

黑色家电

报告日期: 2025 年 02 月 02 日

国内结构升级，海外开疆拓土，中国黑电企业全球竞争力提升

——黑电系列报告（一）竞争格局篇

投资要点

行业评级: 看好(首次)

国内: 国补加速彩电中高端升级, 小米电视思路调整竞争趋缓

国补驱动彩电技术迭代、大屏化升级, 份额进一步向头部品牌集中。1) 2024 年 Mini LED 电视销量占比达到 18%, 相比 23 年提升 15 pct。其中, 在 9~12 月国补期间, Mini LED 线上销量渗透率在 40%以上, 这个数据指引 2025 年 Mini 渗透率。2) 国补加速大屏化的趋势, 9~12 月期间 75 寸以上电视销量增速相比 1~8 月大幅提速, 并且 75 寸以上电视销量 CR3 相比 55 寸以下的市场更高。

2022 年以来小米注重产品结构升级, 行业价格竞争缓解。小米 2016 年入局电视市场“醉翁之意不在酒”, 通过价格竞争抢占互联网业务用户触点, 但是小米电视互联网业务受到面板价格上升、互联网竞争更加激烈、汽车业务战略等因素影响, 并且国补期间, 彩电消费价格带整体上移, 目前的环境不支撑小米电视过去的互联网盈利模型。2) 小米电视在 2022 年以来调整思路, 主抓 Mini LED 迭代和大屏化结构升级, 2024 年小米+红米电视线上零售均价同比增长 57%, 大幅跑赢行业 13%的增幅。

分析师: 张云添

执业证书号: S1230524020006

zhangyuntian@stocke.com.cn

研究助理: 李羽佳

liyujia@stocke.com.cn

相关报告

海外: 产品、渠道、营销三位一体, 中国黑电企业承接日韩份额

供应链: LCD 面板产能向中国集中, 日韩企业失去产业链一体化优势后被迫调整面板供应体系、押注 OLED 等新技术路径, 中国企业承接日韩企业部分市场份额。

产品端: 中国黑电企业主打质价比, 通过 Mini LED 向中高端市场升级。1) 以电视 800 元以上价格带为例对比, 在北美市场和欧洲市场, 中国和韩国品牌均出货 75 寸电视为主, 中国品牌价格显著低于韩国品牌且在面板及分辨率等参数方面更优。2) 在中高端市场, 海信和 TCL 主抓和三星、LG 相近价格带的产品升级, 海信、TCL 的 Mini LED 价格相比三星、LG 的 QLED 零售价格低 300 美元。

渠道端: 北美格局生变倒逼中国企业转型, 新兴国家更多是开辟新市场。1) 2024 年沃尔玛收购 Vizio 后, ONN (沃尔玛自有品牌) 和 Vizio 在沃尔玛渠道推行价格策略, 倒逼中国家电企业向中高端渠道百思买和塔吉特转型。预计 ONN 和 Vizio 在沃尔玛渠道份额会继续提升, 中国企业在中高端份额的提升取决于其新渠道拓展的速度。2) 新兴国家仍处于经济发展阶段, 行业格局尚未固化, 中国家电企业通过开拓新市场和新渠道会有所收获。在东南亚市场, TCL 在东南亚市场以越南为供应链中心、海信计划在越南建设电视产能。

营销端: 以体育营销为切入点, 营销建立品牌心智。1) 体育赛事跨文化、信仰、种族障碍, 消费者很容易把个人偏好和品牌忠诚度绑定, 而电视又是体育赛事转播的载体, 黑电本身适合体育营销。2) 海信和 TCL 体育营销侧重点不同, 海信更多是赞助全球性赛事、更加注重全球营销, 而 TCL 的营销赞助更加本土化。体育营销有助于帮助海信和 TCL 快速建立品牌心智, 良好的体育营销也赋能渠道合作。

投资建议

通过复盘海信视像的 PB 估值, 可以看出海信视像的 PB 估值水平和海信视像的利润率水平相关度较高。影响黑电企业的利润率水平无非就是两个因素, 一是面板价格波动, 二是行业竞争格局。复盘 2016~2019 年和 2020~2023 年海信视像的估值变化, 我们认为决定黑电标的中长期利润率的因素是竞争格局变化。

我们认为彩电行业的竞争格局正在优化, 建议把握中长期黑电标的利润率和 PB 估值共振的机会, 推荐 TCL 电子、海信视像。

风险提示: 原材料价格反弹风险、全球经济下行风险、市场竞争加剧风险。

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

正文目录

1 国补加速彩电中高端升级，小米电视思路调整促进格局改善	5
1.1 国补驱动彩电技术迭代、大屏化升级，份额进一步向头部品牌集中	5
1.2 竞争格局改善还来源于小米电视盈利模型和对 IoT 业务定位的调整	8
2 产品、渠道、营销三位一体，中国企业承接日韩份额	13
2.1 中国电视企业全球保持进攻，份额不断提升	13
2.2 产品：Mini LED 主打质价比，是全球份额提升的抓手	15
2.3 渠道：北美格局生变倒逼中国企业转型，新兴国家更多是开辟新市场	16
2.4 营销：以体育营销为切入点，营销建立品牌心智	20
3 看好竞争格局改善下的扣非利润率和 PB 估值共振	22
4 风险提示	24

图表目录

图 1: Mini LED 背光显示技术原理	5
图 2: 2024 年国内 Mini LED 销量占比达到 18%	5
图 3: Mini LED 与 LCD 均价价差 vs Mini LED 销量占比, 相关度极高	5
图 4: 国补之下, MiniLED 电视线上销量渗透率在 40%以上	6
图 5: MiniLED 渗透率高增驱动产品结构改善, 行业均价提升	6
图 6: Mini LED 和普通 LCD 电视 CR3 的月度变化	7
图 7: 2024 年 Mini LED 分品牌零售量份额	7
图 8: TCL 和海信快速应对小米 S mini 新品	7
图 9: 国补拉动 75 寸+大尺寸销售迅速提升	8
图 10: 2024 年前三季度线上各品牌分尺寸段零售量份额	8
图 11: 小米彩电线上零售量份额在 2019 年大幅下降	9
图 12: 55 寸面板价格变动	9
图 13: 23-24 年小米品牌和行业线上彩电零售均价走势	9
图 14: 2023A~24 年 1-5 月小米彩电线上分尺寸段零售量份额	9
图 15: 小米 ARPU 持续下滑	10
图 16: 小米电视软件业务的独特性较低	10
图 17: 彩电大屏结构化升级趋势明显 (单位: 寸)	11
图 18: 彩电企业无法向终端完全传导面板价格影响 (单位: %)	11
图 19: 2020 年后小米研发费用大幅增加 (百万元)	11
图 20: 2020 年后小米投资性活动现金流出增加 (百万元)	11
图 21: 小米销售费用在 21 年后降低 (百万元)	12
图 22: 小米 IoT 业务毛利率逐季度提升	12
图 23: 2017 年~2023 年全球彩电出货量份额: 日韩出让份额, 国牌崛起	13
图 24: 三星显示业务中 (含 OLED 和 LCD) LCD 业务收缩	14
图 25: 三星面板业务利润持续下滑	14
图 26: 2020-2023 年京东方、华星新增产线多为 10.5 代线	14
图 27: 不同世代面板厂 65 寸面板生产成本拆分 (单位: 元)	14
图 28: 北美四品牌 75 寸黑电参数比较	15
图 29: 欧洲四品牌 75 寸黑电参数比较	15
图 30: 四品牌黑电在美国亚马逊平台不同价格带 SKU 数量 (单位: 美元)	15
图 31: 海外 4K 电视 SKU 平均价格与三星的价差	15
图 32: 2023 年美国 TV 市场各渠道份额: 沃尔玛占比近半	16
图 33: 2016-2023 美国品牌市场格局变化趋势	16
图 34: Vizio 平台收入 2023 年以来维持 20%以上同比增长 (单位: 百万美元)	17
图 35: Vizio 硬件利润率由盈转亏, 软件利润率维持在 60%左右	17
图 36: 并入 Vizio 和 SmartOS 完善沃尔玛在电视系统的布局	17
图 37: 入门级产品 ONN 价格明显低于海信、TCL	17
图 38: TCL 产品在 Best Buy 门店里的“堆码”	18
图 39: 家喻户晓的 NFL 解说员 Charissa Thompson 代言 TCL	18
图 40: 泰国家电保有率: 彩电渗透率已过快速增长阶段 (单位: %)	19
图 41: 越南家电保有率: 彩电渗透率已过快速增长阶段 (单位: %)	19
图 42: 印尼家电保有率: 彩电渗透率已过快速增长阶段 (单位: %)	20

图 43: 世界杯赛场上的海信品牌标语	20
图 44: 2006 年以来历届世界杯、欧洲杯官方合作伙伴	20
图 45: 海信视像和 TCL 电子扣非利润率变化	22
图 46: 海信视像和 TCL 电子 PB 估值复盘	23
表 1: Mini LED 背光模组成本与传统直下式背光模组成本对比	6
表 2: TCL 在北美积极拓展中高端渠道	18
表 3: TCL 在东南亚抢占日韩品牌份额 (%)	19
表 4: TCL 在东南亚主要国家彩电零售量市占率及排名	20
表 5: 海信和 TCL 在 2006 年赞助体育赛事: 海信注重全球营销, TCL 注重本地化赞助	21

1 国补加速彩电中高端升级，小米电视思路调整促进格局改善

1.1 国补驱动彩电技术迭代、大屏化升级，份额进一步向头部品牌集中

Mini LED 电视是升级的 LCD 显示方案，2024 年渗透率大幅提升。1) Mini LED 电视将大量 50~200μm 的 LED 芯片集成在一起，形成背光源，在同等面积上可以排布更多 LED 芯片，划分更多分区。2) 从显示效果上看，Mini LED 电视相比传统电视对比度更高、控光更加精准、成像亮度和清晰度更高。3) 2024 年全年 Mini LED 中国销量 556 万台，占整体中国彩电市场的 18.0%，销量份额同比提升 15 pct。

图1：Mini LED 背光显示技术原理

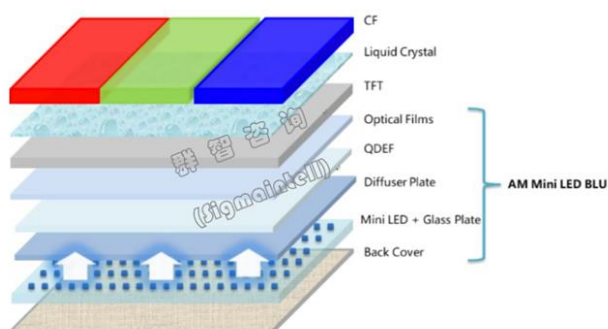
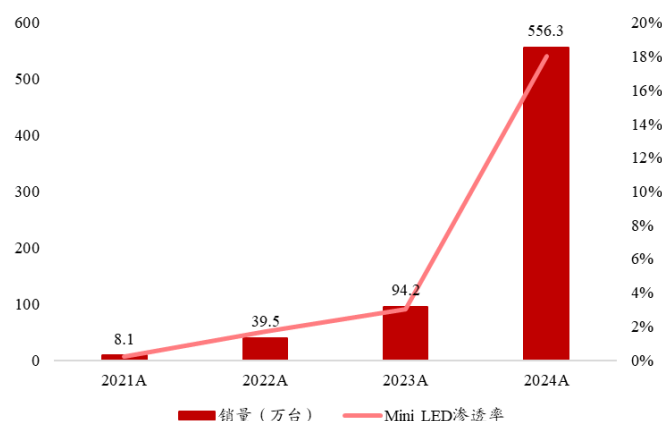


图2：2024 年国内 Mini LED 销量占比达到 18%

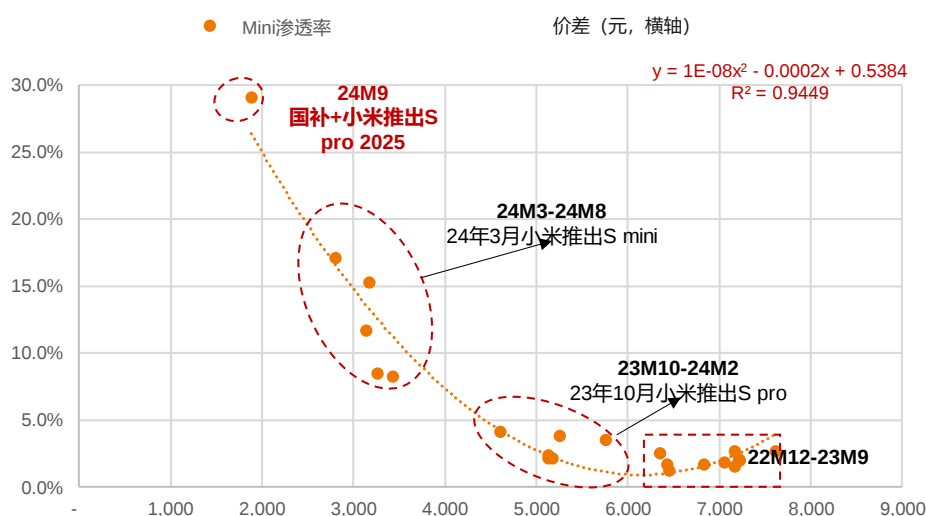


资料来源：群智咨询，浙商证券研究所

资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

与 LCD 产品价差收窄是 Mini LED 渗透率提升的条件，电子模组降本和国补是实现价差收窄的必要条件。根据奥维云网数据，23M12~24M12 期间，Mini LED 与 LCD 电视价差从 5021 元收窄到 2549 元。

图3：Mini LED 与 LCD 均价价差 vs Mini LED 销量占比，相关度极高



资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

➤ **Mini LED 降本起量：**业界聚焦的降本路径，包括 PCB/LED 芯片/驱动 IC 和工艺材料等的多方面策略。根据集邦咨询，PCB 降本路径有望实现 30%以上降本。Mini LED 降

本主要通过国产化、新材料应用、生产标准化等方式实现，具体的方案包括但不限于采用高压芯片、减少 PCB 板使用面积、使用国产 AM 驱动 IC 等。

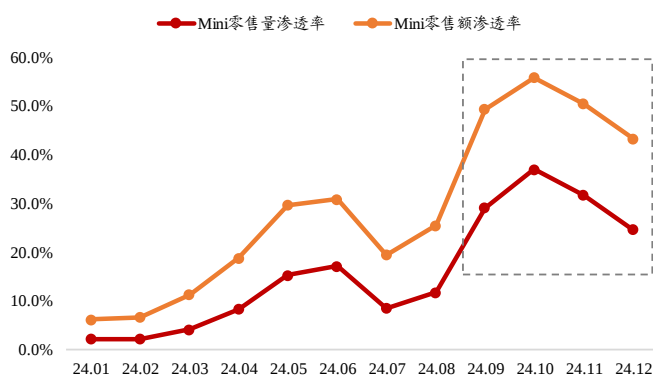
表1: Mini LED 背光模组成本与传统直下式背光模组成本对比

核心元器件	降本方法	说明
LED 芯片	芯片增加 DBR 结构	增大 POB 出光角，减少 LED 灯珠，单灯功率提升
	芯片尺寸缩小	芯片价格与尺寸正相关
	高压芯片	驱动电流更小，发光效率高；PCB 板布线更加方便
封装胶	点 Lens 胶、凹 Lens 技术	增加 LED 出光角度
PCB	基板国产化	国产取代进口
	增加通道数	降低单通道价格，减少 PCB Layout 复杂度
	材料选择	选用便宜材料，譬如 TV 用铝基 PCB
	异型 PCB	鱼骨型、灯条形板面积减少，单板利用率提升，良率提升
	多条 LB	避免使用整面 PCB
制造	良率提升	减少返修成本与 BOM 外废品成本
	D/B 升级	巨量转移方式
	设备折旧	降低投资/减少折旧成本
	产线自动化	降低人力需求，减少间接成本
	固晶机算法优化	采用复杂算法，提升生产速度和精度
透镜	产出效率优化	规模化制造，降低成本
	二次光学设计	提升出光角，降低 BLU 成本
基板材料	采用玻璃基板	玻璃基板平坦度、稳定性优于 PCB，成本低于 PCB
其他材料	其他材料	供应商降价和供应链管理

资料来源：行家说，浙商证券研究所

- **国补带动新一轮 Mini LED 爆发：**根据奥维云网线上数据，2024 年 9 月 Mini LED 和 LCD 产品价差收窄到 2355 元，奥维口径下零售价没有考虑补贴后的价格，本轮国家按照固定 20%比例补贴，如果算上补贴后的价差收窄到 1884 元、价差进一步收窄。根据奥维云网数据，24M9-12 月期间 Mini LED 销量渗透率达到 29.4%；目前，以旧换新补贴在全国 1 月份无缝接续，并且多地已经明确以旧换新补贴从 25 年 1 月持续到 12 月底，因此 24M9-12 月的 Mini LED 销量渗透率指引 2025 全年。

图4：国补之下，MiniLED 电视线上销量渗透率在 40%以上



资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

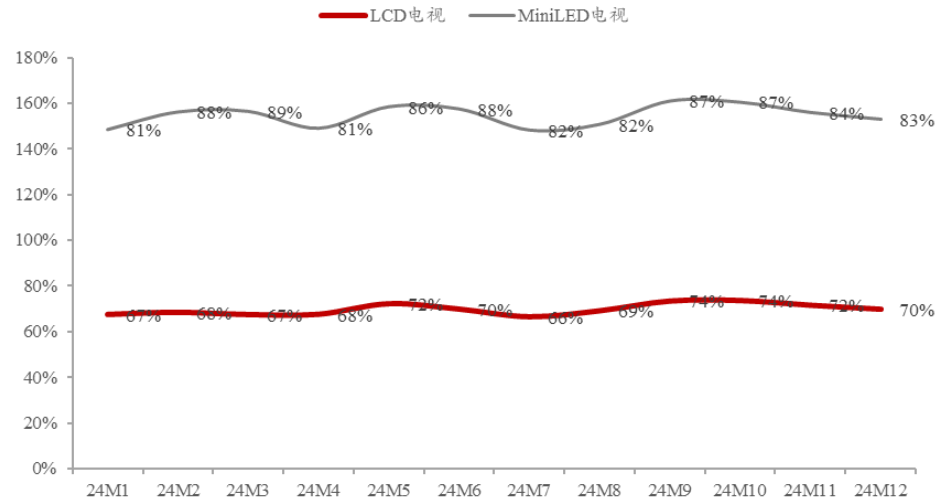
图5：MiniLED 渗透率高增驱动产品结构改善，行业均价提升



资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

Mini LED 电视行业集中度相比 LCD 更高，Mini LED 渗透率提升结构性拉动行业集中度提升。2024 年 Mini LED 电视 CR3 为 85%，相比 LCD 电视高出 15 pct。1) 龙头企业有足够的产品和技术储备，并且龙头企业通过多年积攒的品牌和技术讲出 Mini+新技术的故事（海信是 ULED、TCL 是量子点），消费者也更加容易接受；2) 龙头企业和上游电子模组的供应商更加密切，有一定份额基础的公司可以和上游电子模组厂共同研发、定制产品。

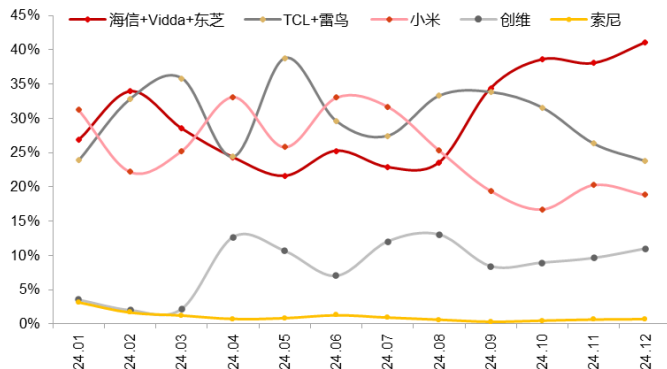
图6: Mini LED 和普通 LCD 电视 CR3 的月度变化



资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

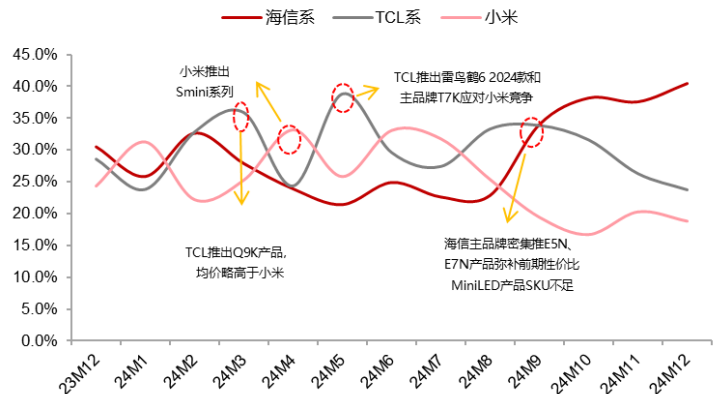
从 Mini LED 产品上新来看，在国补开始前，小米主导价格下探。1) 小米 S 系列新品拉低行业 Mini LED 利润率水平，但从客观上加速 Mini LED 占比提升。小米本身在彩电面板采购和模组成本上相比 TCL、海信不占优势，但是其产品均价相比 TCL 和海信低，预计小米 Mini LED 产品利润率水平明显低于 TCL 和海信。2) 小米推出 S 产品后，TCL、海信、创维纷纷响应推出对标产品，Mini LED 行业零售均价随着降本和竞争加剧进一步下探。3) 海信和 TCL 应对小米的方式更多是靠快速的产品上新迭代响应，小米主打爆款、讲究高 SKU 效率，一年内只会上新 2 代产品，龙头可以发挥研发和供应链优势，快速在参数和定价上应对小米的新品。

图7: 2024 年 Mini LED 分品牌零售量份额



资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

图8: TCL 和海信快速应对小米 S mini 新品



资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

国补加速大屏化趋势，使得品牌份额持续集中头部。尺寸越大，品牌越集中，源于大尺寸电视有更强的品牌力。大尺寸电视容易看出视角效果的差异、大尺寸电视概念更多，也更能体现出品牌力。价值量较大的市场品牌集中化的逻辑比较清晰，没有很强技术升级和品牌营销能力的公司很难说服消费者从大品牌向小品牌切换。

在国补之下，价格带更高端的产品折扣力度更有吸引力，在国补的催化下，2024 年 75 寸电视成为了主流尺寸。奥维云网（AVC）推总数据显示，2024 年中国彩电市场 75 英寸产品以 24.1% 的销量份额位居第一，较 2023 年提升 4.2 个百分点。国补之下，9-12 月，75 及以上尺寸电视销售同比全面提升。

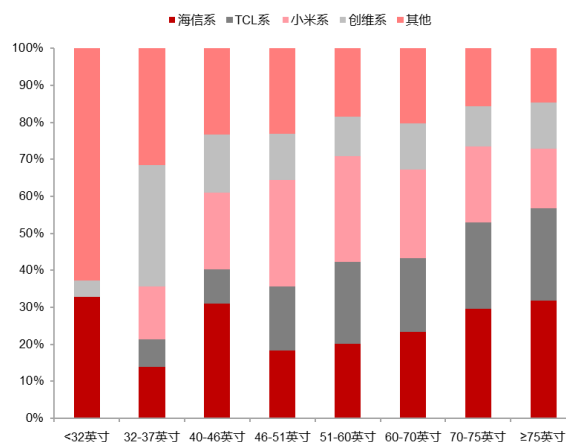
2024 年在国补的催化下，黑电行业两大趋势：MiniLED 渗透率高增、大屏化趋势加速，共同驱动行业产品均价向上，竞争格局集中品牌力更强的头部。展望 2025 年，在国补延续的背景下，这一趋势有望持续，因此我们认为黑电企业将受益于新品红利叠加竞争格局改善带来的业绩弹性。

图9：国补拉动 75 寸+大尺寸销售迅速提升



资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

图10：2024 年前三季度线上各品牌分尺寸段零售量份额

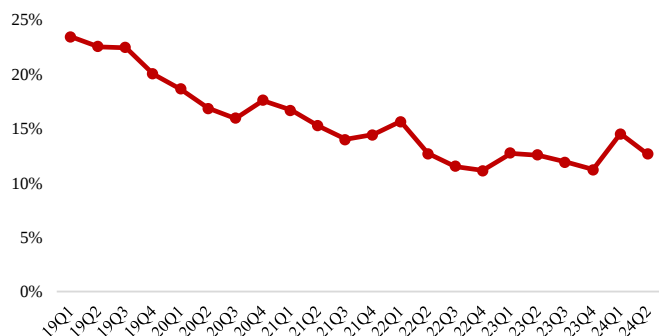


资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

1.2 竞争格局改善还来源于小米电视盈利模型和对 IoT 业务定位的调整

小米入局电视行业开辟“硬件不赚钱、软件盈利”的生态互联网模式，份额在 2019 年达到巅峰后回落。1) 小米电视的运营方式是硬件微利，线上广告和用户内容付费才是小米的利润中心，2013 年小米入主电视赛道以来通过性价比路线和线上营销方式获得消费者喜爱，2019 年小米电视线上零售量份额为 27%，相比行业第二高 11 pct。2) 在 2019 年后，小米电视线上份额持续向下，2019 年开始海信使用互联网品牌 Vidda 与小米抗衡，小米的打法被行业龙头摸透并模仿；3) 2020~2021 年面板价格上升、小米面板采购成本相比 TCL、海信等全球电视龙头在供应链没有优势，面板价格上升放大小米黑电整体的盈利压力；4) 2022 年小米电视世界杯前产品失误出现屏幕脱落事件，小米战略规划造车、强调盈利后，主动调整产品线、裁撤部分 SKU 型号。

图11: 小米彩电线上零售量份额在 2019 年大幅下降



资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

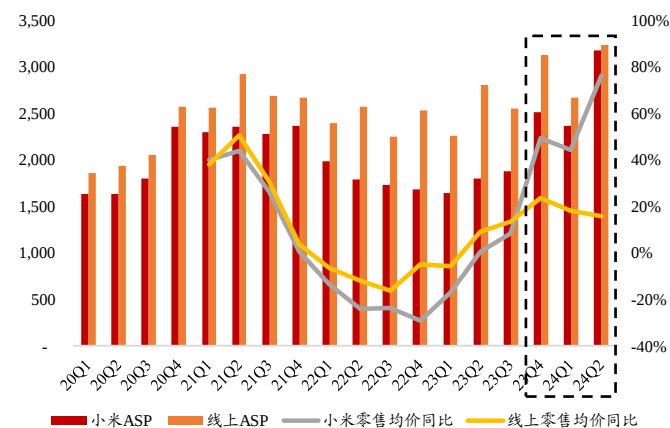
图12: 55 寸面板价格变动



资料来源: , 浙商证券研究所

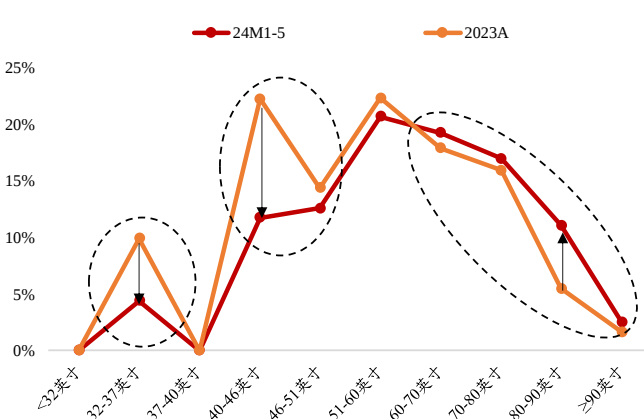
2024 年小米主动调整尺寸段结构, 精简 SKU、更加注重盈利能力。1) 结合奥维数据看, 2024 小米电视线上零售均价同比增长 57%, 而行业均价同比增长 13%, 小米系 (小米+红米品牌) 线上零售额份额提升 1 pct 至 20%, 零售量份额则下降 2 pct 至 25%。2) 彩电零售尺寸段越高、零售均价越高, 因此大尺寸电视毛利率更高, 小米在 2024 年主动调整产品结构, 24 年 1-5 月小米品牌 51 寸以下彩电线上销量占比为 17%, 相比 2023 年下降 12.7 pct。从市场份额看, 24 年 1-5 月小米在这一尺寸段的市场份额下降 7 pct 到 9.6%, 同时小米 24 年 1-5 月在 51 寸以上的市场份额提升 0.7 pct 至 17.9%。3) 不同于小米, 专业彩电企业如海信、TCL 等需要维持其在全球的出货量市场地位, 不可能轻易调整 51 寸以下的尺寸段 (50 寸以下行业销量占比为 27%, 仍然是比较重要的市场)。

图13: 23-24 年小米品牌和行业线上彩电零售均价走势



资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

图14: 2023A~24 年 1-5 月小米彩电线上分尺寸段零售量份额



资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

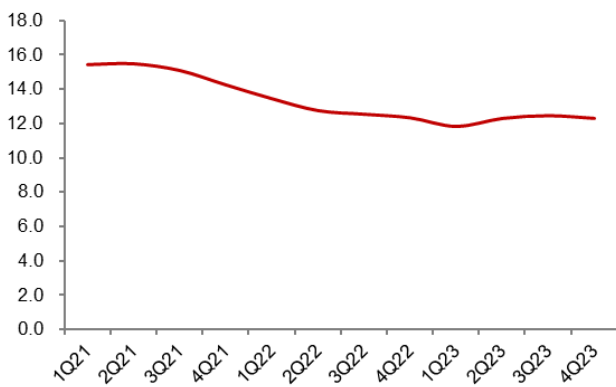
那么, 小米电视为何 2024 年开始注重经营质量、改变过去以价换量的策略, 未来这一策略的持续性如何?

- 小米入局彩电市场带着互联网模式入局, 醉翁之意不在酒, 打价格的本质是通过规模上量增加互联网触点, 但互联网盈利增长遭遇瓶颈。2023 年底广电禁止开机广告对小米 ARPU 模型有直接影响, 过去几年的互联网触点增加也并没有带动 ARPU 值的提升, 小米硬件导流、软件盈利的增长模式遭遇瓶颈。

2023 年 11 月底，国家广播电视总局发布了《有线电视业务技术要求》等三项广播电视和网络视听行业标准的通知，要求有线电视终端系统默认设置应为“开机进入全屏直播”，小米电视直接失去“开机广告”收入来源。

- **竞争加剧，彩电龙头迅速跟上小米打法，纷纷推出对应的子品牌以及软件业务。**1) 2017 年 TCL 推出雷鸟子品牌、2019 年海信视像推出 vidda 子品牌，以应对小米带来的冲击。在同尺寸、同配置下，vidda 和雷鸟在价格上甚至更具优势。75 英寸电视中，小米 redmi A75 Pro 补贴后 3299 元，雷鸟鹏 6 24 款补贴后 3099 元，后者价格更低，且开机无广告。2) 软件业务方面，小米电视的软件业务主要包括系统软件、应用商店、内容资源及智能家居联动等方面，海信和 TCL 在这些方面也都有相应业务。

图15：小米 ARPU 持续下滑



资料来源：小米集团公告，浙商证券研究所

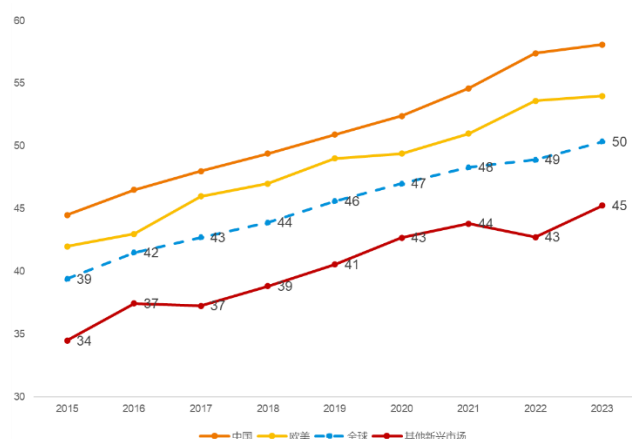
图16：小米电视软件业务的独特性较低

各个品牌对比	
操作系统方面	小米电视：采用 MIUI for TV 系统。
	海信电视：使用 VIDAA AI 系统。
	TCL 电视：通常搭载安卓系统或在此基础上定制的系统，如智能视界等。
应用商店方面	小米电视：有小米应用商店。
	海信电视：拥有自家的应用商城，也可通过特定方法安装第三方软件。
	TCL 电视：有自己的应用商店。
内容资源方面	小米电视：爱奇艺、优酷视频、腾讯视频、芒果 TV、搜狐视频、乐视视频。
	海信电视：聚好看（海信爱家），涵盖爱奇艺、腾讯视频、优酷、华数、iCNTV 等。
	TCL 电视：与优酷、腾讯、芒果 TV、PPTV 聚力体育、爱奇艺、Netflix 等平台合作。
智能家居联动方面	小米电视：可与小米智能家居设备实现无缝联动，方便用户进行家庭智能化管理。
	海信电视：具有一定的智能家居控制功能，可与部分智能设备连接互动，但在兼容性和联动性上相对小米电视略逊一筹。
	TCL 电视：也在积极布局智能家居领域，部分产品支持与智能家居设备的连接和控制。

资料来源：浙商证券研究所整理

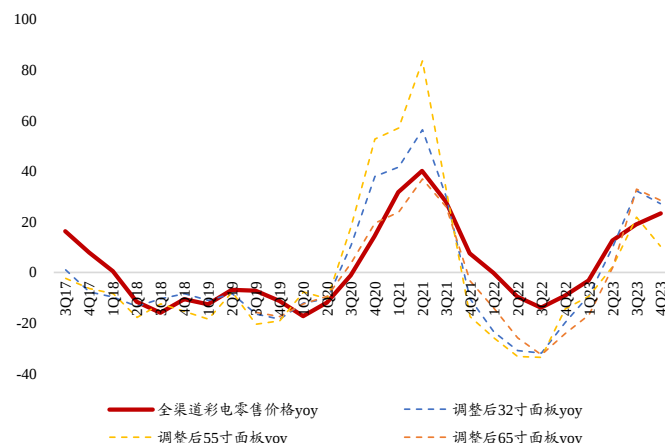
- **存量竞争市场里、彩电结构化升级趋势下，品牌力的竞争成为重中之重。叠加小米电视“性价比策略”在面板成本没有优势的情况下，面板价格下行会放大亏损。**1) 前文也提到，大屏化的趋势驱使头部集中，大屏更能体现品牌力，中高端产品能力是大屏化趋势下的关键。2) 拟合面板和彩电终端零售价格，彩电厂商无法完全将价格传导给下游，所以在 20Q3~21Q4 面板价格大幅上行期间，小米利润大幅承压。3) 而彩电龙头有面板供应链一体化优势，且相较小米有更强的品牌、产品力优势，可以更大幅度的通过产品迭代升级，提高终端零售价格，传导上游涨价压力。

图17：彩电大屏结构化升级趋势明显（单位：寸）



资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

图18：彩电企业无法向终端完全传导面板价格影响（单位：%）



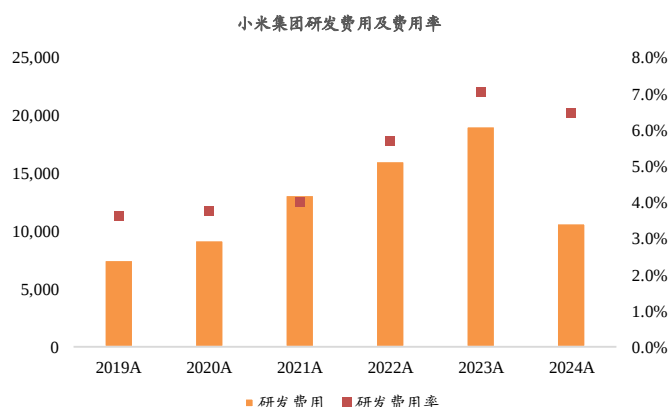
资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

注：考虑到面板在原材料成本占比在 55% 左右，我们通过面板价格的波动 $\times$ 55% 得到调整后的 55 寸面板价格波动，从而量化面板价格波动对彩电整机成本的影响。

- 小米入局造车，资本开支、销售费用较大，并且小米也确立了品牌高端化转型的策略，IoT 业务的定位依然发生变化。

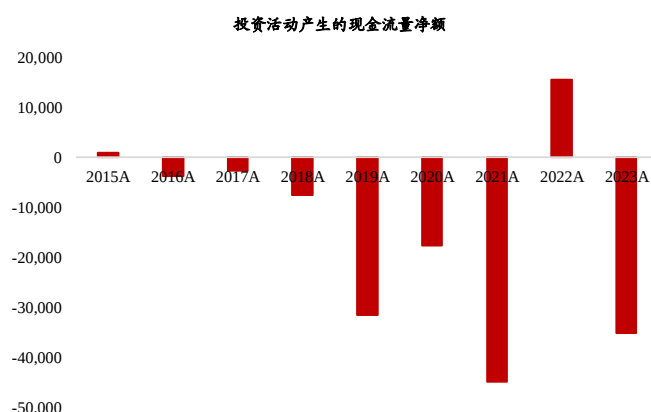
小米 2021 年确认进军汽车市场，小米硬件开始强调盈利，市场费用投放减少。1) 2021 年小米进入汽车行业，官宣造车。小米过去没有造车的基础，因此小米需要投入大量研发费用和资本开支收并购。2020~2023 年小米研发费用率从 4% 提升至 7%，研发费用从 93 亿元提升至 191 亿元，根据公司公告，研发费用的增加源于新能源汽车投入，同时小米投资活动现金流出大幅增加。2) 2021 年开始小米为了保持集团整体的财务健康，需要对销售费用加以控制，这对于需要开拓市场的小米家电业务而言不利。根据公司 2023 年财务报告，小米 2023 年销售费用减少 2.1 亿元主要是由于减少广告等宣传费用的投放。

图19：2020 年后小米研发费用大幅增加（百万元）



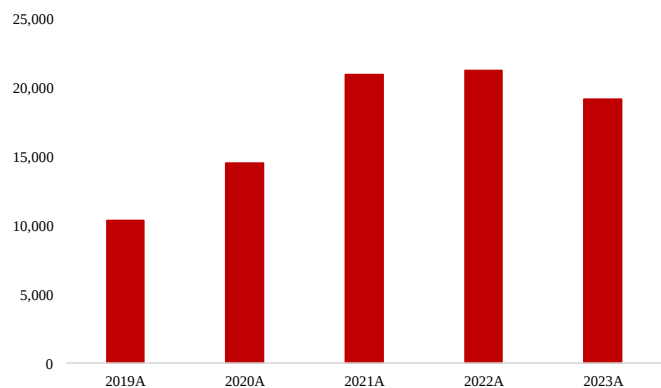
资料来源：，浙商证券研究所

图20：2020 年后小米投资性活动现金流出增加（百万元）



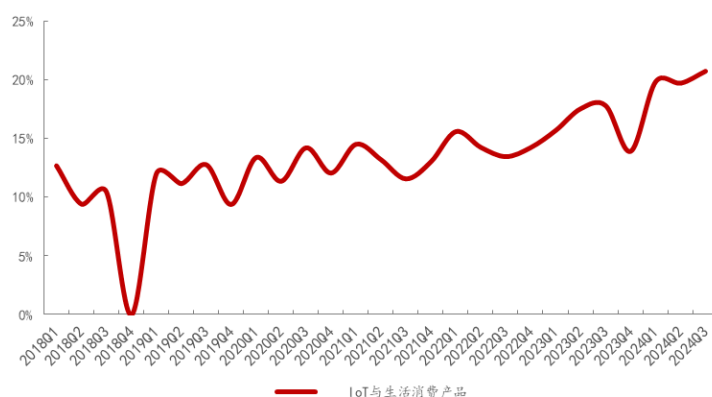
资料来源：，浙商证券研究所

图21: 小米销售费用在 21 年后降低 (百万元)



资料来源: , 浙商证券研究所

图22: 小米 IoT 业务毛利率逐季度提升



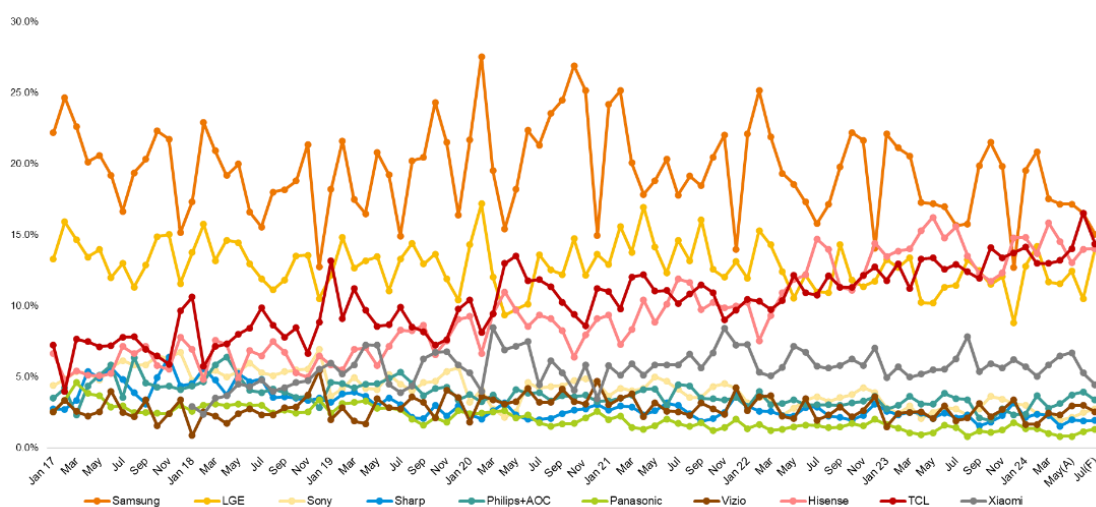
资料来源: 公司公告, , 浙商证券研究所

2 产品、渠道、营销三位一体，中国企业承接日韩份额

2.1 中国电视企业全球保持进攻，份额不断提升

全球来看，韩系和中系品牌包揽前五，韩企份额降低，中国品牌崛起。2023 年，全球 TV 市场 CR5 提升到 62%。其中韩国品牌三星和 LG 稳居市场前两位，市场份额分别从 2017 年的 36%，下降到 2023 年的 29%。而中国品牌通过产业链一体化的优势以及出海极致性价比实现份额持续提升。其中，海信和 TCL 则实现了市场份额的迅速提升，从 2015 年的分别 7%左右，提升至 2023 年的 14%左右，与头部韩企的差距进一步缩窄。

图23： 2017 年~2023 年全球彩电出货量份额：日韩出让份额，国牌崛起

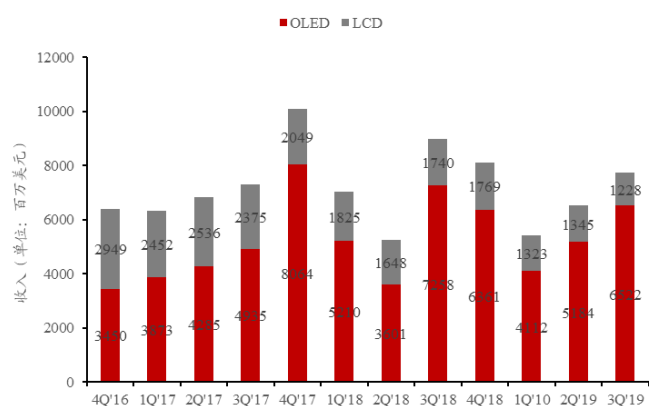


资料来源：Omdia，浙商证券研究所

中国品牌的崛起来自于 1) 面板产能的集中；2) 押注 MiniLED 技术实现性价比弯道超车。由于中国逆周期面板投资，导致面板盈利能力下滑，三星、LG 等大厂为保利润 LCD 面板产能持续清退。整机方面，韩国品牌的竞争策略主要以聚焦中高端市场为主，出让中低端市场份额。中国品牌依靠极致的性价比，大力推广 MiniLED 技术，用好的产品、更低的价格、更快的产品迭代承接韩国品牌出让的份额。

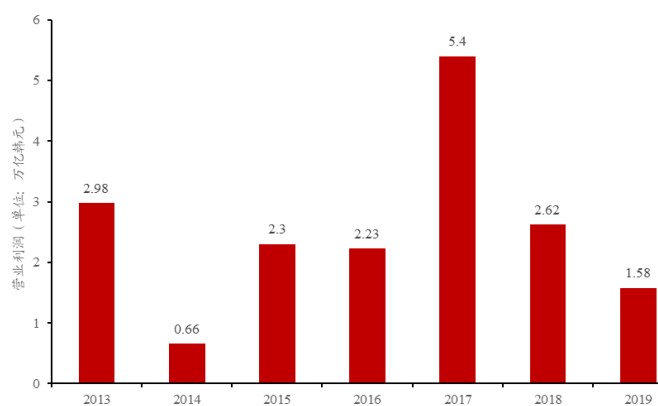
韩企方面：保利润，调整供应链，押注 OLED 高端新技术。1) 从三星面板业务来看，其整体收入在 2017 年 Q4 达到了顶峰，之后便不断下滑。再从电视业务的盈利能力来看，自 2017 年后，三星的面板业务盈利能力开始急剧下滑，京东方、TCL 华星崛起带来的激烈的竞争和日韩贸易战的影响使得三星面板业务经营利润在 2019 年仅有 2017 年的三分之一，为自 2014 年以来的最低数额。2) 三星和 LGD 已在 2022 年先后公布正式停产 LCD 面板的决定。其中，三星显示于 2022 年 6 月完全放弃了 LCD 面板业务，重心转向产品定位更高、利润更大的 QD-OLED 量子点显示面板和 OLED 显示面板。LGD 则停止韩国本土 LCD 电视面板产线，在中国的广州线也敲定 TCL 有优先竞购权（2024 年）。

图24: 三星显示业务中(含 OLED 和 LCD) LCD 业务收缩



资料来源: 三星, DT 半导体材料, 浙商证券研究所

图25: 三星面板业务利润持续下滑



资料来源: 三星, DT 半导体材料, 浙商证券研究所

国牌方面: 中国黑电品牌商重点发展 MiniLED 和 QD-LCD 产品, 迅速扩大了高端电视的份额, 凭借性价比挤压三星和 LGD 的份额。

从 2025 年 CES 展会上中国品牌展出的产品可以看出, 国产厂商将高端化战略重点放到了 Mini LED 上。海信推出了全球最大的 116 寸 RGB 三色 MiniLED 电视、TCL 推出 QM6K、QM7K、X11K 等一系列的 QD-Mini LED 产品。QD-Mini LED 涉及 Mini LED 和量子点两种技术的应用, 生产工艺复杂, 产品价格也较高, 相较普通 LCD 电视以及 QLED 电视更为高端。凭借 MiniLED 的优势, 中国黑电品牌商在高端市场份额不断提升。根据 Counterpoint Research 和 DSCC 联合发布的最新全球电视追踪报告, 海信在 Mini LED 产品线的助力下收获了 17% 的高端电视市场份额。

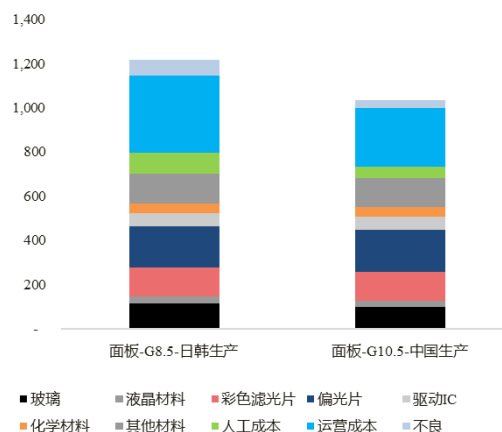
总结来说, 由于中国通过 10.5 代线建立起来的面板供应成本优势超于韩国的 8.5 代线, 三星、LG 被迫退出面板产能, 随后在供应链压力下主动选择退出部分电视整机中低端市场, 将资本开支和研发重心投入到新技术上以追求在和中国品牌竞争中取得优势地位。因此可以预见未来韩系品牌有动力加速下一代 OLED、Micro 电视的开发, 或将持续退出中低端 LCD 产品竞争。CES 展会的品牌推新也可以印证这一点, 三星 S95F、S90F 和 S85F 三个新系列的 OLED 产品, 以及 4k Q90F 的 Micro 新品。LG 宣布今年会推出尺寸从 42 英寸到 95 英寸的 OLED 电视, 包括 M5、G5、C5 和 B5 系列等。

图26: 2020-2023 年京东方、华星新增产线多为 10.5 代线

厂商	产线	代数	新增产能 (千片/季)	新增产能面积 (万平米/季)	新增产能开始投产时间
京东方	B9	10.5	360	357	1Q18
京东方	B17	10.5	180	178	4Q19
华星光电	T6	10.5	270	268	1Q19
京东方	B9	10.5	60	59	3Q20
京东方	B17	10.5	180	178	1Q21
华星光电	T7	10.5	315	312	1Q21
京东方	B17	10.5	90	89	4Q22
华星光电	T6	10.5	30	30	3Q23
华星光电	T7	10.5	90	89	2Q23

资料来源: Omdia, 浙商证券研究所

图27: 不同世代面板厂 65 寸面板生产成本拆分 (单位: 元)



资料来源: DSCC, 浙商证券研究所

2.2 产品：Mini LED 主打质价比，是全球份额提升的抓手

中国企业深耕 Mini LED，相比日韩品牌主打质价比。通过对欧美线上销售电视产品整理，海信、TCL 产品明显以质价比更高的 MiniLED、QD-MiniLED 为主，而韩国品牌同等价位带下仍然是普通 LCD 产品或者是 QLED 产品。以电视 800 元以上价格带为例对比，在北美市场和欧洲市场，中国和韩国品牌均出货 75 寸电视为主，中国品牌价格显著低于韩国品牌且在面板及分辨率等参数方面更优。

图28：北美四品牌 75 寸黑电参数比较

	海信	TCL	三星	LG
型号	U8N	QM85	QN90D	QNED90T
价格（美元）	1497.99	1298	1797.99	1596.99
尺寸	75	75	75	75
面板类型	QD Mini-LED	QD Mini-LED	QLED	QD Mini-LED
背光技术	全阵列局部调光 Pro	高亮度 ULTIMATE		
分辨率	4k	4K	4k	4k
刷新率 (Hz)	144	144 Hz	120	120
HDR	HDR10+	HDR ULTRA	HDR+	
音效	杜比全景声	杜比全景声	杜比全景声和对象跟踪	杜比全景声

图29：欧洲四品牌 75 寸黑电参数比较

	海信	TCL	三星	LG
型号	75U6NQ	75C803GX1	GQ75Q70DAT	75QNED85T6C
价格（欧元）	1049.99	1249.99	1499.99	1709.08
尺寸	75	75	75	75
面板类型	miniLED	QD-Mini LED	QLED	QNED
背光技术	全阵列局部调光			
分辨率	4K	4K	4K	4K
刷新率 (Hz)	60	120	120	120
HDR	杜比视界	杜比视界	HDR10+	杜比视界
音效	杜比全景声	杜比全景声	杜比音频	AI Sound Pro

资料来源：美国亚马逊平台，浙商证券研究所

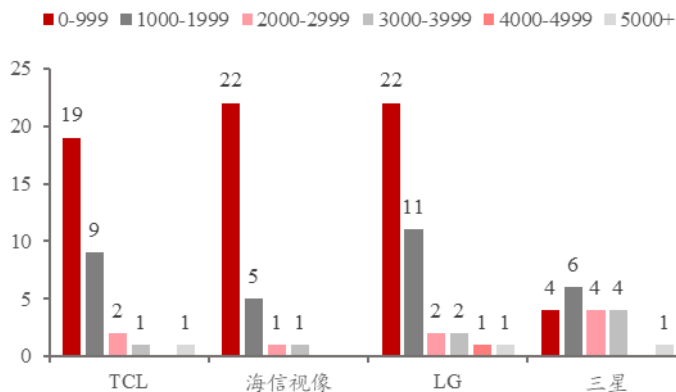
资料来源：欧洲 OTTO 平台，浙商证券研究所

耐用消费品品牌力不易颠覆，中国厂商除了依靠极致性价比外，还依赖做更多、更快的 SKU 迭代来吸引用户，2024 年以来，中国厂商加快完善海外产品矩阵。

通过对北美亚马逊渠道销售电视型号整理，海信视像在售 9 个系列、TCL 在售 8 个系列、LG 在售 8 个系列、三星在售 4 个系列。总体来看，海信视像与 TCL 在海外市场已完善 SKU 布局，且明显与韩牌有价格区隔。

海信、TCL 的产品价格带主要集中 0~999 美元区间，海信、TCL、LG 在 0~999 美元价格带的 SKU 数量占比在 60%左右，三星在 0~999 美元的 SKU 数量占比在 20%上下。相较之下，三星的产品价格带主要集中在 1000~1999 美元。以三星价格为基数，TCL、海信小尺寸段价差在 4 折左右，大尺寸段价差在 5-6 折左右。

图30：四品牌黑电在美国亚马逊平台不同价格带 SKU 数量（单位：美元）



资料来源：美国亚马逊平台，浙商证券研究所

图31：海外 4K 电视 SKU 平均价格与三星的价差

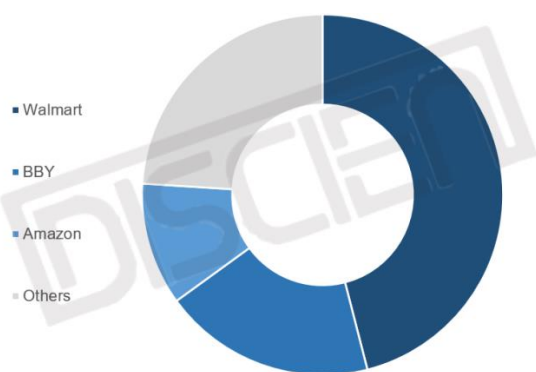
	43	55	65	75	85	100 (97)
LG	45%	59%	57%	41%	51%	222%
TCL	25%	32%	43%	39%	53%	
海信视像	27%	38%	33%	43%	62%	
三星	100%	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源：美国亚马逊平台，浙商证券研究所

2.3 渠道：北美格局生变倒逼中国企业转型，新兴国家更多是开辟新市场

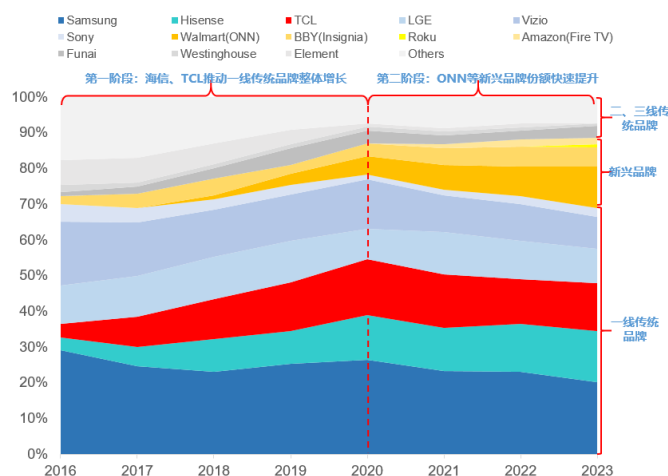
美国电视分销渠道以线下为主，中国和渠道品牌份额提升较快。1) 美国的渠道格局仍然是以线下商超为主，线上化率水平较低使得美国渠道格局相对固定。美国的人工成本高昂、物流效率较低，主要购物仍通过线下渠道，线下商超渠道因此也在美国市场中占据较大话语权，这要求中国家电企业在美国市场先突破渠道才能输出高质量、高性价比的产品。2) 根据迪显数据，美国电视渠道体系中，沃尔玛销量占比接近 50%，沃尔玛对产品性价比和批量交付的要求高，中国企业更容易发挥供应链和成本优势，因此 2016~2023 年海信和 TCL 在美国零售量份额从 7% 提升至 27%。3) 近年来，以 Vizio、ONN、Insignia 为代表的新兴渠道品牌份额快速提升，凭借渠道的加持，渠道自牌也更加容易进行价格竞争和市场拓展。

图32：2023 年美国 TV 市场各渠道份额：沃尔玛占比近半



资料来源：迪显咨询，浙商证券研究所

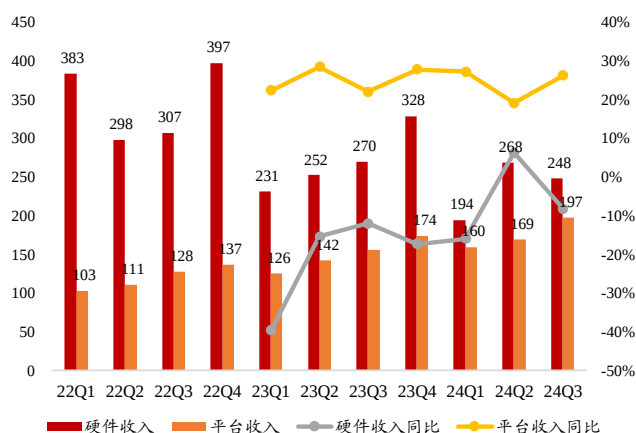
图33：2016-2023 美国品牌市场格局变化趋势



资料来源：迪显咨询，浙商证券研究所

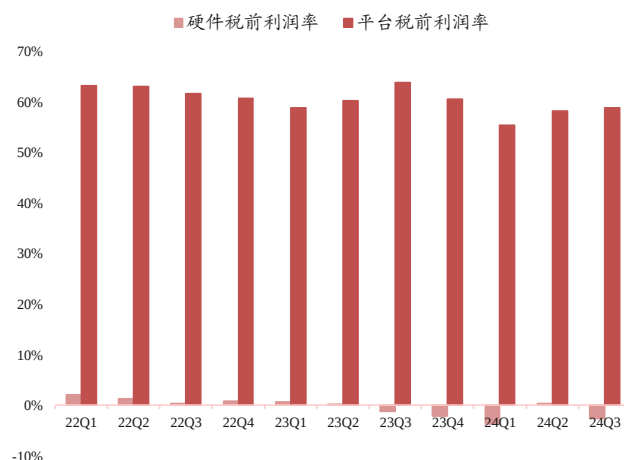
沃尔玛收购 Vizio 后在自己的渠道内采取彩电价格策略促进互联网业务增长，倒逼中国彩电企业在北美渠道突围、高端转型。1) 沃尔玛将获取 VIZIO 的 SmartCast 操作系统及其庞大的网络广告电视业务，加速媒体业务 WalmartConnect 的发展。根据 Vizio 披露的财务数据看，互联网业务的盈利水平明显高于硬件，但是互联网业务的收入规模取决于硬件触点的增加。沃尔玛在自己的渠道销售自己的电视品牌有助于互联网业务的拓展，缩小和对手亚马逊的差距。2) 500 美元以下价格带竞争激烈，2024 年 3 月，沃尔玛店内出售的电视打出第一波低价，如 VIZIOV 系列 4K LED 智能电视价格仅为 348 美元。从 Vizio 披露的季度数据看，硬件在 23Q3 开始由盈转亏、平台业务收入开始高增。3) 对中国企业的影响：沃尔玛预计会在自己的渠道优先扶持自有品牌，中国家电企业需要突破价格指数更高的百思买 (BBY)、塔吉特 (Target) 渠道。

图34: Vizio 平台收入 2023 年以来维持 20%以上同比增长 (单位: 百万美元)



资料来源: Capital IQ, 浙商证券研究所

图35: Vizio 硬件利润率由盈转亏, 软件利润率维持在 60%左右



资料来源: Capital IQ, 浙商证券研究所

图36: 并入 Vizio 和 SmartOS 完善沃尔玛在电视系统的布局



资料来源: 迪显咨询, 浙商证券研究所

图37: 入门级产品 ONN 价格明显低于海信、TCL

Unit:\$	ONN	Vizio	Hisense	TCL
32	98	128	128	108
43UHD	198	228	228	229
50	198	248	258	238
55	248	338	278	248
65	298	348	378	368
75	498	598	499	529

资料来源: 迪显咨询, 浙商证券研究所

TCL 北美市场渠道突围, 深化中高端商超合作, 与 NFL 合作持续提升产品影响力, 聚焦中高端战略, 北美市场有望迎来收获期。

由于沃尔玛有自己的渠道自有品牌 ONN 且收购 vizio, 所以预计这两个品牌在沃尔玛的份额将占到较大比例, 因此其他品牌对于百思买、Costco 等其他渠道的渗透显得尤为关键。

TCL 在北美自 2010 年以来开始经营自有品牌, 电商渠道先行、线下渠道拓展, 目前已全面覆盖百思买、山姆会员店、Costco、沃尔玛等主流线下品牌。

TCL 进入了北美高端连锁百思买 (BESTBUY) 的线下渠道是一个标志性事件。TCL 北美分公司总经理表示 “跟在沃尔玛拼性价比不一样, 百思买线下渠道是高端产品的竞技场, TCL 在这里就是跟全球大牌正面 PK。”北美高端渠道的拓展, 一方面是公司自身品牌力产品力的表现, 另一方面也意味着公司北美产品价格中枢的提升。

在北美高端渠道突围方面，TCL 通过成为 NFL 官方合作伙伴，进而深化百思买渠道合作。美国最大电器零售商百思买对 TCL 全品类产品在北美的市场表现给予高度评价，认为 TCL 签约成为 NFL 官方合作伙伴以及配合策划的线上线下活动，与百思买作为 NFL 官方零售商合作伙伴的相关推广活动形成联动，从而实现双赢。

表2: TCL 在北美积极拓展中高端渠道

时间	经营事件
2010	TCL 开始经营自有品牌。
2011-2013	TCL 在北美主要以拓渠道为主，TCL 主要依托与电商主渠道亚马逊的深度合作，在经营初期通过亚马逊平台打开市场。
2014	TCL 在北美拿下沃尔玛黑五大单，开始进入沃尔玛渠道。
2015	TCL 与好市多（Costco）达成合作。
2016	TCL 先后与山姆会员商店（Sams Club）、塔吉特（Target）等传统主力渠道合作。
2017	TCL 宣布进入美国六大主流零售渠道，即塔吉特、好市多、亚马逊、山姆会员店、百思买和沃尔玛，实现了对美国主要零售渠道的全面覆盖。
2018	TCL 扩大了 TCL 墨西哥 Moka 工厂，并建立了新的 TCL 墨西哥 Masa 工厂，以避免贸易壁垒并持续保持在美国市场的份额。
2019	TCL 推出了世界上第一款 Mini-LED 电视，提升了电视的显示效果和对比度，进一步巩固了其在显示技术领域的领先地位。
2024	TCL 在 Best Buy 等高端零售渠道的合作不断深化，全美 1050 家 Best Buy 中，TCL 的形象墙出现在其中的 606 家，而展台进驻达 907 家，几乎覆盖到了美国的所有门店。

资料来源：经济观察网，今日头条，TCL 动态，华夏时报，36 氪，浙商证券研究所

图38: TCL 产品在 Best Buy 门店里的“堆码”



资料来源：36 氪，浙商证券研究所

图39: 家喻户晓的 NFL 解说员 Charissa Thompson 代言 TCL



资料来源：36 氪，浙商证券研究所

东南亚五国仍处于经济发展阶段，行业格局尚未固化，TCL 在东南亚市场以越南为供应链中心、海信计划在越南建设电视产能。另外，东南亚受益劳动力成本优势和地缘政治因素，是全球重要的彩电制造中心。

东南亚国家的渗透率也较高，但竞争格局仍未固化，中国黑电企业积极开辟新市场、新渠道提升份额。1) 我们发现，即便在经济增速较快的东南亚国家，彩电的渗透率也已经基本的达到 80% 以上的水平。通过分析保有率数据发现，大部分品类当保有率达到 80%，那么其保有率提升的速度就会明显边际放缓，这说明东南亚市场彩电新增需求的空间相对有限。

2) 新兴市场的家电行业格局没有发生固化, 未来随着替换需求占比的提升、消费需求的升级, 行业的竞争格局仍然可能会发生变化。

表3: TCL 在东南亚抢占日韩品牌份额 (%)

	印尼		越南		泰国		马来西亚		菲律宾	
	2024	2019	2024	2019	2024	2019	2024	2019	2024	2019
TOP1	LG	LG	Samsung	Samsung	Samsung	Samsung	Samsung	Samsung	Samsung	Samsung
TOP2	Samsung	Samsung	LG	Sony	LG	LG	Hon Hai	Hon Hai	LG	LG
TOP3	Hon Hai	Hon Hai	Sony	LG	TCL	TCL	LG	LG	TCL	TCL
TOP4	TCL	Hisense	TCL	TCL	Hisense	Hisense	Hisense	Sony	Hisense	Panasonic
TOP5	Skyworth	stana Tek	-	-	Panasonic	Panasonic	Panasonic	Hisense	Sony	Hisense
中国品牌	30.5	12.3	11.1	8	30.8	28.8	15.3	13.9	22.4	17.4
韩系品牌	41	52.7	48	59.2	54.3	50.3	38.6	35.2	56.4	59.6
日系品牌	4.3	6.7	17.3	22.8	7.2	14	13.7	19.4	4.1	8

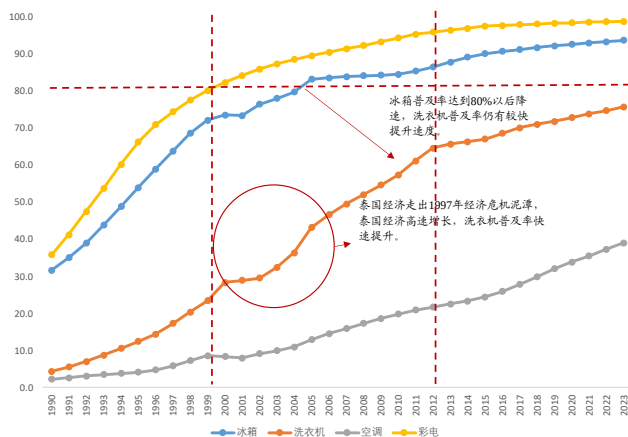
资料来源: 欧睿国际, 浙商证券研究所

注: 24 年数据截至 7 月

越南出口美国关税较低。从中国出口到美国的电视机需要支付 11.4% 左右的关税; 从墨西哥出口到美国的电视机则享受《美墨加协定》(USMCA) 的优惠待遇, 只要符合原产地规则, 一般情况下是免关税的; 从越南出口到美国的电视机通常只需要支付 3% 到 5% 左右的关税。

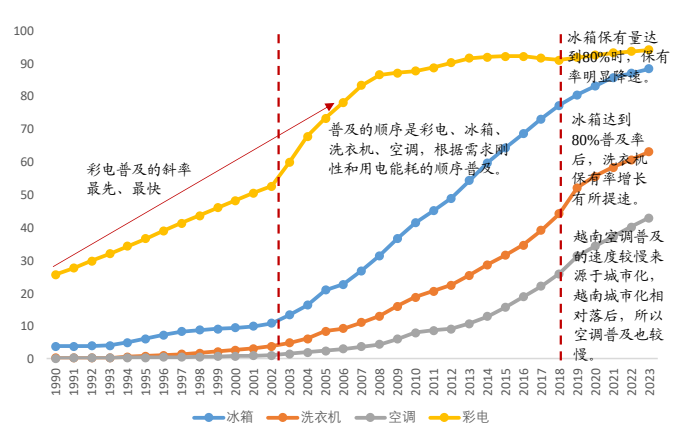
越南是 TCL 全球化布局重要供应链中心, 产能覆盖东南亚、辐射北美乃至全球, 海信在越南建设黑电产能。1) TCL 首次布局越南制造是 1999 年, 当年收购香港陆氏越南同奈彩电厂, 这座工厂年产值仅 20 万台, 供越南当地销售。2019 年, 老工厂停止服役, 随着 2019 年中美贸易摩擦开始, TCL 在同处南部的平阳省选了一块地建新工厂, 计划覆盖东南亚市场。越南基地由此成为辐射整个北美乃至全球的制造基地, 是 TCL 全球化布局的重要一环。2) 海信计划在越南布局工厂, 产能约 300 万台。

图40: 泰国家电保有率: 彩电渗透率已过快速增长阶段 (单位: %)



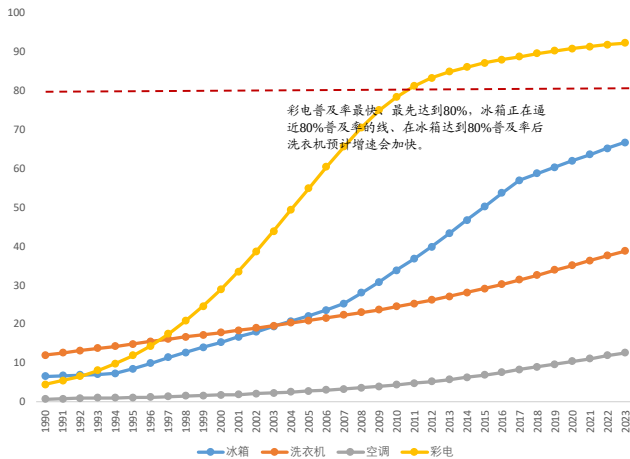
资料来源: 欧睿国际, 浙商证券研究所

图41: 越南家电保有率: 彩电渗透率已过快速增长阶段 (单位: %)



资料来源: 欧睿国际, 浙商证券研究所

图42：印尼家电保有率：彩电渗透率已过快速增长阶段（单位：%）



资料来源：欧睿国际，浙商证券研究所

表4：TCL在东南亚主要国家彩电零售量市占率及排名

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	排名
印尼	-	-	-	4.2	5.8	5.7	1
马来西亚	1.6	1.6	1.2	1.2	1.3	1.4	10
菲律宾	11.3	12.6	12.3	13.6	15.2	15.9	3
泰国	13.1	14.5	12.9	14.1	14.1	13.8	3
越南	7.0	8.0	8.4	8.7	9.8	10.8	4

资料来源：欧睿国际，浙商证券研究所

2.4 营销：以体育营销为切入点，营销建立品牌心智

黑电本身就更加适合运用体育营销。1）体育营销是依托于体育活动（赞助形式），将产品（或企业）与体育结合，把体育项目内涵赋予企业品牌，形成特有的企业识别、形象解码转移、品牌内化演绎的价值增值的系统工程。2）体育赛事提供跨越文化、信仰、种族障碍的机会，消费者往往把个人偏好和品牌忠诚度相绑定，全球体育赛事的赞助给中国品牌提供了快速突破品牌认知的机会。3）彩电是观看体育赛事的媒介，彩电消费本身就与体育赛事的相关度高，大型体育赛事会刺激部分彩电的销量。

体育营销是中国黑电企业突破欧洲市场的重要抓手，2016年海信成为欧洲杯等各项赛事的主要赞助商。体育营销是一个缩短消费者认知、快速让消费者接受品牌的过程，欧洲杯和世界杯对于欧洲消费群体的品牌曝光度高，2016年海信成为欧洲杯等各项赛事的赞助商以来，Hisense品牌认知度在欧洲快速提升，也推动了海信在欧洲渠道进驻。海信视像在最新发布的2024年半年报中称，欧洲杯营销有效推动海外市场发展，欧洲市场主营业务收入同比增长20.06%。

图43：世界杯赛场上的海信品牌标语



资料来源：国足联，浙商证券研究所

图44：2006年以来历届世界杯、欧洲杯官方合作伙伴

世界杯	官方合作伙伴	欧洲杯	官方合作伙伴
2006年	阿迪达斯、Anheuser-Busch、Avaya、可口可乐、大陆轮胎、Deutsche Telekom、阿联酋航空、富士胶片、吉列、现代汽车、万事达、麦当劳、飞利浦、东芝、雅虎	2008年	大陆轮胎、可口可乐、JVC、现代起亚汽车、万事达
2010年	阿迪达斯、可口可乐、现代起亚汽车、索尼、VISA、阿联酋航空	2012年	可口可乐、麦当劳、阿迪达斯、嘉士伯啤酒、现代起亚汽车、嘉实多润滑油、ORANGE电信、夏普、佳能
2014年	阿迪达斯、可口可乐、现代起亚汽车、索尼、VISA、阿联酋航空	2016年	阿迪达斯、嘉士伯啤酒、可口可乐、大陆轮胎、现代起亚汽车、麦当劳、SOCAR、海信、土耳其航空、Orange电信
2018年	阿迪达斯、可口可乐、万达集团、俄罗斯天然气公司、现代起亚汽车、VISA、卡塔尔航空	2020年	支付宝、可口可乐、联邦快递、俄罗斯天然气、喜力啤酒、海信、卡塔尔航空、大众、Takeaway、Tik Tok、vivo、Booking
2022年	阿迪达斯、可口可乐、万达集团、现代起亚汽车、卡塔尔航空、VISA	2024年	阿迪达斯、速卖通、支付宝、比亚迪、可口可乐、海信、Atos、Betano、Booking、Lid、Engelbert Strauss、Visit Qatar、Vivo

资料来源：国足联，欧足联，浙商证券研究所

海信的体育营销更加注重全球营销，TCL 则是更加本地化。1) 海信则是赞助世界杯、欧洲杯、世俱杯等全球性的大型体育赛事，这和海信集团整体的策略相关，受众更广的体育营销有助于在全球范围内形成品牌认知，也有利于海信集团内白电等其他新兴产业的发展。2) TCL 的则更多是本土化的营销活动赞助，更加注重本土化营销，例如 TCL 在美国赞助更受本土消费者关注的 NFL（美国橄榄球联盟），根据李东生传记《万物生生》，和百思买联合营销 NFL 也间接促成了 TCL 突破美国中高端家电经销渠道百思买。在欧洲市场，TCL 更多是赞助各个国家的国家队。

表5：海信和 TCL 在 2006 年赞助体育赛事：海信注重全球营销，TCL 注重本地化赞助

时间	海信	TCL
2006 年		高尔夫精英赛（欧巡赛分赛）、印度板球赛
2007 年		澳大利亚网球公开赛
2008 年	北京奥运会、澳大利亚网球公开赛	澳大利亚网球公开赛
2009 年		中国女子网球队
2010 年		广州亚运会
2011 年		中国男篮国家队
2012 年	澳大利亚网球公开赛	中国男子篮球职业联赛（CBA）
2013 年		CBA 篮球联赛
2014 年	德甲球队赛事	CBA 篮球联赛、武汉网球公开赛
2015 年	中国国家体操队（里约奥运会）	CBA 篮球联赛、长沙国际马拉松赛、武汉女子网球公开赛、澳大利亚国家篮球联赛
2016 年	欧洲杯足球赛、中国羽毛球联赛、斯里兰卡板球赛事	CBA 篮球联赛、柏林马拉松赛、澳大利亚墨尔本胜利队（澳超篮球联赛）、NBA 明尼苏达森林狼俱乐部、巴基斯坦板球俱乐部
2017 年	U21 欧洲足球赛和女足欧洲杯、南非 Lions 橄榄球队（国际橄榄球联赛、南非库里杯）	FIBA 篮球世界杯、CBA 篮球联赛
2018 年	世界杯足球赛	世界杯足球赛、CBA 篮球联赛
2019 年	巴基斯坦板球系列赛	美洲杯足球赛、CBA 篮球联赛、3X3 黄金联赛
2020 年	欧洲杯足球赛、澳洲国家橄榄球联赛、阿布扎比板球队（T10 板球联赛）、巴黎圣日耳曼足球俱乐部	美洲杯足球赛、欧洲杯足球赛、印度板球联赛、CBA 篮球联赛、“易建联杯”篮球赛
2021 年	欧洲国家足球联赛决赛	美洲杯足球赛、FIBA 篮球世界杯、CBA 篮球联赛、“易建联杯”篮球赛
2022 年	世界杯足球赛	世界杯足球赛、美洲杯足球赛、CBA 篮球联赛
2023 年	欧洲国家足球联赛总决赛	FIBA 篮球世界杯、南美解放者杯足球赛、CBA 篮球联赛、“易建联杯”篮球赛
2024 年	欧洲杯足球赛	欧洲杯足球赛、美洲杯足球赛、FIBA 篮球世界杯、CBA 篮球联赛、NFL 职业橄榄球大联盟赛事、AFL 澳式橄榄球联盟、南美解放者杯足球赛

资料来源：海信公众号，TCL 公众号，浙商证券研究所

3 看好竞争格局改善下的扣非利润率和 PB 估值共振

通过复盘海信视像的 PB 估值，可以看出海信视像的 PB 估值水平和海信视像的利润率水平相关度较高。影响黑电企业的利润率水平无非就是两个因素，一是面板价格波动，二是行业竞争格局。

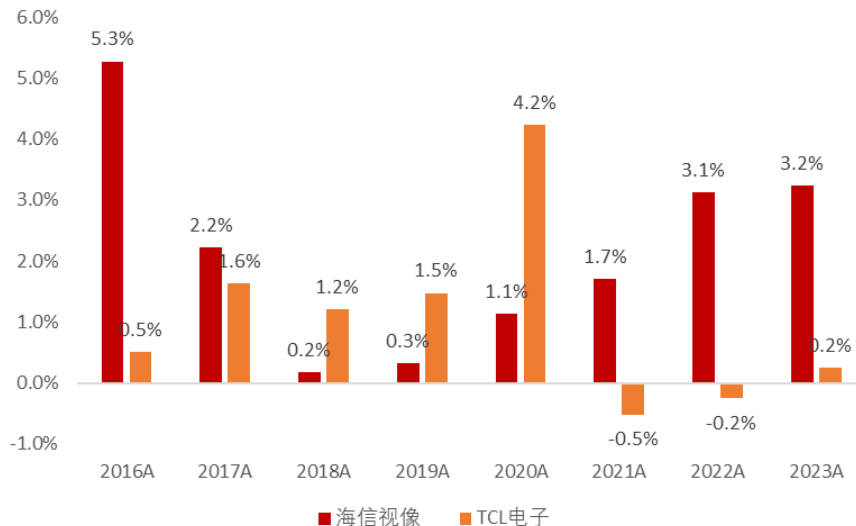
复盘 2016~2019 年和 2020~2023 年彩电行业的竞争格局从恶化到改善的过程中海信视像的估值变化，我们认为决定黑电标的中长期利润率的因素是竞争格局变化。

2016 年-2019 年：小米通过互联网模式压榨硬件利润率开始发力线上打价格战，这一时期是行业竞争最为激烈的时期，行业全渠道零售均价从 3066 元下降到 2798 元。行业盈利能力走弱，2016-2019 年海信视像扣非利润也从 5.3% 下降到 0.3%，PB 估值下滑至 0.7-0.8x 区间。

2020 年-2023 年：龙头熟悉互联网模式打法，迅速推出了对应小米品牌的子品牌以应对小米的冲击。行业面板价格上升，并且小米开启造车规划以后开始对硬件利润率提出更高要求。因此，行业竞争趋缓，2017~2023 年行业全渠道零售均价从 2717 元回升至 3500 元，海信视像扣非利润率从 1.1% 提升至 3.2%，整体来看从 2019 年 PB 估值最低点 0.7x 提升至 2023 年 7 月份的 1.5x。

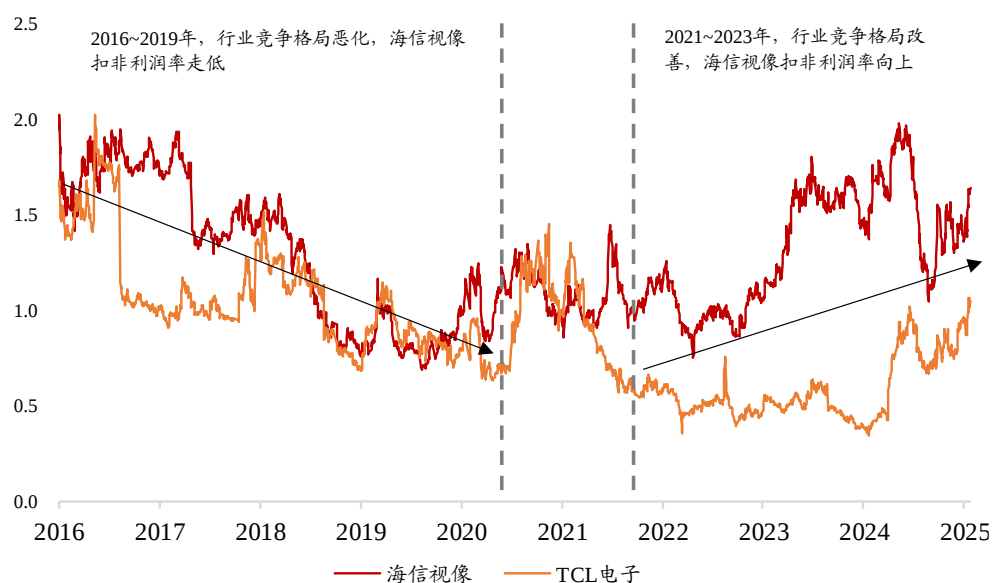
TCL 电子盈利受到很多其他因素（出表茂佳、注入光伏业务、小屏业务亏损等）影响，但是从定价体系上看，TCL 电子估值和海信视像具有一定相关性。

图45：海信视像和 TCL 电子扣非利润率变化



资料来源：，浙商证券研究所

图46: 海信视像和 TCL 电子 PB 估值复盘



资料来源： ， 浙商证券研究所

我们认为彩电行业的竞争格局正在优化，建议把握中长期黑电标的利润率和 PB 估值共振的机会，推荐 **TCL 电子、海信视像**。

1) 国补带动下 Mini LED 渗透率提升和大屏化的趋势能够结构性拉动彩电行业头部效应集中，并且当下的互联网模式和小米公司战略不支持小米通过价格策略扰动行业格局。

2) 中国黑电企业海外份额预计持续提升。中国家电企业在美国突破中高端渠道，把握 Mini LED 在欧美市场促进中高端转型，积极拓展新兴国家新市场、新渠道；日韩企业在失去面板产业链一体化优势后专注中高端市场、押注 OLED、调整供应链。

4 风险提示

原材料价格反弹风险：原材料成本占家电企业营业成本比重较大，若面板、芯片、金属原材料等价格大幅度回弹，将影响板块公司的盈利水平。

全球经济下行风险：家电属于可选消费，若宏观经济周期下行，全球居民消费水平下降，则导致家电行业整体的需求低迷。

地产周期下行风险：大家电属于地产后周期消费，地产周期下行或导致家电消费需求下行。

市场竞争加剧风险：部分家电产品同质化竞争严重，若消费需求不及预期或库存处于相对高位，或新进入者参与市场竞争，都会导致行业竞争格局恶化。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>