

增持 (维持)

海信视像 (600060)

从四个维度看海信视像成长空间

2023年05月20日

市场数据

市场数据日期 2023-05-19

收盘价(元)	22.39
总股本(百万股)	1307.65
流通股本(百万股)	1289.08
净资产(百万元)	18195.71
总资产(百万元)	41093.72
每股净资产(元)	13.91

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证家电】海信视像(600060.SH) 2023年一季报点评: 显示龙头地位夯实, Q1业绩超预期》2023-04-30

《【兴证家电】海信视像(600060.SH): 显示战略场景化升级, 新品拓宽成长空间》2023-04-12

《【兴证家电】海信视像(600060.SH): 信芯微分拆上市持续推进, 业务整合再进一步》2023-04-02

分析师:

颜晓晴

yanxiaoping@xyzq.com.cn

S0190521020002

苏子杰

suzijie@xyzq.com.cn

S0190522070005

研究助理:

王雨晴

wangyuqing@xyzq.com.cn

投资要点

- **周期性改善 VS 长期性改善:** 2022年以来, 海信视像盈利能力逐季改善, 对于背后原因, 市场存在预期差。部分投资者持“β主导下的盈利周期性改善”观点, 认为面板价格下行是主因, 对盈利改善持续性存疑。我们认为, 经过多年沉淀, 海信长期竞争力夯实, 逐步重塑国内彩电行业格局并加速海外扩张, 因此本轮盈利改善是“β与α共振下的长期性改善”, 本文将从供应链提效、多元化布局、高端市场卡位及海外空间拓展四个维度展开分析海信视像未来的成长空间。
- **供应链提效: 面板采购优化+局部一体化。** 1) 面板采购优化, 平滑成本周期波动。从历史看, 面板价格周期性波动对彩电整机盈利影响较大。公司通过调整采购节奏、缩短采购周期、国产替代提升上游议价能力平滑面板影响。2) 局部一体化, 完善供应链布局。公司加强彩电核心器件研发制造, 拓展芯片及软件服务, 完善上游布局, 下游深耕传统优势渠道, 积极拥抱新兴渠道。
- **同心多元化布局: 品类多元化+品牌立体化。** 1) 品类多元化: 立足大显示赛道, 全品类布局, 积极拓展激光显示、商用显示、车载显示等领域, 塑造专业化竞争优势, 多元业务之间协同性更强。2) 品牌立体化: 差异化品牌矩阵, 攫取市场空间。公司“海信+东芝+Vidda”三大品牌高低互补, 份额持续扩张。
- **高端市场卡位: 高端趋势明确, 性能卡位+品牌升级。** 当前国内彩电大屏化、高清化产品占比持续提升, 高端化趋势明确。据我们测算, 国内彩电高端市场超290亿元。海信通过高端技术实现性能卡位, 同等级高端产品价格优势明显。同时, 借力东芝实现高端品牌卡位, 主品牌海信亦逐步向中高端进化。
- **海外空间拓展: 品牌运营+产品取胜+全球产销。** 当前海外彩电市场规模超千亿, 部分地区增长潜力充足, 韩系品牌份额萎缩, 中资品牌逐步赶超。海信通过本地化运营、产品质价比提升、全球产销布局加快海外放量, 2022年已跃居全球第二, 加速向第一迈进。
- **投资建议:** 公司为国内显示行业龙头, 治理优化效率改善, 多元化技术路线及差异化品牌组合夯实产品力, 盈利能力逐季改善。我们认为, 当前公司已进入全面变革的新阶段, 未来经营有望持续优化。我们预计公司2023-2025年EPS分别为1.73/2.10/2.52元, 5月19日收盘价对应动态PE为12.9x/10.7x/8.9x, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 面板价格波动、终端需求不及预期、行业竞争加剧

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	45738	52193	59187	66932
同比增长	-2.3%	14.1%	13.4%	13.1%
归母净利润(百万元)	1679	2263	2748	3296
同比增长	47.6%	34.8%	21.4%	20.0%
毛利率	18.2%	18.9%	19.6%	20.1%
ROE	9.6%	11.8%	12.7%	13.5%
每股收益(元)	1.28	1.73	2.10	2.52
市盈率	17.4	12.9	10.7	8.9

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

目录

1、前言：周期性改善 VS 长期性改善.....	- 4 -
2、供应链提效：面板采购优化+局部一体化.....	- 4 -
2.1、面板采购优化，平滑成本周期波动.....	- 4 -
2.2、局部一体化，完善供应链布局.....	- 5 -
3、同心多元化布局：品牌立体化+品类多元化.....	- 9 -
3.1、品类多元化：立足大显示赛道，全品类布局.....	- 9 -
3.2、品牌立体化：三大品牌高低互补，市场全辐射.....	- 12 -
4、高端拓展：性能卡位+品牌升级.....	- 13 -
4.1、彩电高端化趋势明确，国内高端市场预计超 290 亿元.....	- 13 -
4.2、性能卡位+品牌升级，海信持续开拓高端市场.....	- 14 -
5、海外市场：品牌运营+产品取胜+全球产销，加速迈向全球第一.....	- 16 -
5.1、海外彩电市场空间广阔，海信已跃居第二，加速迈向第一.....	- 16 -
5.2、品牌运营+产品取胜+全球产销，加速海外扩张.....	- 17 -
6、盈利预测与估值.....	- 19 -
7、风险提示.....	- 20 -

图目录

图 1、彩电产业链示意图.....	- 4 -
图 2、海信在面板价格低位期间加大采购量.....	- 5 -
图 3、海信自研芯片发展历程.....	- 6 -
图 4、公司互联网电视用户数量保持正增长.....	- 7 -
图 5、聚好看用户日均观看时长逐年增加.....	- 7 -
图 6、2018-23Q1 彩电主要品牌线上销额份额.....	- 10 -
图 7、2018-23Q1 彩电主要品牌线下销额份额.....	- 10 -
图 8、2017-2022 年全球彩电品牌出货量（万台）.....	- 10 -
图 9、国内彩电价格结构性变化（元）.....	- 13 -
图 10、彩电线上零售量占比持续提升.....	- 13 -
图 11、国内彩电平均尺寸持续扩大.....	- 14 -
图 12、8k 电视分尺寸销量结构.....	- 14 -
图 13、2020-2022 年国产电视品牌线上高端市场销量份额累计增长.....	- 15 -
图 14、2020-2022 年国产电视品牌线下高端市场销量份额累计增长.....	- 15 -
图 15、2017-2022 年全球彩电量、价、额情况.....	- 16 -
图 16、2017-2022 年全球彩电品牌出货量（百万台）.....	- 17 -
图 17、海信系品牌电视日本份额第一且份额持续提升.....	- 18 -

表目录

表 1、彩电成本集中度远超空冰洗，面板成本占比超 60%.....	- 5 -
表 2、2021 年国内激光电视上下游材料与整机产线能力统计.....	- 6 -
表 3、2022 年彩电品类线下各类渠道公司份额居前.....	- 7 -
表 4、2022 年彩电品类线下各级市场公司份额居前.....	- 8 -
表 5、海信国内渠道布局完善，优势明显（截至 2023 年 4 月）.....	- 8 -
表 6、海信深耕大显示主业，显示业务收入占比远超同业.....	- 9 -
表 7、海信激光电视业务发展历程.....	- 11 -
表 8、Vidda 投影产品矩阵持续完善.....	- 11 -
表 9、公司加强品牌立体化及品类多元化布局.....	- 13 -

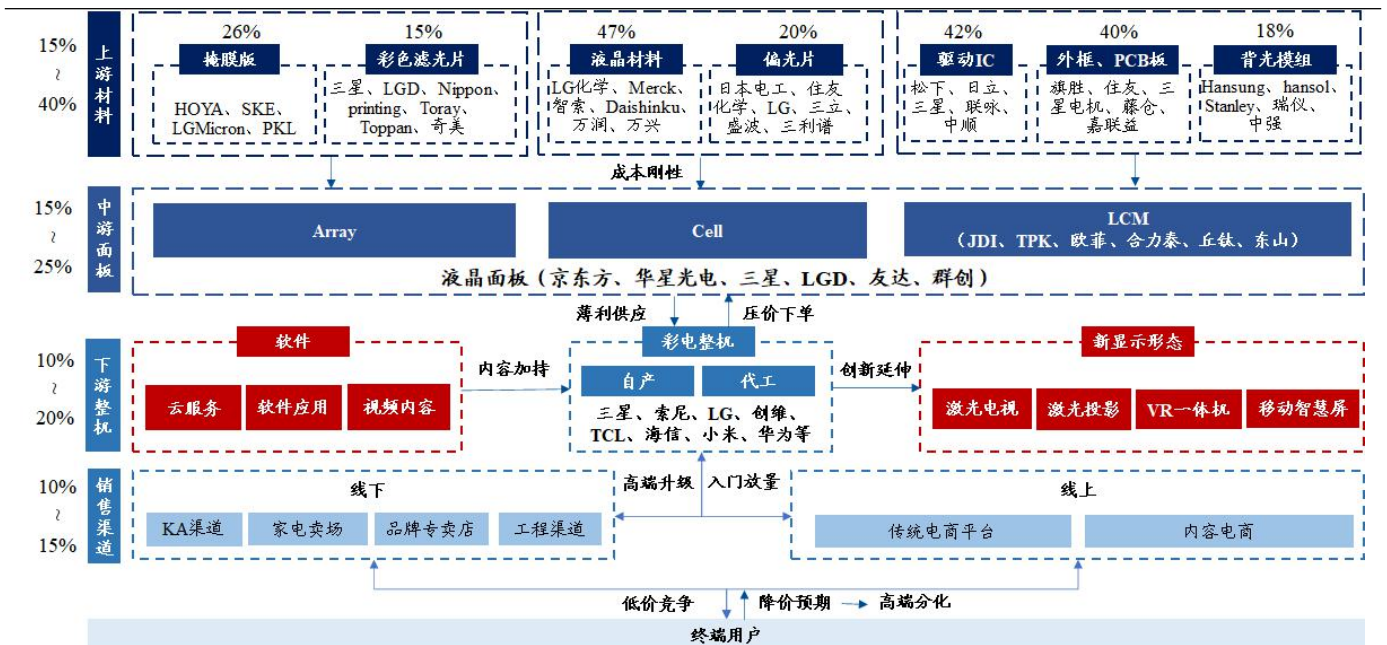
表 10 、 彩电龙头高端产品性能对比.....	- 15 -
表 11 、 2017-2022 年全球及各地区电视销量及增速（万台， %）	- 16 -
表 12 、 2017-2022 年海信系海外市场市占率及 2022 年市占率排名.....	- 17 -
表 13 、 海信、三星、LG 海外市场不同尺寸电视价位段对比（美元）	- 18 -
表 14 、 海外市场 Hisense、Sumsung、LG75 寸电视产品对比.....	- 19 -
表 15 、 营业收入、归母净利润及毛利率预测.....	- 20 -

报告正文

1、前言：周期性改善 VS 长期性改善

2022年以来，海信视像盈利能力逐季改善，对于背后原因，市场存在预期差。部分投资者持“β主导下的盈利周期性改善”观点，认为面板价格下行是主因，对盈利改善持续性存疑。我们认为，经过多年沉淀，海信长期竞争力夯实，逐步重塑国内彩电行业格局并加速海外扩张，因此本轮盈利改善是“β与α共振下的长期性改善”，本文将从供应链提效、多元化布局、高端市场卡位及海外空间拓展四个维度展开分析海信视像未来的成长空间。

图1、彩电产业链示意图



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
注：左侧为对应产业链环节厂商的毛利率中枢。

2、供应链提效：面板采购优化+局部一体化

2.1、面板采购优化，平滑成本周期波动

从历史看，上游的面板价格周期性波动对彩电整机盈利影响较大。原因在于：

- 1) 面板单一部件成本占比高：一般占整机制造成本的60%-70%。
- 2) 面板制造与彩电整机分离，上下游决策分离、价格博弈：液晶面板制造处于产业链上游，作为资本与技术双密集行业，技术门槛高，前期研发成本与产线建设投入大。国产彩电整机普遍与面板制造分离，整机商与面板商存在博弈。
- 3) 面板产能建设快但出清慢：一般来说，面板产线建设周期在2年，产能爬坡期1年，产能出清周期则更长。

表 1、彩电成本集中度远超空冰洗，面板成本占比超 60%

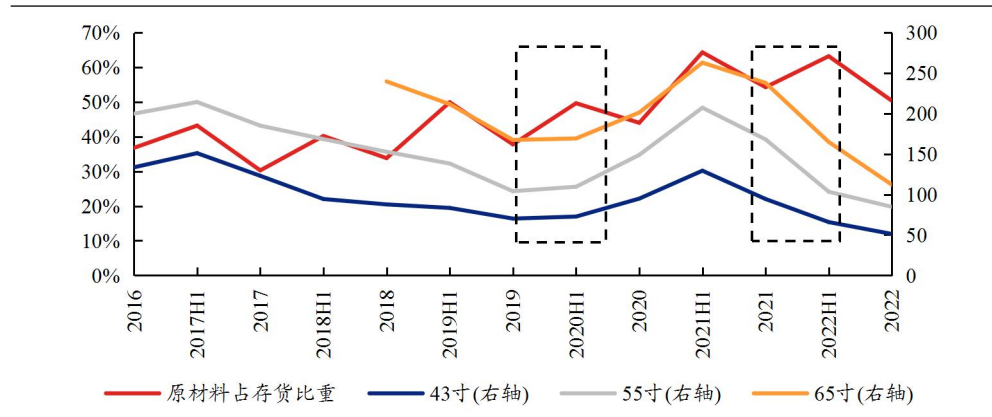
空调		冰箱		洗衣机		彩电	
铜	22%	塑料	28%	钢	29%	面板	69%
人工	14%	人工	14%	人工	14%	电子元器件	10%
钢	12%	铜	12%	ABS 塑料	11%	人工	6%
塑料	10%	钢	9%	电控	8%	注塑件	5%
镀锌板	4%	电控	6%	PP 塑料	7%	钢	1%
铝	4%	包装物	5%	铜	6%	其他	9%
冷轧板	2%	冷轧板	4%	冷轧板	5%		
其他	32%	其他	22%	其他	20%		

资料来源：产业信息网《2018 年中国家电行业盈利能力分析》，兴业证券经济与金融研究院整理

公司通过面板采购优化，有效平滑上游面板周期性影响。

- 1) 采购节奏调节。**在三轮面板降价周期中，公司在价格低位期间加大采购量，以低价库存对冲面板价格重新上涨带来的成本压力。
- 2) 采购周期缩短。**面板价格波动影响传导至毛利率端滞后约 1-2 个季度，Omdia 口径估计面板运输及产销周期约为 3-4 个月，我们判断面板采购周期约为 2 个月以内。
- 3) 采购供应切换。**目前大陆及台系厂商面板出货量占比达到 80%左右，高世代国产面板产能充足、供给趋稳。公司切换国产面板供应商，面板供给充足，对上游议价能力增强，价格波动性较过去有所收敛。

图 2、海信在面板价格低位期间加大采购量



资料来源：AVC，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、局部一体化，完善供应链布局

1) 上游：公司虽未涉足面板生产，但积极布局上游核心部件，产业布局逐步完善。

①芯片技术逐步突破。公司为国内最早涉及芯片研发的电视厂商之一，2005 年成

功研制中国首颗电视画质处理芯片“信芯”，打破外资技术垄断的局面。2017年公司收购日本东芝，开启与东芝画质芯片团队的合作。2019年公司成立青岛海信芯微电子科技股份有限公司（持股54.95%），聚焦高性能显示控制、高端画质处理、智能SoC、AIOT等芯片的产研销。2015年海信发布Hi-ViewPro超高清画质引擎芯片一代，成为中国唯一拥有自主高端画质芯片的电视机企业。随后2017年、2019年、2020年又先后推出第二到第四代超高清画质引擎芯片；2022年推出国内首颗8K120Hz超高清画质芯片HV8107，打破了日韩企业技术壁垒。2023年公司收购国内红黄光LED外延片及芯片领域产量最大企业之一——乾照光电（持股22.88%），同时锁定MiniLED芯片产能，进一步完善芯片业务布局。

图3、海信自研芯片发展历程



资料来源：海信微信公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

②**核心部件逐步自研。**公司与国内上游厂商开展激光器器件联合研发，逐步提升核心部件自研比重。公司拥有的紧凑高效激光光源模块技术、高效低噪声散热技术、远心照明光路、核心超短焦镜头技术、针对独有芯片的画质提升技术、激光消散斑技术以及菲涅尔抗光幕批量组装技术均处于行业技术领先地位。

表2、2021年国内激光电视上下游材料与整机产线能力统计

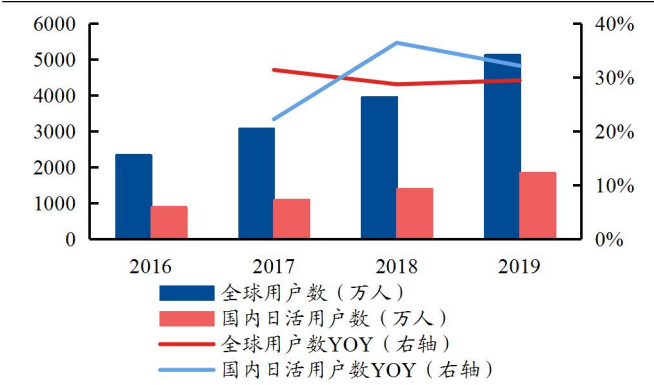
序号	生产/研发线	地点	规模（产能）	所属单位
1	光学引擎	青岛	30万台/年	青岛海信
2	屏幕	青岛	25万台/年	青岛海信
3	激光显示整机	青岛	30万台/年	青岛海信
4	光学引擎	四川绵阳	20万/年	四川长虹
5	屏幕	四川绵阳	20万/年	四川长虹
6	激光显示整机	四川绵阳	20万/年	四川长虹
7	激光显示核心器件及整机	广东深圳	25万/年	光峰科技
8	三基色激光光源模块	浙江杭州	20万只/年	杭州中科极光
9	三基色激光显示整机	浙江杭州	3万只/年	杭州中科极光
10	光学屏幕	成都	50万/年	成都菲斯特
11	光学镜头	广东中山	30万台/年	联合光电

资料来源：《中国激光电视产业白皮书》，兴业证券经济与金融研究院整理

③**软件服务逐步成熟。**公司围绕家庭、教育、办公三大场景，通过聚好看影视、易知课堂、聚连会议等云服务平台提供智能化增值服务。内容端，聚好看影视涵

盖爱奇艺、腾讯、优酷、Netflix、YouTube、Amazon 等平台的官方正版资源。服务端，为年长用户打造页面精简、大字体的简洁模式，为儿童打造人机互动、自动弱蓝光的少儿模式，提升用户体验。当前视频板块活跃和付费家庭数稳定增长，据公司公告，2021 年，家庭互联网云平台日均开机时长 6.8 小时，同比增长 26%。

图 4、公司互联网电视用户数量保持正增长



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、聚好看用户日均观看时长逐年增加



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2) 下游：积极拥抱新渠道，完善下游渠道布局。

①传统渠道优势明显。据 AVC 统计，2022 年公司线下销额/销量市占率分别为 26.57%/24.14%，均位列行业第一。分渠道类型看，公司在 TOP 渠道、大连锁及其他渠道份额居首。分渠道层级看，公司在 T1-T5 级线下市场份额居前，其中在 T1-T4 级市场销额、销量市占率均位列行业第一。

②新兴渠道积极布局。线上渠道方面，海信彩电积极布局抖音、快手、小红书等新兴内容电商，粉丝数量超越同业。线下渠道方面，随着彩电市场高端转型，海信大力布局购物中心等高端网点，触达高净值人群。我们统计，仅就彩电品类来看，当前海信一线城市线下购物中心门店数量远超外资品牌，卖场渠道亦由传统 KA 转向红星美凯龙等高端前置渠道，进一步提升品牌形象。

表 3、2022 年彩电品类线下各类渠道公司份额居前

	销额市占率			销量市占率		
	TOP 渠道	大连锁	其他	TOP 渠道	大连锁	其他
海信	29.7%	24.5%	30.2%	26.4%	22.3%	27.7%
东芝	0.9%	1.3%	0.5%	0.6%	0.9%	0.4%
TCL	12.9%	16.0%	12.9%	15.0%	18.3%	14.2%
创维	20.5%	17.0%	19.0%	21.0%	20.0%	21.3%
索尼	9.6%	13.7%	14.0%	4.2%	6.8%	5.1%
三星	4.7%	9.9%	3.3%	2.2%	5.1%	1.7%
LG	0.6%	0.0%	0.1%	0.2%	0.0%	0.0%
小米	0.8%	0.4%	0.3%	2.0%	1.2%	0.7%

资料来源：AVC，兴业证券经济与金融研究院整理

注：TOP 渠道指各厂商制定的 TOP 渠道；大连锁渠道以销售家电为主，在全国均有销售卖场，包含国美、苏宁、五星；其他渠道指除大连锁及 TOP 渠道以外的渠道

表 4、2022 年彩电品类线下各级市场公司份额居前

	销额市占率					销量市占率				
	T1级市场	T2级市场	T3级市场	T4级市场	T5级市场	T1级市场	T2级市场	T3级市场	T4级市场	T5级市场
海信	22.1%	28.4%	29.4%	31.7%	27.4%	21.3%	25.5%	25.3%	27.5%	22.9%
东芝	1.7%	0.9%	0.8%	0.5%	0.5%	1.2%	0.7%	0.5%	0.3%	0.4%
TCL	13.5%	14.0%	15.4%	17.0%	20.2%	15.8%	16.5%	16.9%	18.1%	20.7%
创维	14.9%	18.5%	21.1%	20.5%	25.3%	18.5%	21.3%	21.5%	20.6%	23.2%
索尼	19.1%	12.5%	7.3%	4.9%	1.8%	10.0%	6.0%	3.3%	2.1%	0.7%
三星	11.1%	8.5%	4.3%	3.9%	1.6%	6.1%	4.3%	2.1%	1.8%	0.7%
LG	0.4%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
小米	0.4%	0.5%	0.8%	0.5%	0.4%	1.2%	1.3%	1.9%	1.3%	1.2%

资料来源：AVC，兴业证券经济与金融研究院整理

注：T1 级市场指直辖市、发达省会城市与地级市，T2 级市场指不发达省会城市、一般地级市、发达县级城市，T3 级市场指不发达地级市，T4 级市场指一般县级市与县，T5 级市场指不发达县级市与县

表 5、海信国内渠道布局完善，优势明显（截至 2023 年 4 月）

	海信	TCL	LG	三星	索尼
线上电商活跃度（单位：万人）					
京东粉丝数	全品类 2617.6 彩电 127.3	全品类 2326.7 彩电 31.2	全品类 149.4	全品类 4608.8 彩电 6.8	全品类 795.8 彩电 2.5
淘宝粉丝数	全品类 313.1 彩电 436.4	全品类 117.8 彩电 271.5	全品类 94.3	全品类 724.3	全品类 347.5
抖音粉丝数	全品类 47.3 彩电 28.8	全品类 21.9 彩电 1.5	全品类 4.5 彩电 0.1	全品类 135.4 彩电 0.1	全品类 445.3 彩电 0.1
快手粉丝数	全品类 25.8 彩电 5.2	全品类 4.8	-	全品类 59.6	-
小红书粉丝数	全品类 1+ 彩电 0.6+	全品类 0.6+ 彩电 0.02+	-	全品类 11+ 彩电 0.1+	全品类 19+
一线城市线下门店数量（单位：家）					
传统 KA	30	16	10	20	24
购物中心店	56	16	12	5	25
智慧生活馆/体验店	14	16	1	3	0
高端家居卖场店	8	3	13	3	1
其他	55	16	7	5	5
总计	163	67	43	36	55

资料来源：京东，淘宝，抖音，苏宁，高德地图，兴业证券经济与金融研究院整理

注：线下渠道统计主要涵盖北京、上海、广州、深圳等一线城市；传统 KA 指大型家电/家具/建材中心，及大型商超（苏宁、沃尔玛等）；高端家居卖场指定位高端品类的综合性家居零售卖场（红星美凯龙等）。受门店实际经营情况变动及 APP 信息更新影响，实际门店数量可能与统计值存在误差。

3、同心多元化布局：品牌立体化+品类多元化

3.1、品类多元化：立足大显示赛道，全品类布局

1) 海信深耕大显示赛道，专业主义塑造竞争优势。伴随消费需求多元化，显示产业应用场景极大丰富。相比竞争对手，海信主要围绕大显示赛道进行多元化布局，积极拓展激光显示、商用显示、车载显示等领域，以专业主义塑造竞争优势，多元业务之间的协同性更强。截至 2022 年公司新显示业务营收占比已达 11.4%。

表 6、海信深耕大显示主业，显示业务收入占比远超同业

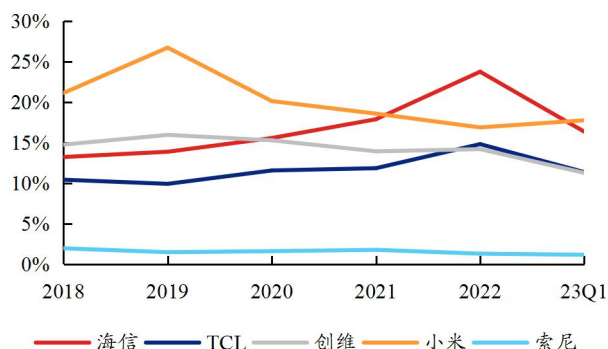
四川长虹		深康佳 A		创维集团		TCL 电子		海信	
电视	14.89%	彩电业务	16.97%	多媒体业务	43.64%	显示业务	81.1%	智慧显示终端	86.95%
其他家电产品	60.73%	白电业务	13.27%	智能系统业务	22.47%	创新业务	14.7%	新显示新业务	11.43%
中间产品	16.58%	PCB 业务	2.24%	新能源业务	22.56%	互联网业务	3.2%	其他	1.61%
运输	1.50%	工贸业务	54.22%	智能电器业务	8.31%	其他	1.0%	-	-
房地产	1.66%	环保业务	5.23%	其他	3.03%	-	-	-	-
特种业务	2.79%	半导体业务	0.45%	-	-	-	-	-	-
-	-	其他业务	7.62%	-	-	-	-	-	-

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：图中数据为 2022 年各厂商显示业务收入占比。

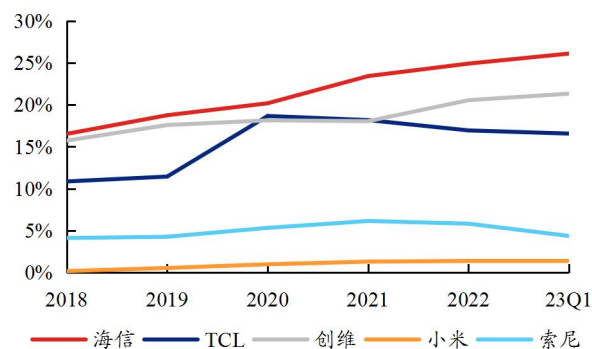
① **彩电：国内第一，全球第二，加速向第一迈进。**公司深耕彩电行业 50 余年，目前已成为国内第一，全球第二的彩电品牌。据 AVC 数据，2022 年海信系（海信+东芝+Vidda）线上/线下销额份额分别为 25%/27.7%，均位居国内行业第一。2022 年 12 月海信系电视出货量 232.6 万台，超越三星（出货量 210 万台），实现中国彩电品牌单月首次登顶全球第一。2022 年海信全球出货量 2440 万台，超越 LGE 跃居全球品牌第二，与三星在价格、份额之间差距持续缩小，加速迈向全球第一。

图 6、2018-23Q1 彩电主要品牌线上销额份额



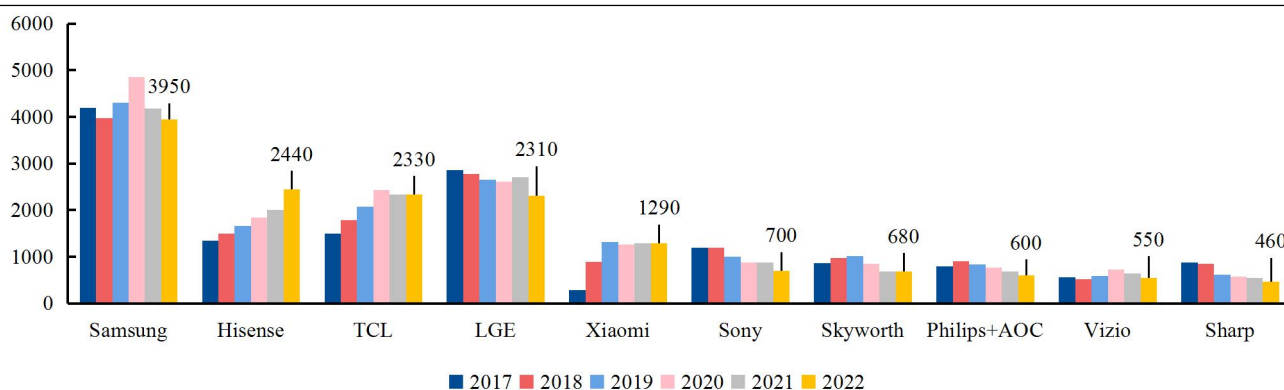
资料来源：AVC，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、2018-23Q1 彩电主要品牌线下销额份额



资料来源：AVC，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、2017-2022 年全球彩电品牌出货量（万台）



资料来源：AVC，兴业证券经济与金融研究院整理






②**激光显示：全球第一，引领创新。**2014 年海信推出全球第一代产业化激光电视产品，其后以每年一代新品的速度持续迭代。据 Omdia 数据，2022 年海信激光电视出货量市占率达 53.5%，继续领跑全球；据 AVC 统计，海信激光电视国内市场零售额市占率高达 91.4%。同时，公司通过 Vidda 品牌切入投影赛道，以全色激光投影为主线，加强产品迭代及品类延伸，投影业务有望扩宽成长空间。

表 7、海信激光电视业务发展历程

年份	激光电视研发及产品布局
2007 年	获得国家 863 计划重点项目，支持激光显示技术研发
2012 年	推出第一代激光电视原型机，开启激光显示家用场景
2014 年	发布全球第一台 100 英寸超短焦激光电视
2016 年	发布首款 100 英寸 DLP 超短焦 4K 激光电视，实现高清向 4K 技术突破
2017 年	发布首款 100 英寸 4K 激光电视 100H10D 系列，在已有蓝色激光模块基础上增加红色激光模块，拓展至 80、120 等多个尺寸
2018 年	发布首款 150 英寸双色光源 4K 激光电视 S6，超大尺寸下实现双色+4K 技术
2019 年	发布海信 70 英寸与 100 英寸三色激光电视 L5，首次将三色激光技术运用到中小尺寸电视
2020 年	发布 88 英寸全声屏激光电视 88L5V，首次实现激光电视的屏幕发声，发布首款全色光源 10 万级激光电视 100L9-PRO
2021 年	发布 L9F 系列 75 英寸到 100 英寸的全系全色激光电视产品，全面普及全色激光电视
2022 年	发布全球首款 120 英寸激光电视 120L9-Pro，加码超大屏市场
2023 年	发布 LX 系列、L8K 系列、L5K 系列激光电视及 C1 系列激光投影，LX 为全球首款 8K 激光电视

资料来源：公司公告，公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

表 8、Vidda 投影产品矩阵持续完善

产品名称	C1	C1S	C1Pro	C1Air	M1	
产品形态						
上市时间	2022.05	2023.03	2023.05	2023.05	2023.05	
价格(元)	5999	7299	9499	4999	3199	
硬件	光源	激光	激光	激光	LED	
	标称亮度 (ANSI 流明)	1350	1600	2350	1000	630
	芯片(英寸)	0.47	0.47	0.47	0.33	0.33
	分辨率	3840x2160(4K)	3840x2160(4K)	3840x2160(4K)	1920x1080	1920x1080
智能化	镜头类型	中长焦	中长焦	中长焦	中长焦	中长焦
	对焦方式	自动	自动	自动	自动	自动
	画面校正	六向	六向	六向	四向	四向
	运动补偿	✓	✓	✓	✓	✓
	远场语音	✓	✓	✓	✓	✓
	运行内存	4GB	4GB	4GB	4GB	4GB
存储内存	64GB	64GB	128GB	64GB	16GB	

资料来源：京东，兴业证券经济与金融研究院整理

注：数据截至 2023 年 5 月 18 日

③**商用显示：技术雄厚，未来广阔。**海信商显成立于 2017 年，技术积累深厚。目前海信商显覆盖智慧教育、智慧办公、智能显示三大商显业务，产品广泛应用于教育、医疗、金融、交通、商业等领域。

④**车载显示：持续研发，大有可为。**公司积极拓展车载高端 HUD、Mini LED 核

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

心显示部件。2022 年基于 DLP 技术的车载 HUD 研发以及基于分区控光技术的车载 Mini LED 显示屏研发持续推进，未来有望成为新的增量业务。





3.2、品牌立体化：三大品牌高低互补，市场全辐射

(1) Hisense 海信：技术驱动、高端转型的行业龙头。Hisense 海信为公司主品牌，自 1969 年公司成立之初即涉足电视制造，拥有 50 余年技术及品牌积累。90 年代末至今，海信始终维持国内彩电份额前三，龙头地位稳固。当前海信品牌已实现显示全品类覆盖，涵盖多种液晶彩电、激光电视、移动智慧屏、直播监视器、交互式触控一体机等。海信品牌定位中高端，并持续推进品牌出海战略，连续六年位居 BrandZ 中国全球化品牌 10 强，长期高居榜单内家电行业第一。据 AVC，2022 年海信品牌线上/线下销售额分别为 18.9%/26.6%，均位列行业第一。

(2) Toshiba 东芝：技术领先的全球化高端品牌。东芝彩电拥有 70 多年的历史，技术积累深厚，产品布局完善，全球品牌知名度较高。据欧睿数据，2017 年东芝彩电日本销量份额为 13.5%，处于行业领先地位。2018 年海信收购东芝后，东芝在海信资金及产能支持下，进一步加强技术迭代及品类延伸，重点拓展 OLED、Mini LED、巨幕电视等高端品类，自研的 ZR 视觉睿智芯片、BR 听觉感知芯片等核心技术加持下，产品音画效果领先，未来增长具备较强动能。据 AVC，2022 年东芝品牌线下销售额为 1.1%，相较 2020 年提升 0.6pct。

(3) Vidda：主打性价比的互联网年轻品牌。VIDAA 项目于 2012 年启动，早期主打极简智能操作系统，2021 年升级为 Vidda 品牌，定位年轻人的科技潮牌，并推出硬件产品。依托深厚的技术积累，Vidda 主打性价比彩电，并陆续推出音乐电视、游戏电视、激光投影、画框电视等细分领域新兴产品，凭借超高性价比及潮流化的多样品类持续吸引年轻消费群体。2022 年品牌快速培育并不断成长，据 AVC 数据，2022 年 Vidda 品牌线上销量份额 8.2%，相较 2020 年提升 5.6pct。

表 9、公司加强品牌立体化及品类多元化布局

品牌	东芝			海信				Vidda	
定位	高端旗舰电视代表			技术驱动、高端转型的行业龙头				面向年轻人的互联网潮牌	
价位段	2349-23599 元			749-129999 元				1789-3999 元	
销额份额 (2022 年)	线上 0.52%/线下 1.09%			线上 18.87%/线下 26.57%				线上 5.61%	
销量份额 (2022 年)	线上 0.29%/线下 0.74%			线上 15.23%/线下 24.14%				线上 8.20%	
智能显示	Mini LED 电视	OELD 电视	巨幕电视	ULED 电视	Mini LED 电视	AI 声控电视	叠屏电视	音乐电视	游戏电视
									
新显示				激光电视	触控智慧屏	移动智慧屏	艺术由视	激光投影仪	VR 一体机
									

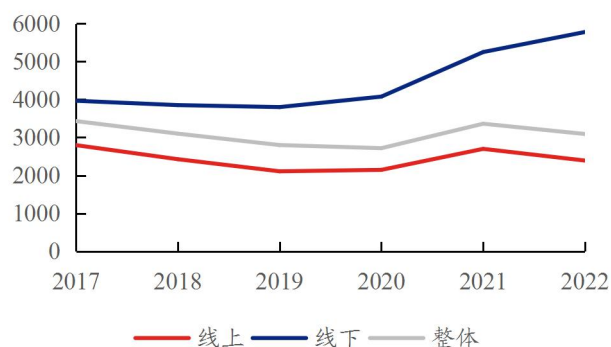
资料来源：AVC，公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

4、高端拓展：性能卡位+品牌升级

4.1、彩电高端化趋势明确，国内高端市场预计超 290 亿元

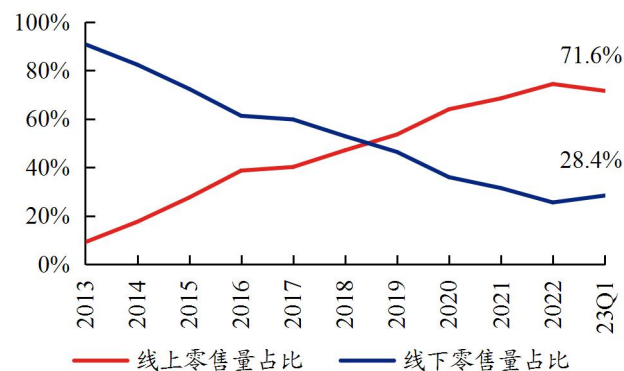
国内彩电市场线下均价提升，高端趋势明确。据 AVC 数据，2019-2022 年国内彩电全渠道均价由 2799 元提升到 3090 元，增长 10.4%，行业均价增幅较小主要是因为线上渠道占比快速提升且线上线下价差较大。据 AVC 数据，2019-2022 年彩电线上渠道销量占比由 54% 提升至 75%，线上均价由 2108 元增至 2391 元，线下均价则由 3799 元提升至 5776 元。据我们测算，2022 年国内高端彩电市场（线下 4000 元以上、线下 10000 元以上）销额规模预计约 290 亿元。近年来高端市场规模增速远超彩电行业整体，未来有望贡献彩电行业主要增量。

图 9、国内彩电价格结构性变化（元）



资料来源：AVC，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、彩电线上零售量占比持续提升



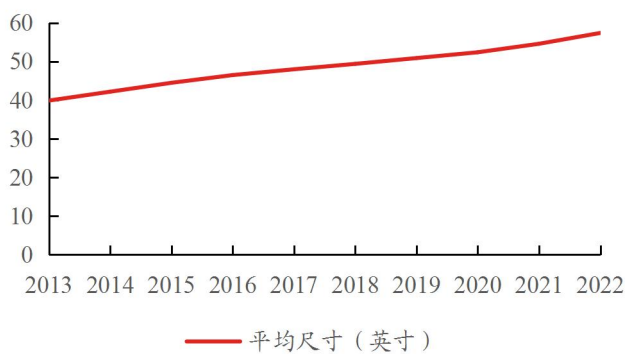
资料来源：AVC，兴业证券经济与金融研究院整理

彩电高端化趋势明确，大屏化、高清化产品占比提升。

平均尺寸逐年提升，大屏需求加速扩张。2013-2022年，国内彩电平均尺寸由39.9英寸增至57.4英寸，2022年同比增长2.8英寸。2020-2022年，70寸以上大屏产品线上销量占比由6.5%提升到19.3%，线下销量占比由8.9%提升到27.3%，大屏化趋势明确。

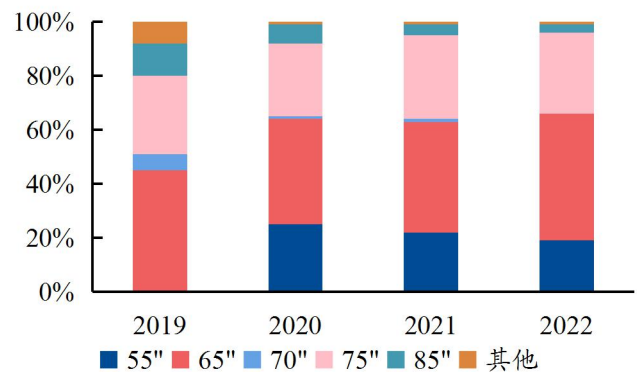
超高清逐步普及，8K有望进一步换代。当前国内50英寸以上彩电已实现4K分辨率全面普及，随着音画体验需求逐步提升，Mini LED、激光显示等技术路径均已8K产品布局。据AVC数据，2022年8K电视销量9.5万台，同比增长24.5%。

图 11、国内彩电平均尺寸持续扩大



资料来源：AVC，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、8k 电视分尺寸销量结构



资料来源：AVC，兴业证券经济与金融研究院整理

4.2、性能卡位+品牌升级，海信持续开拓高端市场

(1) 性能卡位：海信依托ULED平台加强高端产品迭代，加速布局Mini LED等新兴技术，产品性能比肩外资高端品牌，同时价格上优势显著，整体质价比领先。以海信与索尼、三星、LG三家外资彩电龙头的75英寸彩电产品为例，通过对比核心参数及附加性能，我们认为，海信高端产品更具性价比。海信产品在新型Mini LED基础上，背光分区数达500-1000级，在色域值(96%)、亮度(1500-2000nit)、响应时间(8ms)、刷屏率(144Hz)等方面均领先其他品牌的同类机型，控光效果、色彩还原度、动态画面表现力出色。但同时，产品售价仅为外资品牌的一半左右，高端下沉优势明显。

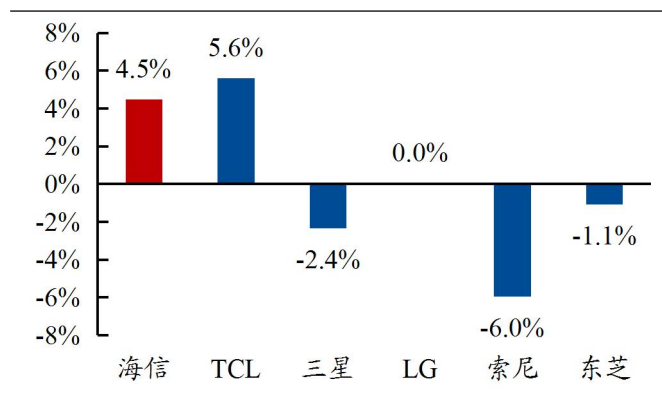
表 10、彩电龙头高端产品性能对比

	海信 75E8H	三星 QA75QN85CAJXXZ	索尼 XR-75X95EK	LG75NANO76CQA
价格(元)	8,469	17,999	18,987	12,999
屏显类型	Mini LED	Mini LED	Mini LED	新一代 LCD
显示				
色域值(DCI-P3)	96%	92%	95%	86%
护眼功能	无	有	无	有
背光分区数	500-1000 级	500-1000 级	-	-
对比度	2500:1	1000:1	≥100,000:1	200:1
屏幕尺寸	75 英寸	75 英寸	75 英寸	75 英寸
分辨率	4K	4K	4K	4K
亮度	1500-2000nit	500-800nit	800-1100nit	500-800nit
响应时间	8ms	8ms	9ms	10ms
刷屏率	144Hz	120Hz	120Hz	60Hz
画质处理技术	信芯超画质芯片	三星 AI 画质芯片	XR 认知芯片	α5 电视芯片
音效				
独立音响	有	无	无	无
音质技术	杜比全景声	杜比全景声、音画追踪技术	AI 音质芯片、3D 环绕声、双杜比、多声道屏幕声场	AI 音质芯片
其他				
屏占比	≥97%	≥97%	95%-97%	95%-97%
厚度(按最厚处)	79mm	28mm	56mm	60mm
能效	二级	一级	三级	三级

资料来源：京东，兴业证券经济与金融研究院整理

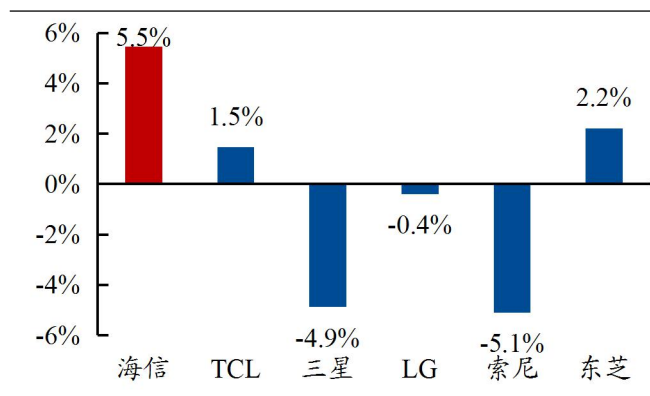
(2) 品牌卡位：东芝为日系品牌，拥有 70 余年彩电制造经验，独创超解像、火箭炮等技术，在电视画质、芯片、音响等方面拥有深厚积累，作为传统日系高端品牌享誉全球，满足部分高端人群对日系彩电的信赖与需求，成为海信布局高端市场的重要一环。同时，东芝的技术加持及海外渠道资源亦助力海信主品牌升级，海信在国内外市场集中推新，加强高端渠道布局，逐步向中高端定位进化。

图 13、2020-2022 年国产电视品牌线上高端市场销量份额累计增长



资料来源：AVC，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、2020-2022 年国产电视品牌线下高端市场销量份额累计增长



资料来源：AVC，兴业证券经济与金融研究院整理

5、海外市场：品牌运营+产品取胜+全球产销，加速迈向全球第一

5.1、海外彩电市场空间广阔，海信已跃居第二，加速迈向第一

总结来看，海外彩电市场具有以下特征：

1) 规模：市场庞大，量稳价增。据欧睿数据，2022年海外彩电市场零售规模达1160亿美元，近5年CAGR为2.5%，零售量达1.8亿台，近5年CAGR为0.8%，零售价为647美元，近5年CAGR为1.7%。从量的角度看，全球彩电行业已是存量市场，但更换需求稳定；从价的角度看，全球彩电行业均价稳升，带动市场持续扩容。

图 15、2017-2022 年全球彩电量、价、额情况



资料来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

2) 区域：地区分化，潜力充足。全球彩电行业为存量市场，但区域表现分化。据欧睿数据，2017-2022年日本/澳洲/西欧/南非市场电视销量CAGR分别为3.9%/3.9%/3.0%/4.1%，增速不俗，销量仍有发掘潜力。

表 11、2017-2022 年全球及各地区电视销量及增速 (万台, %)

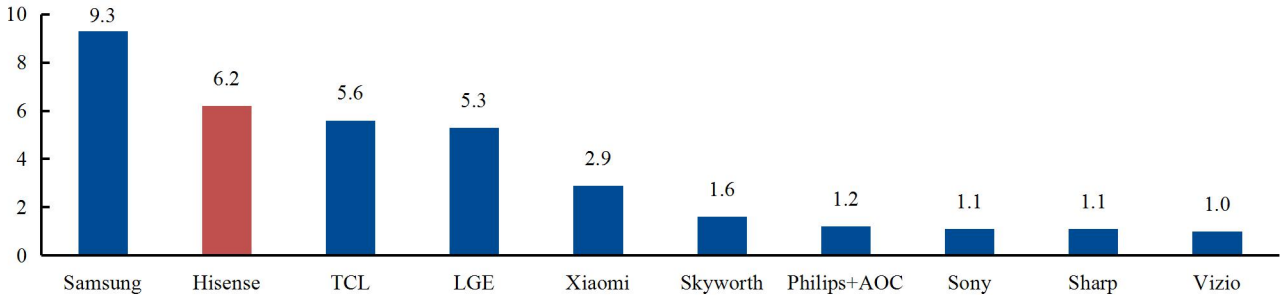
地区	2017	2018	2019	2020	2021	2022	CAGR
全球	22202	23144	23409	23900	22708	21847	-0.30%
亚太	9077	9443	9745	9420	8921	8972	-0.20%
日本	587	631	692	771	718	712	3.90%
澳洲	288	302	315	335	352	348	3.90%
西欧	1287	1409	1514	1694	1652	1490	3.00%
南非	117	125	135	141	137	142	4.10%
北美	4177	4191	4280	4599	4245	3708	-2.40%
东欧	3564	3621	3504	3862	3605	3466	-0.60%

资料来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

3) 格局：一超多强，中资崛起。最近3年中资品牌出货量份额快速提升，与韩资品牌差距缩小。三星继续领跑，海信、TCL赶超LGE。据奥维睿沃数据，2022年三星/海信/TCL/LGE/小米全球出货量分别为3950/2440/2330/2310/1290万台，出货量全球市占率分别为19.5%/12.0%/11.5%/11.4%/6.4%。23Q1，海信彩电全球出

销量 620 万台，同比增长 23.5%，其中外销出货同比增长 29.3%，维持全球第二，增速远超行业。

图 16、2017-2022 年全球彩电品牌出货量（百万台）



资料来源：AVC，兴业证券经济与金融研究院整理

4) **海信：全球第二，潜力充足。**从全球出货量看，据奥维睿沃数据，海信是唯一连续 5 年出货量始终保持正增长的全球彩电头部品牌，截至 2022 年出货量市占率达 12%，已跃居全球第二。从区域零售量看，据中怡康数据，2022 年海信系电视零售量市占率在日本、中东非均高居第一；据 NPD 数据，海信系电视在美国/加拿大市场销量市占率分别为 11.3%/15.1%。整体来看，海信在部分区域市场已有突破，与三星差距不断缩小，未来份额提升潜力充足。

表 12、2017-2022 年海信系海外市场市占率及 2022 年市占率排名

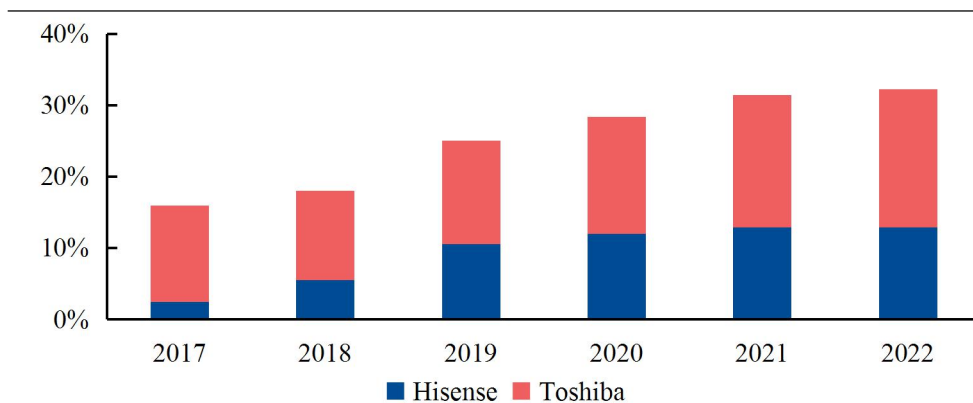
地区	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2022 年排名
日本	2.4%	18.0%	25.0%	28.4%	31.3%	32.2%	1
泰国	1.5%	8.2%	11.7%	11.1%	12.1%	12.4%	4
马来西亚	4.3%	9.4%	10.1%	10.8%	10.7%	10.6%	4
印尼	0.1%	8.0%	7.2%	6.7%	6.3%	6.1%	4
西欧	1.6%	3.4%	3.7%	3.5%	3.8%	3.9%	7
北美	1.8%	2.7%	2.6%	2.4%	2.6%	3.1%	6
东欧	0.4%	1.3%	1.7%	1.5%	1.5%	1.5%	10

资料来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

5.2、品牌运营+产品取胜+全球产销，加速海外扩张

(1) **品牌运营：体育营销高举高打，品牌出海与本地运营相辅相成。**品牌出海方面，公司长期坚持体育营销，海信集团是中国唯一一家连续赞助 4 届世界级赛事的企业，据益普索统计，2022 年海信电视在海外 18 个国家品牌认知度同比提升 3pct，品牌资产同比提升 11.39%。本地运营方面，依托东芝品牌深耕日本市场，东芝彩电日本市占率逐步回升。据 GFK 统计，截至 2022 年东芝彩电日本销量市占率约 20%，海信及东芝品牌合计市占率超 30%，稳居行业第一。

图 17、海信系品牌电视日本份额第一且份额持续提升



资料来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

(2) 产品取胜：多形态产品触达细分需求，质价比优势抢夺市场。彩电方面，公司依托中国供应链优势，采取同价质更高策略。据 Bestbuy 数据，海信在海外市场各尺寸段定价普遍低于三星与 LG，但产品配置并不逊色。此外，公司持续升级技术平台，立足技术争夺高端市场，公司 ULEDX 显示技术平台打破 LCD 产业升级天花板，2022 年首款产品 U8H 获北美资深消费电子评测机构 Rtings 8.7 分的高度评价。新显示方面，公司发力激光电视市场，2014 年推出全球首款 100 英寸激光电视；据 Omdia 数据，2022 年海信激光电视出货量市占率达 53.5%，领跑全球市场。

表 13、海信、三星、LG 海外市场不同尺寸电视价位段对比 (美元)

尺寸	海信	三星	LG
≤32	140-144	180-600	120-210
33-44	150-240	280-1500	300-3000
34-54	260-370	370-1600	350-1500
55-64	270-650	380-3000	302-2500
65-74	400-950	480-7500	470-3300
75-84	550-1800	550-10000	600-20000
≥85	1000-1800	1200-150000	1100-25000

资料来源：Bestbuy，兴业证券经济与金融研究院整理

表 14、海外市场 Hisense、Sumsung、LG75 寸电视产品对比

品牌	海信	三星	LG
型号	U8H	QN90B	C2Series
外观			
价格 (美元)	1399.99	2,299.99	2,799.99
LED 面板类型	Mini LED	Mini LED+量子点	OLED
尺寸 (英寸)	75	75	77
画质	4K	4K	4K
刷新率	120HZ	120HZ	120HZ
音质	杜比全景声、IMAXEnhanced	杜比全景声、环绕音	杜比全景声
特色流媒体服务	9 种	11 种	20 种
远程控制	语音控制	标准	语音控制
内容共享	手机传输至电视	手机电视双向传输	手机传输至电视
HDMI2.1 接口个数	2	4	4
USB3.0 端口个数	2	0	-
耳机插孔	有	无	无

资料来源：Bestbuy，兴业证券经济与金融研究院整理

(3) 全球产销：推进全球产销布局，海外建厂与跨国并购双管齐下。全球研发方面，汇集全球科研资源推进创新，公司拥有海信研究发展中心、海信深圳研发中心、亚特兰大研发中心、欧洲研发中心及东芝映像解决方案公司。全球产销方面，公司立足中国供应链优势，积极推动海外建厂与跨国并购，完善全球产销布局。2013 年海信南非家电工业园正式投产，年产 40 万台彩电；2015 年海信收购夏普墨西哥电视工厂及其美洲销售渠道，同年海信电视捷克工厂顺利投产；2018 年海信集团重组日本东芝电视渠道；2020 年试水德国电商；2022 年海信印尼彩电生产基地正式投产。

6、盈利预测与估值

投资建议：公司为国内显示行业龙头，治理优化效率改善，多元化技术路线及差异化品牌组合夯实产品力，盈利能力逐季改善。我们认为，当前公司已进入全面变革的新阶段，未来经营有望持续优化。

我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 521.9/591.9/669.3 亿元，归母净利润分别为 22.6/27.5/33.0 亿元，对应 EPS 分别为 1.73/2.10/2.52 元，5 月 19 日收盘价对应动态 PE 为 12.9x/10.7x/8.9x，维持“增持”评级。

表 15、营业收入、归母净利润及毛利率预测

	2022A	2023E	2023E	2024E
营业收入 (亿元)	457.4	521.9	591.9	669.3
<i>YoY</i>	-2.3%	14.1%	13.4%	13.1%
毛利率 (%)	18.2%	18.9%	19.6%	20.1%
归母净利润 (亿元)	16.8	22.6	27.5	33.0
<i>YoY</i>	47.6%	34.8%	21.4%	20.0%
归母净利率 (%)	3.7%	4.3%	4.6%	4.9%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

7、风险提示

- (1) **终端需求不及预期**：若 2023 年国内彩电终端需求不及预期，行业收入增速将有波动。
- (2) **行业竞争加剧**：若彩电行业重新开启价格战，企业盈利能力面临下行风险。
- (3) **面板成本大幅上涨**：若 2023 年面板成本快速大幅提升，企业盈利能力面临下行风险。
- (4) **数据统计偏差**：第三方数据存在一定统计偏差，或未能全面反映现实情况。

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	29294	32229	37317	43201
货币资金	3075	5301	8170	11854
交易性金融资产	8825	7506	7635	7791
应收票据及应收账款	8067	9696	11041	12374
预付款项	72	98	107	119
存货	4189	5191	5727	6405
其他	5067	4436	4635	4659
非流动资产	6465	5230	4938	4587
长期股权投资	1733	1055	1166	1224
固定资产	1324	1121	922	723
在建工程	41	41	41	41
无形资产	782	603	413	226
商誉	531	531	531	531
长期待摊费用	28	-24	-61	-98
其他	2026	1904	1926	1941
资产总计	35760	37459	42255	47788
流动负债	15156	14550	16075	17662
短期借款	445	0	0	0
应付票据及应付账款	9662	10463	11778	13328
其他	5049	4087	4297	4333
非流动负债	704	670	660	654
长期借款	0	0	0	0
其他	704	670	660	654
负债合计	15860	15220	16735	18316
股本	1308	1308	1308	1308
资本公积	2514	2514	2514	2514
未分配利润	12466	13886	16290	19209
少数股东权益	2348	3071	3950	4982
股东权益合计	19900	22239	25519	29472
负债及权益合计	35760	37459	42255	47788

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	1679	2263	2748	3296
折旧和摊销	308	323	311	312
资产减值准备	58	40	31	36
资产处置损失	-18	0	0	0
公允价值变动损失	-18	0	0	0
财务费用	11	0	0	0
投资损失	-263	-303	-300	-300
少数股东损益	472	723	879	1032
营运资金的变动	2720	-2821	-386	-423
经营活动产生现金流量	5005	170	3296	3948
投资活动产生现金流量	-4581	2368	129	154
融资活动产生现金流量	-972	-311	-556	-419
现金净变动	-539	2226	2869	3683
现金的期初余额	2047	3075	5301	8170
现金的期末余额	1507	5301	8170	11854

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	45738	52193	59187	66932
营业成本	37403	42322	47596	53487
税金及附加	219	229	260	295
销售费用	3504	3831	4380	4953
管理费用	710	772	888	1004
研发费用	2080	2349	2675	3039
财务费用	-45	0	0	0
其他收益	237	240	236	235
投资收益	251	303	300	300
公允价值变动收益	18	0	0	0
信用减值损失	7	0	0	0
资产减值损失	-58	-59	-58	-58
资产处置收益	18	0	0	0
营业利润	2340	3174	3865	4631
营业外收入	61	64	65	64
营业外支出	54	43	45	46
利润总额	2347	3195	3886	4650
所得税	195	210	259	321
净利润	2151	2985	3627	4328
少数股东损益	472	723	879	1032
归属母公司净利润	1679	2263	2748	3296
EPS (元)	1.28	1.73	2.10	2.52

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	-2.3%	14.1%	13.4%	13.1%
营业利润增长率	45.5%	35.7%	21.8%	19.8%
归母净利润增长率	47.6%	34.8%	21.4%	20.0%
盈利能力				
毛利率	18.2%	18.9%	19.6%	20.1%
归母净利率	3.7%	4.3%	4.6%	4.9%
ROE	9.6%	11.8%	12.7%	13.5%
偿债能力				
资产负债率	44.4%	40.6%	39.6%	38.3%
流动比率	1.93	2.21	2.32	2.45
速动比率	1.66	1.86	1.97	2.08
营运能力				
资产周转率	132.5%	142.6%	148.5%	148.7%
应收账款周转率	1134.5%	1293.1%	1246.6%	1245.4%
存货周转率	788.3%	885.7%	855.5%	865.5%
每股资料(元)				
每股收益	1.28	1.73	2.10	2.52
每股经营现金	3.83	0.13	2.52	3.02
每股净资产	13.42	14.66	16.49	18.73
估值比率(倍)				
PE	17.4	12.9	10.7	8.9
PB	1.7	1.5	1.4	1.2

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn