周期属性



消费属性

估值逻辑

估值方式

PB

PE

原因

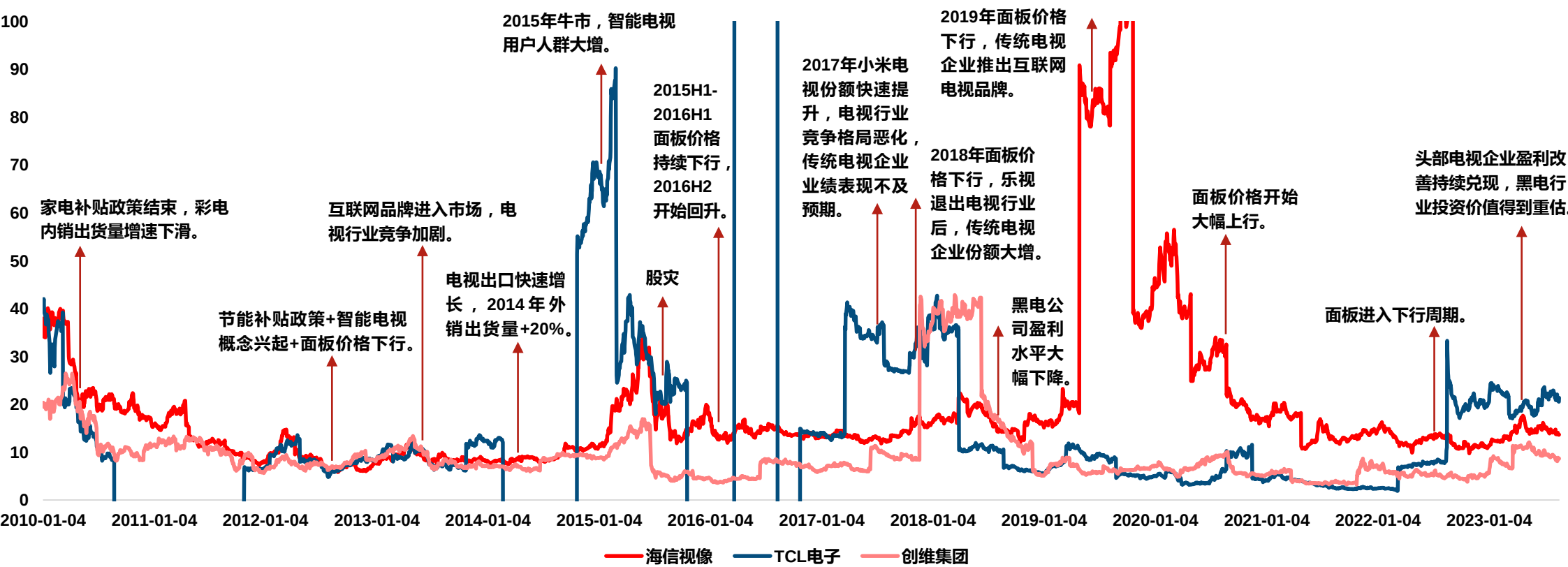
受面板周期影响，没有稳定的利润预期。当面板价格上涨时，利润率下降，股价与估值下行；当面板价格下跌时，利润率上升，股价与估值上行。采用PB估值。

一定程度上穿越面板周期，能够有稳定的利润率及利润预期。采用PE估值。

估值复盘：头部厂商盈利改善持续兑现，黑电价值得到重估

➤ 当前海信视像、TCL电子、创维集团的市盈率PE（2023E）分别为13倍、10倍、5倍左右。我们认为，随着面板周期属性逐渐淡化，国内头部电视厂商的盈利持续改善，利润率持续提升，估值仍有提升空间。

图：2010年以来国内TOP3电视厂商市盈率PE（TTM）变化



估值对比：国内TOP3估值分位点较低，对比海外龙头仍有提升潜力

➤ 观察海信视像、TCL电子、创维集团的市盈率PE（TTM）、市净率PB（LF）近十年的变化，其中海信视像的PE中枢为20.01，当前PE为13.71，PB中枢为1.41，当前PB为1.58；TCL电子的PE中枢为7.45，当前PE为21.37，PB中枢为0.96，当前PB为0.58；创维集团的PE中枢为9.08，当前PE为8.70，PB中枢为0.71，当前PB为0.40。国内头部品牌的估值倍数均处于合理水平，但是对比海外龙头品牌（三星电子、LG电子、VIZIO），随着国产头部品牌的国内外市场份额进一步提升，产品结构持续优化，估值仍有较大的提升空间。

表：国内外头部电视厂商盈利预测（截至2023年7月31日）

公司名称	证券代码	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
海信视像*	600060.SH	282.58	16.79	23.03	27.84	33.40	10.54	12.27	10.15	8.46
TCL电子	1070.HK	90.80	4.09	8.78	10.80	12.83	17.50	10.34	8.41	7.07
创维集团	0751.HK	80.44	8.27	13.83	17.88	20.36	9.35	5.82	4.50	3.95
三星电子	005930.KS	23,359.69	2,854.8	577.2	1,749.8	2,591.5	25.92	47.65	15.26	10.30
LG电子	066570.KS	994.47	62.4	107.7	157.1	183.4	8.26	10.01	6.97	5.88
VIZIO	VZIO.N	103.84	-0.03	0.59	3.88	7.41	68.35	181.71	27.49	14.49
中国厂商							12.46	9.48	7.69	6.49
海外厂商							34.18	79.79	16.57	10.22

投资建议与风险提示

投资建议：彩电竞争格局趋好，龙头品牌的市场份额和产品结构持续提升和优化，支撑盈利能力稳定向上。推荐全球化、高端化、多品牌战略成效显著，市场份额提升及产品结构优化持续兑现的彩电龙头**海信视像**，关注电视业务稳健改善，持续开拓业务新增长点的**TCL电子**。

风险提示：

- **1) 市场需求下降：**全球电视市场进入存量竞争阶段，欧美及日本等发达国家和地区的市场需求透支效应逐渐显现，同时高通胀导致居民实际购买力下降，电视出货需求将持续低迷。根据TrendForce集邦咨询统计，2022年全球电视出货量为2.02亿台（YOY-3.9%），创近十年历史新低。展望未来，宏观层面不利因素将持续存在1-2年，TrendForce集邦咨询预计将在2.0-2.2亿台的区间，电视市场环境难以出现根本性变化。
- **2) 面板价格反弹：**头部面板厂商库存持续下降，叠加减产幅度扩大，对市场供需形成支撑力。根据群智咨询数据，各尺寸电视面板价格自2022年10月开始止跌，随后经历小幅度涨价，与2022年10月上旬相比，75/65/55/50/43/32吋电视面板均价至7月共涨价31/31/32/21/9/5美元。
- **3) 人民币汇率波动：**汇率长期波动会影响外贸企业的经营战略，美元汇率短期波动较大，根据中国人民银行数据，当前美元兑人民币即期汇率为7.2左右，跟去年同期相比处于较高水平。

分析师介绍

马王杰：中信建投证券家电行业首席分析师，上海交通大学硕士，曾就职于申万宏源、天风证券和国盛证券。深度覆盖白电、厨电以及各类小家电公司，研究扎实，观点鲜明。所在团队曾获得2016年新财富家电行业第五名、水晶球第二名；2017年新财富入围；2018年金牛奖家电行业最佳团队。

研究助理

吕育儒 19121729958 lvyuru@csc.com.cn

评级说明

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

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

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

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

一般性声明

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

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

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

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

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

中信建投证券研究发展部

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

上海
浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话：(8621) 6882-1612
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

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

中信建投（国际）

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