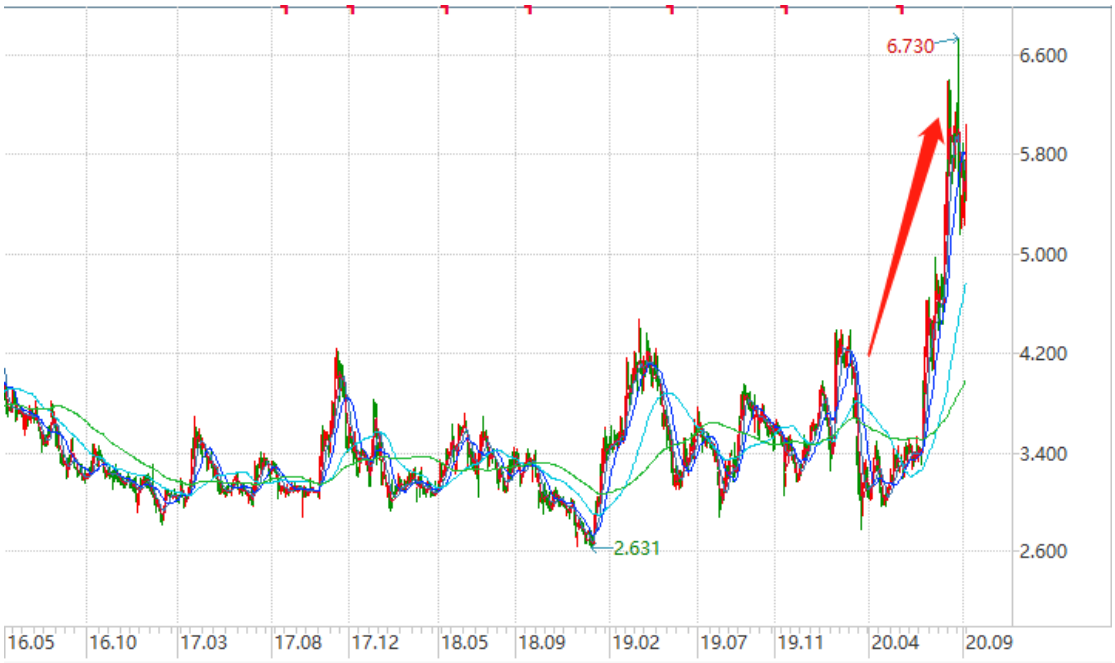
# TCL 电子财务建模　销量逆势增长 31%！怎么做到的?

今天要研究的这个赛道，近期波动较大。赛道中的龙头公司，从低点的 3 港元/股，上涨至高位的 6.73 港元/股，涨幅 124%。




图：走势　（单位：港元）

来源：wind

它就是：**TCL 电子**（1070.HK）。

2020 年第二季度，在全球电视机销量同比下滑 4.9%的背景下，TCL 品牌电视机销量同比逆势增长 31.6%。在 618 年中大促，TCL 电视获得全渠道销售冠军，全品类成交额突破 20 亿。

并且，据 Omdia 数据显示，TCL 品牌电视机销售量市占率，由去年同期的 9.4%提升 3.3 个百分点至 2020 年第二季度的 12.7%，排名超越 LG，跃升至全球第二名。

**看到这里，几个问题随之而来：**

1) 全球电视出货量基本稳定的情况下，电视品牌厂商未来的增长驱动力在哪里?

2）面对互联网电视品牌，以内容为主体，硬件走定制、代工，突出性能等玩法圈粉，本案如何走出一条突围之路?

3）本案股价大幅上涨后，目前的估值水平，是贵了，还是便宜了?

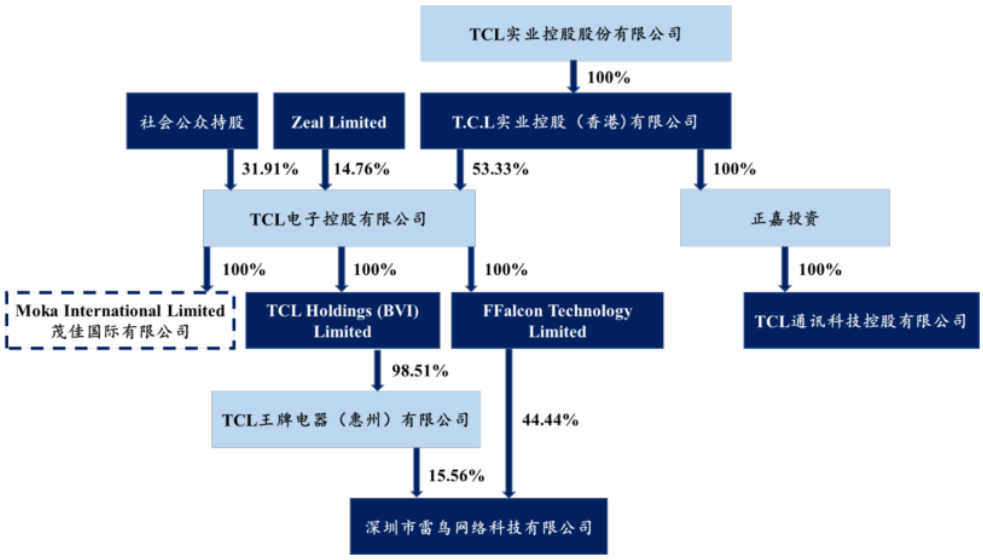
今天，我们就从本案 TCL 电子入手，来研究家电行业的产业特征，以及这条产业链的建模逻辑。

— 01 —

## 龙头，模式

▼

TCL 电子，于 1999 年在港股上市，主业包括生产、销售彩电、智能家居产品以及提供互联网平台运营服务。控股股东为 TCL 控股，通过 TCL 实业间接持股 53.33%。



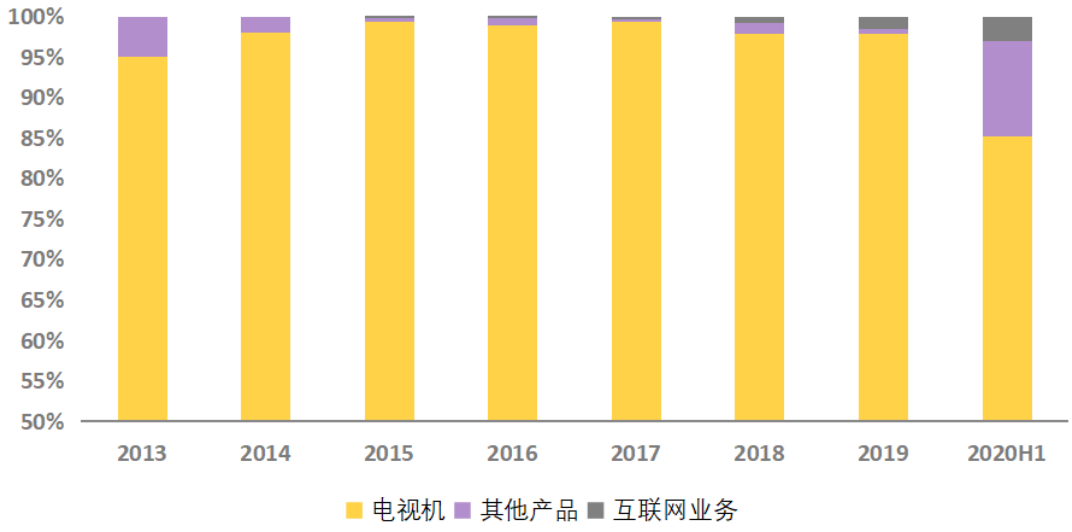

图：股权结构 （单位：%）

来源：兴业证券

值得注意的是，6 月 29 日，本案 TCL 电子宣布，将电视机代工业务（上图茂佳国际）剥离，作价人民币 25 亿元。然后，再购入 TCL 通讯（手机等业务）100%股权，作价人民币 15 亿元，预计 2020 年 9 月完成并表。交易完成后，TCL 电子将获得约人民币 10 亿元的交易收益。

从历史收入结构来看，其收入的 95%以上来自电视机，包括各种类型的智能电视机、4K 电视机、曲面电视机，且以 55 寸以上的大尺

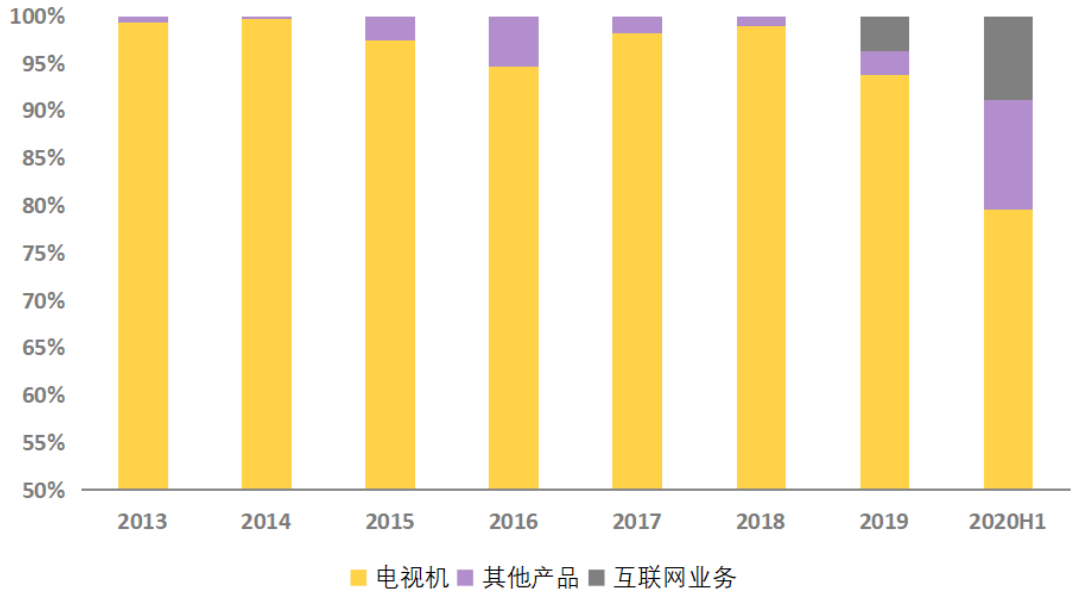
寸电视机为主。另外，互联网业务则占比约 2%，主要是由子公司雷鸟科技负责国内的终端运营业务，以及跟国外的互联网巨擘如 Google、Roku 及 Netflix 合作获得收入。




图：收入结构（单位：%）

来源：塔坚研究

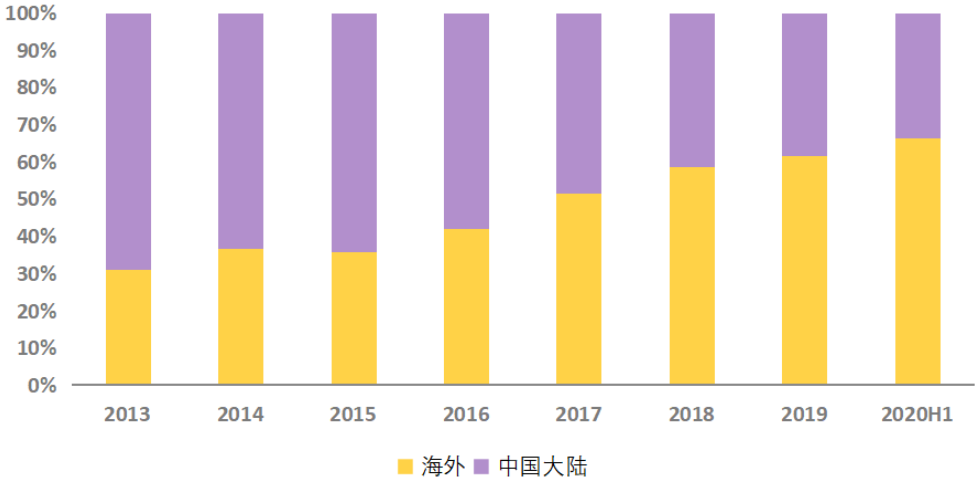
电视机业务贡献 90%以上的毛利，此外，互联网业务的毛利率也较高，2019 年贡献毛利约 5%，2020H1 毛利贡献增至 8.8%，其他主要包括智能家居、智慧商显等业务的收入。




图：毛利结构（单位：%）

来源：塔坚研究

从销售区域来看，海外市场在销售量上占比从 2018 年的 60.3%，一直呈上升趋势，至 2020H1 的 72.6%。本案深耕海外市场多年，秉持全球化战略布局，主要覆盖北美、欧洲，以及南美、东南亚、澳洲等新兴市场。




图：收入结构（分地区）（单位：%） 来源：塔坚研究

**来看看这门生意的赚钱能力：**

2017 年至 2019 年，其营业收入分别为 408.22 亿港元、455.82 亿港元、469.91 亿港元；净利润分别为 7.97 亿港元、9.35 亿港元、23.25 亿港元；经营活动现金流净额分别为 7.46 亿港元、20.73 亿港元、22.18 亿港元；毛利率分别为 15.44%、15.25%、17.39%；净利率分别为 1.92%、2.04%、4.94%。

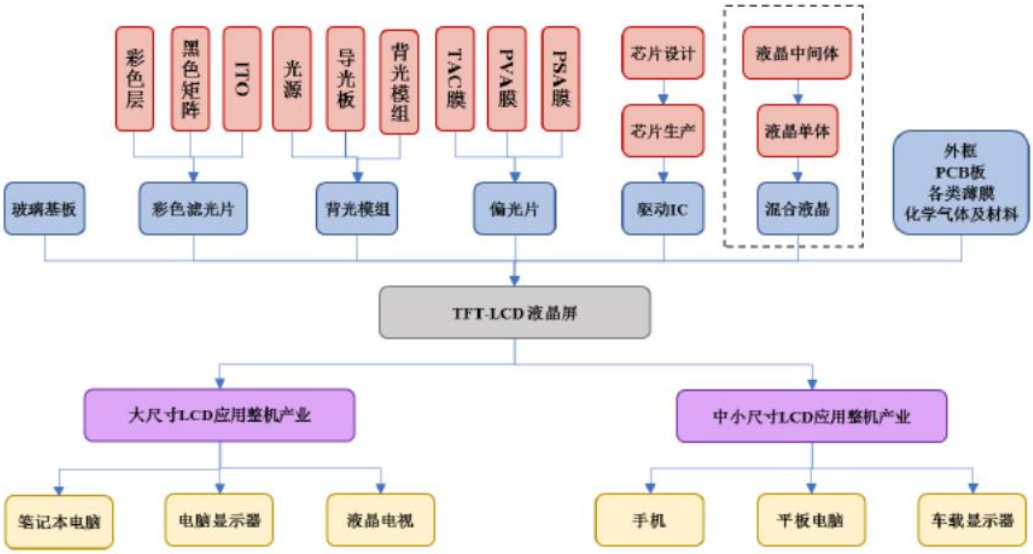
从业绩增速来看，近三年营业收入年复合增速为 12%，净利润年复合增速为 131.9%，净利润增速较高，主要是 2019 年收购带来的公允价值重估收益增加所致，扣非归母净利润复合增速 33%。

但是，考虑本案剥离了电视代工业务（2020 年 8 月底完成出售），所以前期数据的参考意义可能要打折扣。从 2020 年上半年重列后的数据看：

受卫生事件影响，2020 年上半年，营业收入为 172.77 亿港元，同比下降 3.1%，税后净利润为 5.23 亿港元，同比下降 59.9 %，毛利率为 20.5%，净利率为 3.32%。

2020 年二季度，其收入同比增长 36.6%，净利润同比下降 52.3%，扣非归母净利润同比增长 116.3%，实现逆势增长（2019 年第二季度，包含了雷鸟网络科技 44.44%股权公平价值重估产生的一次性收益 7.9 亿港元）。

**从产业链来看，本案处于液晶显示产业链的下游，行业中显示屏（包括面板模组与背光模组）普遍占电视成本的 60%-70%左右，其中：**




图：液晶显示产业链

来源：海通证券

上游——是材料、设备、组装零件厂商，包括玻璃基板、彩色滤光片、偏光片、液晶材料、驱动 IC、背光模组等，代表公司主要

是国外厂商，有：康宁（玻璃基板）、UDC、陶氏化学、LG（发光材料）、住友化学（偏光板）、Tokki（蒸镀封装设备）、阿斯麦（显影刻蚀）等。

原材料领域，目前国产占比仍然偏低，其中，偏光片主要有三利谱和盛波光电，液晶材料国内有和成显示、诚志永华、八亿时空等，玻璃基板有彩虹股份、东旭光电；光学薄膜有道明光学等，以及 OLED 材料领域的万润股份。

中游——面板制造，代表公司有三星、LG、索尼、TCL 科技、京东方等，行业集中度较高，CR5 占比 92%。

下游——终端应用，包括手机（占比 4%）、电视（占比 77%）、电脑（占比 17%）等传统终端，以及车载、可穿戴设备等新兴应用领域。代表公司：三星、LG、TCL 电子、海信、联想、苹果、小米等终端厂商。

整个液晶面板产业链呈现“微笑曲线”的分布，上游原材料以及元器件技术含量高，因此附加值是整个产业链中较高的；而下游的终端客户，由于拥有品牌和渠道优势，也能取得一定的产品附加值；而中间的面板制造环节毛利率较低，约为-20%-30%。

**以上产业链和业务模式，形成了如下财报结构：**

产业链上游、中游，固定资产占比较高，尤其是中游面板厂商，京东方、LG 的固定资产比重高达 60%以上。下游品牌厂商应收账款、存货占比较高，其中，苹果、小米投资类资产占比较高。

| | 公司名称 | 总资产 | 现金及现金等价物占比 | 应收账款占比 | 存货占比 | 固定资产占比 | 无形资产及商誉占比 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 上游 | 康宁 | 802.47 | 8.4% | 6.4% | 8.0% | 53.1% | 10.8% |
| | 住友化学 | 1458.88 | 4.9% | 15.6% | 13.5% | 21.3% | 18.1% |
| | 三利谱 | 14.42 | 5.3% | 23.9% | 19.9% | 31.5% | 3.0% |
| | 诚志股份 | 68.50 | 6.7% | 5.0% | 3.2% | 26.7% | 32.1% |
| 中游 | 京东方A | 1151.98 | 14.8% | 5.4% | 3.6% | 62.6% | 2.4% |
| | TCL科技 | 747.47 | 10.7% | 5.2% | 3.4% | 47.9% | 3.4% |
| | SAMSUNG ELEC | 13897.78 | 7.6% | 10.0% | 7.6% | 34.0% | 5.9% |
| | LG DISPLAY | 1416.05 | 9.4% | 8.9% | 5.8% | 62.1% | 2.5% |
| 下游 | 海信视像 | 338.95 | 6.1% | 18.4% | 10.5% | 4.5% | 5.3% |
| | 创维集团 | 374.24 | 10.1% | 30.0% | 19.1% | 14.8% | 6.3% |
| | TCL电子 | 421.94 | 24.6% | 30.5% | 16.2% | 4.6% | 6.5% |
| | 苹果公司(APPLE) | 18402.37 | 14.4% | 6.8% | 1.2% | 11.0% | 0.0% |
| | 小米集团-W | 2059.15 | 14.1% | 3.8% | 17.7% | 3.8% | 1.4% |

图：资产负债表结构（亿元）

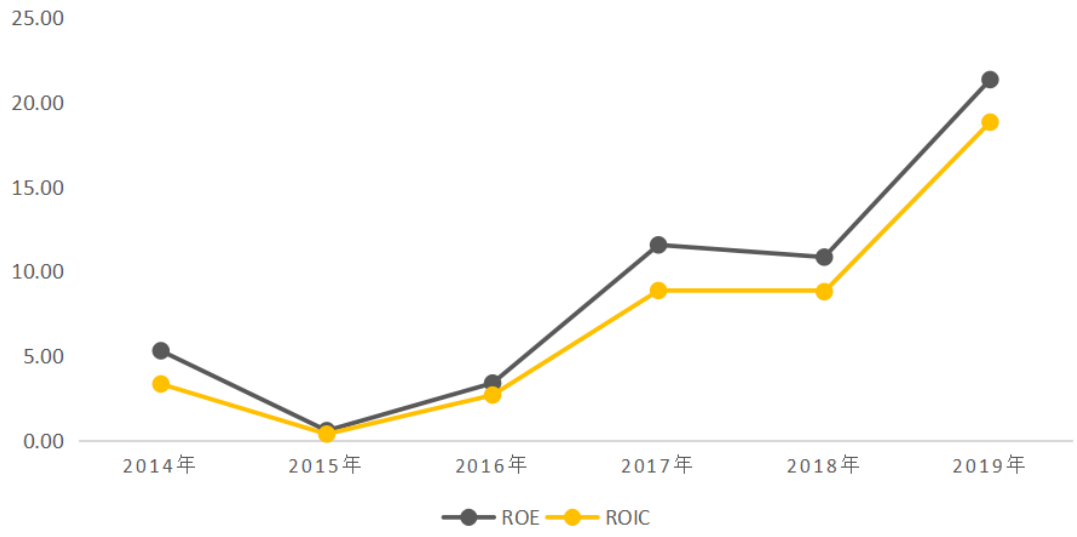
来源：塔坚研究

盈利能力方面，上游材料厂商毛利率较高，其次是下游品牌厂商，尤其是苹果；中游面板厂商由于产品存在明显周期，盈利存在波动。

| | 公司名称 | 总营业收入 | 除税后利润 | 经营活动现金流量净额 | 销售毛利率 | 销售净利率 | 销售费用率 | 管理费用率 | 财务费用率 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 上游 | 康宁 | 802.47 | 66.97 | 141.69 | 35.08 | 8.35 | 13.71 | | 1.92 |
| | 住友化学 | 1458.88 | 35.66 | 69.48 | 32.01 | 3.60 | 25.78 | | 0.91 |
| | 三利谱 | 14.42 | 0.50 | (0.60) | 16.16 | 3.48 | 1.21 | 2.30 | 2.71 |
| | 诚志股份 | 68.50 | 4.38 | 10.21 | 25.62 | 6.40 | 3.06 | 6.78 | 4.25 |
| 中游 | 京东方A | 1151.98 | (4.76) | 260.83 | 14.54 | (0.41) | 2.53 | 4.53 | 2.19 |
| | TCL科技 | 747.47 | 36.58 | 114.90 | 11.08 | 4.89 | 3.82 | 2.54 | 2.62 |
| | SAMSUNG ELEC | 13897.78 | 1283.08 | 2773.40 | 36.09 | 9.44 | 24.04 | | (0.80) |
| | LG DISPLAY | 1416.05 | (173.24) | 163.26 | 7.96 | (12.23) | 4.51 | 4.04 | 1.89 |
| 下游 | 海信视像 | 338.95 | 8.07 | 17.84 | 17.45 | 2.38 | 10.64 | 1.71 | 0.17 |
| | 创维集团 | 374.24 | 10.31 | 8.98 | 20.13 | 2.75 | 10.04 | 2.71 | 1.29 |
| | TCL电子 | 421.94 | 20.83 | 19.87 | 17.39 | 4.94 | 10.48 | 3.24 | 0.29 |
| | 苹果公司(APPLE) | 18402.37 | 3908.31 | 4908.09 | 37.82 | 21.24 | 6.75 | | 1.37 |
| | 小米集团-W | 2059.15 | 101.03 | 238.10 | 13.87 | 4.91 | 5.04 | 1.51 | 0.26 |

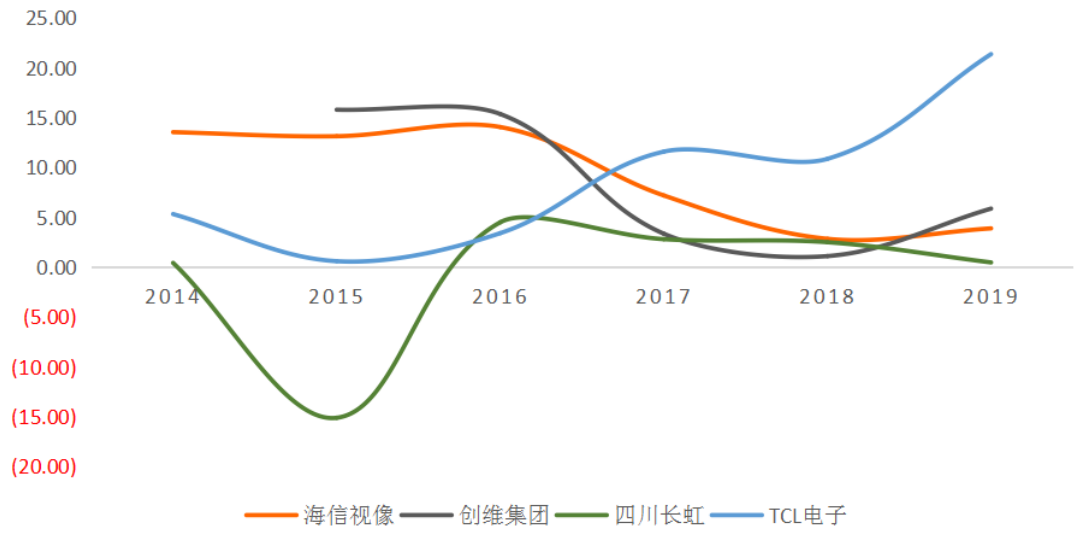
图：利润表结构（亿元） 来源：塔坚研究

**接着，来看一组《塔坚研究》整理的基本面数据：**



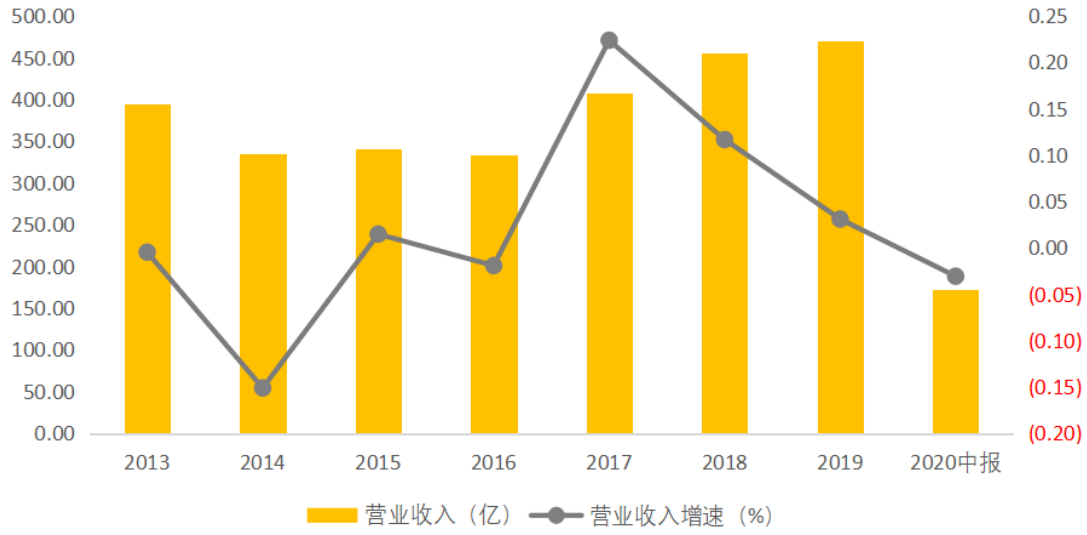

图：ROE VS ROIC（单位：%）

来源：塔坚研究



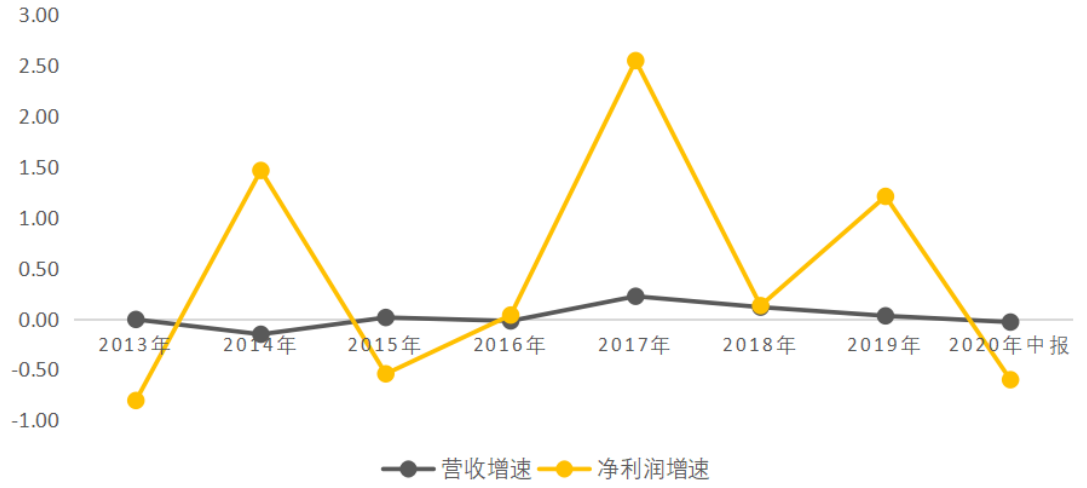

图：同行 ROE 对比（单位：%）

来源：塔坚研究



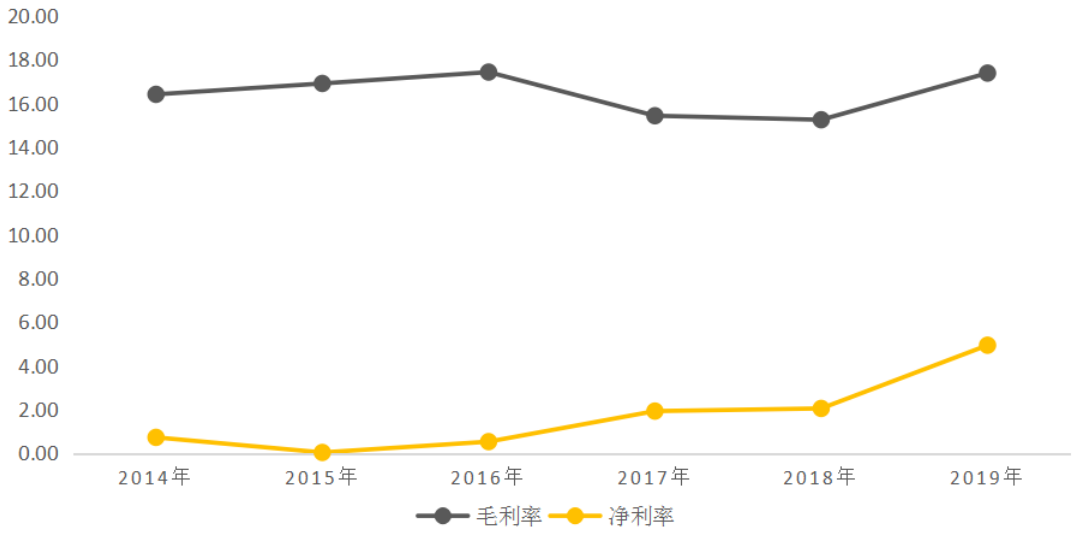

图：营业收入 VS 营收增速（单位：亿元、%）

来源：塔坚研究



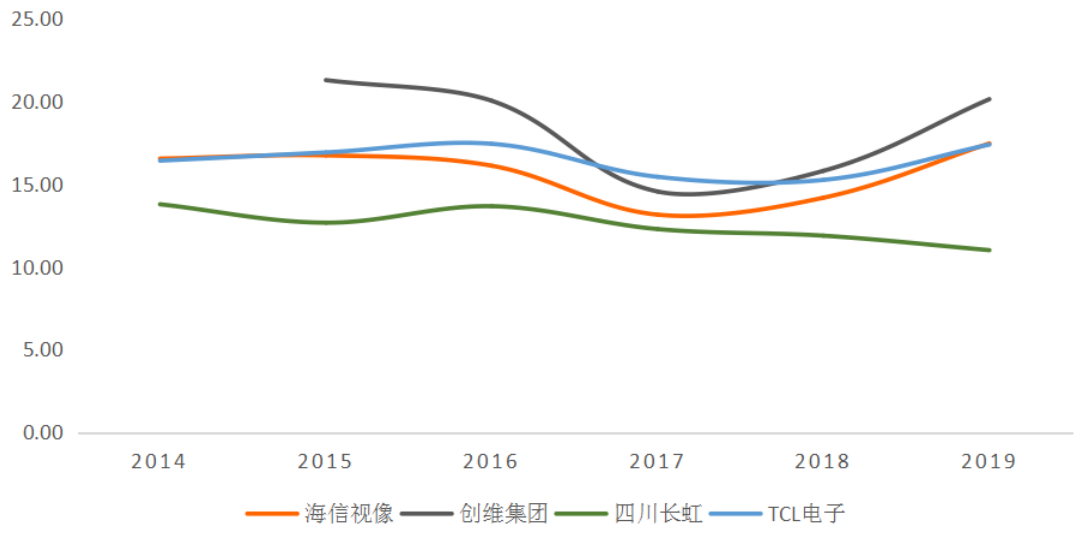

图：营业收入增速及净利润增速（单位：%）

来源：塔坚研究



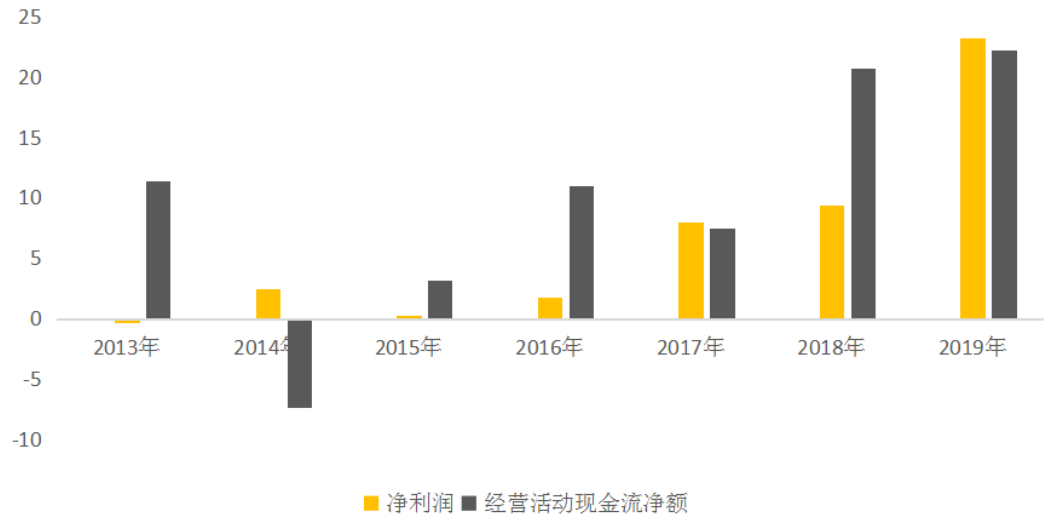

图：毛利率 VS 净利率（单位：%）

来源：塔坚研究



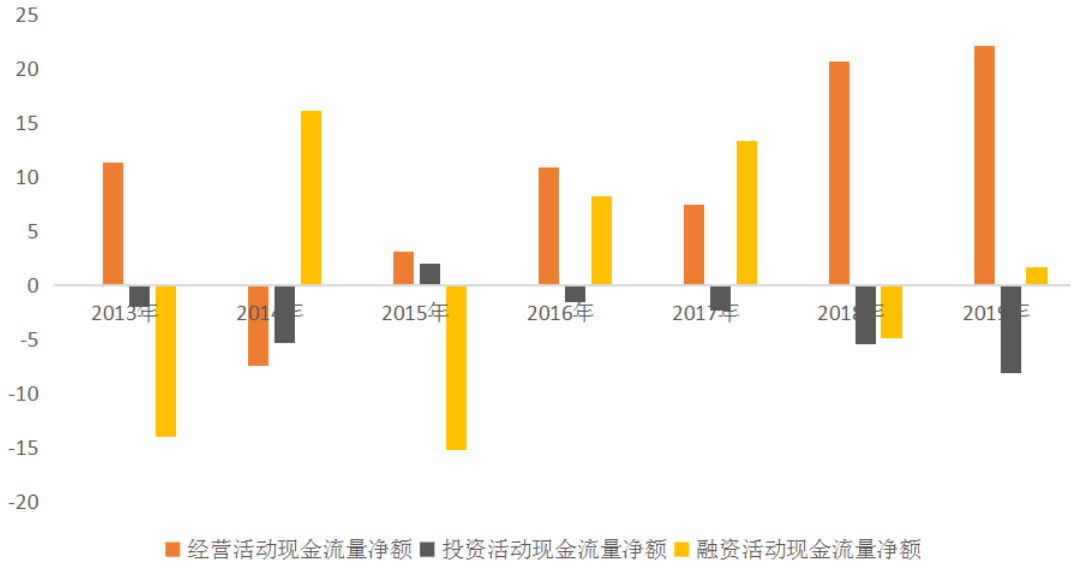

图：同行业毛利率（单位：%）

来源：塔坚研究



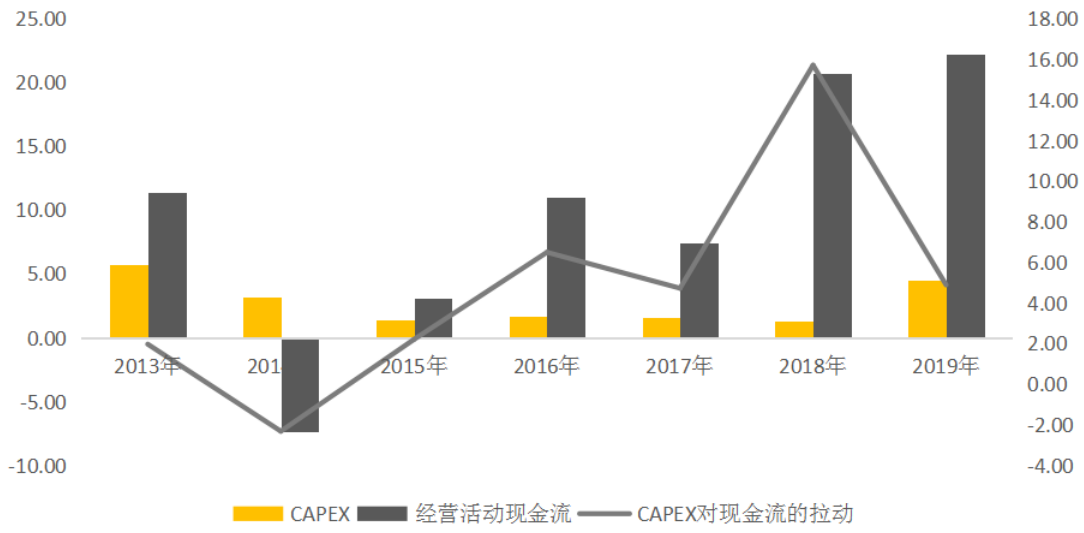

图：净利润及经营活动现金流（单位：亿元）

来源：塔坚研究



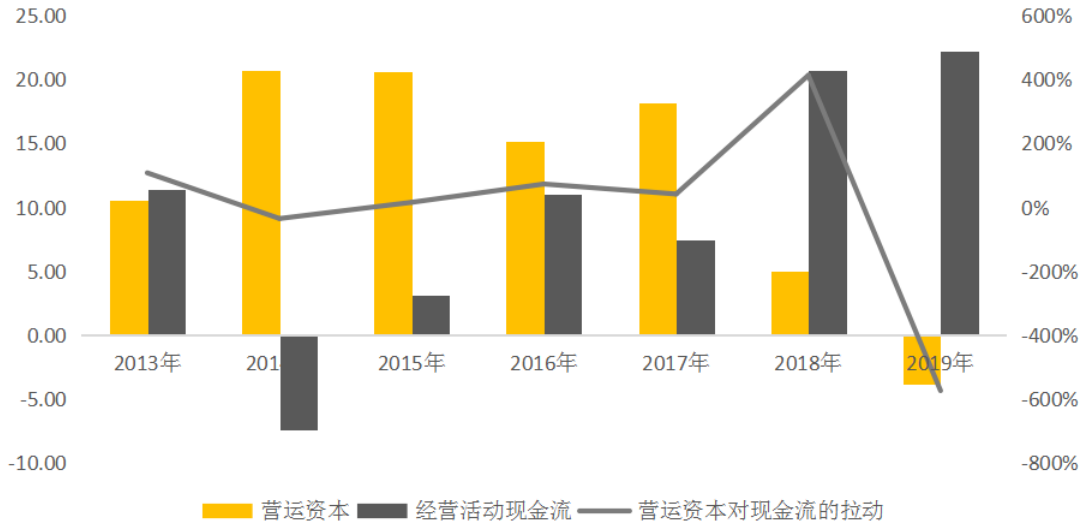

图：现金流（单位：亿元）

来源：塔坚研究



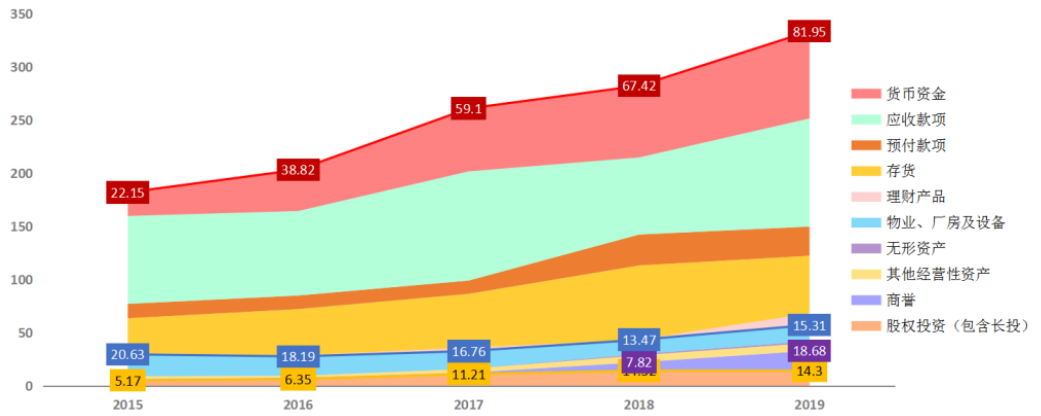

图：资本支出对现金流的拉动（单位：亿元、%）

来源：塔坚研究




图：营运资本对现金流的拉动（单位：亿元、%）

来源：塔坚研究




图：资产结构 单位（亿元）

来源：塔坚研究




图：股价与可比乘数（单位：元、倍）

来源：理杏仁

**看完这组基本面图表后，可以发现：本案的毛利率、ROE 都在不断提升，资本支出、营运资本的支出很少，经营活动现金流整体表现较好。那么，重要的问题来了——如果将 TCL 电子放在同行业的坐标系中，其回报、增长情况到底如何？如果要对这家公司做建模，应该从什么地方入手？**

— 02 —

## 同行业，回报分析

本案近三年含 ODM 业务的 ROE 为 11.57%、10.85%、21.34%；ROIC 为 8.87%、8.8%、18.83%；ROA 为 3.51%、3.48%、7.41%，这个水平到底如何，我们来和同行业做个比较：

| | | 2017年 | 2018年 | 2019年 |
|---|---|---|---|---|
| ROE | 海信视像 | 7.18 | 2.83 | 3.88 |
| | 创维集团 | 3.34 | 1.10 | 5.86 |
| | 四川长虹 | 2.80 | 2.49 | 0.46 |
| | TCL电子 | 11.57 | 10.85 | 21.34 |
| ROA | 海信视像 | 4.08 | 1.45 | 1.90 |
| | 创维集团 | 1.06 | 1.21 | 2.71 |
| | 四川长虹 | 0.57 | 0.47 | 0.08 |
| | TCL电子 | 3.51 | 3.48 | 7.41 |
| ROIC | 海信视像 | 6.96 | 2.46 | 3.23 |
| | 创维集团 | 2.89 | 4.10 | 6.33 |
| | 四川长虹 | 1.27 | 1.11 | 0.20 |
| | TCL电子 | 8.87 | 8.80 | 18.83 |

图：回报对比（单位：%）

来源：塔坚研究

从历史数据看，本案回报水平处于行业中较高水平，主要是净利率、总资产周转率较高。从影响 ROE 的核心指标来看：

**净利率**——本案 TCL 电子的净利率较高，主要是其管理费用率、财务费用率较低，以及 2019 年非经常性损益增加。

**总资产周转率**——本案 TCL 电子的总资产周转率较高，主要是其固定资产、存货周转效率较高。

**权益乘数**——四川长虹、创维集团的权益乘数较高，主要是补充营运资本的银行借款较多。

| | 销售净利率 | 权益乘数 | 总资产周转率 |
|---|---|---|---|
| 海信视像 | 2.38 | 2.05 | 1.16 |
| 创维集团 | 3.57 | 4.51 | 0.76 |
| 四川长虹 | 0.38 | 5.58 | 1.21 |
| TCL电子 | 4.94 | 2.88 | 1.53 |

图：ROE 因子（2019 年）

来源：塔坚研究

接下来，我们将分子、分母拆开，以 2019 年为横截面，对比一下各家的资产情况、收益以及营运效率情况。

| | 报表项目/证券简称 | 海信视像 | 创维集团 | 四川长虹 | TCL电子 |
|---|---|---|---|---|---|
| 资产类 | 现金及现金等价物 | 17.92 | 48.06 | 179.40 | 73.41 |
| | 固定资产及在建工程 | 13.36 | 70.40 | 83.33 | 15.31 |
| 营运资本 | 应收账款及票据 | 53.93 | 142.65 | 111.29 | 91.03 |
| | 存货 | 30.62 | 90.80 | 159.37 | 48.38 |
| | 应付账款及票据 | 70.13 | 100.59 | 242.45 | 108.21 |
| 有息负债 | 短期借款 | 19.69 | 91.54 | 173.39 | 14.77 |
| | 长期借贷 | 5.38 | 19.66 | 11.66 | 0.80 |
| 经营情况 | 主营收入 | 338.95 | 372.77 | 882.86 | 420.94 |
| | 净利润 | 5.56 | 7.47 | 0.61 | 20.42 |
| | 经营活动现金流量净额 | 17.84 | 8.98 | 15.66 | 19.87 |
| 核心资产情况 | 单位应收款项带来的现金流 | 0.33 | 0.06 | 0.14 | 0.22 |

图：同行业财务数据对比

来源：塔坚研究

根据以上三张表，我们认为，这个行业的核心资产是应收账款，**如果按照一单位核心资产带来的现金流来看，海信视像、TCL 电子表现较好。**

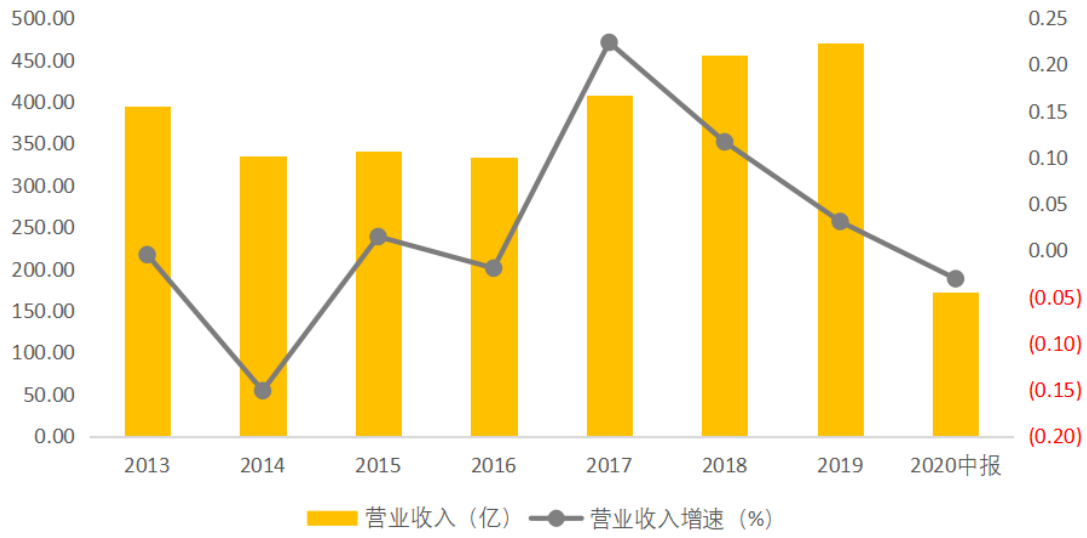
注意，上述回报分析中以过去三年财务数据为基础，未考虑 2020 年 6 月剥离的代工业务，以及即将注入的 TCL 通讯业务，后续我们需要持续跟踪业务变化对回报水平的影响。

看完回报，未来增长逻辑如何？我们继续进行建模分析。

— 03 —

## 增长，拆解

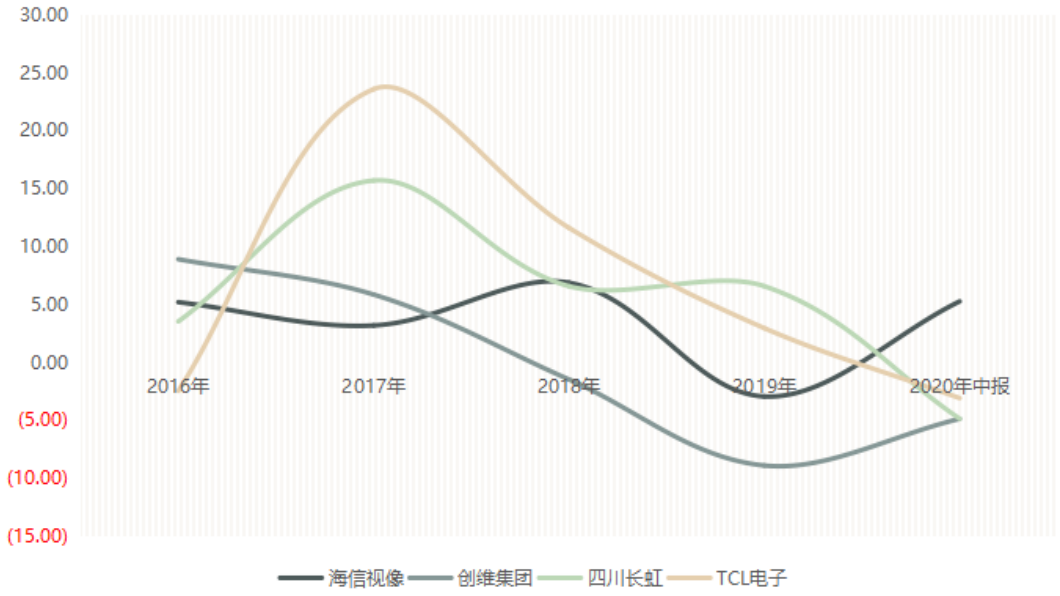
从历史收入增速看，2013 年至 2016 年，受互联网电视冲击影响，本案收入呈下滑趋势，但 2017 年收入大幅上涨。




图：历史收入情况（右轴折线为同比增速）

来源：塔坚研究

对比同行业来看，行业整体增速同样放缓，主要与家电下乡及互联网电视透支国内市场增长有关。**而 2017 年至今，本案增速处于较高水平。**




| 收入增速 | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年中报 |
|---|---|---|---|---|---|
| 海信视像 | 5.21 | 3.20 | 6.89 | (2.93) | 5.28 |
| 创维集团 | 8.92 | 5.87 | (1.46) | (8.89) | -4.86 |
| 四川长虹 | 3.55 | 15.72 | 6.59 | 6.59 | -4.85 |
| TCL电子 | (2.45) | 23.61 | 11.63 | 2.97 | -3.07 |

图：同行业厂商收入增速

来源：塔坚研究

回看 2017 年，当年收入增长 22%（含 ODM 业务），驱动主要来自**海外**电视机销量的增长，海外市场销量同比增加 33.5%至 1407 万台，而国内市场 LCD 电视机销售量同比微跌 2.7%。

*至此，对于本案的收入测算，我们采用以下方法：*

*电视机收入=电视机销量*销售均价*

*其中：电视机销量=全球电视出货量*市占率*

*互联网业务收入，由于占比较小，直接采用增速法预测。*

**上述核心变量，我们挨个分析。**

— 04 —

## 电视出货量

电视作为成熟产业，近 10 年出货量保持在 2 亿台上下，一般偶数年有体育赛事拉动。2019 年，全球电视出货量约 2.2 亿台，2015-2019 年复合增速为-0.12%。




图：全球电视出货量

来源：国盛证券

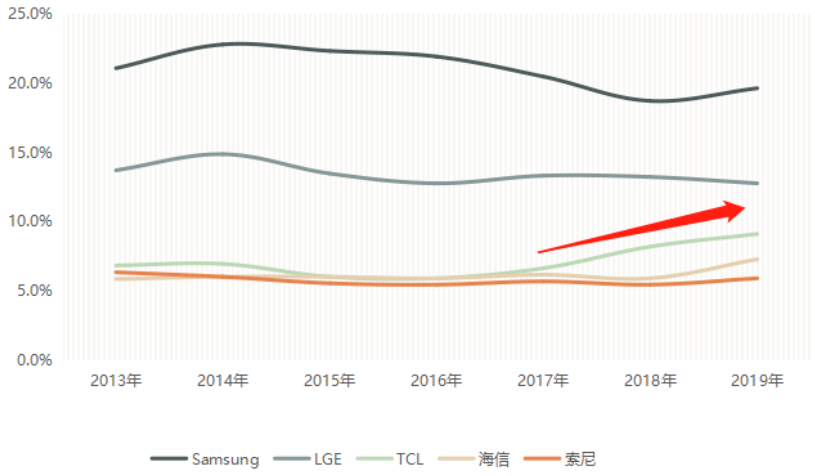
预计受卫生事件影响，2020 年销量有所下滑，statista 预测 2020 年全球液晶电视出货量为 2.02 亿台，同比下降 6%。

*此处，我们假设 2020 年出货量为 2.02 亿台，由于 2020 年的赛事(如奥运会、欧洲杯等)均推迟到 2021 年，多重赛事叠加，假设 2021 年电视出货量达到 2.25 亿台，之后保持 2018 年至 2020 年均值 2.15 亿台。*

— 05 —

## 电视，市占率

2013 年至 2019 年，三星、LG、TCL 的全球出货量复合增速，分别为-0.04%、-0.06%、5.75%。**其中，三星、LG 基本保持平稳，而 TCL 保持增长势头。**




图：出货量市占率 来源：塔坚研究

值得一提的是，2020 年二季度，本案 TCL 品牌电视销量超越 LGE，跃升至全球第二。




图：2020 年二季度市占率

来源：公司业绩报告

分区域来看，二季度海外市场销量 420 万台，同比逆势增长 40.4%，环比增长 35.1%，上半年在全球 19 个国家销量排名前茅，海外市场份额同比增加 1.7 个百分点。




图：2020 年二季度海外市场市占率

来源：公司业绩报告

2020 年二季度，国内市场销量 161 万台，同比增长 13.1%，环比增长 38.2%，TCL 品牌电视销量仅此于小米（17.1%），排名第二（14.6%），份额同比上升 4 个百分点。

看到这儿，影响市占率的两个问题来了：

1）本案 TCL 电子在海外市场的销售策略是什么，竞争优势在哪里，市占率提升的势头能否保持？

2）国内市场竞争激烈，小米等互联网品牌的加入，对本案及行业竞争格局的影响如何？

我们针对国外市场、国内市场分别来看。

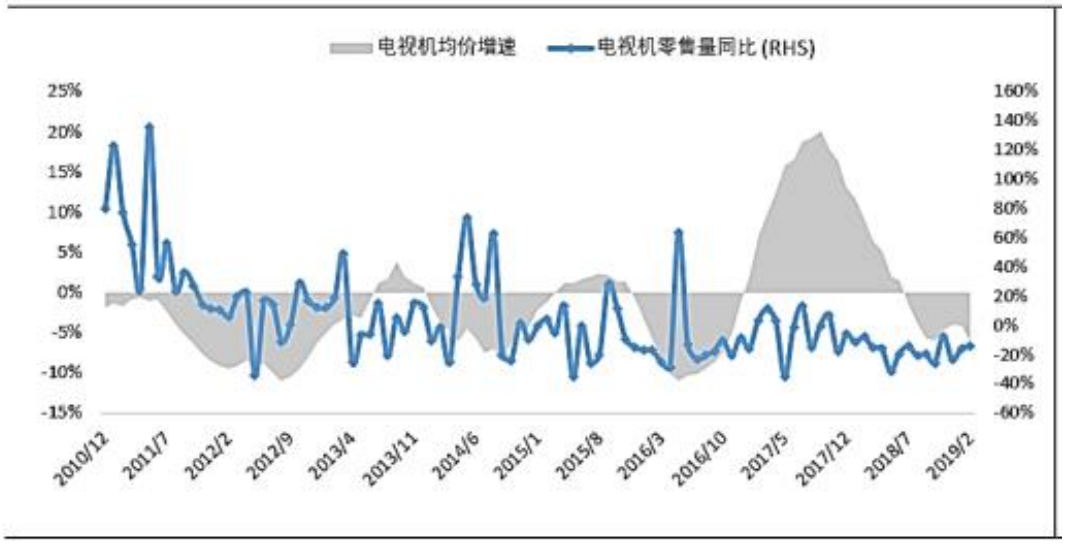
— 06 —

## 国内市场

2008 年至 2013 年，家电下乡、以旧换新和节能补贴等一系列政策，较大程度透支了彩电需求，市场需求持续低迷。

随后的 2013 年至 2016 年，乐视、小米推出的“内容+服务”模式的互联网电视机，以低于竞品 3000-5000 元不等的价格，对黑电传统硬件定价模式展开冲击，使黑电行业的竞争进一步加剧，2014 年、2015 年互联网电视市占率分别达到 6%、10%。

根据中怡康的统计，2014 年至 2017 年，国内彩电零售量和零售额连续负增长，2019 年零售量同比下滑 2.6%。




图：来源：中怡康、国泰君安

回到本案 TCL 电子，不考虑代工业务，2018 年、2019 年，TCL 品牌中国市场销量分别为 703.4 万台、717.9 万台，同比增长 2.1%，实现逆势增长。原因是：

**1）聚焦中高端产品，错位竞争**

相比销量，TCL 在国内市场更加注重销售额，即推动中高端市场产品销售（提升 ASP 和毛利率），而不是通过价格战获得市场份额。

2018、2019 年，其智能产品占比为 82%、82.9%，4K 产品占比为 54.1%、59.9%，55 寸及以上大屏占比为 43.1%、45.7%，产品结构

持续优化。2020 年 618 年中大促期间，TCL 全场景 AI 电视销量同比增长 230%，75 寸以上大屏电视销量同比增长 300%。

小米等互联网企业主要在中低端领域占领市场份额，TCL 为其代工 32 寸等中小型尺寸电视机。TCL 的自主品牌主攻 55 寸及以上的中大型尺寸和中高端电视机，形成一定错位竞争。这点从小米零售量、零售额的排名也可以看出来(零售量 NO.1 VS 零售额 NO.4)，小米的零售价格整体低于海信、TCL、创维。

**2）产业链一体化优势**

整个 TCL 集团实现“面板+模组+整机”产业链一体化整合，本案作为整机厂商，优势主要体现在两方面：

一是，加强供应链效率和成本控制能力。市场上面板约占电视成本的 60%左右，上游原材料的稳定、可靠供应，很大程度上决定了产品的成本和毛利率。（维持存货低位，随时根据市场需求从华星光电进货）

二是，通过缩短生产周期，加快新产品上市时间，有利于获取产品更新换代初期的高利润，从而改善盈利水平。本案在 2020 春季新品线上发布会，携 TCL C8 至臻 QLED TV、P9 好莱坞剧院电视、

V8 全场景 AI 电视三大系列 13 款超大屏新品亮相，从临场感、沉浸感、音画表现方面为用户提供多种选择。

**综上，在国内市场，本案 TCL 电子侧重盈利能力的提升，凭借技术、上游优势、产品创新等，与小米等互联网电视进行差异化竞争。**

国内竞争激烈，除了差异化竞争，是否还有其他破局之道？

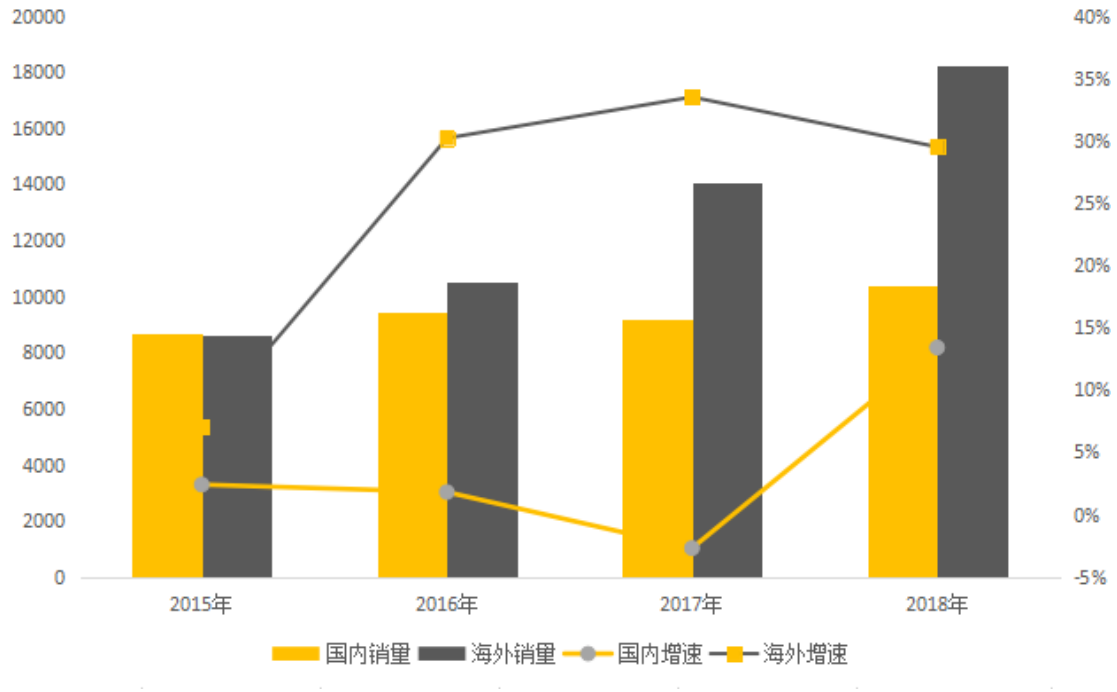
— 07 —

## 海外市场，竞争策略

▼

2014 年至 2019 年，本案海外电视销量（含 ODM 业务）同比增速分别为 6%、12%、30%、33.5%、29.47%、26.1%，增速持续高于国内市场。

与同行业相比，2019 年，本案海外收入比重处于较高水平，其中 TCL 电子(60%以上)>海信（40%）>创维（30%）>长虹(25%)。




图：国内外销量及增速 （单位：千台、%）

来源：塔坚研究

根据公司年报中披露的地区资料，从销售额来看，本案北美地区销售收入占海外比重，从 2014 年的 5%，上升至 2019 年的 39%，增速远高于海外其他地区，市占率上升至第二。2020 年 1 至 6 月，销量排名美国市场前二，市占率同比提升 1.4 个百分点。

研究其在北美市场取得成就的原因，有助于研判其未来在全球进一步成功扩张的可能性。作为消费品，竞争优势一般离不开渠道、品牌，我们以此为出发点寻找海外市场的竞争逻辑。

1）品牌

北美的娱乐产业全球领先，TCL 电子在北美的营销便以娱乐营销为主，比如赞助知名脱口秀艾伦秀，Rose Bowl 玫瑰碗、NBA 森林狼队；进行好莱坞大片植入，冠名 TCL 好莱坞大剧院等，通过多元营销加速消费者对 TCL 品牌的认知，提升品牌形象。

2）渠道

2014 年开始，本案先后进入了 Amazon、Walmart、Costco、Sam’s Club、Target 和 BestBuy 等主流渠道，目前已经覆盖美国 90%左右的零售渠道。

美国的零售渠道代表消费者，掌握至高话语权，同时承担商品滞销风险，因此对入店产品要求严格，尤其是山姆、Costco 这类高端卖场，那么，TCL 电视是如何获得渠道商、顾客的认可？

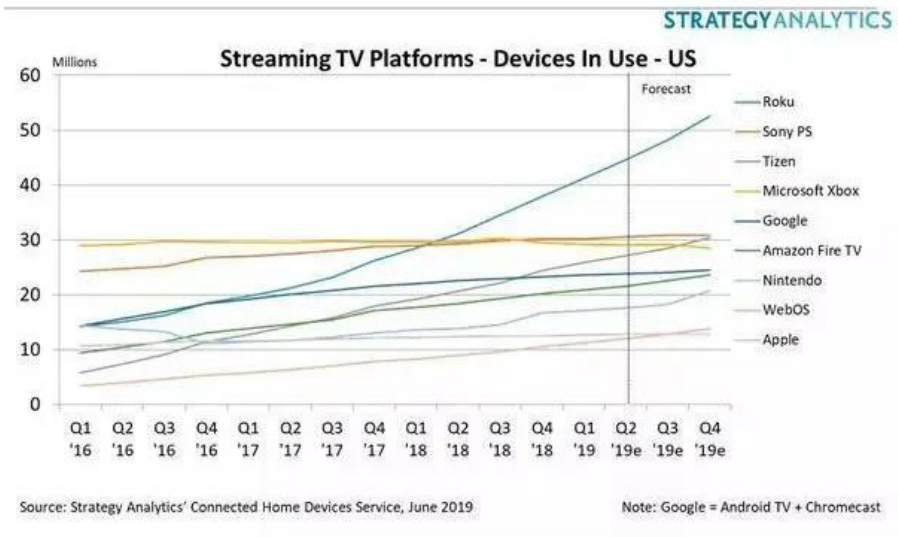
a）性价比——2019 年，本案超越美国本土高性价比电视厂商 Vizio，成为销售量排名第二的电视品牌。比较 Best Buy 渠道的销售价格，可以发现，Vizio 的产品价格基本要比本案高出$30-$350 不等，TCL 的产品更具性价比。

b）售后服务——TCL 在美国市场采取“美国总部+菲律宾售后电话中心+合作的场内维修商”的三角形售后体系，有效满足 90 天无

理由退货，甚至无限期无理由退货的需求。并在 2015 年组建自己的售后服务团队，来代替之前的第三方售后团队。

c）与 ROKU 合作——Roku 是美国广受欢迎的流媒体分销平台，拥有 4300 万活跃用户，作为内容平台，可以同时播放电视节目和 YouTube、Amazon Prime、Netflix、disney+、Hulu、HBO 等多家流媒体内容，可以使用单一账号打通其所支持的所有流媒体平台。

从用户增长看，Roku 增速明显摇摇领先于 Sony PS、三星的 tizen、微软的 xbox、谷歌的安卓、amazon fire tv、苹果 tv 等竞争对手，并在拉开差距。




图：2016 到 2019 年美国平台用户增长趋势

来源：Strategy Analytics

本案通过与流媒体巨头 ROKU 合作，联手推出 TCL 品牌的 ROKU 电视，TCL 做硬件，ROKU 提供内容和操作平台。实现内容对硬件的反向引流，迅速扩大用户群体，占领市场份额。

ROKU 于 2017 年上市至今，3 年时间股价上涨 10 倍有余，来感受一下它的画风：




图：Roku 股价图

来源：wind

至此，依靠全产业链布局带来运营成本和效率优势，和美国市场的标杆效应，欧洲市场、新兴市场有望复制北美成功道路。接下来，我们看一下新兴市场的情况。

— 08 —

## 新兴市场：印度

2019 年，新兴市场增长同样迅速，销量同比提升 40.8%，其中，印度、阿根廷、澳大利亚和俄罗斯，全年同比增幅分别达 151%、121%、79%和 46%，我们重点看一下增速更高的印度市场。

印度人口约 13 亿人，但电视庭的渗透率仅 64%左右，其中液晶电视的渗透率仅有 14%，多数家庭还停留在 CRT 电视，市场空间较大。

根据 Counterpoint Research 数据，本案 TCL 电子在印度市场的市场份额位列第 5 位，仅次于小米（27%）、LG(14%)、三星(10%)、索尼(9%)。本案的竞争策略我们从品牌、渠道来看：

1）品牌方面，体育营销效果显著，用户转化率高

本案在印度市场采取 TCL 和雷鸟的双品牌策略，其中，TCL 品牌电视对标三星和 LG，而雷鸟对标面向年轻人的小米等互联网品牌。

2019 年 IPL 赛季，TCL 成为印度 IPL 板球联赛 Delhi Capitals 板球队的官方赞助商。数据显示，印度 13 亿多人口中有 7 亿人一年至少打 4 次板球，85%的人会关注板球赛事，可见板球的影响力。在板球比赛期间，线下专卖店问询、购买 TCL 彩电的比以往增加 25%以上。

2）渠道方面，目前 TCL 电视在印度的合作经销商，包括印度电商巨头 Flipkart，以及 Amazon，Reliance Digital 和印度知名家电连锁店 Croma 等，实现了主要电视销售渠道线上线下全覆盖。

由于印度的政治文化环境较为复杂，本案先与印度电子商务平台巨头 Flipkart 合作，通过线上渠道销售，降低回款风险。

雷鸟电视、以及 TCL Channel 内容资源，注重本土化发展，与印度本土的 Yupp TV，Eros Now，Flickstree，以及 Netflix、YouTube 等国际内容提供商达成合作，同时加入部分华语电影内容。

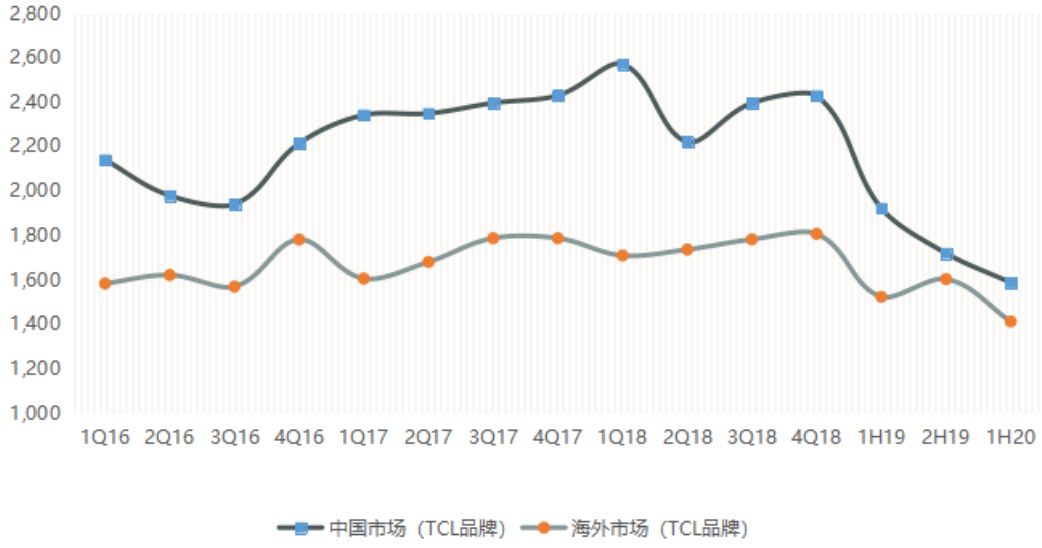
综上，本案通过因地制宜的营销策略，在北美市场、新兴市场不断提升市场份额，证明了其自身比较强大的整体能力。

*综上，我们对本案的全球市占率进行预测，假设其远期市占率提升至 20%，达到目前三星的水平。*

— 09 —

## 销售均价

全球电视机均价逐渐下行，2015-2019 年复合增速为-5.49%。本案 2018 年、2019 年 TCL 品牌均价分别为 1911 港元、1647 港元，其中国内下降幅度大于海外市场。

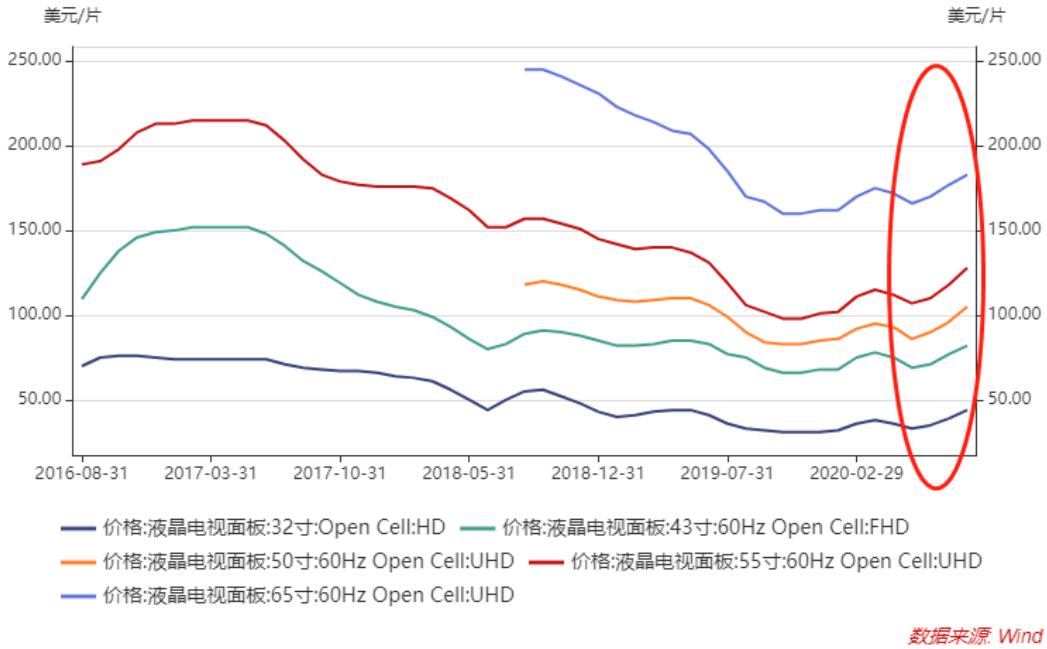



图：TCL 产品均价

来源：公司公告

由于电视成本中面板占比 60%左右，因此受面板价格波动影响较大。电视机面板类似于大宗商品，全球定价，每日波动。2017 年，受大陆新建产能大幅投放影响，行业供过于求，面板价格处于下行趋势，2019 年末，主流 32 寸的 LCD 面板价格相比 2017 年高点下跌 58.67%。

盈利不断被压缩，2019 年韩国、中国台湾地区面板厂商率先调整产能，LGD、三星先后宣布关闭韩国本土的全部 LCD 产能。与此同时，国内面板厂商的 LCD 扩产意愿也比较谨慎，剩下京东方、华星光电等部分产线将在 2020-2021 年投产。伴随着终端需求的好转，以及韩厂关闭产能的预期，整机厂加大对于面板的采购，自 6 月上旬起电视面板报价全面止跌，7 月报价普涨 4-8 美元。




图：面板价格

来源：wind

2020 年上半年，国外市场受区域结构变化以及卫生事件影响，电视机平均销售价格有所下降（11%）；国内市场则由于价格较低的线上渠道占比提升，整体销售均价也有所下降（7%）。

*考虑面板供给格局改善，以及本案在高端产品、大尺寸领域的销售占比有望提升。此处，我们假设本案 2020 年产品均价下降 10%，2021 年保持不变，之后每年以 2%的增速增长。*

至此，电视行业已经是存量市场，行业增长有限，主要看市占率的提升。但是，注意，这其中仍然存在新的变量，那就是——互联网电视运营业务，这对于本案是一个从 0 到 1 的增量市场。

这背后的逻辑，我们接着往下看。



## 互联网业务，客厅经济

本案互联网业务包括海外互联网业务、雷鸟科技运营的互联网业务两部分，2019 年分别占比 28%、72%，海外互联网业务通过与 Roku、Google 等 OTT 平台合作获得分成。

雷鸟科技作为**互联网电视运营商**，通过智能电视运营系统的开发和运营，获取视频付费分成及会员收入（41%）、广告收入（26%）、增值服务（33%）等。

本案于 2019 年 1 月增持雷鸟网络科技 15.6%的股权，2019 年 4 月收购完成，正式并表，合计持有雷鸟科技 60%的股权。

2017 年 7 月，腾讯投资 4.5 亿元认购了雷鸟科技 16.67%的股权，成为其第二大股东，双方可以在内容共享、产品创新、市场推广、会员运营等方面开展战略合作，实现资源优势互补和协同。




图：OTT 产业链

来源：华创证券

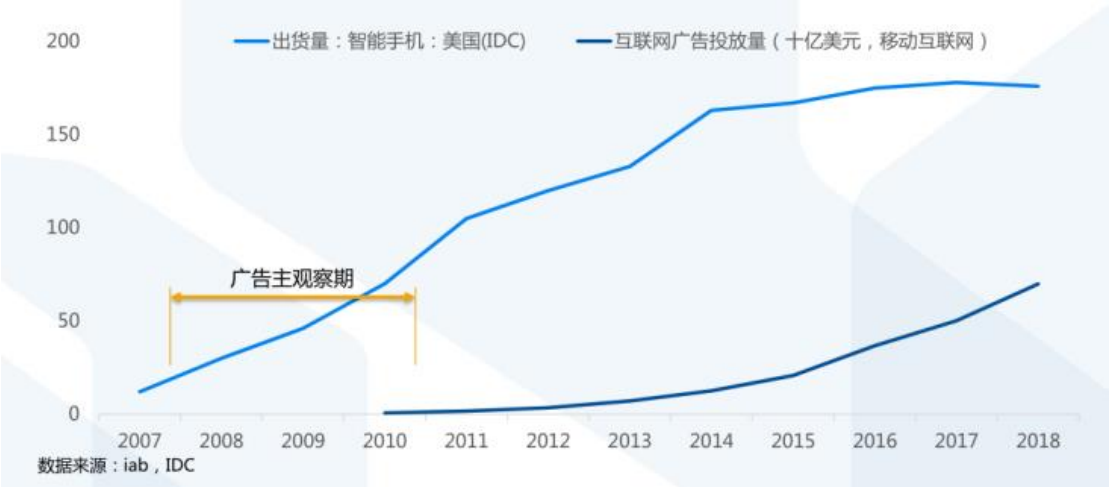
雷鸟作为互联网电视运营商，处于 OTT 行业产业链的下游。

从行业增长看，据奥维互娱数据，2019 年 OTT（over the top，指电视通过互联网提供服务）家庭互联网电视终端激活规模达 2.6 亿台，增速 21%，2019-2023 年中国 OTT 市场规模年复合增长率将超过 40%，未来有望成为智慧家庭场景中的流量汇聚、分发中枢。原因在于：

1）内容形态——随着 5G 的到来，电视大屏可以承载海量内容、场景，作为娱乐、教育、购物、视频会议、在线医疗等一系列智慧生活的入口；

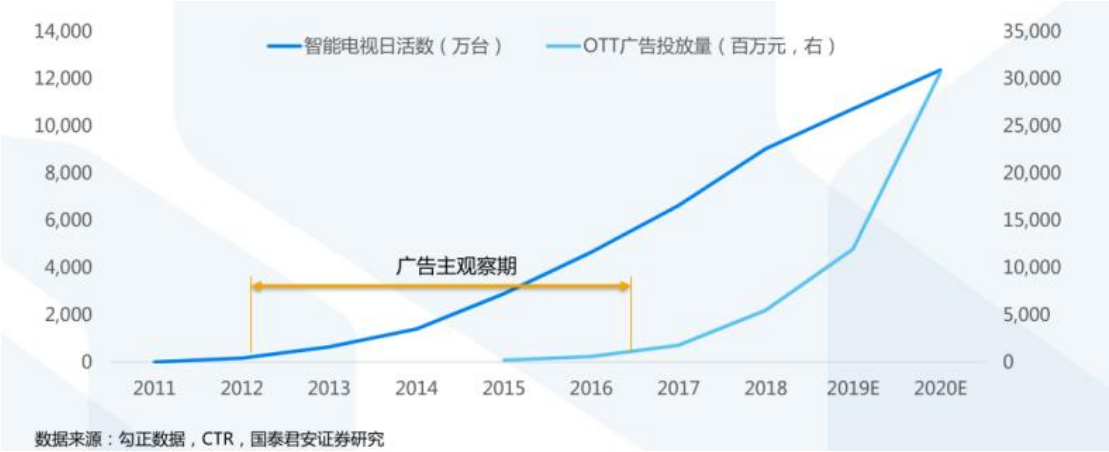
2）视听体验——大屏是承载 4K/8K 视频的更好载体，且用户可以直接用语音操控电视，进行智能唤醒、节目点播、游戏等功能应用，便利程度大幅提升。

广告投放一般遵循“流量先行、广告跟随”的规律，下游 OTT 广告市场的发展，也可以印证 OTT 需求的增加——据奥维互娱数据，从 2017 年到 2019 年，互联网广告中的 OTT 广告的运营总收入从 26 亿增长到近百亿，翻了近 4 倍，占比 14.6%。




图：手机出货量&互联网广告投放量

来源：IDC、国泰君安




图：智能电视日活数&互联网广告投放量

来源：勾正数据、国泰君安

BAT 等互联网巨头也纷纷布局，比如酷开网络（百度、爱奇艺、腾讯）、海信聚好看（阿里巴巴、爱奇艺）、长虹虹魔方、康佳 KKTV 等身后都有他们的身影。从 2019 年用户数量看，聚好看（5840 万）>酷开（4430 万）>雷鸟科技（4234 万），三家差距不大。

值得一提的是，雷鸟科技春节（1 月 24 日-2 月 23 日）开机日活同比增长 45%，开机时长领跑全行业，日均开机时长达 7.9 小时（同比大幅提升 35%），而“聚好看”为 6.87 小时，酷开为 7.5 小时左右，行业日均时长为 6.33 小时，同时高于期间手机用户日均使用时长（6.8 小时），主要是其利用 AI 算法和大数据，实现个性化的内容推荐，让用户更方便地获取想要的内容，运营效率大幅提升。

回到本案，按照“互联网收入=活跃用户数*ARPU”，分别来看：

1）用户方面，截至 2019 年底，雷鸟科技累计激活新用户 4234 万，同比提升 32.7%；日均活跃用户数量跃升至 2079 万，同比提升 36%，用户日均开机时长增至 5.7 小时。预计随着 5G+AI 引领技术和产业融合、海量的内容和场景进入大屏，活跃用户会逐渐增加。

2）ARPU 值

2019 年，雷鸟科技 ARPU 为 35 港元，同比提升 20%，ARPU 主要取决于付费意愿、运营效率，其中，年轻一代的付费意愿越来越高，腾讯、爱奇艺的用户付费率，从 2015 年的不到 4%快速上升至

约 17%，未来随着教育、健身、游戏等应用不断丰富，用户付费会继续提升。

2020 年上半年，全球互联网业务收入 4 亿港元，同比上升 197.7%，变现能力持续增强；此处，*假设 2020-2025 年，互联网业务收入增速从 50%，下降至 Roku 四年收入增速均值 37%，之后降至 6%。*

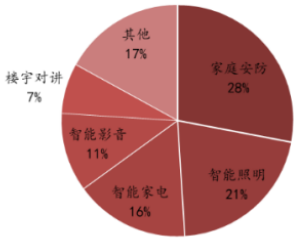
看完智能电视，未来新并入的 TCL 通讯业务，未来前景如何？

— 11 —

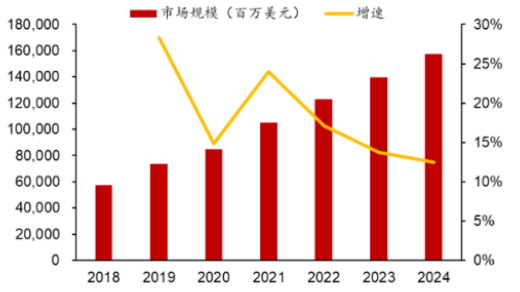
## “AI x IoT”战略，智能家居

以物联网为载体的智能家居是万亿规模的市场。根据 Statista 数据，2018 年全球智能家居市场规模约为 574.58 亿美元，到 2023 年将达到 1572.87 亿美元，复合增速 22%。

图表16： 智能家居产品市场份额占比




图表17： 全球智能家居市场量规模预测




图：智能家居市场规模

来源：方正证券

2020 年 6 月 29 日，本案公告将 TCL 通讯注入上市公司体内，并剥离电视代工业务，由此转变为主营电视机、手机、平板电脑、可穿戴设备等的消费电子企业，打造全场景智能生活。

TCL 通讯主要运营 TCL、Alcatel 两大国际品牌，拥有多款畅销机型，用户接近 2800 万，在国外市场更具优势。实现了对北美 AT&T、Verizon、T-Mobile，以及欧洲的 Orange、Vodafone 等运营商重要渠道的覆盖。*（在欧、美市场，通信运营商渠道手机出货量占比分别为 50%、80%）*

在手机业务之外，TCL 通讯已形成了平板、智能路由、智能 CPE 设备、智能监控和追踪设备、个人可穿戴、AR/VR 等通讯类 IoT 设备品类的产品布局。

通讯业务的多品类布局，与电视为主的产品线将形成互补，在面向家庭和个人用户的各类垂直场景下，发挥产品协同效应。

回看本案的业务发展，从电视硬件到互联网业务，以及新增 TCL 通讯业务，整个产品布局与小米存在一定共性，即主要依托手机、电视等硬件扩大用户群体，进而拓品类进入 IOT 领域。

由于目前 TCL 通讯尚未并表，数据不完整，此部分收入我们暂时不做预测，后续持续跟踪。



## 逻辑，印证

综合以上数据，《塔坚研究》计算出数据，近三年的收入增速分别为 6.17%、19.35%、5.20%。这里，我们再结合 “内生增速”、“分析师预测”等方法，进行交叉验证。

**方法一：内生增速——**采用预期增长率，采用公式：内生增速=净资产回报率*（1-分红率）。其近三年平均分红率约为 34%，近三年平均 ROE 约为 14.58%，通过计算，得到内生增速为 9.6%。

但是，注意，2020 年 7 月本案剥离电视代工业务，业务结构的变化可能会影响上述内生增速，因此我们不做重点参考。

**方法二：外部分析师预期**——近期的机构盈利预测看，2020 年-2022 年，本案的营业收入增速分别为 2.5%、13.18%、13.25%。其中：

海通证券——测算增速为 6.7%、10.9% 、11.1%，海外市场成为公司电视业绩发展的重要驱动力。我们认为，海外市场的成长空间一方面源于电视业务的继续发力。另一方面源于通讯并表后，在海外市场的渠道与品牌上将产生更多经营协同，继续拓展海外收入 空间。互联网业务增长强劲，有望打开利润空间。

国泰君安——测算增速为 6.3%、10.4%、7.8%，中国电视行业竞争激烈，盈利能力差，市场对于电视行业投资价值长期持悲观态度。我们认为黑电行业正在经历一个盈利模式大转变的时代，TCL 电子 OTT 运营业务将持续高增，规模优势与互联网分成带来的盈利优势形成正循环，目前正处于盈利能力提升的起点上。

至此，本案的增长情况已经研究完毕，我们总结一下基本面逻辑：

1）行业天花板：近几年，电视行业全球硬件出货量基本在 2.2 亿台左右，且价格呈下降趋势，行业增速下滑；但智能家居赛道规模上万亿，2023 年将达到 1572.87 亿美元，复合增速 22%。

2）未来增长驱动力：一是市占率提升；二是互联网软件运营业务；三是智能家居布局。

3）投入资本回报：2017 年至 2019 年，其剔除现金和类现金资产的 ROIC 分别为 24.4%、19.2%、37.2%；不剔除现金分别为 8.4%、4.9%、7.0%。

4）护城河分析：渠道、品牌、成本控制。

5）从竞争格局上来看：本案 TCL 品牌出货量石渣率排名第二，仅次于三星；国内出货量市占率排名第二，仅次于小米。

6）风险因素：A：海外卫生事件导致需求不及预期；B：竞争加剧。……

**以上为本报告部分内容**

**如需获取本报告全文**

**以及部分重点行业 Excel 建模表，**

**请查阅：专业版建模案例库，**

**建模部分，样图如下**

## 以 XX 电力为例，经配平后的 BS 表预测样图：

长江电力

资产负债表 Balance Sheet

| 单位：亿元人民币（特殊说明除外） | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 无形资产净值 | 1.7 | 1.7 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.8 |
| **资产总计** | **2,989.0** | **2,994.0** | **2,955.0** | **2,803.8** | **2,690.9** | **2,617.3** | **2,595.3** | **2,672.9** | **2,744.7** | **2,817.3** | **2,890.6** | **2,964.7** | **3,039.6** |
| **负债和股东权益** | | | | | | | | | | | | | |
| 融资缺口 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 28.9 | 32.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 短期借款 | 600.1 | 566.9 | 538.3 | 457.6 | 388.9 | 350.0 | 315.0 | 315.0 | 315.0 | 315.0 | 315.0 | 315.0 | 315.0 |
| 应付款项 | 2.5 | 1.9 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.6 |
| 其他流动负债 | 18.5 | 28.3 | 28.5 | 29.5 | 29.5 | 29.5 | 30.2 | 30.8 | 30.8 | 30.8 | 30.8 | 30.8 | 30.8 |
| **流动负债合计** | **621.1** | **597.0** | **568.3** | **517.5** | **452.1** | **381.1** | **346.8** | **347.5** | **347.5** | **347.5** | **347.5** | **347.5** | **347.5** |
| 长期借款 | 806.0 | 740.3 | 617.2 | 524.6 | 445.9 | 401.3 | 361.2 | 361.2 | 361.2 | 361.2 | 361.2 | 361.2 | 361.2 |
| 应付债券 | 276.6 | 301.5 | 342.7 | 291.3 | 247.6 | 222.8 | 200.5 | 200.5 | 200.5 | 200.5 | 200.5 | 200.5 | 200.5 |
| **负债合计** | **1,703.7** | **1,638.8** | **1,528.1** | **1,333.4** | **1,145.6** | **1,005.2** | **908.5** | **909.2** | **909.2** | **909.2** | **909.2** | **909.2** | **909.2** |
| 股本及资本公积 | 662.5 | 663.2 | 663.0 | 663.0 | 663.0 | 663.0 | 663.0 | 663.0 | 663.0 | 663.0 | 663.0 | 663.0 | 663.0 |
| 留存收益 | 622.7 | 692.0 | 763.9 | 807.5 | 882.4 | 949.1 | 1,023.8 | 1,100.8 | 1,172.6 | 1,245.1 | 1,318.5 | 1,392.6 | 1,467.4 |
| **股东权益合计** | **1,285.3** | **1,355.2** | **1,426.8** | **1,470.4** | **1,545.3** | **1,612.0** | **1,686.8** | **1,763.7** | **1,835.5** | **1,908.1** | **1,981.4** | **2,055.5** | **2,130.4** |
| **负债和股东权益总计** | **2,989.0** | **2,994.0** | **2,955.0** | **2,803.8** | **2,690.9** | **2,617.3** | **2,595.3** | **2,672.9** | **2,744.7** | **2,817.3** | [illegible] | [illegible] | [illegible]**39.6** |
| **平衡吗？** | **OK** | **OK** | **OK** | **OK** | **OK** | **OK** | **OK** | **OK** | **OK** | **OK** | **OK** | **OK** | **OK** |

## 以 XX 视频为例，CF 表预测样图：

海康威视

现金流量表 Cash Flow Statement

| （单位为百万元人民币，特殊说明除外） | 2016 A | 2017 A | 2018 A | 2019 E | 2020 E | 2021 E | 2022 E | 2023 E | 2024 E | 2025 E | 2026 E | 2027 E | 2028 E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | | | | | | | | | | | | | |
| 净利润 | | | | 10,480 | 13,972 | 17,999 | 20,706 | 23,841 | 27,100 | 30,356 | 33,419 | 36,080 | 38,142 |
| 折旧 | | | | 702 | 1,010 | 1,346 | 1,712 | 2,112 | 2,477 | 2,764 | 2,966 | 3,076 | 3,088 |
| 摊销 | | | | 94 | 148 | 207 | 272 | 343 | 420 | 503 | 591 | 681 | 772 |
| 财务费用 | | | | -44 | -67 | -60 | -63 | -73 | -102 | -159 | -247 | -368 | -521 |
| （投资收益） | | | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| （非经常性或非经营性损益） | | | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 经营性营运资金减少【期初-期末】 | 资产减少，现金流入 | | | -2,582 | -2,338 | -2,720 | -2,555 | -2,694 | -2,737 | -2,656 | -2,432 | -2,055 | -1,535 |
| 长期经营性负债增加【期末-期初】 | | | | 68 | 77 | 83 | 90 | 95 | 96 | 93 | 85 | 72 | 54 |
| **经营活动现金流** | | | | **8,720** | **12,802** | **16,855** | **20,163** | **23,624** | **27,254** | **30,901** | **34,381** | **37,485** | **40,000** |
| **投资活动现金流** | | | | | | | | | | | | | |
| 投资收益 | | | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非经常性或非经营性损益 | | | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非核心资产减少 | | | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| （固定资产购建） | | | | -2,932 | -3,444 | -4,001 | -4,604 | -5,238 | -5,177 | -4,947 | -4,535 | -3,941 | -3,184 |
| （无形资产购置） | | | | -590 | -693 | -805 | -926 | -1,054 | -1,183 | -1,308 | -1,422 | -1,519 | -1,592 |
| （新增长期待摊费用） | | | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期经营性资产减少【期初-期末】 | | | | -416 | -515 | -561 | -607 | -637 | -645 | -625 | -572 | -484 | -363 |
| **投资活动现金流** | | | | **-3,938** | **-4,651** | **-5,367** | **-6,137** | **-6,929** | **-7,005** | **-6,880** | **-6,529** | **-5,945** | **-5,139** |
| **融资活动现金流** | | | | | | | | | | | | | |
| （偿还期初融资缺口） | | | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| （财务费用） | | | | 44 | 67 | 60 | 63 | 73 | 102 | 159 | 247 | 368 | 521 |
| 短期借款增加 | | | | -4,104 | 440 | 478 | 520 | 546 | 553 | 536 | 490 | 415 | 312 |
| 长期借款增加 | | | | 969 | 959 | 968 | 992 | 1,022 | 838 | 639 | 422 | 188 | -55 |
| （归属于母公司股东的分红） | （表示负） | | | -5,608 | -5,177 | -6,902 | -8,891 | -10,229 | -11,778 | -13,387 | -14,996 | -16,509 | -17,823 |
| （归属于少数股东的分红） | | | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股本与资本公积增加 | | | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **融资活动现金流** | | | | **-8,700** | **-3,711** | **-5,396** | **-7,317** | **-8,588** | **-10,284** | **-12,053** | **-13,836** | **-15,537** | **-17,045** |
| 净现金流 | | | | -3,919 | 4,440 | 6,093 | 6,710 | 8,108 | 9,965 | 11,968 | 14,015 | 16,003 | 17,816 |
| 期初货币资金 | | | | 26,552 | 22,633 | 27,073 | 33,166 | 39,875 | 47,983 | 57,948 | 69,917 | 83,932 | 99,936 |
| 新增融资缺口前的期末货币资金 | | | | 22,633 | 27,073 | 33,166 | 39,875 | 47,983 | 57,948 | 69,917 | 83,932 | 99,936 | 117,752 |
| **现金分配** | | | | | | | | | | | | | |
| 所需资金 | | | | 1,770 | 2,079 | 2,415 | 2,779 | 3,162 | 3,549 | 3,924 | [illegible] | [illegible] | 4,776 |
| 融资缺口【融资缺口=所需资金-期末货币资金）】 | | | | **0** | **0** | **0** | **0** | **0** | **0** | **0** | **0** | **0** | **0** |
| 期末货币资金 | | | | **22,633** | **27,073** | **33,166** | **39,875** | **47,983** | **57,948** | **69,917** | **83,932** | **99,936** | **117,752** |

**在接下来的报告中，我们将沿着上述思路，解决本案的以下几个重大问题。只有这些问题思考清楚，才能彻底看懂上述这家公司，形成逻辑闭环。很多人以为仅仅依靠产业逻辑分析，就能在二级市场横行——但其实，如果不把估值建模、财务风险两大因素搞清楚，仍将可能面临巨大灾难：**

*1）在本案财务建模过程中，我们对比了大量的可比公司，得出的数据区间大家有何不同，其中是否有值得思考的点？国内巨头和国外公司之间，是否有差异？*

*2）综合相对估值法、绝对估值法，得出的估值区间，是否符合逻辑？其中的差异因素，又在什么地方？如果进行敏感性分析，WACC 和增速对估值的影响有多大？*

*3）本案，是产业链上极为重要的一家——在本案估值建模测算过程中，不同方法的选择之下有何差别？到底应该怎样将所有财务预测串联起来，形成估值建模逻辑的闭环？*

*4）经过前期的暴涨暴跌之后，很多人可能心里都很慌张，夜不能寐——那么，本案的估值，到底在什么样的区间，到底是贵了，还是便宜了？*

因公开的报告细节，会和并购优塾订制报告的**付费用户**有冲突，因而，并购优塾团队将应订制报告用户的要求，部分内容不再免费提供，并逐步尝试付费功能。

**本案，将更新至优塾团队的“核心产品一：专业版报告库”中，了解更多，请关注公众号“并购优塾”。**



扫码阅读优塾核心产品

专业版估值研报库

了解更多，可咨询工作人员：zhiyi52020

## — 14—

## 除了这个案例，

## 你还必须学习这些……

▼

这个案例的研究已经告一段落，然而——市场风险变幻莫测，唯有稳健的人才能夜夜安枕。

**价值洼地、安全边际**，这八个字，可以说是价值投资研究体系的真正核心所在，也是巴菲特、查理·芒格、塞斯·卡拉曼、彼得·林奇、约翰·聂夫、乔尔·格林布拉特等诸多大师的思想精华。

无论你在一级市场，还是二级市场，只有同时掌握财务分析、产业分析、护城河分析、估值分析、投资组合分析技能，才能在市场上安身立命。其中，尤其是**估值分析技能**，更是整个价值投资研究体系的精髓所在。

然而，由于估值不仅仅是数据测算，还需要建立在对市场的理解、对产业的分析，以及严谨庞杂的数据计算，这个领域专业门槛极高，往往让人望而生畏，因而，也是限制资本市场从业人士职业发展、投研体系突破的极大瓶颈。

而这，正是并购优塾团队未来终生都将为之努力的方向——和我们一起，每天打卡，用 10 年时间，研究 10000 家公司。

炮制虽繁，必不敢省人工；品味虽贵，必不敢减物力。优中选优，一直是并购优塾坚持的方向。我们将**近 5 年来**关于研究体系的思考历程，**近 3 年来**的数百家公司研究案例，以及精选的**数百篇**优质估值报告，全部浓缩在这份研报库里，一方面，这是并购优塾团队研究体系的全部记录，另一方面，也希望能促进你的思考，少走弯路。

**我们是一群研究控，专注于深度的公司研究。这份研报库，浓缩了我们的研究精华，是并购优塾用户人手一套的研究指南。希望你：每日精进，必有收获。**

**【版权与免责声明】**1）关于版权：版权所有，违者必究，未经许可，不得以任何形式进行翻版、拷贝、复制。2）关于内容：我们只负责财务分析、产业研究，内容观点仅供参考，不支持任何形式的决策依据，也不支撑任何形式的投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来的变化做背书，未来发生的任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。市场有风险，研究需谨慎。3）关于主题：财务建模报告工作量巨大，仅

覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的所有案例都覆盖，请谅解。4）关于平台：优塾团队所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。

**【数据支持】**本案研究过程中部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、理杏仁；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。要想做专业的海内外证券市场研究，以上几家机构必不可少。如果大家对以上机构的数据终端有购买意向，欢迎和我们联系，我们可代为联络相关负责人。

**【参考资料，特此鸣谢】**

【1】新时代证券：多品类、双品牌、大家居驱动稳健成长，深耕全渠道铸就强者恒强，2020-5-22