

中信证券研究部



纪敏
首席家电分析师
S1010520030002



汪浩
家电分析师
S1010518080005



吴汉翔
家电分析师
S1010520080004

核心观点

公司是基于中美的全球电视龙头，核心业务以硬件电视+OTT 互联网为主。过去五年，公司以中国为大本营，基于中国制造业优势+兄弟公司面板优势+创新的营销策略，已经成功在海外电视市场攻城略地，全球第二位置稳固，并且市占率仍在快速提升。以此为基础，公司引领全球电视行业转型，OTT 业务已经打造成全球新领域龙头，其中中国市场亲自下场参与 OTT 享受行业渗透率从 10-100% 的高成长，海外市场携手 ROKU+GOOGLE 巨头参与 OTT 分成。至此，我们预计到 2023 年，公司将成为以互联网业务为核心的全球硬件+软件一体化公司，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **基于中美的全球电视龙头。**TCL 电子成立于 1999 年，公司主营业务包括电视和 OTT 业务，2016-2019 年收入复合增速 12%。海外作为公司战略重点，收入占比 62%。OTT 业务发展迅速，2019 年/2020H1 增速 109%/127%，净利率高达 37%。

■ **行业：全球 OTT 发展正当时。**OTT 是指电视通过开放互联网获得各类资源，包括智能电视和 OTT 盒子。根据奥维预测，中国智能电视保有量 2.7 亿台，为主流电视产品。OTT 模式下彩电通过广告、会员、增值服务将流量变现。2019 年 OTT 行业收入规模达到 190 亿元（+46%），预计未来维持 30% 以上高增速。创维、TCL、海信等企业相继成立 OTT 业务子公司，行业集中度不断增加。

■ **国内：传统电视龙头，受益于高保有量变现。**国内 OTT 业务由雷鸟运营，公司智能电视覆盖率高，2020 年可运营日活超 1500 万人，行业占比 17%，具有流量优势。变现方式包括广告、会员、增值服务，通过优化运营提高变现能力，2016-2019 年 ARPU 复合增速 90%。2020H1 雷鸟收入 4.0 亿港元（+59%），预计未来 3 年增速超过 40%。

■ **海外：携手内容巨头，硬件销售+内容分成双收益。**公司与 Roku、Google、Netflix 等 OTT 运营商合作，成为内资黑电企业中首个披露海外可持续互联网收入的公司。2019 年海外互联网收入 2.1 亿港元，净利率 68%，主要为推广费。内容运营巨头绑定策略促进电视外销，2020Q2 销量市占率达到 12.7%，成为全球第二的电视厂商。随着公司与 Roku、Google 合作升级，预计未来三年公司海外互联网收入增速超过 30%。

■ **风险因素：**面板价格提升造成成本压力，海外电视行业竞争加剧，OTT 行业发展不及预期。

■ **投资建议：**预计公司 2020-2022 年 EPS 为 0.58/0.73/0.88 港元。采用分部估值法，参考可比公司，给予硬件 10x PE+互联网 32x PE 目标估值，对应 2021 年目标价 11.6 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

TCL 电子	01070.HK
评级	买入（首次）
当前价	5.68 港元
目标价	11.6 港元
总股本	2,448 百万股
港股流通股本	2,448 百万股
52 周最高/最低价	7.892.86 港元
近 1 月绝对涨幅	-7.87%
近 6 月绝对涨幅	79.16%
近 12 月绝对涨幅	53.41%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万港元)	45,746	47,104	54,315	60,730	66,994
营业收入增长率	10.3%	3.0%	15.3%	11.8%	10.3%
净利润(百万港元)	944	2,279	1,421	1,766	2,127
净利润增长率	15.9%	141.4%	-37.7%	24.3%	20.5%
每股收益 EPS(基本)(港元)	0.39	0.94	0.58	0.73	0.88
毛利率%	15.6%	17.6%	21.9%	22.5%	23.3%
净资产收益率 ROE%	9.7%	19.7%	11.5%	13.2%	14.6%
每股净资产 (港元)	4	5	5	5	6
PE	15	6	10	8	6
PB	1	1	1	1	1

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 11 月 04 日收盘价

目录

公司概况：快速成长中的全球 OTT 龙头	1
行业介绍：全球 OTT 发展正当时	3
国内：传统电视龙头，受益于高用户基数变现	6
高净利率，互联网业务成为重要利润来源	6
紧握流量资源，用户粘性强	8
流量变现能力强，收入增速超 40%	11
海外：携手内容巨头，硬件销售+内容分成双收益	14
坚定合作路线，海外互联网收入稳定增长	14
合作带动电视销量，市占率跃至全球第二	15
风险因素	17
盈利预测及估值	17
盈利预测：预计 2019-2023 年净利润复合增速 37%	17
分部估值：2021 年市值 284 亿港元，目标价 11.6 港元	19

插图目录

图 1: TCL 电子股权关系梳理	1
图 2: TCL 电子 2015-2020H1 年主营业务收入 (左轴) 及增长率 (右轴)	1
图 3: TCL 电子 2017-2020H1 年扣非后归母净利润 (左轴, 亿港元) 及增长率 (右轴) (不含 ODM)	2
图 4: 电视业务收入占比	2
图 5: 公司分地区收入占比	2
图 6: TCL 电子 2015-2020H1 主营业务毛利率及净利率	3
图 7: TCL 电子 2015-2020H1 主要费用率	3
图 8: 2019 年 OTT, IPTV, DTV 渗透率	3
图 9: 传统数字电视在美国市场付费率	3
图 10: 中国 OTT 行业市场规模及增速 (单位: 亿元)	4
图 11: 2019 年 OTT 收入分类占比	4
图 12: OTT 设备激活量及增速	5
图 13: 中国互联网广告流量屏端构成占比及趋势	5
图 14: 2015 年 OTT 盒子市场格局	6
图 15: 2019 年智能电视激活量占比	6
图 16: 中外 OTT 运营方式对比	7
图 17: TCL 互联网业务营收 (左轴) 及增速 (右轴)	7
图 18: 2020H1 国内外互联网收入占比	7
图 19: 雷鸟净利率及毛利率变化	8
图 20: 2016-2020H1 雷鸟收入及利润占比变化	8
图 21: 2015-2019 年公司智能电视、4K 电视占比	8
图 22: 2019 年中国电视零售端均价 (左轴) 及市占率 (右轴)	9
图 23: 雷鸟系统累计激活量 (万台)	9
图 24: 2019 年主要 OTT 平台日活量	10
图 25: TCL 品牌电视日均开机时长	10
图 26: 雷鸟营收及增速	10
图 27: 雷鸟科技 ARPU (单位用户平均收入) 变化 (港元)	11
图 28: 2020 年上半年雷鸟业务收入 (百万港元) 结构	11
图 29: 2020 年上半年雷鸟业务增速	11
图 30: OTT 行业广告业务收入预测 (亿元)	12
图 31: 公司广告收入 (亿元) 及增速	12
图 32: 公司会员及付费视频收入 (亿元) 及增速	13
图 33: 雷鸟系统垂直应用展示图	13
图 34: 垂直类应用使用情况 (万台/月)	13
图 35: 增值服务收入 (亿元) 及增速	14
图 36: 2018-2023 年雷鸟收入及增速预测 (百万港元)	14
图 37: 2020Q1 美国市场电视系统占比	15
图 38: Roku 合作流媒体	15
图 39: 全球出货量市占率	16
图 40: 公司分地区收入 (亿元)	16
图 41: TCL 新兴市场销量增速	16
图 42: 2020 年上半年品牌电视销量全球市场份额	17

请务必阅读正文之后的免责条款部分

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

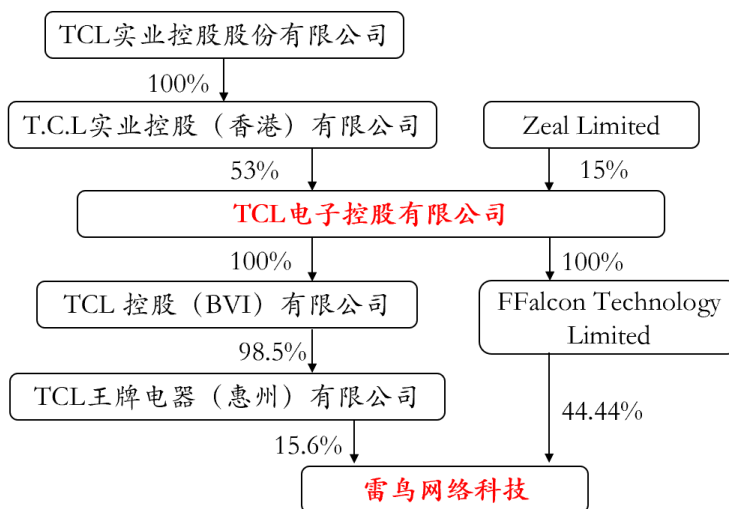
表格目录

表 1: OTT、IPTV、DTV 模式对比.....	4
表 2: OTT 相关政策梳理.....	5
表 3: 雷鸟、酷开、聚好看 2019 年 OTT 业务对比.....	10
表 4: Roku 系统授权品牌一览.....	15
表 5: 2020 年三季度全球前五大电视厂商出货量（万台）及增速.....	16
表 6: 硬件业务盈利预测关键假设表.....	17
表 7: OTT 业务盈利预测关键假设表.....	18
表 8: 公司主营业务盈利预测.....	19
表 9: 可选标的估值业绩对比.....	19

■ 公司概况：快速成长中的全球 OTT 龙头

起家于中国的全球电视龙头。公司于 1999 年起于香港联交所主板上市，原名 TCL 国际，2018 年更改为现名称 TCL 电子。当前控制人为 TCL 实业控股股份有限公司（简称 TCL 控股），与 A 股上市公司“TCL 科技”是兄弟公司。2017 年和 2018 年，公司通过子公司控股雷鸟科技 60% 股份，成为雷鸟科技实际控制人。2020 年 TCL 电子向母公司出售了 ODM 业务主体茂佳国际，明确了以品牌为导向的业务主线。

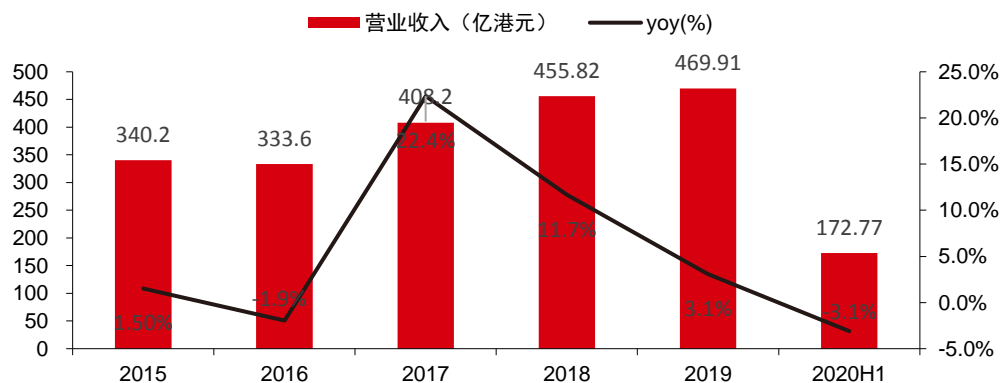
图 1：TCL 电子股权关系梳理



资料来源：公司公告，中信证券研究部

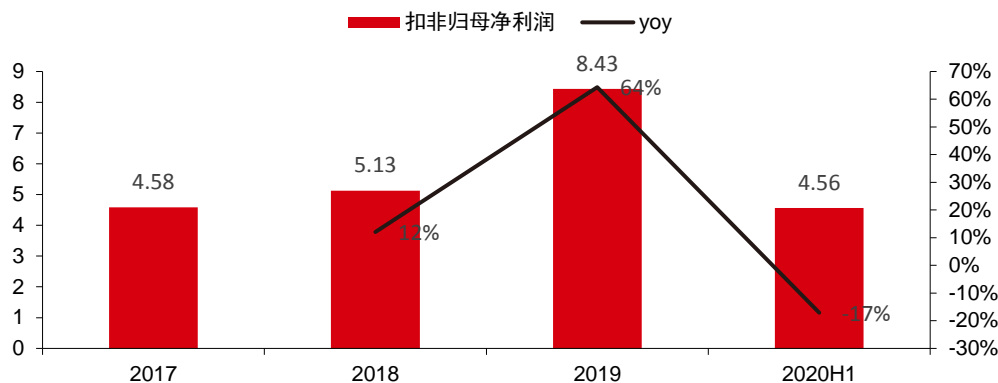
收入复合增速 12%，扣非后派息率 45%。公司 2016-2019 年收入复合增长率 12%。受疫情及 ODM 出售的影响，2020H1 年公司实现营业收入 177.4 亿港元，同比减少 6.2%；扣非归母净利润 4.56 亿元，同比减少 17.1%。2019 年全年每股派息共 21.16 港仙，全年扣非后派息率达 45%。

图 2：TCL 电子 2015-2020H1 年主营业务收入（左轴）及增长率（右轴）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

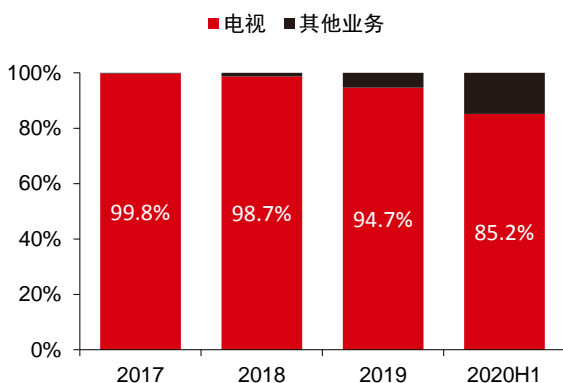
图 3: TCL 电子 2017-2020H1 年扣非后归母净利润 (左轴, 亿港元) 及增长率 (右轴) (不含 ODM)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

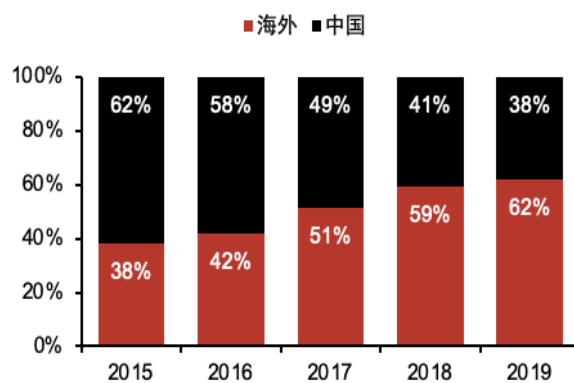
电视+手机+互联网协同效应, 打造全球智能生态圈。电视销售业务是公司目前主要的营收来源, 2020H1 收入 147 亿港元, 占比 85%。互联网业务发展迅速, 2020H1 收入超过 5 亿港元, 同比增加 127%。公司极其注重全球化的发展, 2019 年海外业务收入占比增至 62%。今年公司注入手机、平板、智能穿戴等业务, 未来打造智能生态圈。

图 4: 电视业务收入占比



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

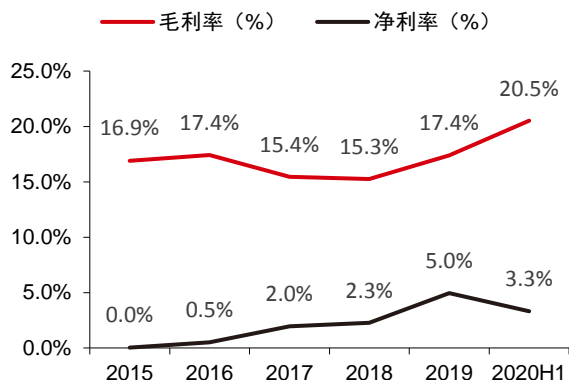
图 5: 公司分地区收入占比



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部 注: 2018 年前收入包括 ODM 业务

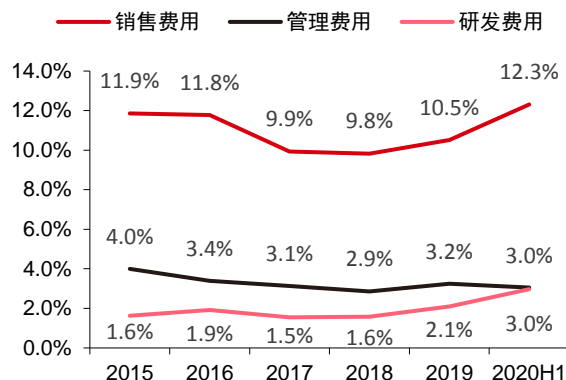
互联网业务发展, 盈利能力稳健提升。受上游面板成本变动影响, 2017 年毛利率下滑, 产品结构升级后逐步改善。净利润方面, 互联网业务利润占比不断增加, 叠加费用率控制因素, 公司净利率稳步提升。2019 年净利率较高与收购雷鸟产生的一次性收益有关, 2020H1 扣非归母净利率同比提高 0.2pct。

图 6: TCL 电子 2015-2020H1 主营业务毛利率及净利率



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 7: TCL 电子 2015-2020H1 主要费用率

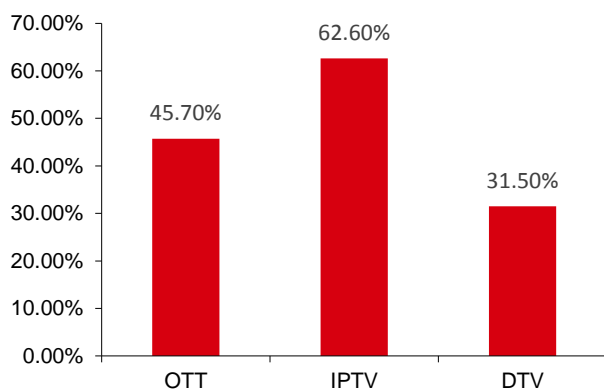


资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

行业介绍: 全球 OTT 发展正当时

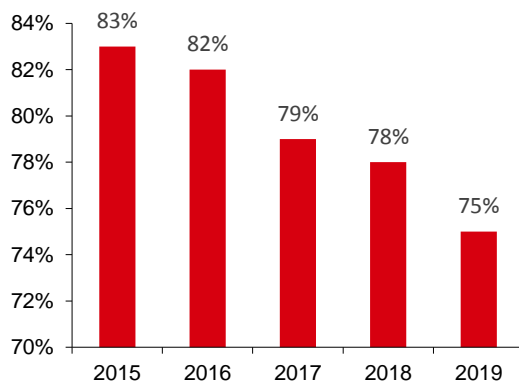
OTT 设备资源丰富、交互性强。OTT 是指电视通过开放互联网获得各类资源, 越过电信等传统的运营商, 包括智能电视和 OTT 盒子。OTT 有别于传统的数字电视 (DTV) 通过卫星或电缆传输以及 IPTV 通过电信运营商的专网传输, 采用开放的互联网来传输数据, 具有资源丰富、可交互性强等优点。

图 8: 2019 年 OTT, IPTV, DTV 渗透率



资料来源: 奥维互娱, 中信证券研究部

图 9: 传统数字电视在美国市场付费率



资料来源: TCL 集团工业研究院, 中信证券研究部

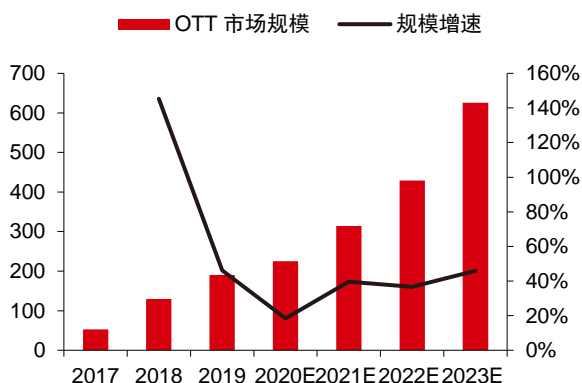
表 1: OTT、IPTV、DTV 模式对比

	OTT	IPTV	DTV
运营商	牌照商	各省市电信运营商	各省市有线广播电视运营商
牌照商	共 7 家牌照商: ● 百事通 ● 银河互联网电视 ● 未来电视 ● 南方传媒 ● CIBN 互联网电视 ● 华数 ● 芒果 TV	● 4 张全国性牌照: 百视通, 央视国际, 南方传媒, 国广东方 ● 2 张地方性牌照: 华数, 江苏电视台 ● 3 张省级播控平台牌照: 辽宁广播电视台, 广东广播电视台, 湖南广播电视台 ● 3 张 IPTV 传输牌照: 中国电信, 中国移动, 中国联通 ● 1 张 IPTV 行业牌照: 北京华夏安业科技有限公司	
终端设备	OTT 盒子或智能电视	IPTV 盒子 (需接入传统或智能电视)	传统机顶盒 (需接入传统或智能电视)
主要推动者	● 牌照商 (7 家) ● 互联网企业 (爱奇艺, 腾讯, 优酷, 小米, 风行等) ● 黑电企业 (创维, TCL, 海信)	● 牌照商 ● 电信运营商 ● 部分设备制造商	传统有线电视运营商
网络环境	公网-互联网	专网-IP 城域网	专网-有线电视电缆或卫星信号
收费类型	● 付费视频点播或会员 ● 其他垂直类应用 ● 广告投放抽成	● 运营商年费 ● 付费视频	付费频道收费

资料来源: 奥维互娱, 中信证券研究部

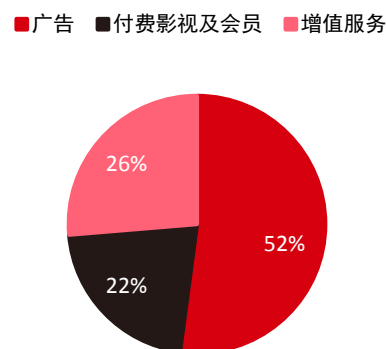
OTT 打破黑电的硬件属性, 开启流量变现。OTT 模式下彩电具有了网络交互属性, 成为了除了 PC、手机之外, 访问互联网的第三个入口, 黑电企业拥有了新的盈利模式:**互联网广告, 付费影视与付费会员, 游戏、教育等增值服务收费。**随着智能电视和 OTT 盒子渗透率不断增加, 2019 年 OTT 行业收入规模达到 190 亿元, 长期增速有望保持 30% 以上。

图 10: 中国 OTT 行业市场规模及增速 (单位: 亿元)



资料来源: 奥维互娱 (含预测), 中信证券研究部

图 11: 2019 年 OTT 收入分类占比



资料来源: 奥维互娱, 中信证券研究部

政策收紧等原因, OTT 发展一度受阻。OTT 盒子方面, 2013 年淘宝售卖的盒子品牌高达 185 个。2014 年广电总局下达了一系列通知, 包括停止发放互联网电视集成牌照、整治未经审核的视频资源等, 众多视频网站一度下架大屏端应用。另一方面, 乐视作为智

能电视先行者，通过利用超低的电视价格抢占市场，再效仿 Netflix 的模式通过版权分销+优秀自制内容等形式收回利润。但彼时云端资源有限，用户消费习惯还没有养成，广告投放效果较差。

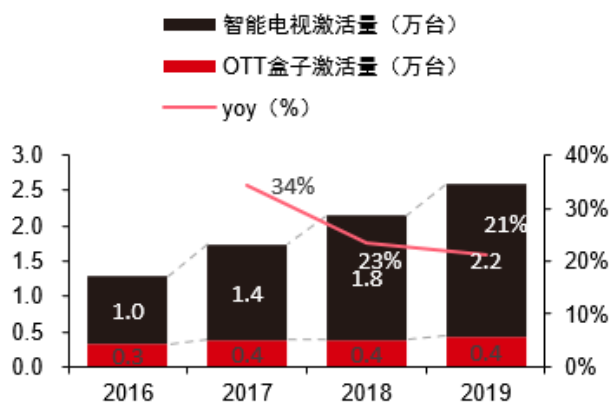
表 2：OTT 相关政策梳理

时间	文件&政策名称	主要内容与解释
2010.4	《互联网电视内容服务管理规范》&《互联网电视集成业务管理规范》	将颁发内容服务和集成播控两类牌照；将互联网电视纳入规范管理范围
2011.7	《关于严禁通过互联网机顶盒向电视机终端提供视听节目服务的通知》	要求各持证网站严禁从事向机顶盒终端提供服务
2011.10	《持有互联网电视牌照机构运营管理要求》（广电 181 号文件）	互联网电视内容审核标准同电视节目；规定互联网电视集成机构所选择合作的互联网电视终端产品只能唯一连接互联网电视集成平台；盒子正式纳入一体机管理范围
2014.6	向百视通和华数下发 APP 下载关闭函	要求两家牌照商关闭电视终端产品中的非法 APP 下载通道，尤其是部分含有盗播内容的 APP
2014.7	总局约谈 7 家牌照商	在停发集成平台牌照后，强调了不得与视频网站开展专区合作，下线未审核的境外影片资源
2014.8	《关于不得超范围安装互联网电视客户端软件的通知》	对于未持有牌照的第三方机构不得推出提供安装在互联网电视系统中的软件
2015.9	《关于依法严厉打击非法电视网络接收设备违法犯罪活动的通知》（广电 229 号文件）	广电总局联合公安部等四个部门发布该文件，规定从事生产销售非法互联网电视接收设备和软件，以及为非法软硬件提供服务的等行为将会视情节轻重量刑处理
2016.5	《专网及定向传播视听节目服务管理规定》（广电 6 号令）	强化了对视听节目主体的管理，明确了各级运营商资质；内容服务牌照各地市级电视台均有申请资格；明确集成播控平台的客户端管理权限等

资料来源：广电总局，搜狐网，中信证券研究部

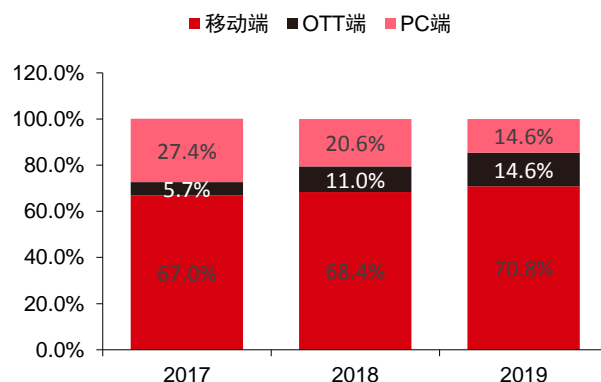
在经历大起大落之后，如今的 OTT 行业重回增长，主要原因有三：1. **智能电视渗透率的不断提升**，可运营流量增加。根据奥维互娱预测，2019 年智能电视占到总设备的 83%，2019 年底智能电视保有量 2.7 亿台，家庭渗透率 59%，已成为主流电视产品；2. **大数据技术成熟**，曾经广告和内容精准投放难以实现的问题得到解决。根据奥维互娱统计，2019 年 OTT 端广告收入已经达到 99 亿元，首次赶上 PC 端；3. 收入水平发展带动文娱需求增加，**消费意愿提升**是另一增长因素。

图 12：OTT 设备激活量及增速



资料来源：奥维互娱，中信证券研究部

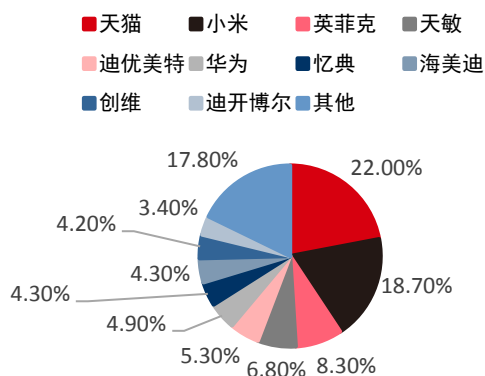
图 13：中国互联网广告流量屏端构成占比及趋势



资料来源：奥维互娱，中信证券研究部

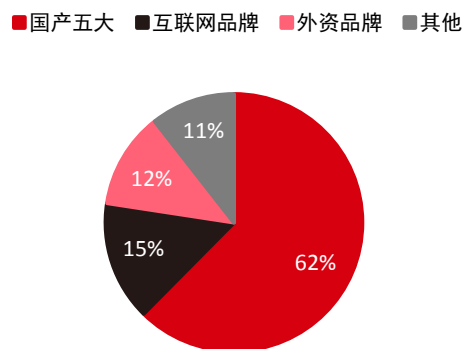
智能电视发展，行业格局更为集中。2013 年 OTT 盒子盛行，市场鱼龙混杂。而智能电视的出现将电视厂商与 OTT 运营商捆绑在一起，行业集中度不断增加。根据奥维互娱统计，2019 年国产五大（创维、海信、TCL、长虹、康佳）智能电视激活率达到 62%。

图 14：2015 年 OTT 盒子市场格局



资料来源：奥维互娱，中信证券研究部

图 15：2019 年智能电视激活量占比



资料来源：奥维互娱，中信证券研究部

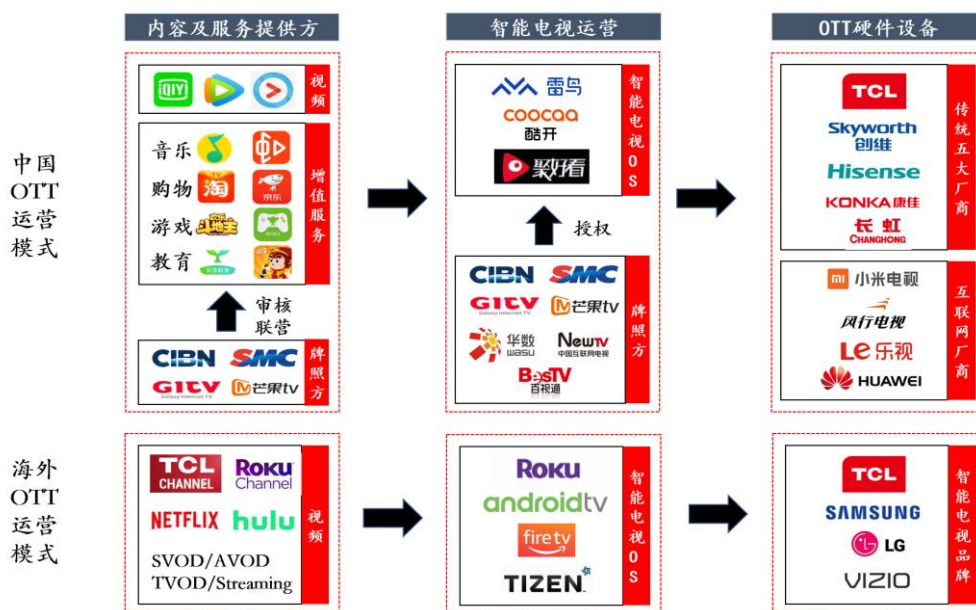
在此背景下，创维、海信、TCL 相继成立独立的 OTT 互联网业务子公司酷开、聚好看和雷鸟，并开发了自己在大屏设备上的独立操作系统和内容集成平台，在智慧大屏 OTT 领域拥有了更大的话语权。创维 7 月 15 日发布公告称，拟将酷开在深交所或联交所拆分上市。

国内：传统电视龙头，受益于高用户基数变现

高净利率，互联网业务成为重要利润来源

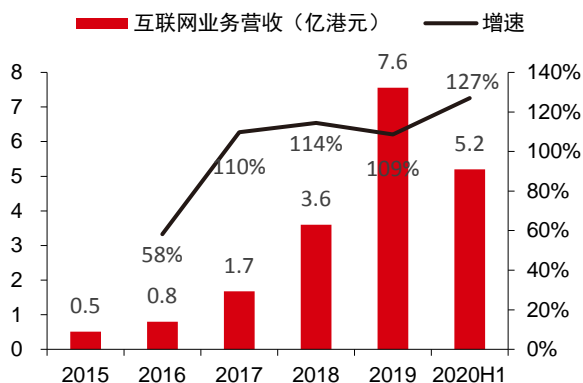
TCL 互联网业务包括国内外两部分。其中，雷鸟负责国内 OTT 业务，2019 年收入 5.5 亿港元。海外互联网营收为 Roku、Google 等公司的推广费用、OTT 收入分成，及自有平台 TCL Channel 的运营费用，2019 年收入 2.1 亿港元。2015-2019 年公司互联网收入 CAGR 高达 97%。

图 16: 中外 OTT 运营方式对比



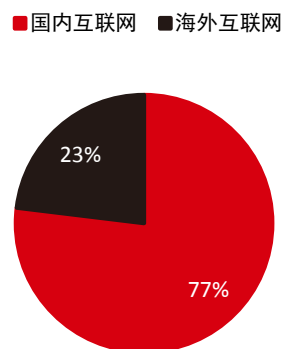
资料来源：勾正数据，中信证券研究部

图 17: TCL 互联网业务营收（左轴）及增速（右轴）



资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：18 年前官方互联网收入单位为人民币，按历史期末值转换为港元

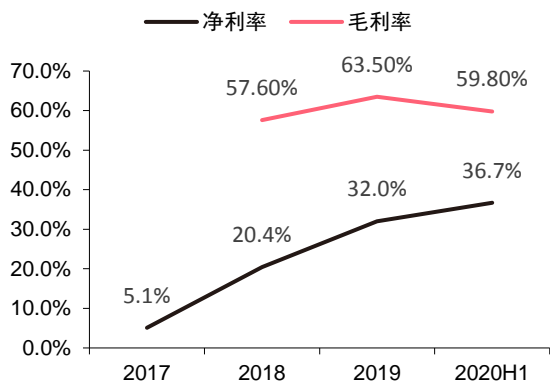
图 18: 2020H1 国内外互联网收入占比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

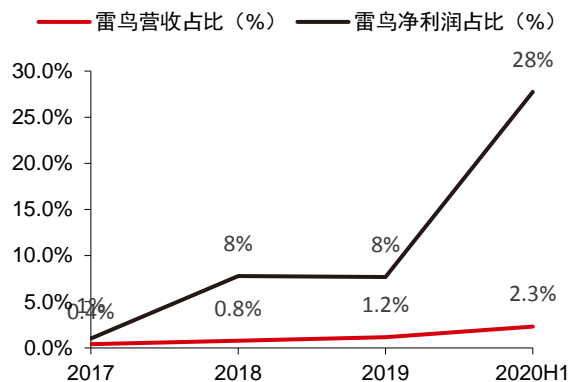
雷鸟科技净利率 37%，是公司重要利润来源。从利润端来看，由于雷鸟业务边际成本低，规模效应明显。2020H1 雷鸟毛利率 60%，除税后净利率高达 37%，利润占比 28%，已成为公司重要利润来源。

图 19: 雷鸟净利率及毛利率变化



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 20: 2016-2020H1 雷鸟收入及利润占比变化

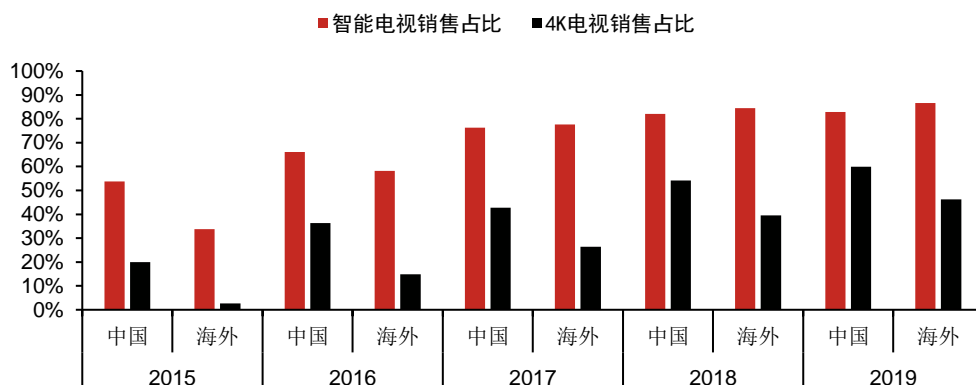


资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

紧握流量资源, 用户粘性强

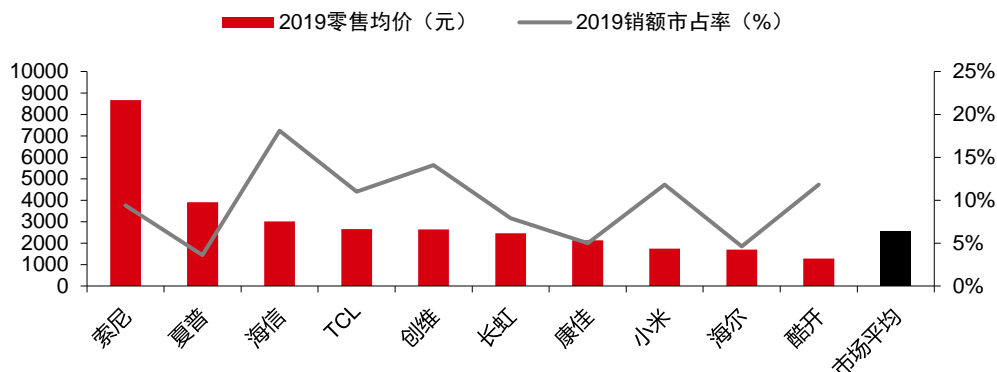
得益于智能电视市占率, 雷鸟日活占比超 17%。互联网业务发展的基石是用户数, 智能电视市占率成为关键因素。从终端售价来看, TCL 在国内属于中高端价位, 2019 年电视销额市占率 11%, 智能电视占比超过 80%。

图 21: 2015-2019 年公司智能电视、4K 电视占比



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

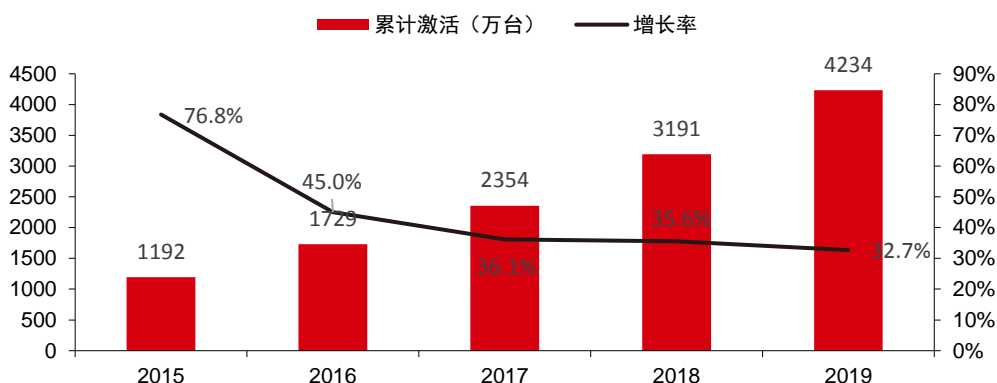
图 22：2019 年中国电视零售端均价（左轴）及市占率（右轴）



资料来源：中怡康，中信证券研究部

在此背景下，雷鸟系统累计激活量超过 4000 万台，2019 年可运营日均活跃数超过 1563 万人（+26%）。根据奥维互娱公布数据，2019 年行业日活 9000 万人，雷鸟占比超过 17%。

图 23：雷鸟系统累计激活量（万台）

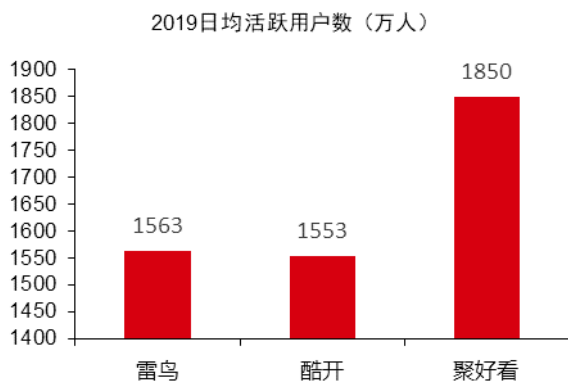


资料来源：公司公告，中信证券研究部

丰富内容，用户粘性高。日活量和留存时长是运营的关键问题，也决定了变现能力。**内容层面上**，雷鸟与腾讯、字节跳动、快手、南方新媒体、新浪等多家企业合作，增强内容丰富度；也积极参与其他垂直类应用的布局，如联合中国电信打造“天翼云游戏”抢占游戏市场。**在系统层面上**，雷鸟充分捕捉到智能大屏用户对使用简易性和交互性的需求，设计 VUI+AI 交互系统，通过智能算法推送内容，极大提升了客户在终端系统上的使用体验和广告匹配程度。

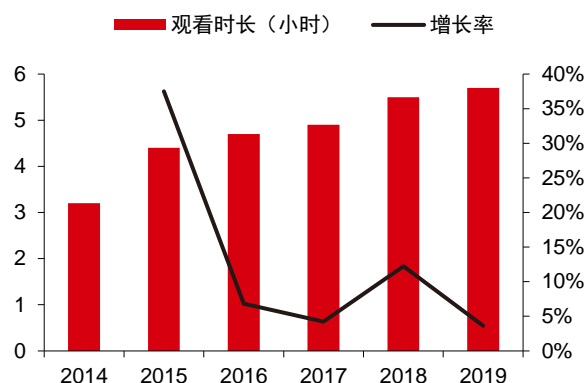
运营能力强，ARPU 同比增长 28.8%。在用户基数和用户粘性两大因素的驱动下，雷鸟系统目前日均活跃率超过 50%，观看时长超过 5.7 小时，超行业平均 4.9 小时（奥维互娱）。运营不断优化促进盈利能力，2020H1 雷鸟科技 ARPU（单位用户平均收入）同比增长 28.8%，达到 23.9 港元。在此背景下，2019 年雷鸟收入 5.5 亿港元，净利润 1.75 亿港元。

图 24: 2019 年主要 OTT 平台日活量



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 25: TCL 品牌电视日均开机时长



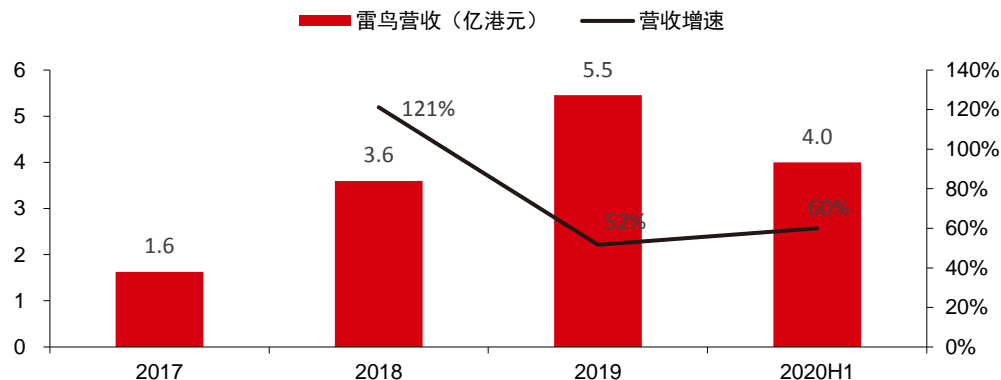
资料来源：公司公告，中信证券研究部

表 3: 雷鸟、酷开、聚好看 2019 年 OTT 业务对比

	雷鸟	酷开	聚好看
累计激活（万台）	4234	4239	5127
日活（万台）	1563	1553	1850
观看时长（小时）	5.7	-	5.5
营收（亿港元）	5.5	9.4	-
毛利率	64%	49%	-
ARPU（港元）	34.9	44.1	-

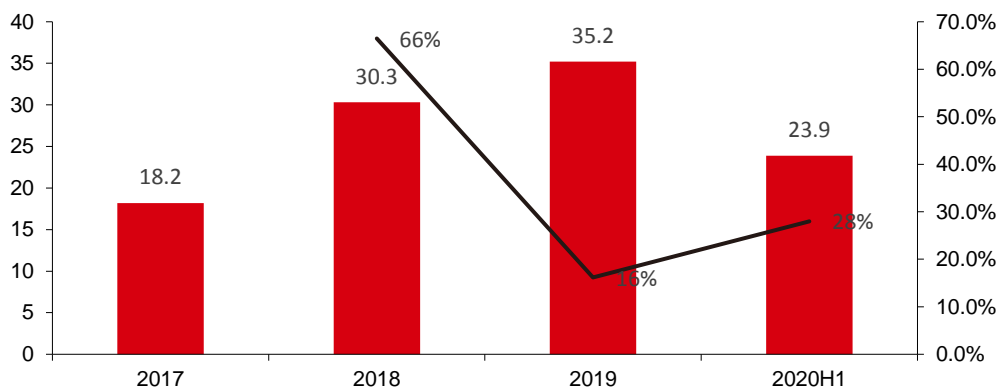
资料来源：各公司公告，中信证券研究部 注：酷开公告以人民币结算，使用 2020 年 10 月 12 日汇率转换

图 26: 雷鸟营收及增速



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 27：雷鸟科技 ARPU（单位用户平均收入）变化（港元）



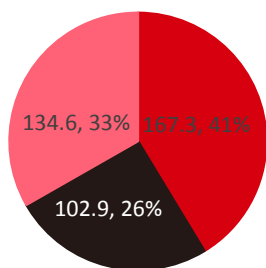
资料来源：公司公告，中信证券研究部

流量变现能力强，收入增速超 40%

目前来看，OTT 的变现方式主要包括：**广告、会员、增值服务**，2020 年上半年三者收入占比 26/41/33%，同比增速 1.5%/76.6%/136.5%。

图 28：2020 年上半年雷鸟业务收入（百万港元）结构

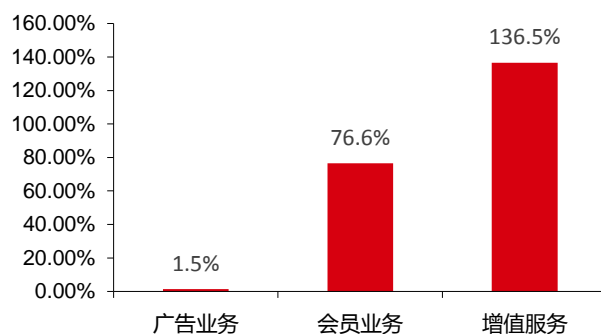
■ 会员业务 ■ 广告业务 ■ 增值服务



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 29：2020 年上半年雷鸟业务增速

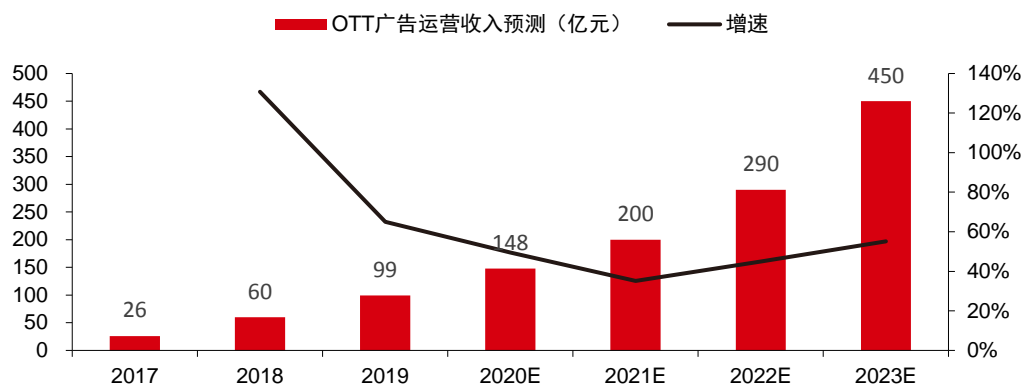
2020 年上半年同比增速



资料来源：公司公告，中信证券研究部

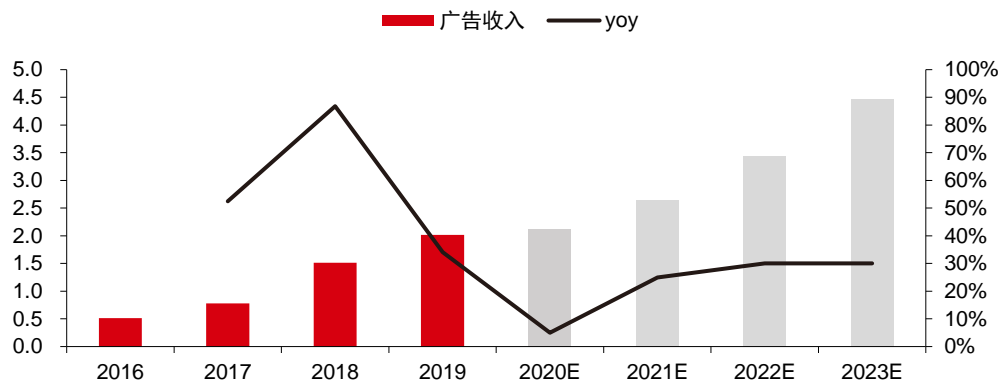
广告业务最为成熟，增速趋于稳定。互联网广告收费是 OTT 业务中最为成熟的一部分，根据奥维互娱统计，得益于精准广告投放技术成熟，2017-2019 年 OTT 广告行业复合增速接近 100%，2019 年投放首次超过 PC 端。公司广告收入包括开机时的系统广告，和腾讯贴片广告。2020H1 受疫情影响，公司广告业务收入 1.03 亿港元，同比增速 1%。参考行业增速，预计公司未来广告收入增速稳定于 30%。

图 30: OTT 行业广告业务收入预测 (亿元)



资料来源: 奥维互娱 (含预测), 中信证券研究部

图 31: 公司广告收入 (亿元) 及增速

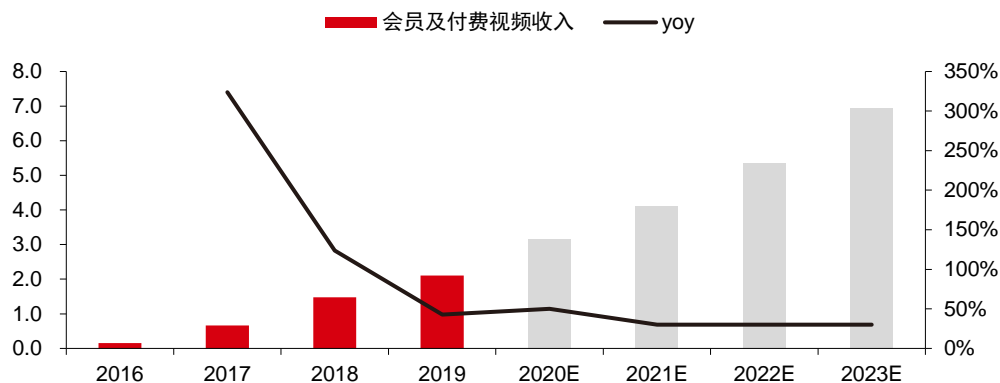


资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测 注: 18 年前官方互联网收入单位为人民币, 按历史期末值转换为港元

付费率不断增加, 会员业务收入增速 77%。付费会员是 OTT 行业另一个主要收入, 通过付费获得影视资源等内容。国内消费者付费意识近些年逐渐增强, 付费率不断提高。根据奥维互娱统计, 大屏会员中近六成是包月以上会员, 随着会员率提高, 会员业务仍有较大提升空间。

从公司角度看, 雷鸟会员业务收入主要来自腾讯。2020H1 会员业务收入 1.67 亿港元 (+76.7%), 占比 41%。得益于智能电视覆盖率和 ARPU 双重增长下, 我们预计未来 3 年收入增速保持在 30%, 2023 年达到 7.0 亿港元。

图 32：公司会员及付费视频收入（亿元）及增速

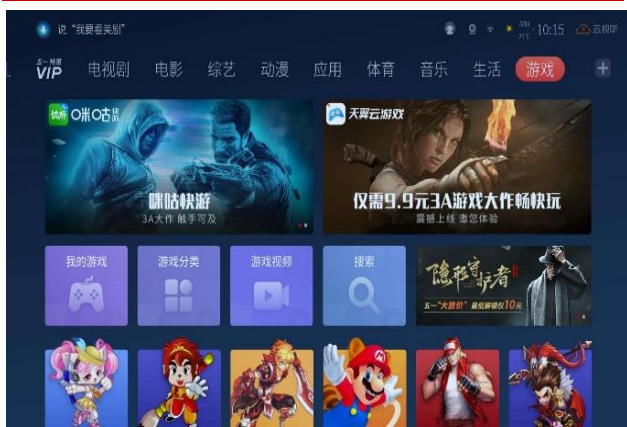


资料来源：公司公告，中信证券研究部预测 注：18 年前官方互联网收入单位为人民币，按历史期末值转换为港元

增值服务收入增长 137%，消费单价高，极具想象空间。通过摄像头、传感器等设备的集成，智能电视还可以产生如游戏、教育、医疗健康、生活服务场景，由第三方开发和运营，电视厂商从中收取一定的抽成。

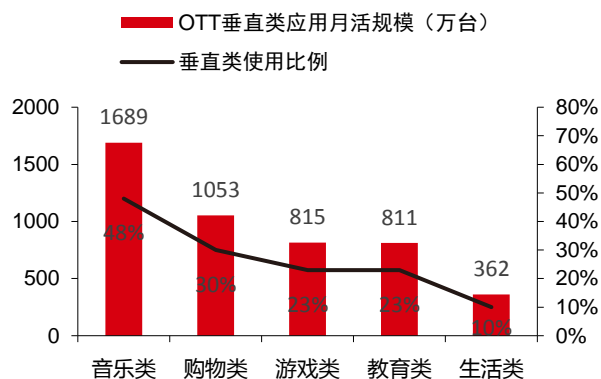
2020H1 增值服务收入 1.35 亿元，同比增长 137%。随着 5G 覆盖率的提升，更多应用场景可以实现，丰富增值服务内容。考虑到该领域的业务消费单价高，我们预计未来收入增速超 50%，2023 年达到 12 亿港元。

图 33：雷鸟系统垂直应用展示图



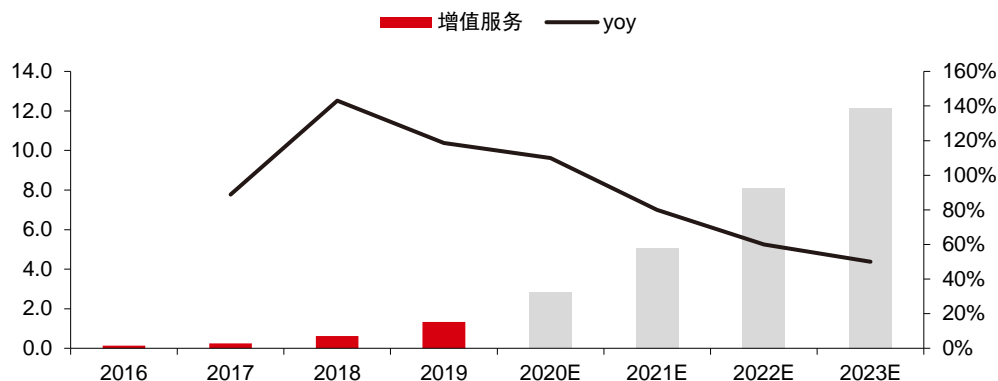
资料来源：京东

图 34：垂直类应用使用情况（万台/月）



资料来源：奥维互娱，中信证券研究部

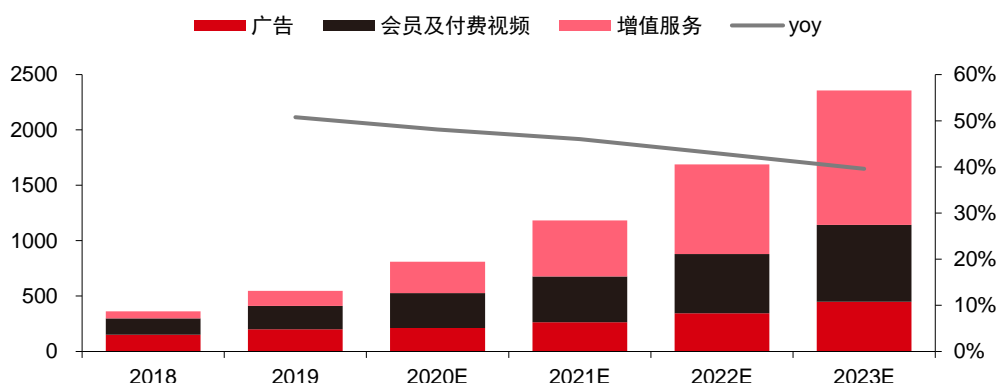
图 35：增值服务收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测 注：18 年前官方互联网收入单位为人民币，按历史期末值转换为港元

我们预测，得益于智能电视渗透率提高、ARPU 增长、消费场景丰富，未来 4 年雷鸟收入增速有望保持在 40% 以上，预计 2023 年突破 20 亿港元。

图 36：2018-2023 年雷鸟收入及增速预测（百万港元）



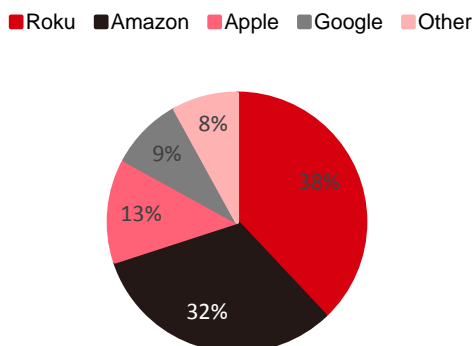
资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

海外：携手内容巨头，硬件销售+内容分成双收益

坚定合作路线，海外互联网收入稳定增长

绑定 OTT 运营商，合作开拓海外市场。TCL 硬件+海外 OTT 运营商的合作模式较为成功。以美国为例，Roku 是美国地区电视 OTT 龙头企业，将众多流媒体聚合在一起，目前用户可在 Roku 观看超过 5000 个频道。根据 Parks Associates 统计，2020Q1 Roku 在美国市占率达到 38%。TCL 电子 2014 年开始与 Roku 合作，公司凭借全产业链、高性价比、只做硬件的优势，占 Roku 所有智能电视终端数量的 60%。欧洲市场主要与 Google 合作，方式与 Roku 相似。

图 37: 2020Q1 美国市场电视系统占比



资料来源: Parks Associates, 中信证券研究部

图 38: Roku 合作流媒体



资料来源: Roku 公司官网, 中信证券研究部

表 4: Roku 系统授权品牌一览

品牌	Roku 授权款式	价位
TCL	51	118-2799 \$
Hisense	7	228-509 \$
Phillips	1	128 \$
Sharp	1	179-224 \$
Sanyo	1	199 \$
Hitachi	5	249-999 \$
Element	4	198-598 \$
Magnavox	2	119-429 \$
Westinghouse	7	209-899 \$
Onn	12	124-448 \$
RCA	5	189-399 \$

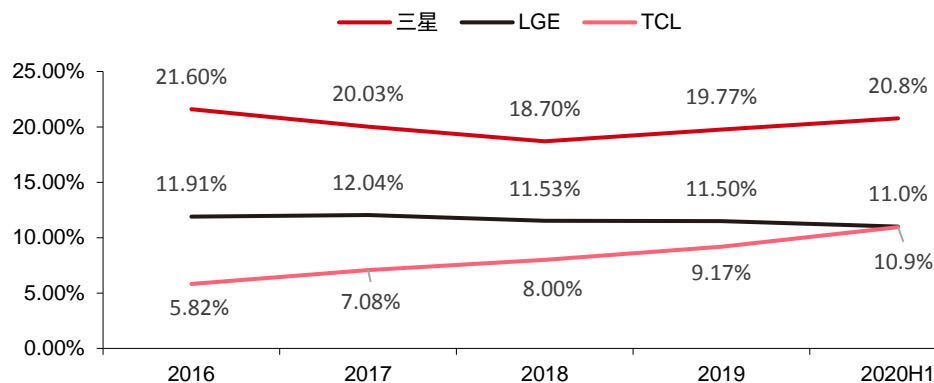
资料来源: Roku 官网, 中信证券研究部

市场费+佣金, 拥有海外可持续收入。海外互联网业务收入主要包括: 1. **市场推广费**, 为激活电视时的一次性收入; 2. **互联网收入分成**, 为公司带来可持续收入。作为国内唯一一家在海外拥有规模性收入的黑电企业, TCL 电子 2020H1 海外互联网收入达到 1.2 亿港元, 同比增长 29%。随着 7 月起与 Roku 合作拓展北美以外的市场, 6 月与 Google 合作进军美国市场, 海外互联网收入预计将进一步增加。

合作带动电视销量, 市占率跃至全球第二

电视销量赶超 LGE, 市占率全球第二。得益于正确的发展策略, TCL 电视+Roku OTT 模式在北美顺利发展, 2020H1 美国市占率第二, 全球销量基本与 LGE 持平, 2020Q2 销量首次位列第二, 市占率 12.7% (同比+3.3 pcts)。根据 TrendForce 最新追踪数据, 疫情的促进下 TCL 电子 2020 年三季度出货量增长 53%, 预计全年销量超 2300 万台。

图 39：全球出货量市占率



资料来源：中信证券研究部（原始信息来源）

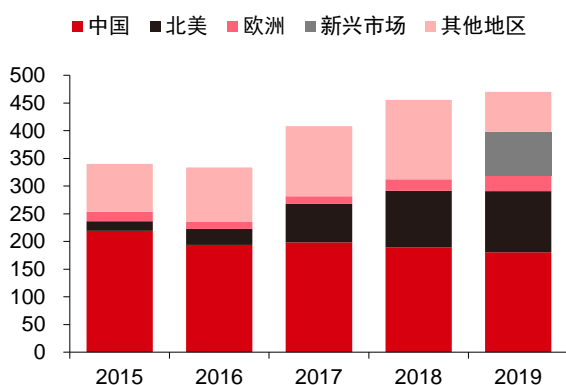
表 5：2020 年三季度全球前五大电视厂商出货量（万台）及增速

品牌	第三季度出货量(万台)	yoy (%)
三星	1420	36.4%
LGE	794	6.7%
TCL	733	52.7%
海信	550	19.0%
小米	338	22.9%

资料来源：TrendForce，中信证券研究部

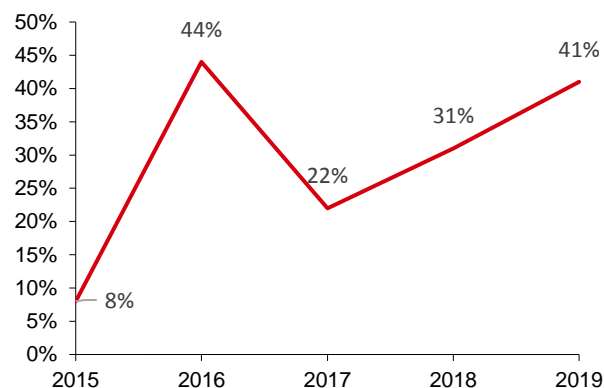
海外业务全面开花，新兴市场成为未来增长点。硬件+OTT 合作的模式同样适合北美以外市场，公司在 19 个主要国家和地区销量均位列前茅。新兴市场表现尤为突出，增速从 2017 年 22%提高至 2019 年的 41%，成为公司未来增量的重要部分。以印度市场为例，目前市场容量仅为中国的 1/4，户均保有量低，增长潜力巨大。

图 40：公司分地区收入（亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 41：TCL 新兴市场销量增速



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 42：2020 年上半年品牌电视销量全球市场份额



资料来源：公司公告，中信证券研究部

2020 年，与 Google 合作的 TCL 3 系列的安卓电视正式登陆美国。随着与 Roku、Google 深化合作，美国、欧洲、新兴市场销量进一步提升，TCL 电视市占率有望进一步增长。

■ 风险因素

- (1) 面板价格提升带来成本压力；
- (2) 电视面板技术迭代超预期；
- (3) 海外电视行业竞争加剧；
- (4) OTT 行业发展不及预期。

■ 盈利预测及估值

盈利预测：预计 2019-2023 年净利润复合增速 37%

海外电视业务：1. 2020 年公司与 Google 北美合作、与 Roku 在美国以外业务合作；2. 产业链重心转移国内，三星、LEG、索尼等日韩公司产品质量、运营效率、人员成本不具优势；3. 全球产能布局，降低风险，提高效率。基于以上考虑，我们预计 2020-2023 年销额增速 21%、18%、15%、15%。

国内电视业务：1. 大屏面板加工产能稀缺，TCL 优先获得资源；2. 面板减产，各电视厂商宣布提价，中高端品牌份额提升。考虑到国内电视市场增速低，销量增长依靠份额提升，我们预计 2020-2023 年销额增速-14%、8%、5%、5%。

表 6：硬件业务盈利预测关键假设表

			2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
电视	海外	量 (万台)	1068	1346	1683	1935	2226	2559
		yoy	38%	26%	25%	15%	15%	15%
		价 (港元/台)	1723	1560	1513	1558	1558	1558
		yoy		-9%	-3%	3%	0%	0%
		收入 (百万港元)	18404	20997	25459	30156	34679	39881
		yoy	15%	16%	21%	18%	15%	15%
	国内	量 (万台)	703	718	668	701	736	773
		yoy	-4%	2%	-7%	5%	5%	5%
		价 (港元/台)	2199	1810	1665	1715	1715	1715
		yoy		-18%	-8%	3%	0%	0%
		收入 (百万港元)	15467	12993	11117	12023	12624	13255
		yoy		-16%	-14%	8%	5%	5%
	电视总收入		33871	33990	36576	42179	47303	53137
	yoy			0%	8%	15%	12%	12%
通讯	全球	收入 (百万港元)	14835	12216	12216	12216	12216	12216
		yoy	-14%	-18%	0%	0%	0%	0%

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

互联网业务: 1. 与 Google、Roku 扩大合作市场, 海外互联网业务收入增加; 2. 终端智能机覆盖广, 国内消费者付费意愿提升, 教育、游戏等高付费场景待爆发, 多因素驱动下雷鸟会员和增值服务收入高增长。我们预计 2020-2023 年收入增速 46%、43%、40%、38%, 互联网业务成本边际效应低, 净利率增速 23%、41%、39%、37%。

表 7: OTT 业务盈利预测关键假设表

			2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
互联网	海外	量 (万台)	1068	1346	1683	1935	2226	2559
		yoy	38%	26%	25%	15%	15%	15%
		价 (港元/台)		15.6	17.5	20.4	23.5	27.0
		yoy			12%	17%	15%	15%
		收入 (百万港元)		210.0	294.0	395.6	523.2	691.9
		yoy			40%	35%	32%	32%
	国内	广告 (百万港元)	150.5	201.9	211.9	264.9	344.4	447.7
		yoy		34%	5%	25%	30%	30%
		会员及付费视频 (百万港元)	147.5	210.9	316.4	411.3	534.7	695.1
		yoy		43%	50%	30%	30%	30%
		增值服务 (百万港元)	64.5	133.8	281.0	505.8	809.3	1213.9
		yoy		107%	110%	80%	60%	50%
		雷鸟总收入 (百万港元)	363	547	809	1182	1688	2357
		yoy		51%	48%	46%	43%	40%
	互联网总收入		363	757	1103	1578	2212	3049
	yoy			109%	46%	43%	40%	38%

资料来源: wind, 中信证券研究部预测

综上，我们预计公司 2020-2023 年收入 537、597、655、721 亿港元，对应同比增速 10%、11%、10%、10%（2019 年计入 TCL 通讯业务）；净利润 14.1、17.5、21.0、25.4 亿港元，对应增速 12%、24%、20%、21%（2019 年计入 TCL 通讯业务）。

表 8：公司主营业务盈利预测

		2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
公司整体	总收入（百万港元）	34841	36620	53641	59718	65477	72147
	yoy		5%	10%	11%	10%	10%
	净利润（百万港元）	678	1079	1410	1748	2099	2538
	yoy		59%	12%	24%	20%	21%

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：2018、2019 年未计入 ODM 业务；计算 2020 年收入、利润增速时，2019 年计入 TCL 通讯业务

分部估值：2021 年市值 284 亿港元，目标价 11.6 港元

我们采用分部估值法，硬件部分参考行业给予 10x PE，预计 2021 年净利润 10.9 亿港元，对应 109 亿港元市值。互联网业务参考小米，预计公司互联网业务 2021 年净利润 5.5 亿港元，考虑到连续 3 年超过 40% 的利润增速，给予 32x PE，对应 176 亿港元市值。整体 284 亿港元市值，对应目标价 11.6 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 9：可选标的估值业绩对比

	PE				营收增长			净利润增长		
	TTM	20E	21E	22E	20E	21E	22E	20E	21E	22E
OTT 参考										
小米	41	38	30	24	18%	29%	21%	20%	28%	24%
传音控股	39	37	29	23	39%	27%	25%	43%	26%	26%
TCL-OTT					46%	43%	40%	23%	41%	39%
硬件参考										
海信视像	20	19	16	15	7%	8%	1%	63%	15%	12%
创维集团	6	5	6	6	-2%	10%	-2%	36%	-13%	2%
TCL-硬件					6%	11%	9%	3%	19%	13%

资料来源：Wind，中信证券研究部预测。注：计算 TCL 电子 2020 年收入、利润增速时，计入 2019 年通讯业务。可选标的预测值采用 Wind 90 天一致预期，数据截至 2020 年 10 月 29 日。

利润表 (百万港元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	45,746	47,104	54,315	60,730	66,994
营业成本	-38,630	-38,821	-42,437	-47,070	-51,384
毛利率	15.56%	17.58%	21.87%	22.49%	23.30%
营业税金及附加	0	0	0	0	0
研发费用	-722	-987	-1,985	-2,210	-2,554
研发费用率	1.58%	2.10%	3.65%	3.64%	3.81%
销售费用	-4,477	-4,939	-6,920	-7,644	-8,577
营业费用率	9.79%	10.48%	12.74%	12.59%	12.80%
管理费用	-1,302	-1,525	-1,877	-2,389	-2,619
管理费用率	2.85%	3.24%	3.46%	3.93%	3.91%
财务费用	-98	-138	-108	-133	-121
财务费用率	0.21%	0.29%	0.20%	0.22%	0.18%
投资收益	71	73	79	74	75
营业利润	695	1,671	1,051	1,321	1,677
营业利润率	1.52%	3.55%	1.93%	2.17%	2.50%
营业外收入	467	858	504	610	657
营业外支出	-1	-4	-17	-8	-10
利润总额	1,162	2,524	1,538	1,923	2,325
所得税	-227	-199	-123	-154	-185
所得税率	19.52%	7.89%	8.00%	8.00%	7.96%
少数股东损益	-9	46	-6	3	12
归属于母公司股东的净利润	944	2,279	1,421	1,766	2,127
净利率	2.06%	4.84%	2.62%	2.91%	3.18%

现金流量表 (百万港元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	1,162	2,524	1,538	1,923	2,325
所得税支出	-227	-199	-123	-154	-185
折旧和摊销	219	307	294	311	328
营运资金的变化	3,135	-765	-2,004	350	-81
其他经营现金流	-2,216	351	29	58	46
经营现金流合计	2,073	2,218	-265	2,488	2,432
资本支出	-129	-454	-200	-200	-200
投资收益	71	73	79	74	75
其他投资现金流	-491	-425	0	0	0
投资现金流合计	-548	-806	-121	-126	-125
发行股票	2,001	-4	-88	-226	-197
负债变化	-1,794	669	1,249	-234	-152
股息支出	-461	-510	-510	-606	-670
其他融资现金流	-236	14	-108	-133	-121
融资现金流合计	-490	169	543	-1,199	-1,141
现金及现金等价物净增加额	1,034	1,581	157	1,163	1,167

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

资产负债表 (百万港元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	6,742	8,195	8,352	9,515	10,682
存货	6,983	5,401	6,598	7,459	7,760
应收账款	10,218	12,947	13,988	15,137	17,237
其他流动资产	29	1,103	1,103	1,103	1,103
流动资产	23,971	27,646	30,041	33,214	36,782
固定资产	1,347	1,531	1,587	1,626	1,649
长期股权投资	1,431	1,430	1,430	1,430	1,430
无形资产	893	2,159	2,009	1,859	1,709
其他长期资产	559	556	556	556	556
非流动资产	4,230	5,676	5,582	5,471	5,344
资产总计	28,201	33,323	35,623	38,685	42,126
短期借款	1,094	1,649	2,898	2,663	2,511
应付账款	16,567	18,558	18,818	21,187	23,492
其他流动负债	668	949	924	915	929
流动负债	18,329	21,156	22,640	24,765	26,933
长期借款	21	89	89	89	89
其他长期负债	72	141	141	141	141
非流动性负债	93	230	230	230	230
负债合计	18,422	21,386	22,869	24,995	27,163
股本	10,020	12,069	12,891	13,825	15,085
资本公积	-241	-489	-489	-489	-489
归属于母公司所有者权益合计	9,779	11,580	12,403	13,337	14,597
少数股东权益	0	357	351	354	366
股东权益合计	9,780	11,937	12,754	13,691	14,963
负债股东权益总计	28,201	33,323	35,623	38,685	42,126

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	10.35%	2.97%	15.31%	11.81%	10.31%
营业利润增长率	-12.29%	140.29%	-37.10%	25.68%	26.98%
净利润增长率	15.91%	141.40%	-37.67%	24.31%	20.45%
毛利率	15.56%	17.58%	21.87%	22.49%	23.30%
EBITDA Margin	1.83%	4.77%	2.73%	2.95%	3.21%
净利率	2.06%	4.84%	2.62%	2.91%	3.18%
净资产收益率	9.66%	19.68%	11.45%	13.24%	14.57%
总资产收益率	3.35%	6.84%	3.99%	4.56%	5.05%
资产负债率	0.65	0.64	0.64	0.65	0.64
所得税率	19.52%	7.89%	8.00%	8.00%	7.96%
股利支付率	48.87%	22.37%	42.63%	37.96%	34.32%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

20

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券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有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

“慧博资讯”未获中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。