

海信视像（600060.SH）

公司报告 | 首次评级报告

吴宇同
家电、纺织服装 & 医美
化妆品研究员

2025年10月29日

基本信息

所属行业	消费品
当前股价	24.6
总市值	321.02亿
PE-TTM	13.01
PB-MRQ	1.62

估值结果

	价值	592.27亿
DDM估值	上行空间	84%
	状态	低估
	价值	502.44亿
动态估值	上行空间	57%
	状态	低估

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

海信视像是我国电视行业龙头，主营电视、激光显示、显示芯片等显示产品及上下游业务。

公司成长空间星级较低，主要是由于电视行业为成熟行业，成长的天花板较低；盈利趋势星级较高，主要是由于公司费用率持续优化，经营效率提升，预计公司盈利能力的改善会好于行业；产业格局星级处于中等水平，主要是由于公司对于上游的面板行业议价能力较弱；护城河星级较高，主要是由于公司具备较深的品牌和渠道护城河。

我们假设公司未来的业绩增量来自销量全球市占率的提升，以及伴随高端化均价仍然有提升的空间，当前公司处于低估状态。

我们区别于市场的观点

我们认为海信视像当前被低估，原因在于：（1）市场担忧今年的以旧换新国家补贴透支明年的内销需求；但二十届四中全会《公报》强调继续落实《专项行动方案》，我们认为国家补贴有可能继续落实，家电板块存在预期差。（2）我们对于海信未来的市占率较为乐观。依托公司优异的产品力、全球化渠道网络及持续增强的品牌影响力，未来有望进一步抢占全球电视市场份额；同时，公司在激光显示、商用显示、XR等新显示领域的前瞻布局，将逐步构筑起新的增长引擎。

风险提示

主要原材料及关键器件（如面板、芯片等）价格受供需影响可能波动上涨，直接推高生产成本，若无法及时传导至终端，将压缩盈利空间；消费复苏不及预期，电视行业换机周期延长，叠加终端需求下行，可能导致产品出货量及营收增长承压。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 研发高端度	5
3.2 人力资源高端度	5
3.3 整体供应链集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	11

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	10
表4：公司整体及分业务动态估值	10
表5：公司整体及分业务DDM估值	10

1. 基本信息

海信视像是我国电视行业龙头，主要从事显示相关产品及上下游的研发、生产和销售。公司旗下共有海信、东芝、Vidda三大品牌，分别定位于精品品牌、高端品牌、科技潮牌，电视产品在中国、北美、欧洲、中东非等市场具备领先的市场份额。2024年，公司全球电视出货量市占率为13.95%，连续三年稳居全球第二（Omdia数据）；中国零售额市占率为29.83%，位居国内首位（奥维云网数据）。

2. 业务介绍

对于海信视像公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

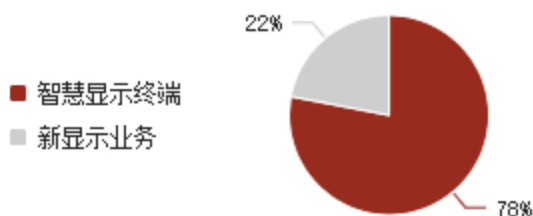
智慧显示终端：

智慧显示终端产品主要为传统液晶电视，旗下主要包括海信、Vidda、东芝三大品牌。我们定义的市场为国内市场和海外市场。

新显示业务：

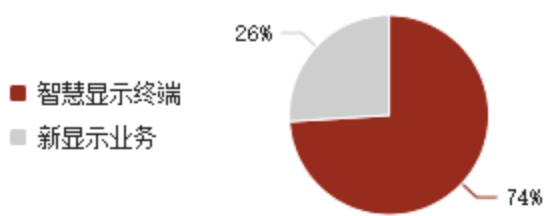
新显示新业务包括激光显示、商用显示、云服务、芯片业务及其他新型显示业务。我们定义的市场为国内市场和海外市场。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

海信视像主要从事显示相关产品及上下游的研发、生产和销售。产品端以三大品牌分层覆盖：海信主打精品，东芝定位于高端、Vidda面向科技潮牌。智慧显示终端占营收近80%，同时拓展商用显示、AR/VR等新增增长曲线。公司注重技术研发，研发费用率在行业内处于较高水平；供应链集中度较高，主要是由于上游的面板行业较集中。市场端通过世界杯等体育营销强化品牌。公司在160余国布局，依托六大制造基地实现本土化供应。以数字化供应链与集中采购降本，通过技术溢价与全球化规模实现盈利增长。

3.1 研发高端度

低

较低

中等

较高

高

海信视像的人均研发费用较高。公司以“技术立企”为核心战略，持续投入研发构建技术壁垒。2024年研发费用率超过4%，高于行业平均水平。通过“芯片+显示”双轮驱动，海信视像在高端市场持续领跑，技术创新已成为其全球化竞争优势之一。

3.2 人力资源高端度

低

较低

中等

较高

高

海信视像人力资源高端度显著，源于其对核心技术人才的战略聚焦与系统性培育。研发团队中，激光显示领域硕博学历人员占比超70%，平均年龄仅30岁，信芯微电子80%员工为研发人员，形成芯片设计领域的技术高地。

3.3 整体供应链集中度

低

较低

中等

较高

高

海信视像的供应链集中度较高，主要是由于面板行业集中于京东方、TCL等厂商。面板占电视50%以上成本，面板厂集中度高、议价能力强。

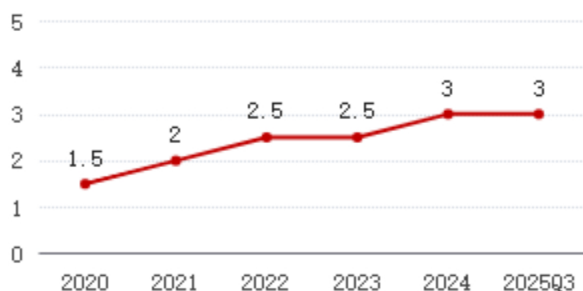
4. 历史经营绩效

公司的历史成长能力较优，主要是由于海外市场增速较高；公司注重股东回报，分红比例较高，股东回报星级较高。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



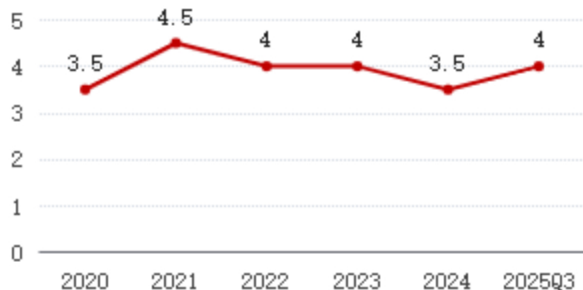
数据来源：公司财报，壹评级

公司毛利率处于行业靠前水平。公司2019-2024年毛利率平均为17.1%，与可比公司相比，公司毛利率处于行业第一阵营。费用方面，公司管理费用控制较好，销售费用率持续优化，净利率稳步提升。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



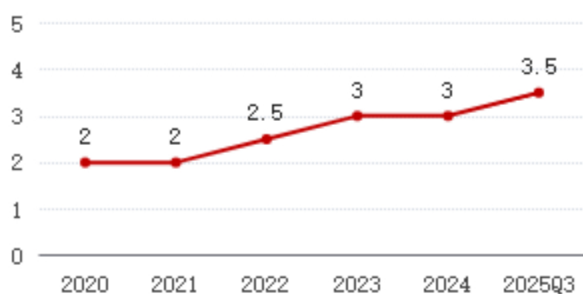
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史成长能力较好。从收入增速看，公司收入增速在可比公司中较为领先，2019-2024年的收入复合增速达到11.4%。公司通过海外扩张+产品高端化+品类扩张，实现营业收入的较高增速。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制能力中等偏上。拖累公司业务控制能力星级的主要是公司对于上游的议价能力较弱。公司的上游主要为面板企业，面板占电视50%以上成本，面板厂集中度高、议价能力强，当面板涨价时公司会面临较大的盈利压力。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司的股东回报能力较好，2024年分红比例为51%，对应的股息率为4.4%；近年来公司的分红比例均超过50%，公司注重股东回报，股东回报星级高。

5. 四维评级

公司的成长空间较低，盈利趋势较好，护城河较深。分业务看，公司的主营收入占比较高的是电视业务，电视属于成熟业务，成长天花板较低，拖累公司整体的成长星级。公司未来有望凭借提升份额、领先布局显示产品与技术实现成长，通过调整产品结构、优化公司治理与经营模式持续提升盈利空间。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司的成长星级较低，主要是受到电视业务天花板较低，以及新显示业务未来市占率具有较高的不确定性影响，所以公司整体的成长空间较低。

智慧显示终端(1.5星):

智慧显示终端主要是电视业务，该行业较为成熟，并且电视行业未来可能受到投影仪及其他产品的冲击成长的天花板与确定性较低。

新显示业务(2星):

2024年公司新显示业务收入67.7亿元，2019-2024年复合增速达到22.4%。XR、激光显示、商用显示、云服务及芯片等业务均属于新兴业务，成长空间或国产替代空间广阔，随着公司上述业务上的持续开拓，新显示业务有望持续为公司贡献中长期的增长动力。但是新显示业务的成长不确定性较高，拖累新显示业务的成长星级。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

海信视像的盈利能力有望持续提升，主要是由于产品结构持续高端化，可以带动毛利率提升；以及成本端更趋可控，面板价格振幅收窄，叠加与头部面板厂深度绑定，且Mini LED技术降低面板成本占比，同时信芯微芯片等核心部件自主化进一步压缩成本，这些因素共同作用可以使公司的盈利能力持续提升。

智慧显示终端(4星):

我们判断，在需求端逐步回暖、供给端稼动率稳步提升的背景下，面板价格长期将呈现上涨趋势，但波动振幅会有所收窄；加之电视厂商与面板厂形成深度绑定合作，后续成本管控能力将进一步增强，公司盈利能力提升的确定性较强。

新显示业务(3.5星):

新显示业务的竞争较为激烈，并且旗下包括很多新的产品线和业务线，盈利能力具有一定的不确定性。

5.3 产业格局

★★★★☆

产业格局星级处于中等水平。国内电视行业的CR3高于50%，比较集中。但是由于电视厂商对于上游面板企业的议价能力较弱，拖累公司的产业格局星级。

智慧显示终端(3星):

海信视像电视业务稳居全球竞争第一梯队，国内零售额市占率29.96%稳居榜首。电视厂商对于上游面板企业的议价能力较弱，拖累该业务的产业格局星级。

新显示业务(3星):

海信视像新显示业务处于第一梯队，激光显示领域全球市占率较为领先。但由于新显示业务技术迭代的速度比较快，未来的竞争格局和盈利能力的变化情况具有一定的不确定性，拖累该业务的产业格局星级。

5.4 护城河

★★★★☆

公司的护城河处于较深水平，护城河主要由品牌和渠道构成。海信电视业务在国内和海外的市占率均领先。海信系电视国内零售额市占率29.96%稳居榜首，在日本、澳大利亚等多国市占率第一，北美、欧洲Mini LED出货占比持续提升。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
智慧显示终端	(3星) 该业务的护城河处于中等偏上水平，其经壹评级调整的ROE为10%，经壹评级调整的ROIC为9.6%。受限于电视行业对于上游的议价能力较低，业务控制能力一般，其超额ROIC相对较低。	(4.5星) 该业务的护城河可持续星级强，主要有品牌和渠道护城河。品牌端，依托欧洲杯、世俱杯等顶级赛事IP及VAR显示官方合作，全球认知度持续提升。渠道端，国内线上线下协同，Vidda线上市占率升至13%，线下高端份额稳居榜首；海外构建9大生产基地+13个研发中心的本土化体系，入驻沃尔玛、Best Buy等核心渠道，墨西哥工厂规避关税壁垒，商用显示渠道覆盖60余国，海外收入增速快。该业务的护城河长期被侵蚀的可能性较低。
新显示业务	(4.5星) 该业务的护城河处于较深水平，其经壹评级调整的ROE为60%，经壹评级调整的ROIC为56.8%。新显示业务的毛利率较高，盈利能力较好，其超额ROIC相对较高。	(4星) 该业务的护城河可持续星级强，主要有品牌和渠道护城河。依托全球布局的销售网络快速渗透商用显示、XR等场景，叠加体育营销积累的品牌溢价，形成品牌和渠道护城河。该业务的护城河长期被侵蚀的可能性较低。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

我们假设公司未来的业绩增量来自销量全球市占率的提升，以及伴随高端化均价仍然有提升的空间，当前公司处于低估状态。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：智慧显示终端业务和新显示业务，我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设和逻辑如下：

业务1：智慧显示终端业务

收入假设：

公司智慧显示终端收入涵盖国内与海外市场，其中海外收入占比更高。受益于国内市占率稳中有升，叠加海外市场积极拓张战略推进，预计海外电视销量将保持较高增长，2025-2027年公司电视销量复合增速我们预计为5%。

盈利能力：

进入2025年，随着电视产品售价逐步传导面板价格变动的影响，面板价格对毛利率的拖累效应将逐步缓解。同时，国内国补政策持续发力，推动大尺寸电视、Mini LED电视的市场占比快速提升，将进一步优化产品结构，预计公司显示终端业务毛利率有望实现稳步改善。我们假设2025-2027年公司显示终端业务毛利率分别为15.4%、15.6%、15.8%。

业务2：新显示业务

收入假设：

该业务涵盖激光显示、商用显示、云服务、XR、芯片等新业务板块。鉴于激光显示、商用显示、XR等业务具备良好成长性，公司正持续加大相关业务的投入力度并推进产品矩阵扩容，我们预计2025-2027年新显示业务的复合增速为10%。

盈利能力：毛利率方面，公司原有新显示业务毛利率处于较高水平，乾照光电随着市场需求逐步改善，其毛利率有望实现一定程度恢复。我们预计2025-2027年新显示业务的毛利率分别为30%、30.1%、30.2%。

表2：公司整体业绩预测

海信视像	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	443.4	522.1	579.8	625.9	670.6	718.6	764.3	806.8
归母净利润(亿)	21.5	25.3	25.4	24.4	26.3	28.4	30.4	32.4
归母净利润增速(%)	80.7	17.3	0.5	-3.8	7.8	7.8	7.2	6.6
经营性净利润(亿)	23.9	24.7	23.7	25.8	27.9	30.2	32.5	34.9
经营性净利润增速(%)	82.3	3.3	-4.0	9.1	8.2	8.2	7.6	7.1
经营性归母净利润(亿)	19.6	20.9	21.0	23.0	24.9	27.0	29.0	31.0
经营性归母净利润增速(%)	106.9	6.7	0.4	9.7	8.2	8.2	7.6	7.0

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

智慧显示终端	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	397.0	457.0	512.1	551.4	588.7	628.5	665.2	697.7
收入增速(%)	-3.5	15.1	12.1	7.7	6.7	6.8	5.8	4.9
经营性净利润(亿)	13.3	13.3	12.7	14.4	15.6	16.8	17.9	19.0
经营性净利率(%)	3.3	2.9	2.5	2.6	2.6	2.7	2.7	2.7
经营性净利润增速(%)	252.9	-0.4	-4.0	13.5	7.9	7.8	6.8	5.8
新显示业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	46.4	65.2	67.7	74.5	81.9	90.1	99.1	109.0
收入增速(%)	0.7	40.6	3.9	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
经营性净利润(亿)	10.6	11.4	11.0	11.4	12.4	13.4	14.6	15.9
经营性净利率(%)	22.9	17.5	16.2	15.3	15.1	14.9	14.7	14.6
经营性净利润增速(%)	13.5	7.8	-4.1	3.9	8.7	8.7	8.6	8.6

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
智慧显示终端	6.3%	中低	较好	强	8.3%	14.52	18.5
新显示业务	5.0%	中低	较好	较强	8.3%	13.2	15.3
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
智慧显示终端(亿)	51.0	196.1	247.1	104.4	-	-	351.5
新显示业务(亿)	48.0	147.5	195.4	13.8	58.3	-	150.9
公司整体测算(亿)	99.0	343.6	442.6	118.2	58.3	-	502.4

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
智慧显示终端(亿)	139.2	156.0	295.2	104.4	-	-	399.6
新显示业务(亿)	125.4	103.7	229.1	13.8	50.2	-	192.7
公司整体测算(亿)	264.6	259.7	524.3	118.2	50.2	-	592.3

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

海信视像的估值确定性较低，主要是由于行业数据更新具有一定的滞后性，数据的持续可跟踪程度一般；叠加新显示业务包含的业务数量较多，各业务未来的盈利能力较难预测。综上所述公司的估值确定性较低。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。