

TCL 电子 (01070)

证券研究报告

2024 年 06 月 08 日

全球份额扩张，盈利质量改善

TCL 电子：深耕智能终端市场，修炼中高端+全球化运营能力。TCL 创立于 1981 年，前身为中国首批 13 家合资企业之一“TTK 家庭电器(惠州)有限公司”，从最初从事磁带的生产制造到布局智能终端产品以及新能源等领域，业务范围不断拓展。产品端，公司 23 年智屏全球出货量同比+6.2%至 2526 万台，中高端产品及大尺寸需求演进+双品牌战略深化，带动量价齐升；互联网业务、创新业务 23 年盈利改善。渠道端，1999 年 TCL 以越南为起点开始走向全球，作为中国最早布局全球化的公司之一，已从输出产品转变为与当地共建工业能力。伴随出海多维能力逐步建设完善，公司海外业务收入占比持续高于内地，新兴市场贡献海外主要收入并具有较好成长性。

显示业务：全球彩电龙头，中小尺寸盈利改善。1) 大尺寸显示：23 年智屏业务收入同比增长 7.6%至 486.32 亿港元，其中 TCL 智屏全球出货量同比+6.2%至 2526 万台，全球出货量市占率同比+0.8pcts 实现扩张，位居全球第二。2) 中小尺寸显示：持续聚焦发展、提质增效、精简架构，进一步巩固欧美一线网络运营商全渠道覆盖，23 年实现收入 70.5 亿港元，同比-40%，但毛利率同比+6.3pcts 至 22.2%，其中平板业务毛利率同比+9.5pcts 至 26.4%。3) 智慧商显：23 年相关收入录得 8.55 亿港元，同比-6%，我们预计收入下滑主要因行业 β 较弱（大 B 大 G 项目减少，中小企业对会议类产品采购趋于保守），后续行业回暖有望推动公司业务重回增长。

互联网&创新业务：多元业务全球化布局，盈利能力提升。1) 互联网业务：2023 年公司互联网收入 27.6 亿港元，同比+20%，毛利率同比提升 4.6pcts 到 55%，盈利贡献持续扩大。国内通过持续丰富平台内容，智能电视活跃设备量处业内领先水平；海外持续深化与 Google、Roku、Netflix 等互联网巨头保持密切合作，同时通过合作伙伴 OTT 平台触达海外庞大的 TCL 智屏用户，增强变现能力。2) 创新业务：光伏业务发挥集团战略协同效应，23 年延续高增并实现盈利；全品类营销产品竞争力持续提升，带动全球分销业务收入快速增长；智能连接及智能家居持续完善智能物联生态布局，AR 产品具备竞争力。

财务分析：盈利能力稳中向好，降本增效成效凸显。2023 年公司实现营业总收入 791 亿港元，同比+11%，实现毛利 148 亿港元，同比+13%，实现净利润 7.4 亿港元，同比+66%。公司抓住市场结构性需求，坚持推动“中高端+大屏”叠加“TCL+雷鸟”双品牌战略，推动盈利能力稳中向好，2023 年毛利率同比+0.3pct 至 18.7%，净利率同比+0.3pct 至 0.9%。费用端，公司 23 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.0%/5.1%/2.9%/1.1%，分别同比-0.4/-1.1/-0.6/+0.2pct。公司坚持降本增效，带动运营效率改善，精准营销控制投入，带动销售、管理费用率有明显优化，助力业绩端改善。周转情况看，23 年公司以全球化布局优化供应链、物流和服务能力及合作生态，带动存货周转效率明显改善，同时公司应付账款周转天数领先行业，具备较好的产业链议价权。

投资建议：TCL 电子为全球彩电行业领先企业，持续修炼中高端+全球化运营能力带动 TV 业务份额稳步扩张，在巩固大尺寸显示业务的优势地位同时，公司通过投资、并购及重组等方式积极开展多元化业务，陆续开拓通讯、商用显示、光伏等领域，打开公司长期增长空间。我们看好公司电视领域稳固的全球龙头地位，以及新业务规模扩张、盈利改善带来的中长期业绩弹性。结合公司股权激励目标，我们预计 24-26 年公司经调整归母净利润分别为 13.3/16.1/19.3 亿港元。业内 A+H 股均有发行标的当前 AH 股价格比约为 118%，结合 A 股可比公司 24 年 Wind 预测净利润对应平均市盈率 18.3x，我们给予公司 24 年目标市盈率 15.5x，目标价 8.22 港元/股，对应 2024/6/7 收盘价 37%空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：市场环境波动风险；原材料价格波动的影响；外币汇兑风险；降本增效、新业务盈利改善不及预期；跨市场估值可能导致估值结论不准确的风险。

投资评级

行业 非必需性消费/家庭电器及用品

6 个月评级 买入（首次评级）

当前价格 5.99 港元

目标价格 8.22 港元

基本数据

港股总股本(百万股) 2,520.94

港股总市值(百万港元) 15,100.40

每股净资产(港元) 6.66

资产负债率(%) 73.28

一年内最高/最低(港元) 6.35/2.16

作者

孙谦 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521050004
suncjiana@tfzq.com宗艳 分析师
SAC 执业证书编号: S1110522070002
zongyan@tfzq.com赵嘉宁 联系人
zhaojianing@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

| | |
|--|----|
| 1. TCL 电子：深耕智能终端市场，修炼中高端+全球化运营能力 | 4 |
| 1.1. 历程：聚焦终端产品及服务，业务延展多领域 | 4 |
| 1.2. 产品：智屏业务量价齐升，互联网&创新业务贡献增长动能 | 4 |
| 1.3. 渠道：把握国际市场高端化+大屏化趋势，海外贡献近 6 成收入 | 5 |
| 1.4. 治理：TCL 实业持股超五成，高管具备多领域背景 | 7 |
| 2. 显示业务：全球彩电龙头，中小尺寸盈利改善 | 8 |
| 2.1. 大尺寸显示：全球领先地位夯实，“中高端+大屏”战略优化结构 | 8 |
| 2.2. 中小尺寸显示：业务瘦身带动产品线精简并提效，盈利能力改善明显 | 10 |
| 2.3. 智慧商显：专注 IFPD 市场，持续深化品牌合作 | 11 |
| 3. 互联网&创新业务：多元业务全球化布局，发展向好 | 12 |
| 3.1. 互联网业务：高毛利的国内垂直类+海外业务增长，带动盈利改善 | 12 |
| 3.2. 创新业务：多元业务营收快速扩张，盈利改善具备弹性 | 14 |
| 3.2.1. 光伏业务：发挥集团战略协同效应，23 年延续高增并实现盈利 | 14 |
| 3.2.2. 全品类营销：产品竞争力持续提升，带动全球分销业务收入快速增长 | 15 |
| 3.2.3. 智能连接及智能家居：持续完善智能物联生态布局，AR 产品具备竞争力 | 16 |
| 4. 财务分析：盈利能力稳中向好，降本增效成效凸显 | 17 |
| 4.1. 23 年营收、业绩同步改善，盈利改善具备弹性 | 17 |
| 4.2. 降本增效带动费用率优化，研发效率领先行业 | 19 |
| 4.3. 流动资金充裕，财务状况稳健 | 19 |
| 5. 盈利预测 | 21 |
| 6. 投资建议 | 23 |
| 7. 风险提示 | 24 |

图表目录

| | |
|--|---|
| 图 1：TCL 实业（TCL 电子控股股东）发展历程 | 4 |
| 图 2：TCL 电子分业务收入及增速（亿港币） | 5 |
| 图 3：TCL 电子分业务毛利率 | 5 |
| 图 4：TCL 电子分地区收入及增速（亿港币） | 6 |
| 图 5：公司海外市场分地区收入占比 | 6 |
| 图 6：公司海外市场分地区收入同比增速 | 6 |
| 图 7：公司大尺寸显示业务分地区收入及增速（亿港元） | 7 |
| 图 8：公司互联网业务分地区收入及增速（亿港元） | 7 |
| 图 9：TCL 电子股权穿透图（截至 2023 年 12 月 31 日） | 7 |
| 图 10：全球黑电出货量略有收缩至 2 亿台 | 8 |
| 图 11：2023 年国内 Mini LED 电视出货量增长亮眼（万台） | 8 |
| 图 12：23 年公司大尺寸显示业务创收 486 亿港元，同比+8%，占显示业务比重 86% | 9 |
| 图 13：TCL 智屏全球出货量及增速、份额情况（万台） | 9 |

| | |
|--|----|
| 图 14: 2023 年全球黑电品牌出货量份额 (Omdia 口径) | 9 |
| 图 15: 2023 年中国 Mini LED 电视市场零售量份额 (中怡康口径) | 10 |
| 图 16: TCL 智屏分尺寸出货量占比 | 10 |
| 图 17: 23 年中小尺寸显示业务创收 71 亿港元, 同比-40%, 占显示业务比重降至 12% | 10 |
| 图 18: 23 年 TCL 中小尺寸显示重点市场出货量排名 (IDC 统计) | 11 |
| 图 19: 2021-2023 年公司中小尺寸显示毛利率持续改善 | 11 |
| 图 20: 23 年公司智慧商显业务创收 8.6 亿港元, 同比-6% | 11 |
| 图 21: 迪显预测 23 年国内 IFPD/FPD 出货量分别同比-16%/-12% | 12 |
| 图 22: TCL 商用拥有中国第一条、生产规模最大的专业 IFPD 自动柔性生产线 | 12 |
| 图 23: 公司互联网业务分市场收入及增速 (亿港元) | 13 |
| 图 24: 23 年 9 月国内智能电视终端现存 2.7 亿活跃设备, TCL 现存 3148 万位列 TOP5 | 13 |
| 图 25: 23 年公司互联网业务毛利率改善明显 | 14 |
| 图 26: 海外合作伙伴 ARPU 对比 TCL 较高 (元) | 14 |
| 图 27: 23 年公司光伏业务创收 63 亿港元, 同比+1820%, 占创新业务比重提升至 34% | 14 |
| 图 28: 23 年公司全品类营销业务创收 104 亿港元, 同比+26%, 占创新业务比重约 56% | 15 |
| 图 29: 2020-2023 年 TCL 空冰洗全球出货量持续提升 (万台) | 16 |
| 图 30: 23 年智能连接及智能家居业务创收 19 亿港元, 同比+3%, 占创新业务比重 10% | 16 |
| 图 31: 据洛图科技, 2023 年雷鸟创新份额位居中国 AR 品牌线上市场首位, 达 37.4% | 17 |
| 图 32: 2017-2023 年 TCL 电子营业收入 (亿港元) | 17 |
| 图 33: 2017-2023 年 TCL 电子毛利/净利润 (亿港元) | 17 |
| 图 34: 2014-2023 年 TCL 电子毛利率、净利率走势 | 18 |
| 图 35: 2014 年至 2024Q1TCL 电子与可比公司销售毛利率 | 18 |
| 图 36: 2014 年至 2024Q1TCL 电子与可比公司归母净利率 | 18 |
| 图 37: 2014-2023 年 TCL 电子与可比公司销售费用率 | 19 |
| 图 38: 2014-2023 年 TCL 电子与可比公司管理费用率 | 19 |
| 图 39: 2014-2023 年 TCL 电子与可比公司财务费用率 | 19 |
| 图 40: 2018-2023 年 TCL 电子与可比公司研发费用率 | 19 |
| 图 41: TCL 电子货币资金+交易性金融资产占总资产比重 (亿元) | 20 |
| 图 42: TCL 电子与可比公司货币资金+交易性金融资产占总资产比重 | 20 |
| 图 43: 2014-24Q1TCL 电子及可比公司存货周转天数变化 (天) | 20 |
| 图 44: 2014-24Q1TCL 电子及可比公司应收账款周转天数变化 (天) | 21 |
| 图 45: 2014-24Q1TCL 电子及可比公司应付账款周转天数变化 (天) | 21 |
| | |
| 表 1: TCL 电子董事会及高管简介 | 8 |
| 表 2: TCL 光伏科技推出多品类技术产品, 业务涵盖户用分布式光伏、工商业电站等 | 15 |
| 表 3: TCL 电子业务分业务预测情况 (百万港元) | 22 |
| 表 4: TCL 电子利润表预测 (百万港元) | 23 |
| 表 5: 可比公司估值情况 (统计日期 2024/6/3; 除 TCL 电子外取 wind90 天前瞻预测) | 24 |

1. TCL 电子：深耕智能终端市场，修炼中高端+全球化运营能力

1.1. 历程：聚焦终端产品及服务，业务延展多领域

TCL 创立于 1981 年,前身为中国首批 13 家合资企业之一“TTK 家庭电器(惠州)有限公司”,最初从事磁带的生产制造,到布局智能终端产品以及新能源等领域,业务范围不断拓展。2019 年, TCL 完成资产重组,拆分为 TCL 科技集团股份有限公司、TCL 实业控股股份有限公司。TCL 实业聚焦智能终端产品及服务,旨在以全品类智慧科技产品服务全球用户。

图 1: TCL 实业 (TCL 电子控股股东) 发展历程



资料来源: TCL 官网, 天风证券研究所

1.2. 产品：智屏业务量价齐升，互联网&创新业务贡献增长动能

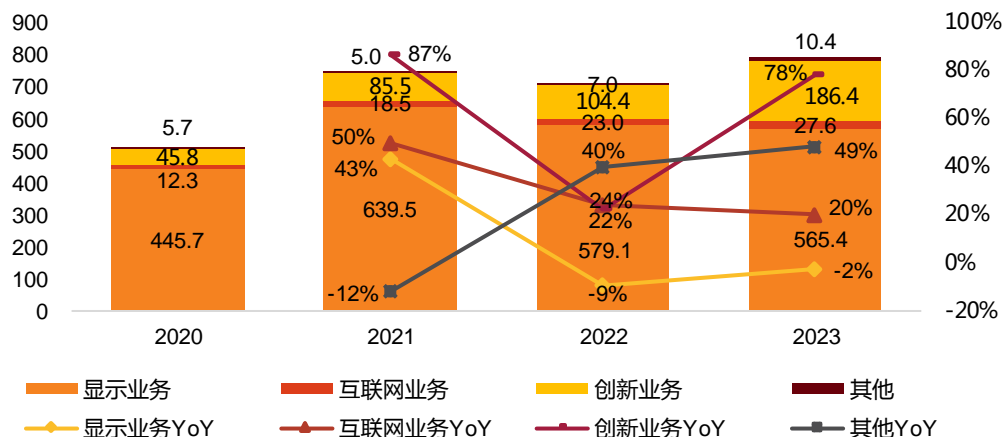
23 年公司整体实现收入 790 亿港元, 同比+11%, 毛利率同比+0.3pcts 至 18.7%, 分业务看:

显示业务: 2023 年显示业务收入达 565.4 亿港元, 其中智屏业务收入同比+7.6%至 486.3 亿港元, 智屏全球出货量同比+6.2%至 2526 万台, 中高端产品及大尺寸需求演进+双品牌战略深化, 带动量价齐升。毛利率方面, 2023 年公司显示业务整体毛利率同比+0.1pct 至 18.3%。销售渠道看, 23 年智屏业务国际市场收入同比+8.7%至 326.2 亿港元, 出货量同比+10%, 高于同期公司彩电业务全球收入增速 (同比+8%)、出货量增速 (同比+6%), 成为彩电业务的主要增长动力。

互联网业务: 2023 年收入同比+20.2%, 达到 27.6 亿港元; 受益于高毛利的垂直类、创新业务、海外业务发展, 带动毛利率同比大幅提升 4.6pcts 达 55.1%。公司持续与 Google、Roku、Netflix 等互联网巨头保持密切合作, 提升用户体验, 并通过合作伙伴 OTT 平台触达海外庞大的 TCL 智屏用户, 增强变现能力。截至 23 年 12 月底, 公司内容聚合应用 TCL Channel 已覆盖北美、欧洲、中南美洲、亚太等地区的 60 个国家和地区, 累计用户数超 2300 万。

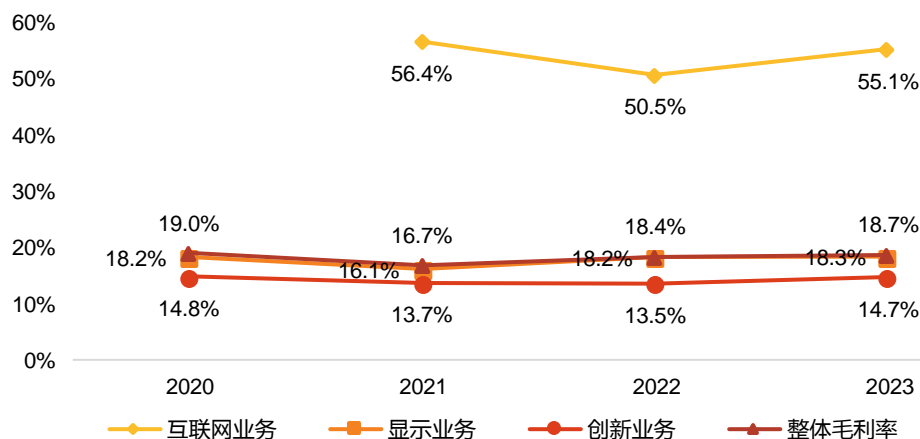
创新业务: 2023 年收入同比+78.5%达到 186.4 亿港元; 毛利率同比+1.2pcts 至 14.7%。其中, 光伏业务通过快速拓量, 收入同比+1820%至 63 亿港元, 并实现盈利; 全品类营销业务规模持续扩大, 23 年收入同比+26%至 104 亿港元; 智能连接及智能家居业务收入同比+3.2%至 19.3 亿港元, 其中智能连接业务毛利率同比+11pcts 至 25.4%。

图 2：TCL 电子分业务收入及增速（亿港币）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：TCL 电子分业务毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

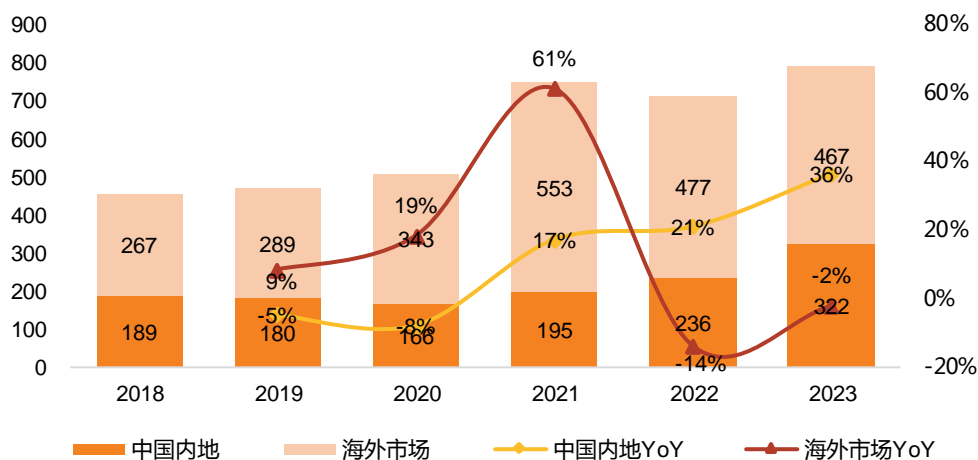
1.3. 渠道：把握国际市场高端化+大屏化趋势，海外贡献近 6 成收入

前瞻性出海布局，扎根越南探索全球化发展路径。1999 年 TCL 集团收购陆氏越南同奈工厂，以越南为起点开始走向全球。2018 年感受到贸易摩擦的风险后，TCL 集团预估到美国加税的政策可能扩大至彩电领域，故 2019 年公司在越南平阳建设了一座占地面积达到 7.3 万平方米的整机一体化生产基地，并在墨西哥华雷斯区建设了一个产能达到 200 万的面板组装工厂，意在覆盖更广阔的东南亚及北美市场，不断向海外其他市场突围。除了墨西哥，TCL 旗下制造基地体系还包括印尼、巴西、波兰、印度等国家，结合本土化员工与厂房资源、国内管理层和核心生产技术与零部件优势，深化全球化竞争能力。

重视全球化研发、生产、营销等体系建设，深入海外本土供应链。出海 25 年，TCL 集团现已在全球范围内设立起 32 个智能制造基地，46 个研发中心和 17 个联合实验室，实现从输出产品到输出工业能力的转型，帮助不同市场提升供应链稳定性，带动当地制造能力的提升，支撑集团业务覆盖全球 160 多个国家和地区。除了面板技术之外，生产能力也是 TCL 集团能顺利保障美国市场供应的重要因素，其强调全球化就是本地化，通过坚持产品、制造和供应链、营销、人力资源等本地化布局，来实现全球领先，依托海外厂能布局，集团的电视产品正逐步从中国转到墨西哥、越南工厂制造交付。目前，TCL 集团电视全球年产能超 3000 万台，空冰洗全球年产能超 3800 万台，满足各市场需求。背靠 TCL 集团的全球

化资源，公司海外业务收入占比持续高于内地，2023 年公司中国内地/海外市场分别创收 322/467 亿港元，收入同比+36%/-2%，占比 41%/59%。

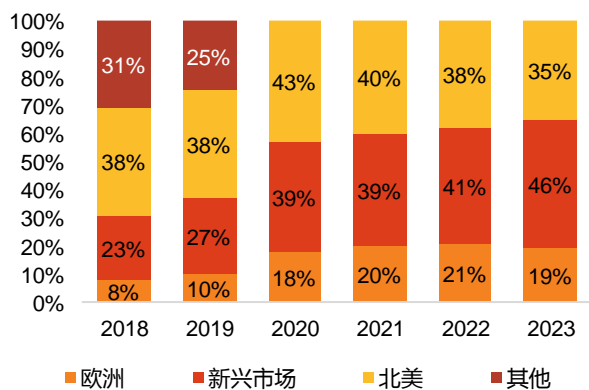
图 4：TCL 电子分地区收入及增速（亿港币）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

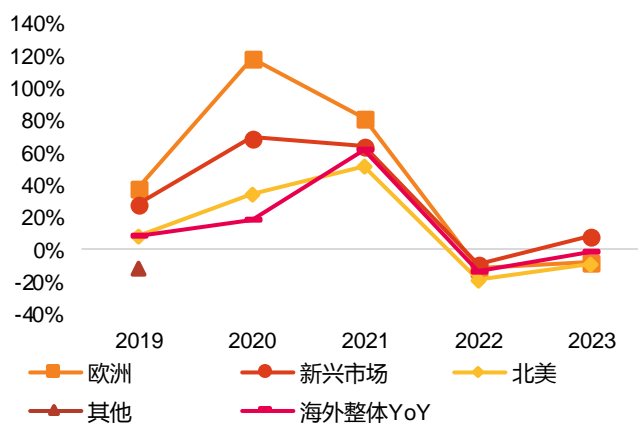
海外分地区看，新兴市场贡献主要收入并具有较好成长性。公司 2023 年海外收入中欧洲/北美/新兴市场分别贡献 90/165/213 亿港元，yoy-9%/-9%/+8%，占海外收入比重达 19%/35%/46%，2023 年新兴市场呈现较好成长性，为公司海外业务带来增量。

图 5：公司海外市场分地区收入占比



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

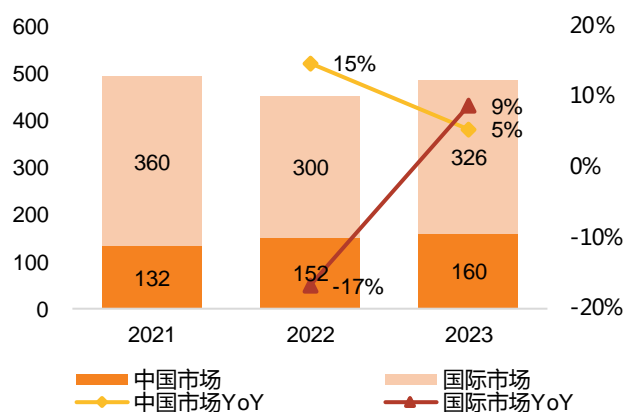
图 6：公司海外市场分地区收入同比增速



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

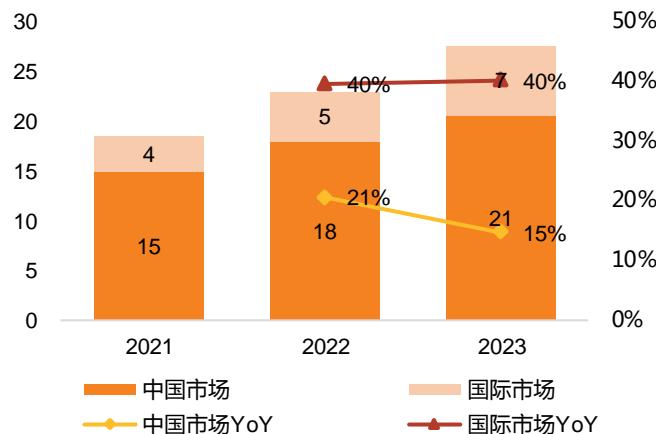
海外分业务看，国际业务收入主要由大尺寸显示贡献，互联网业务注入增长动能。智屏业务方面，公司持续深化对全球重点区域和渠道的覆盖，带动 2023 年智屏业务国际市场收入同比+8.7%至 326.2 亿港元，占公司整体海外业务收入约 70%。分尺寸结构看，23 年公司 65 寸及以上 TCL 智屏在国际市场出货量同比+60.3%，明显优于公司智屏业务国际市场收入增速，彰显高端化趋势。互联网业务方面，23 年公司互联网业务国际市场收入达 7 亿港元，同比+40.1%，受益于与 Google、Roku、Netflix 等互联网巨头的合作逐步深化延续高增。

图 7：公司大尺寸显示业务分地区收入及增速（亿港元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：公司互联网业务分地区收入及增速（亿港元）

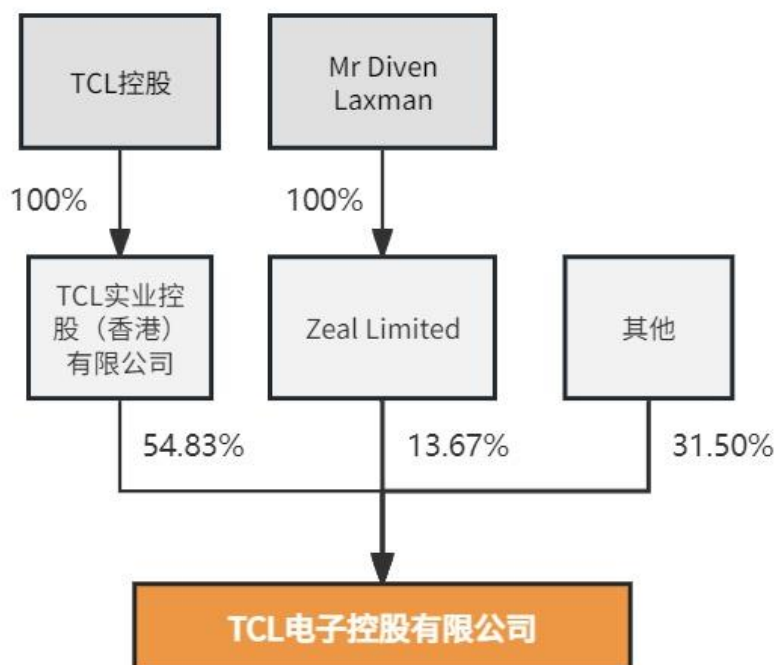


资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.4. 治理：TCL 实业持股超五成，高管具备多领域背景

截至 2023 年 12 月 31 日，公司第一大股东为 TCL 控股，其通过 TCL 实业（香港）持有公司 13.7 亿股股份，占公司总股本比重 54.83%；第二大股东 Zeal Limited 持股比重 13.67%，其为深圳市乐视鑫根并购基金投资管理企业（有限合伙）100%受控集团。此外，公司高管团队长期深耕家电、半导体、计算机等多元化领域，利于企业实现跨行业、多领域发展。

图 9：TCL 电子股权穿透图（截至 2023 年 12 月 31 日）



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

表 1: TCL 电子董事会及高管简介

| 董事会及高管姓名 | 职务 | 任职日期 | 性别 | 出生年份 | 简介 |
|----------|-------------------|------------|----|------|--|
| 杜娟 | 董事长, 执行董事 | 2021-08-09 | 女 | 1970 | 毕业于中南财经政法大学投资系(学士学位), 并取得长江商学院高级管理人员工商管理硕士学位。1991年7月至1999年5月, 杜女士于中国建设银行惠州市分行工作; 1999年5月加入TCL科技(000100.SZ), 历任TCL科技结算中心总经理、TCL财务公司总经理、TCL金服控股集团(广州)有限公司总裁及董事长; 2016年7月至2018年2月, 任TCL科技副总裁; 2018年3月至2021年8月, 任TCL科技执行董事兼首席运营官; 2019年1月至2021年8月, 兼任TCL科技首席财务官; 2021年8月至2022年12月, 担任TCL科技非执行董事; 2019年10月至2021年10月, 担任上海银行股份有限公司(601229.SH)非执行董事。2021年8月加入公司, 亦是TCL控股董事及首席执行官。 |
| 彭攀 | 首席财务官, 执行董事, 公司秘书 | 2023-10-01 | 男 | 1976 | 拥有中欧国际工商学院高级工商管理硕士学位、北京大学工商管理硕士学位及湖南大学国际会计学士学位。1998年于长荣(香港)有限公司担任分析师; 2000年在盐田国际集装箱码头有限公司担任会计主管; 2005年-2019年先后在TCL担任多个财务相关职位, 包括财务经理、高级财务经理、财务部部长及财务总监。自2019年起至加入公司之前, 曾担任TCL华星光电技术有限公司之财务中心部长兼副总裁, 及TCL科技集团股份有限公司助理总裁兼财务运营部部长。加入TCL以来, 其成功于深圳、武汉及广州主导多项半导体显示生产工厂之大型投资项目, 为显示行业之发展作出宝贵贡献。 |
| 孙力 | 执行董事 | 2024-03-28 | 男 | 1977 | 其毕业于上海交通大学, 并获得工学硕士学位, 拥有丰富的通讯行业从业经验, 多年来深耕于人工智能领域, 现为TCL实业控股之首席技术官。其于2001年3月至2004年在阿尔卡特从事手机研究及开发工作; 2004年加入TCL通讯科技控股有限公司, 2004年至2017年7月期间历任研发部门经理、预研部门经理、全球研发中心软件总监、全球研发中心副总经理, 建立智能机软件团队、全球运营商的技术需求管理体系以及全球运营商软件平台; 2017年8月至2019年6月担任中科创达软件股份有限公司副总裁, 期间建立智能视觉事业群, 聚焦相机技术、计算机视觉算法、人工智能算法, 并应用于手机、物联网、汽车和工业领域, 开拓了工业深度学习视觉检测的新业务。 |
| 张少勇 | 首席执行官, 执行董事 | 2024-03-28 | 男 | 1978 | 西北工业大学工学学士学位、中国人民大学高级管理人员工商管理硕士学位, 现任公司首席执行官、TCL实业控股高级副总裁兼执行委员会成员, 公司泛智屏事业部总经理及若干附属公司董事, 目前亦担任中国人民大学EMBA校友会副会长、中国电子视像行业协会副会长、中国家用电器协会副理事长等社会职务。2000年毕业后即加入公司, 从基层业务做起, 先后曾在公司多间分公司、事业部及部门担任经理、高级经理、副总裁及总经理等职位。任职期间为集团在中国的市场份额提升作出宝贵贡献; 并且推出一系列智慧生活产品, 为打造TCL智慧家电生态及物联网奠定了基础。 |
| 蔡凤仪 | 公司秘书 | 2016-08-13 | 女 | 1984 | 2006年毕业于香港大学, 获法律学士学位, 并于2007年获得香港大学法学专业证书。香港执业律师, 并为香港张秀仪唐汇栋罗凯栢律师事务所合伙人、TCL显示科技控股有限公司的公司秘书。 |

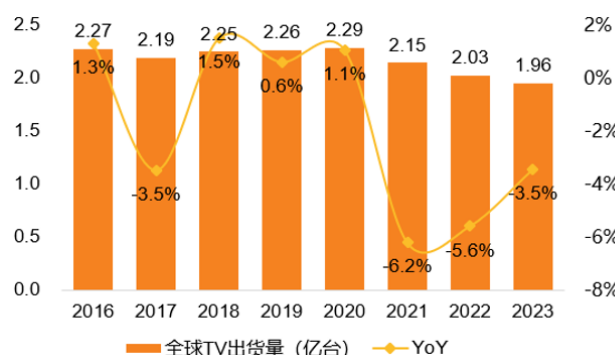
资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

2. 显示业务: 全球彩电龙头, 中小尺寸盈利改善

2.1. 大尺寸显示: 全球领先地位夯实, “中高端+大屏” 战略优化结构

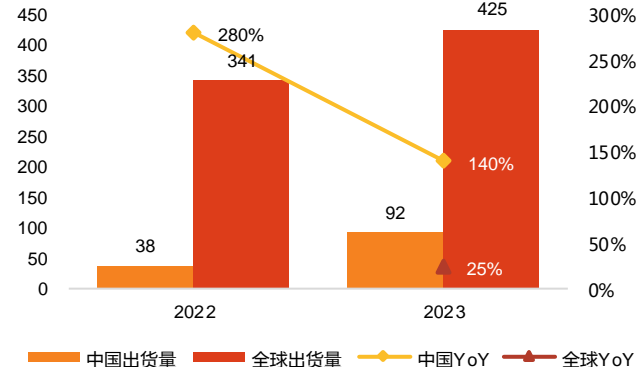
近年来全球行业规模维稳, 结构上仍有亮点。近三年全球黑电市场受疫情、高通胀、内容渠道分流等因素影响, 市场容量有所萎缩, 但调整后趋势上销售规模已经基本企稳。结构上仍有亮点, 以 OLED、Mini LED、量子点、激光电视为代表的产品销售实现快速扩容, 大尺寸化趋势延续。Mini LED 兼具 OLED 的优质表现和 LCD 的平价特征, 伴随降本周其渗透率快速提升, 且需求释放下规模效应可进一步反哺成本优化。区别于彩电大盘的颓势, Mini LED 电视实现逆势高增, 2023 年国内市场销量达 92 万台, 销量同比增速超 140%。国内 Mini LED 产业链完善、整机制造优势显著, 中资品牌有望进一步获取全球高端 TV 市场份额, 利好 TCL 等受益 Mini LED 国际化发展的全球性品牌。

图 10: 全球黑电出货量略有收缩至 2 亿台



资料来源: 奥维睿沃, AVC 产业链洞察公众号, 天风证券研究所

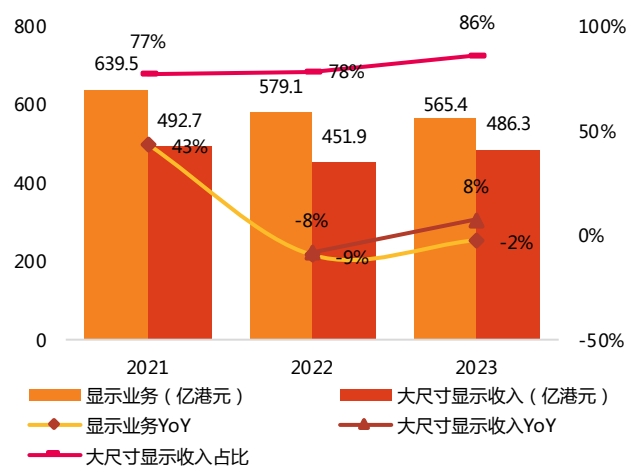
图 11: 2023 年国内 Mini LED 电视出货量增长亮眼 (万台)



资料来源: Runto 洛图科技观研公众号, 天风证券研究所

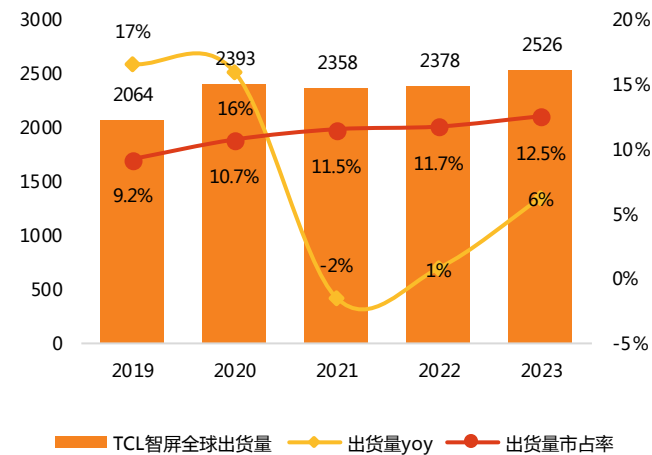
TCL 智屏 23 年全球份额再扩张, 稳居全球第二。受惠于公司“中高端+大屏”战略叠加“TCL+雷鸟”双品牌战略的落地, 2023 年公司智屏业务收入同比增长 7.6%至 486.32 亿港元, 其中, TCL 智屏全球出货量同比+6.2%至 2526 万台。据 Omdia 数据, TCL 智屏全球出货量市占率自 2015 年的 5.6%增长至 2023 年的 12.5%, 2023 年全球出货量市占率同比提升 0.8pcts, 出货量规模居全球第二; 2023 年 TCL 智屏全球销售额市占率达 10.7%, 同比+1.3pcts, 销售额位居全球前三, 市场份额再度扩大。

图 12: 23 年公司大尺寸显示业务创收 486 亿港元, 同比+8%, 占显示业务比重 86%



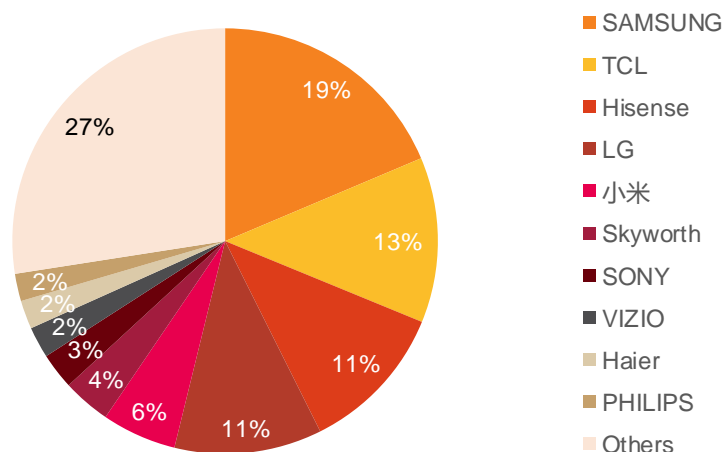
资料来源: Omdia, TCL 电子年报, 天风证券研究所

图 13: TCL 智屏全球出货量及增速、份额情况 (万台)



资料来源: Omdia, TCL 电子年报, 雷科技公众号, 天风证券研究所

图 14: 2023 年全球黑电品牌出货量份额 (Omdia 口径)

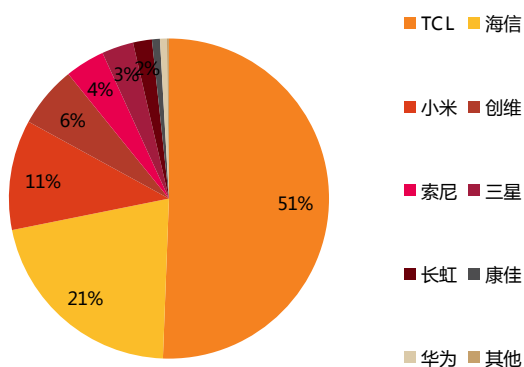


资料来源: Omdia, TCL 电子年报, 雷科技公众号, 天风证券研究所

持续推进“中高端+大屏”战略, 助力产品结构优化。针对大屏化趋势, 公司推出符合不同人群需求的高品质、高性价比产品, 实现 TCL 大尺寸智屏全球出货量的稳步增长。全球维度, 2023 年 65 寸及以上 TCL 智屏全球出货量同比+35.3%, 出货量占比同比+5.3pcts 至 24.6%, 平均尺寸从 48.4 寸提升至 51.1 寸; 国内市场, 2023 年 65 寸及以上 TCL 智屏出货量同比+18.2%, 占公司中国市场出货量比例同比+10.3pcts 至 53.9%, 75 寸及以上 TCL 智屏

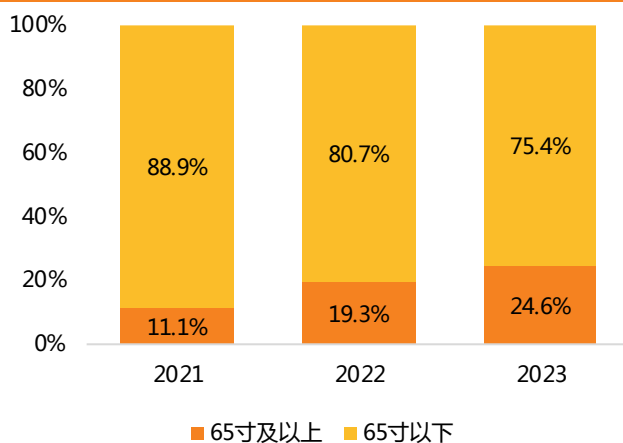
出货量同比增长 45.8%，占公司中国市场出货量的比例同比+11.2pcts 至 32.4%。针对高端化需求，公司作为 Mini LED 显示技术的领军企业，持续投入 Mini LED 技术研发，领先细分市场，巩固创新优势。全球维度，2023 年 TCL Mini LED 智屏全球出货量同比升幅达 180.1%，国内市场，据中怡康数据显示，2023 年 Mini LED 电视中国市场零售量排名中，TCL 以高达 50.5% 的市占水平稳居第一。新品方面，继 23 年 5 月针对影音爱好者需求推出 TCL Q10H 旗舰 Mini LED TV 后，公司于 2023 年 8 月发布全球首款 115 英寸 QD-Mini LED 巨幕 TV X11G Max，是全球尺寸最大的 QD-Mini LED TV，且是第一台 20000+ 级分区的 QD-Mini LED TV。

图 15: 2023 年中国 Mini LED 电视市场零售量份额 (中怡康口径)



资料来源: 雷科技公众号, 中怡康, 天风证券研究所

图 16: TCL 智屏分尺寸出货量占比

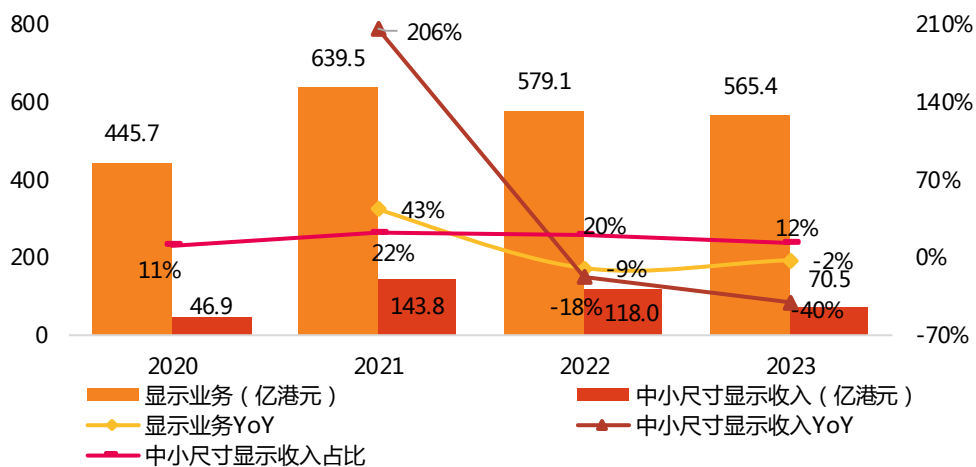


资料来源: TCL 电子年报, 天风证券研究所

2.2. 中小尺寸显示: 业务瘦身带动产品线精简并提效, 盈利能力改善明显

2023 年通讯终端及平板市场需求持续低迷, 全球手机和平板出货量分别同比下降 4.0% 和 20.5%。年内, 公司中小尺寸显示业务持续聚焦发展、提质经营、架构精简, 并进一步巩固欧美一线网络运营商全渠道覆盖, 2023 年全年实现收入 70.5 亿港元, 同比-40%。

图 17: 23 年中小尺寸显示业务创收 71 亿港元, 同比-40%, 占显示业务比重降至 12%

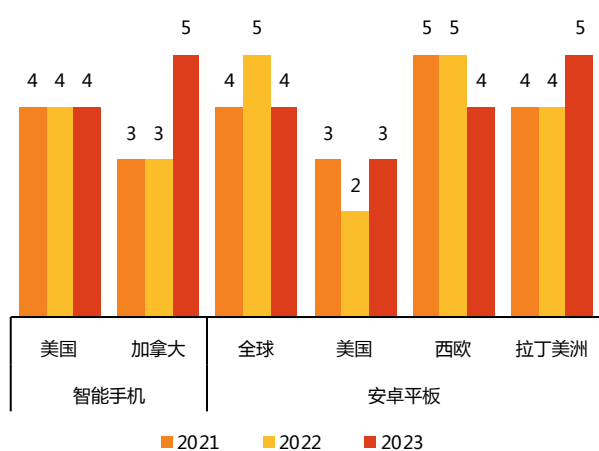


资料来源: TCL 电子年报, 天风证券研究所

从行业地位看, 2023 年公司智能手机业务在美国、加拿大市场出货量分别排名第 4、第 5; 安卓平板业务在全球出货量排名第 4, 较 22 年提升 1 名。

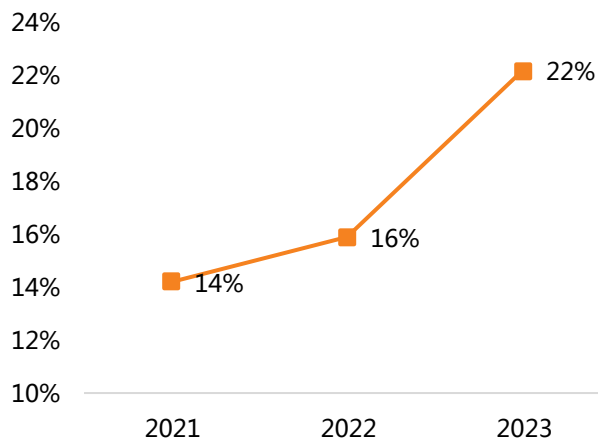
盈利能力方面，得益于产品线的精简与运营效率提升，2023 年公司中小尺寸业务毛利率同比+6.3pcts 至 22.2%。其中，平板业务盈利能力持续改善，年内毛利率同比+9.5pcts 至 26.4%。

图 18: 23 年 TCL 中小尺寸显示重点市场出货量排名 (IDC 统计)



资料来源: TCL 电子年报, 天风证券研究所

图 19: 2021-2023 年公司中小尺寸显示毛利率持续改善

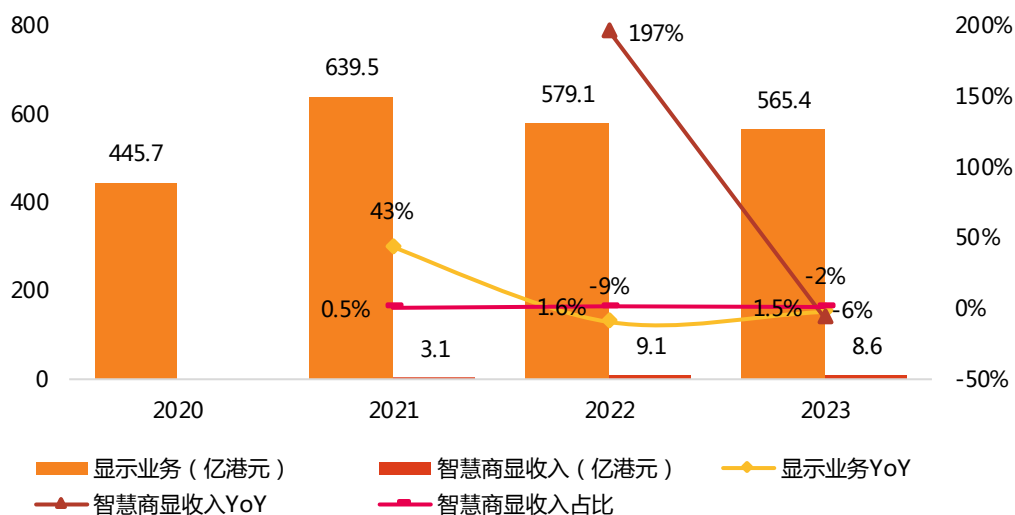


资料来源: TCL 电子年报, 天风证券研究所

2.3. 智慧商显: 专注 IFPD 市场, 持续深化品牌合作

2023 年, 公司以显示技术为核心, 以商用操作系统为纽带串联多显示品类, 尤其聚焦 IFPD 市场, 提供包括智慧教育、智慧企业、智慧医疗等多场景产品解决方案, 相关收入录得 8.55 亿港元, 同比-6%, 占公司显示业务比重约 1.5%。

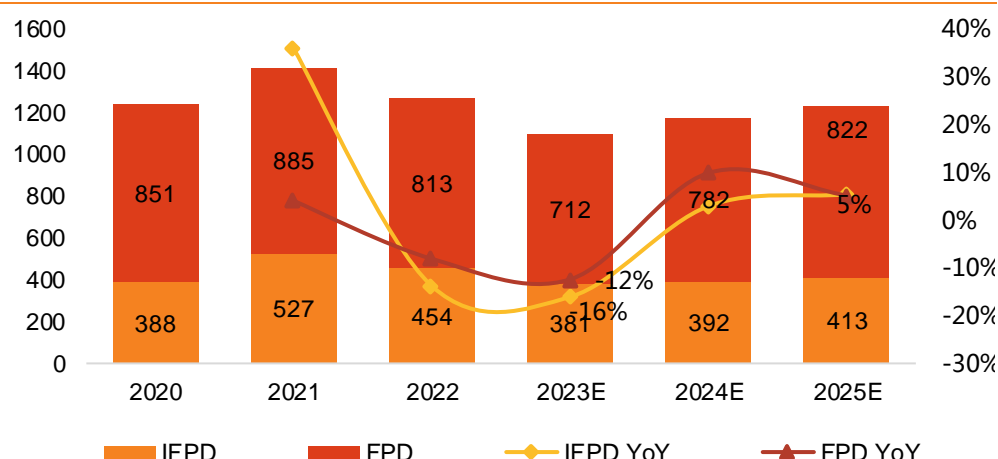
图 20: 23 年公司智慧商显业务创收 8.6 亿港元, 同比-6%



资料来源: TCL 电子年报, 天风证券研究所

我们认为公司 23 年商显业务收入下滑主要系受到行业整体 β 较弱导致, 据 DISCIEN 迪显, 去年大 B 大 G 项目减少, 中小企业对于会议类产品的采购也趋于保守, 对 IFPD 商用会议平板的销量产生一定程度冲击, 预计 23 年国内 IFPD/FPD 出货量分别同比-16%/-12%。伴随国内 B 端、G 端需求逐步修复, 公司商显业务有望迎来修复。

图 21: 迪显预测 23 年国内 IFPD/FPD 出货量分别同比-16%/-12%



资料来源: DISCIEN 迪显公众号, 天风证券研究所

TCL 商用拥有中国第一条、生产规模最大的专业 IFPD 自动柔性生产线, 彰显公司在 IFPD 产品的技术投入和制造实力, 可为商用行业客户提供基于各场景的全闭环应用服务。公司 2023 年推出了旗舰级智慧会议新品以及首款 115 吋 FPD 商用大屏, 继续携手钉钉、腾讯生态聚焦发展 IFPD 市场, 赋能办公、教育与医疗等场景, 提供多场景产品解决方案, 并与海外头部 IFPD 品牌持续深化合作。我们认为, 伴随公司智慧商显业务持续发展, 柔性化生产线与技术优势有望成为后续商用显示业务发展的有力支撑。

图 22: TCL 商用拥有中国第一条、生产规模最大的专业 IFPD 自动柔性生产线



资料来源: 商用新势力公众号, 天风证券研究所

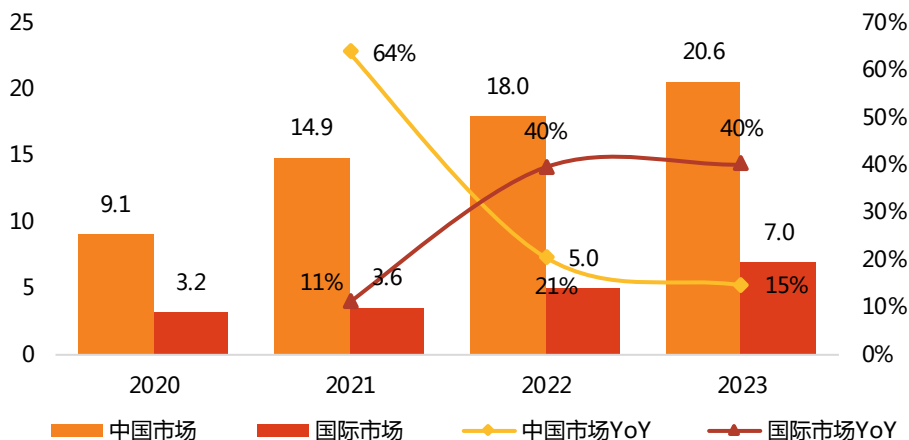
3. 互联网&创新业务: 多元业务全球化布局, 发展向好

3.1. 互联网业务: 高毛利的国内垂直类+海外业务增长, 带动盈利改善

2023 年公司互联网收入 27.6 亿港元, 同比+20%, 毛利率同比提升 4.6pcts 到 55%, 盈利贡献持续扩大。分市场看, 2023 年互联网收入中国市场/海外市场收入分别为 20.6/7.0 亿港

元，分别同比+14.7%/+40%。

图 23：公司互联网业务分市场收入及增速（亿港元）



资料来源：TCL 电子年报，天风证券研究所

国内市场方面，公司通过持续丰富平台内容，扩大音乐、游戏、教育、少儿、应用商店等垂直类及创新业务的规模。据 QuestMobile，23 年 9 月国内智能电视终端现存 2.73 亿的活跃设备，TCL 现存约 3148 万活跃设备，位列 TOP5，处业内领先水平。

图 24：23 年 9 月国内智能电视终端现存 2.7 亿活跃设备，TCL 现存 3148 万位列 TOP5

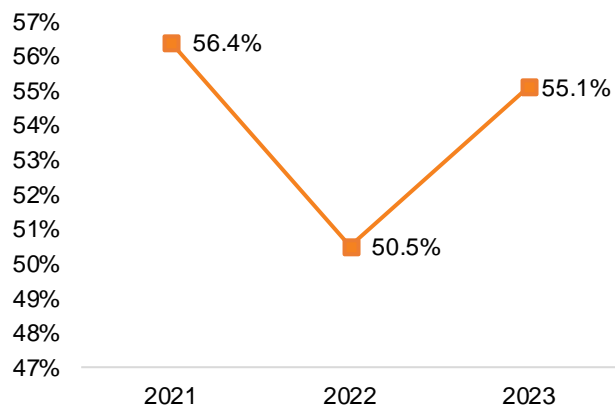


资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

海外市场方面，公司持续深化与 Google、Roku、Netflix 等互联网巨头保持密切合作，提升用户体验，同时通过合作伙伴 OTT 平台触达海外庞大的 TCL 智屏用户，增强变现能力。截至 2023 年底，TCL channel（公司内容聚合应用）的累计用户超过 2300 万，覆盖 60 个国家和地区。我们认为，公司海外合作伙伴 ARPU 对比 TCL 较高，密切合作利于打开海外

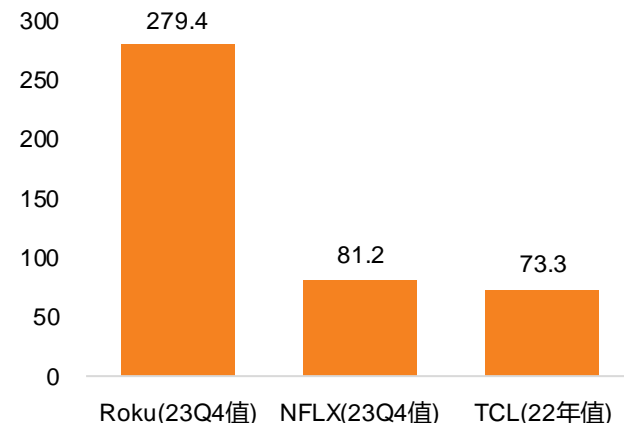
用户空间，分成模式下有望带动公司互联网业务海外创收能力提升，并增厚盈利能力。

图 25：23 年公司互联网业务毛利率改善明显



资料来源：TCL 电子年报，天风证券研究所

图 26：海外合作伙伴 ARPU 对比 TCL 较高 (元)



资料来源：TCL 实业投资者关系公众号，流媒体网公众号，维科网，天风证券研究所

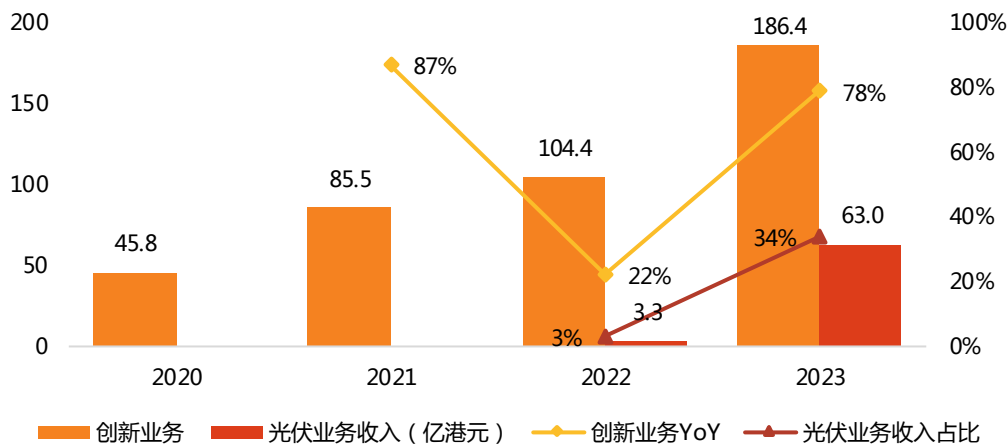
注：按 1 美元=7 元 RMB 换算。

3.2. 创新业务：多元业务营收快速扩张，盈利改善具备弹性

3.2.1. 光伏业务：发挥集团战略协同效应，23 年延续高增并实现盈利

TCL 电子自 2022 年 Q2 开始落地光伏业务，23 年公司光伏业务录得收入 63 亿港元，同比 +1820.3%，延续高增并实现盈利，收入大幅增长主要受益于上游产业链、金融合作伙伴及工商项目资源及国内渠道优势的深化。**分市场看**，国内市场光伏业务已覆盖 20 个重点省市，23 年内新增工商签约项目超 70 个，新增经销渠道商超 500 家，累计签约农户超 4 万户；海外市场光伏业务已实现产品落地，公司将力求尽快进入海外重点国家的头部光储专业分销商、安装商渠道，跑通业务模式，打造完整产品矩阵。

图 27：23 年公司光伏业务创收 63 亿港元，同比+1820%，占创新业务比重提升至 34%



资料来源：TCL 电子年报，天风证券研究所

TCL 光伏业务拓展过程中，充分发挥了与母公司 TCL 集团的战略协同效应。TCL 中环作为光伏行业的龙头公司兼 TCL 电子兄弟公司，其生产的叠瓦组件在组件供应方面给予公司强

有力的支持；TCL 集团的家电售后服务公司十分到家提升了光伏业务运维服务能力；TCL 集团的物流服务亦实现光伏业务物流时效的压缩及物流成本的降低。

表 2：TCL 光伏科技推出多品类技术产品，业务涵盖户用分布式光伏、工商业电站等

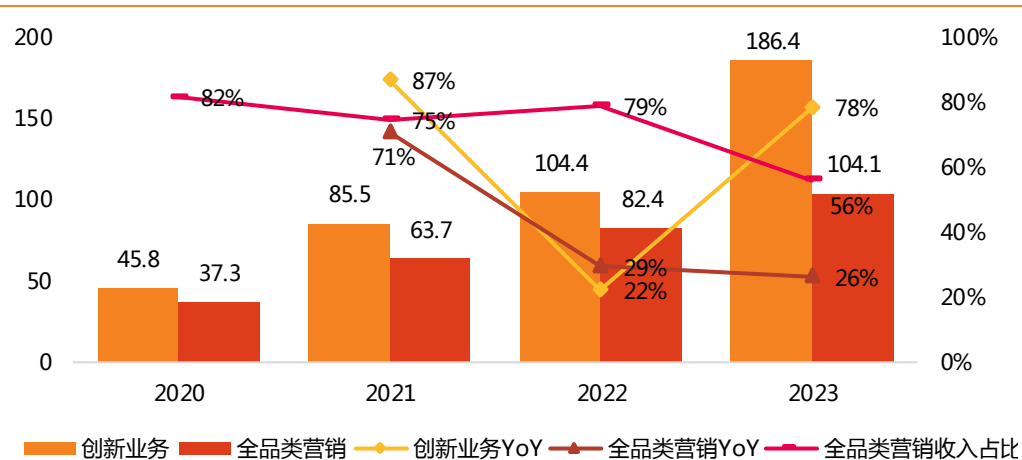
| | | |
|---------|-----------|---|
| 户用技术方案 | 农户房型全覆盖 | 支持近百种应用场景，包括阵列式、阳光房、庭院等类型，覆盖95%市面上可见房型，适用于各地区屋顶类型，目前已为国内20余省超五万用户提供分布式光伏解决方案。 |
| | 灵活定制 | 技术方案包含30余种通用方案，50余种特殊方案，针对各类非标准房型出具专属定制化解决方案。 |
| | 技术创新 | 坚持技术创新迭代，紧跟市场需求，以更前沿的技术服务广大用户。 |
| 工商业技术方案 | 支持各类屋面 | 100%覆盖工商业常见屋面类型:彩钢瓦屋面、混凝土屋面、TPO屋面、光伏车棚等，支持BAPV、BIPV等多种产品形式。 |
| | 多场景应用 | 更多应用场景如地面集中式电站，覆盖渔光互补、农光互补、山地光伏等形式。 |
| | 光伏+ 跨行业合作 | TCL光伏科技已携手航空、制造、食品、科技、教育、种养殖业等多行业头部伙伴打造零碳园区，TCL光伏电站覆盖学校、机场、纺织厂、食品厂、高新科技产业园、精密制造厂、汽车组装厂、钢材制造厂、物流园、农牧渔场等近20种不同行业场景。 |

资料来源：TCL 光伏科技公众号，天风证券研究所

3.2.2. 全品类营销：产品竞争力持续提升，带动全球分销业务收入快速增长

基于多年来源自显示业务所累计的全球品牌影响力、跨地域的市场渠道布局，公司旗下空调、冰箱及洗衣机等智能产品全球分销业务持续增长，23 年 TCL 全品类营销业务收入 104 亿港元，同比+26%，占创新业务比重约 56%。盈利能力方面，公司 23 年全品类营销业务毛利率提升 3.5pcts，达到 16.7%。

图 28：23 年公司全品类营销业务收入 104 亿港元，同比+26%，占创新业务比重约 56%

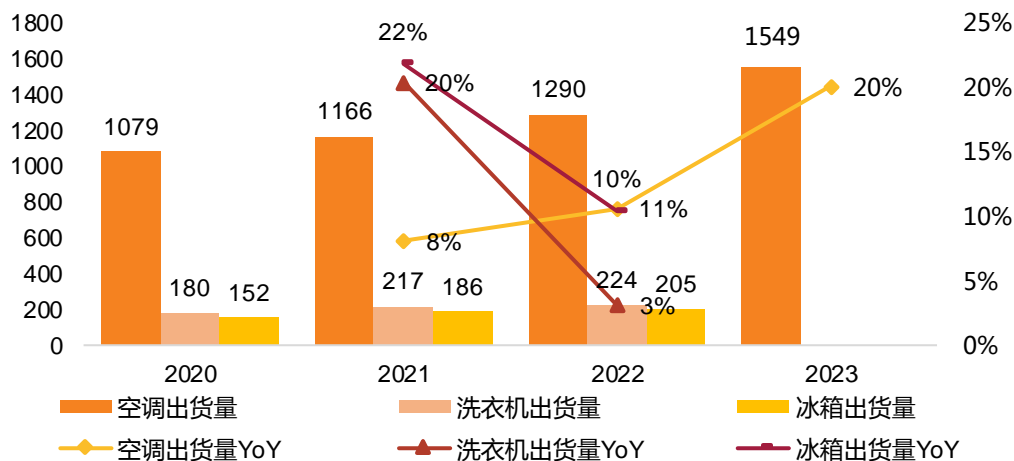


资料来源：TCL 电子年报，天风证券研究所

据 TCL 实业公众号，2022 年 TCL 空调、洗衣机、冰箱全球出货量分别达 1290、224、205 万台，分别同比+11%、+3 %、+10%；据产业在线数据，2023 年 TCL 空调全球出货量 1549

万台，同比+20%，出货量全球排名第四。同时，公司不断推出以“智慧健康”、“节能环保”、“AI 智能”为卖点的新品深化产品力，伴随 TCL 白电业务全球影响力持续提升，有望支撑公司全品类营销业务实现稳步增长。

图 29：2020-2023 年 TCL 空冰洗全球出货量持续提升（万台）

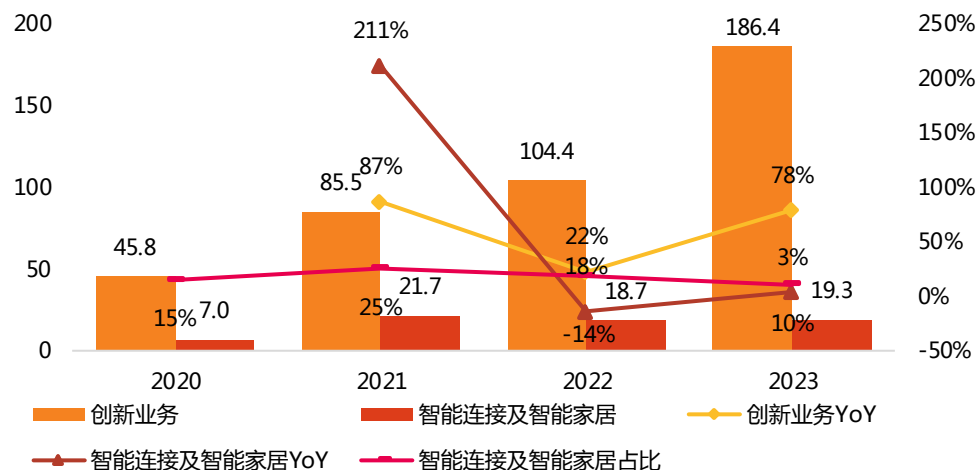


资料来源：TCL 实业投资者关系公众号，天风证券研究所

3.2.3. 智能连接及智能家居：持续完善智能物联生态布局，AR 产品具备竞争力

2023 年公司智能连接和智能家居业务收入达 19.32 亿港元，同比增长 3.2%。其中，智能家居业务收入为 7.06 亿港元；智能连接业务收入同比+6.3%至 12.26 亿港元，毛利率同比+11.0pcts 至 25.4%。

图 30：23 年智能连接及智能家居业务创收 19 亿港元，同比+3%，占创新业务比重 10%

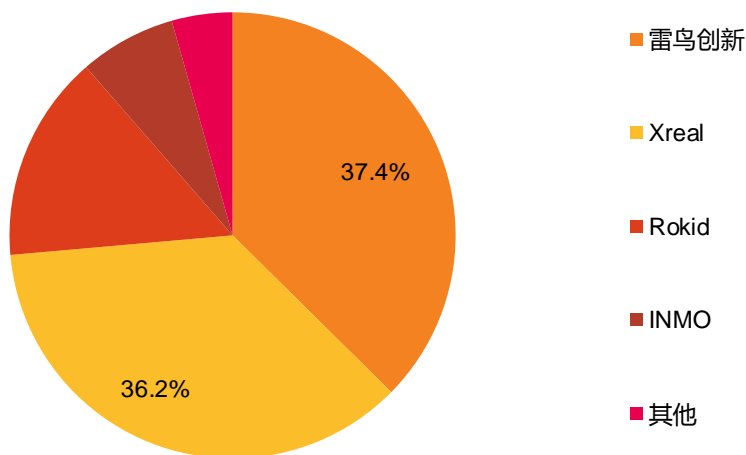


资料来源：TCL 电子年报，天风证券研究所

分业务看，智能连接业务方面，公司于 2023 年持续深耕运营商渠道，降本增效，实现有质量增长。智能家居业务方面，公司 23 年推出多款智能门锁新品，全年新品出货量全渠道占比超 50%；线下区域连锁渠道持续突破，全年线下门锁出货量同比增长超 30%。此外，2023 年公司坚持发展 AR 和 XR 智能眼镜赛道，内部孵化的雷鸟创新在国内推出消费级 AR 眼镜雷鸟 X2、X2 Lite，XR 眼镜新品雷鸟 Air2 等新品。洛图科技调研报告显示，2023 年雷

鸟创新以 37.4% 的份额排在中国 AR 品牌线上监测市场的首位。

图 31：据洛图科技，2023 年雷鸟创新份额位居中国 AR 品牌线上市场首位，达 37.4%



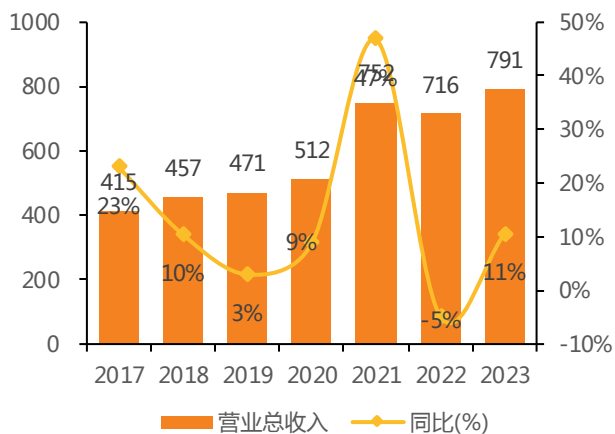
资料来源：Runto 洛图科技观研公众号，天风证券研究所

4. 财务分析：盈利能力稳中向好，降本增效成效凸显

4.1. 23 年营收、业绩同步改善，盈利改善具备弹性

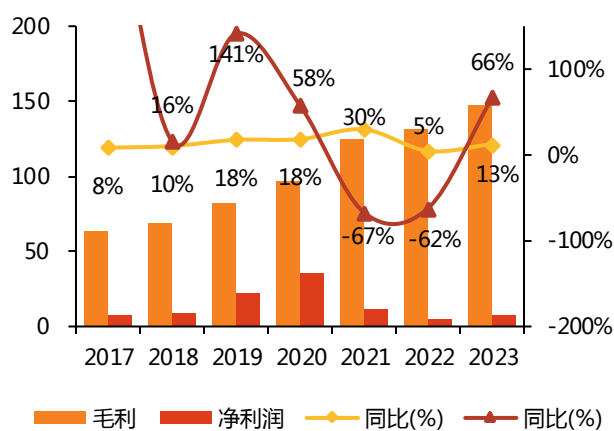
坚持中高端战略与国际化运营，23 年经营质量与盈利能力改善。2023 年公司实现营业总收入 791 亿港元，同比+11%，实现毛利 148 亿港元，同比+13%，实现净利润 7.4 亿元，同比+66%。公司抓住市场结构性需求，坚持推动“中高端+大屏”叠加“TCL+雷鸟”双品牌战略，推动盈利能力稳中向好，2023 年毛利率同比+0.3pct 至 18.7%，净利率同比+0.3pct 至 0.9%，此前 2021-2022 年受面板、芯片等原材料及国际物流价格波动影响公司业绩连续受损，2023 年公司净利率迎来回升。

图 32：2017-2023 年 TCL 电子营业收入（亿港元）



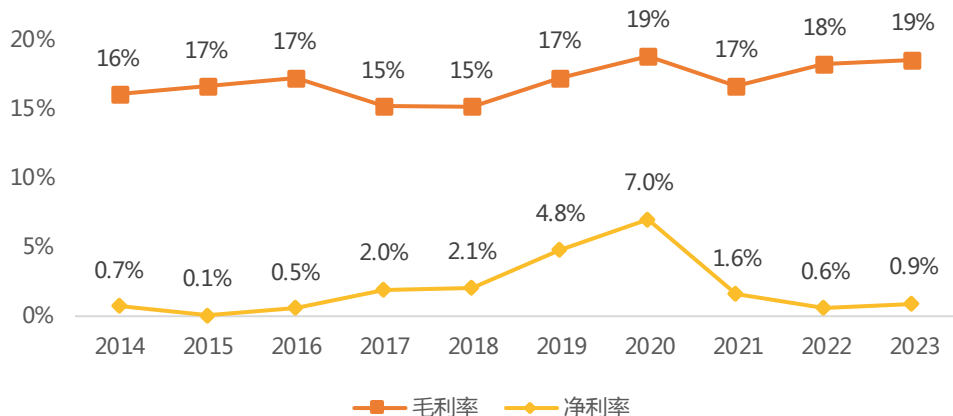
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 33：2017-2023 年 TCL 电子毛利/净利润（亿港元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

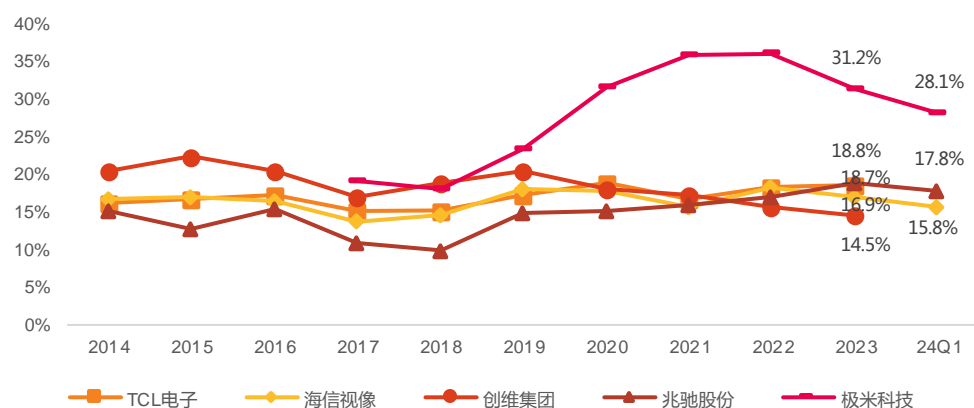
图 34：2014-2023 年 TCL 电子毛利率、净利率走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

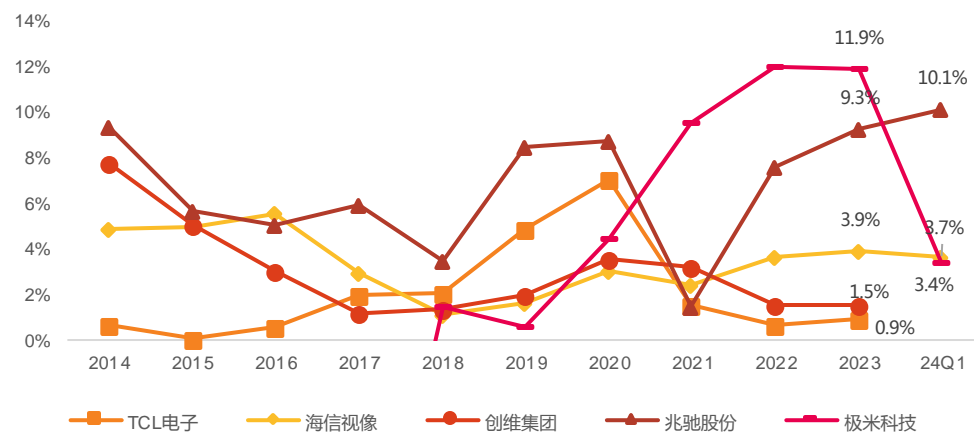
对比同业公司，公司近年来毛利率处行业中位水平（2023 年 18.7%），与同行业海信视像较为类似；净利率则处于同业较低水平（2023 年 0.9%），相较于同样为彩电品牌商的海信视像/创维集团 23 年净利率 3.9%/1.5%，具备较大改善空间。

图 35：2014 年至 2024Q1 TCL 电子与可比公司销售毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 36：2014 年至 2024Q1 TCL 电子与可比公司归母净利率

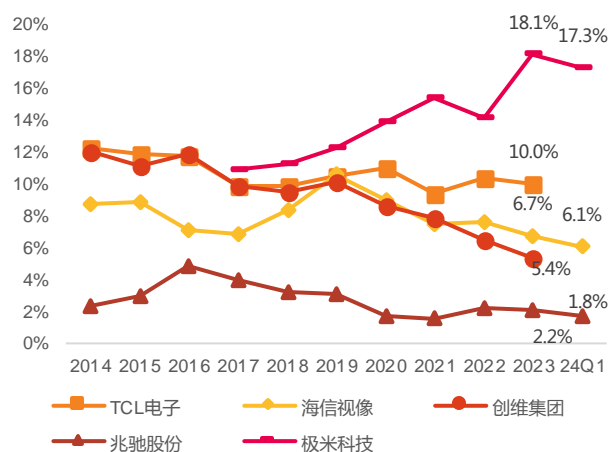


资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 降本增效带动费用率优化，研发效率领先行业

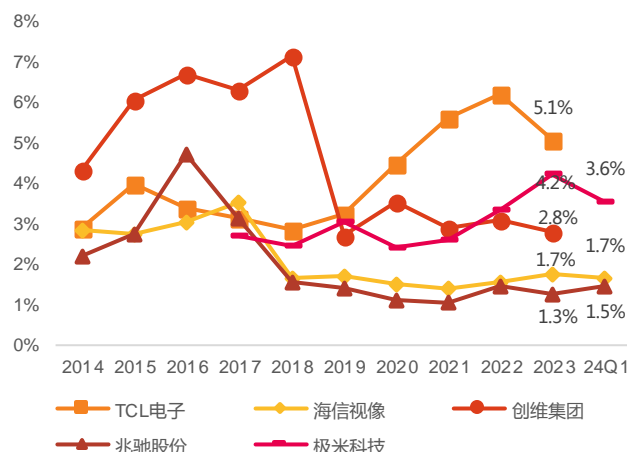
费用端，TCL 电子 2023 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.0%/5.1%/2.9%/1.1%，分别同比-0.4/-1.1/-0.6/+0.2pct。从费用率变化趋势看，2014 年至 2023 年公司销售费用率呈逐步优化态势，研发费用率、管理费用率则有所提升，财务费用率整体稳定。其中，2023 年公司坚持降本增效，带动运营效率改善，精准营销控制投入，带动销售、管理费用率有明显优化，助力业绩端改善。对比同业公司，TCL 电子销售费用率水平仅低于极米科技，明显高于业务属性较为类似的海信视像、创维集团，伴随公司增效持续具备大幅改善空间；管理费用率、财务费用率略高于同业公司；2023 年研发费用规模与海信视像、创维集团类似（均在 23 亿元左右），研发资金投放方向主要在 Mini LED 技术、画质引领以及 XR 眼镜等方面，基于公司较高的营收规模水平，公司研发费用率处于行业低位，效率领先行业。

图 37：2014-2023 年 TCL 电子与可比公司销售费用率



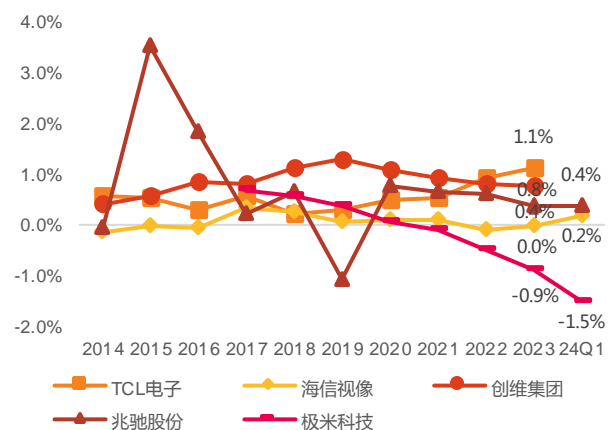
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 38：2014-2023 年 TCL 电子与可比公司管理费用率



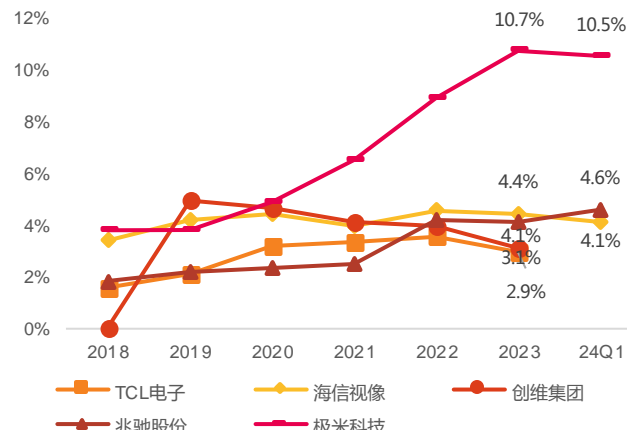
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 39：2014-2023 年 TCL 电子与可比公司财务费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 40：2018-2023 年 TCL 电子与可比公司研发费用率



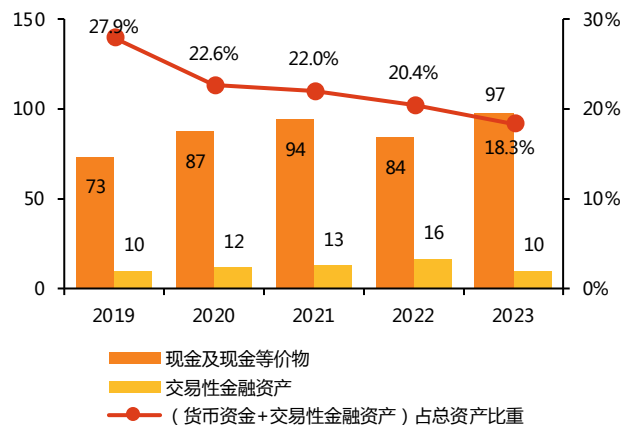
资料来源：Wind，天风证券研究所

4.3. 流动资金充裕，财务状况稳健

在手资金方面，据公司 2023 年年报披露，截至 2023 年 12 月 31 日，公司现金及现金等值项目共约 107 亿港元，同比+14.3%，其中 45.5%为美元、36.3%为人民币、4.3%为欧元、2.1%

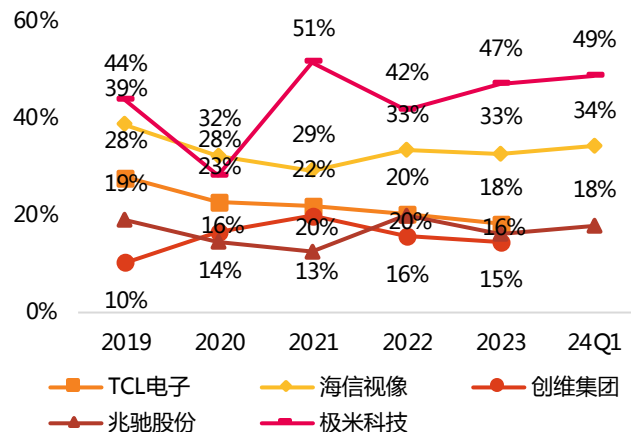
为港元，而 11.8% 为其他货币以供海外业务所用。从报表来看，2023 年公司货币资金+交易性金融资产约 108 亿元，略低于同期海信视像的 148 亿元，但大幅高于其他可比公司；2023 年公司货币资金+交易性金融资产占总资产比例为 18.3%，处于行业中位水平。

图 41: TCL 电子货币资金+交易性金融资产占总资产比重 (亿元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

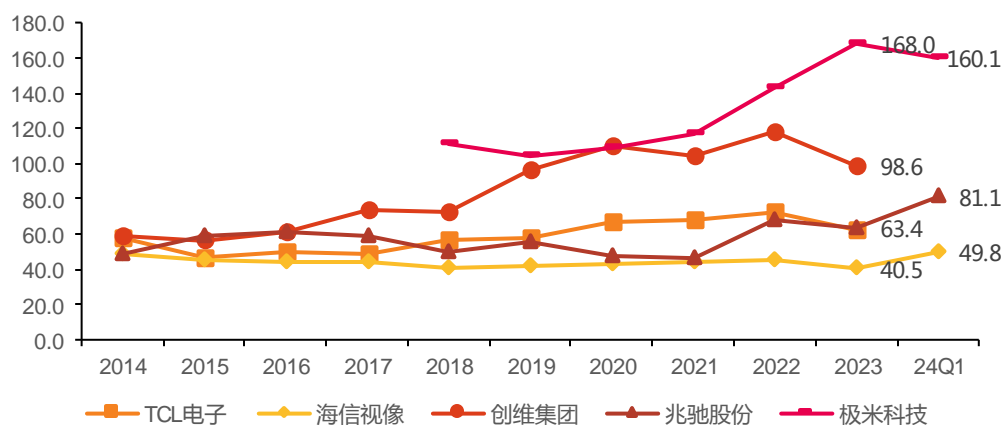
图 42: TCL 电子与可比公司货币资金+交易性金融资产占总资产比重



资料来源: Wind, 天风证券研究所

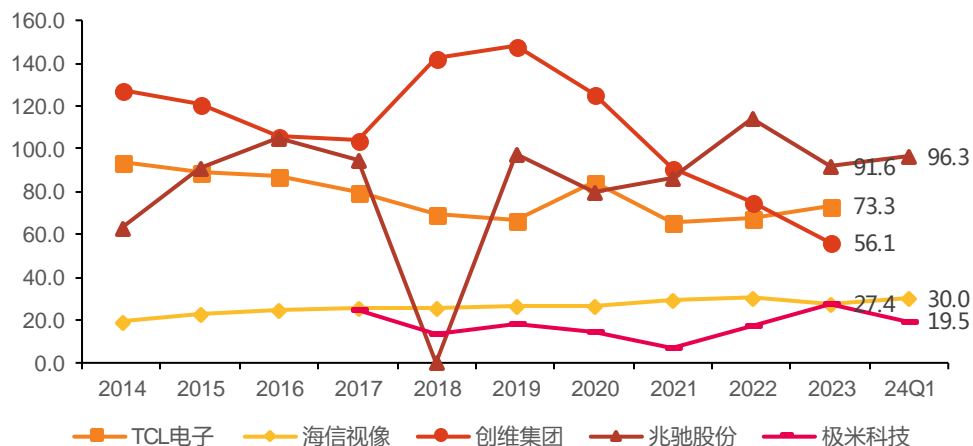
负债有效覆盖，坚持效率至上。截至 2023 年 12 月 31 日，公司现金及现金等值项目+受限制现金及已抵押存款约 108 亿港元，可覆盖同期银行及其他贷款及租赁负债总额（约 62 亿港元），公司资本负债率（总额）为 37.2%。2023 年公司存货、应收账款、应付账款周转天数为 61.8 天、73.3 天、120.4 天，分别同比-10.5/+5.8/+1.8 天，公司以全球化布局优化供应链、物流和服务能力及合作生态，带动存货周转效率明显改善，同时公司应付账款周转天数领先行业，具备较好的产业链议价权。

图 43: 2014-24Q1TCL 电子及可比公司存货周转天数变化 (天)



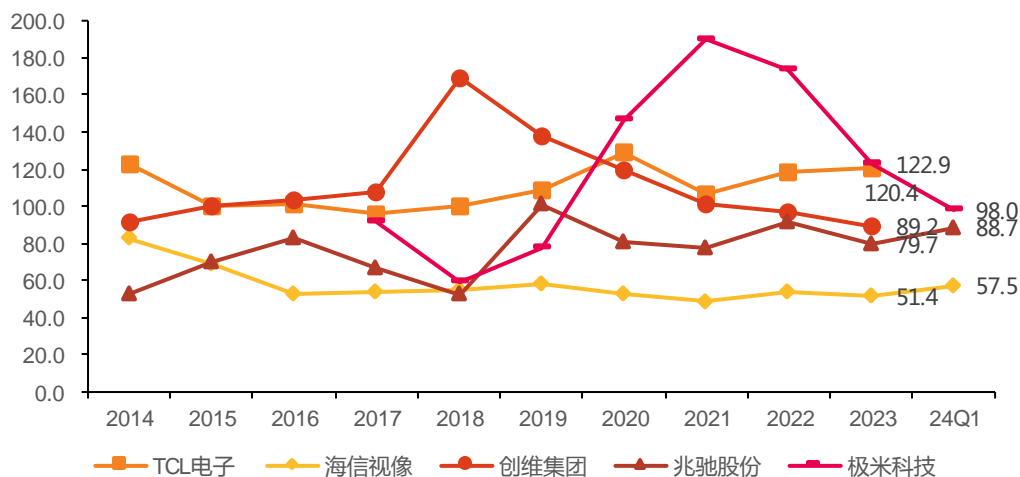
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 44：2014-24Q1TCL 电子及可比公司应收账款周转天数变化（天）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 45：2014-24Q1TCL 电子及可比公司应付账款周转天数变化（天）



资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 盈利预测

我们对 TCL 电子 2024-2026 年各个业务营收增速预测假设如下：

- 1) **显示业务**：大尺寸显示业务，24 年公司“中高端+大屏”战略、“TCL+雷鸟”双品牌战略持续推进，及外需改善，有望带动国内外收入增速实现 10%+ 增长，25-26 年有望实现高个位数增长。中小尺寸显示持续聚焦发展、提质经营、架构精简，并进一步巩固欧美一线网络运营商全渠道覆盖，后续收入规模或进一步收缩。智慧商显方面，伴随国内 B 端、G 端需求逐步改善，公司商显业务收入有望修复至正增长通道。
- 2) **创新业务**：智能连接业务方面，公司 23 年持续深耕运营商渠道，降本增效，实现有质量增长，24-26 年有望延续中高个位数稳步增长；智能家居业务方面，公司 23 年推出多款智能门锁新品，线下区域连锁渠道持续突破，有望带动 24-26 年收入分别实现 13%/11%/9% 增长；全品类营销方面，伴随 TCL 白电业务全球影响力持续提升，有望支撑公司全品类营销业务延续 20%+ 的同比增速；光伏业务方面，受益于上游产业链、金融合作伙伴及工商项目资源及国内渠道优势的深化，并充分发挥与母公司 TCL 集团的战略协同效应，公司光伏业务收入规模有望延续快速放量趋势。

- 3) **互联网业务**：国内方面，公司智能电视活跃设备量处业内领先水平，有望支撑 24-26 年雷鸟互联网业务收入延续 10%-15% 的增长；海外方面，近年来公司持续深化与 Google、Roku、Netflix 等互联网巨头保持密切合作，通过合作伙伴 OTT 平台触达海外庞大的 TCL 智屏用户，增强变现能力，考虑到海外合作伙伴 ARPU 对比 TCL 较高，密切合作利于打开海外用户空间，分成模式下有望带动公司互联网业务海外创收能力提升，带动 24-26 年海外互联网收入延续超 30% 快速增长。
- 4) **其他业务**：预计 24-26 年延续 22-23 年的双位数增长。

表 3：TCL 电子业务分业务预测情况（百万港元）

| 单位：百万港元 | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 整体收入 | 50953 | 74847 | 71351 | 78986 | 89394 | 100152 | 111321 |
| <i>yoy</i> | | 47% | -5% | 11% | 13% | 12% | 11% |
| 1.显示业务 | 44570 | 63949 | 57907 | 56540 | 60025 | 63762 | 67833 |
| <i>yoy</i> | | 43% | -9% | -2% | 6% | 6% | 6% |
| 1.1大屏显示 | 39619 | 49267 | 45194 | 48632 | 54148 | 59034 | 63568 |
| <i>yoy</i> | | 24% | -8% | 8% | 11% | 9% | 8% |
| 1.1.1 国内 | 12862 | 13238 | 15194 | 16016 | 17618 | 18851 | 20170 |
| <i>yoy</i> | | 3% | 15% | 5% | 10% | 7% | 7% |
| 1.1.2 海外 | 26757 | 36029 | 30000 | 32616 | 36530 | 40183 | 43398 |
| <i>yoy</i> | | 35% | -17% | 9% | 12% | 10% | 8% |
| 1.2中小尺寸显示 | 11104 | 14375 | 11802 | 7053 | 4937 | 3703 | 3147 |
| <i>yoy</i> | | 29% | -18% | -40% | -30% | -25% | -15% |
| 1.3智慧商显 | 262 | 307 | 911 | 855 | 941 | 1025 | 1117 |
| <i>yoy</i> | | 17% | 197% | -6% | 10% | 9% | 9% |
| 2.创新业务 | 4577 | 8546 | 10444 | 18640 | 24569 | 30433 | 36213 |
| <i>yoy</i> | | 87% | 22% | 78% | 32% | 24% | 19% |
| 2.1智能连接及穿戴设备 | | 1562 | 1154 | 1226 | 1312 | 1391 | 1460 |
| <i>yoy</i> | | | -26% | 6% | 7% | 6% | 5% |
| 2.2智能家居 | | 612 | 719 | 706 | 798 | 886 | 965 |
| <i>yoy</i> | | | 17% | -2% | 13% | 11% | 9% |
| 2.3全品类营销 | | 6372 | 8243 | 10409 | 13011 | 15874 | 19048 |
| <i>yoy</i> | | | 29% | 26% | 25% | 22% | 20% |
| 2.4光伏业务 | | | 328 | 6299 | 9449 | 12283 | 14740 |
| <i>yoy</i> | | | | 1820% | 50% | 30% | 20% |
| 3.互联网业务 | 1233 | 1849 | 2298 | 2763 | 3339 | 3986 | 4712 |
| <i>yoy</i> | | 49.92% | 24.28% | 20.23% | 20.84% | 19.38% | 18.22% |
| 3.1 雷鸟 | 911 | 1490 | 1797 | 2061 | 2370 | 2678 | 2973 |
| <i>yoy</i> | | 64% | 21% | 15% | 15% | 13% | 11% |
| 3.2 海外OTT合作收入 | 323 | 359 | 501 | 702 | 969 | 1308 | 1739 |
| <i>yoy</i> | | 11% | 40% | 40% | 38% | 35% | 33% |
| 4. 其他业务 | 572 | 503 | 702 | 1043 | 1460 | 1971 | 2563 |
| <i>yoy</i> | | | 40% | 49% | 40% | 35% | 30% |

资料来源：Wind，天风证券研究所

盈利端：公司抓住市场结构性需求，坚持推动“中高端+大屏”叠加“TCL+雷鸟”双品牌战略，推动盈利能力稳中向好，我们预计公司 24-26 年毛利率稳步提升。费用端，我们预计 24-26 年公司销售费用率、管理费用率延续 23 年的优化态势，研发费用率、财务费用率较为稳定。

表 4：TCL 电子利润表预测（百万港元）

| 百万港元 | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|-------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入 | 50953 | 74847 | 71351 | 78986 | 89394 | 100152 | 111321 |
| <i>yoy</i> | 8.4% | 46.9% | -4.7% | 10.7% | 13.2% | 12.0% | 11.2% |
| 营业成本 | 41291 | 62313 | 58240 | 64230 | 72641 | 81323 | 90282 |
| 毛利 | 9662 | 12534 | 13112 | 14756 | 16752 | 18829 | 21040 |
| <i>毛利率</i> | 19.0% | 16.7% | 18.4% | 18.7% | 18.7% | 18.8% | 18.9% |
| 其他收入及收益 | 2358 | 3029 | 3141 | 1809 | 2400 | 2500 | 2600 |
| 销售及分销支出 | 5617 | 7043 | 7401 | 7900 | 8939 | 9915 | 10909 |
| <i>销售费用率</i> | 11.0% | 9.4% | 10.4% | 10.0% | 10.0% | 9.9% | 9.8% |
| 行政支出 | 2292 | 4223 | 4429 | 4013 | 4470 | 5008 | 5566 |
| <i>行政费用率</i> | 4.5% | 5.6% | 6.2% | 5.1% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| 研发费用 | 1630 | 2481 | 2531 | 2327 | 2682 | 2954 | 3284 |
| <i>研发费用率</i> | 3.2% | 3.3% | 3.5% | 2.9% | 3.0% | 3.0% | 3.0% |
| 其他运营支出 | 53 | 82 | 385 | 244 | 268 | 270 | 278 |
| <i>其他费用率</i> | 0.1% | 0.1% | 0.5% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% |
| 金融资产减值净额 | -43 | -32 | -92 | -139 | -120 | -100 | -90 |
| 融资成本 | 244 | 401 | 669 | 885 | 965 | 1022 | 1113 |
| <i>财务费用率</i> | 0.5% | 0.5% | 0.9% | 1.1% | 1.1% | 1.0% | 1.0% |
| 分占损益： | | | | | | | |
| 合资公司 | 23 | 1 | 26.8 | -2.2 | 10.0 | 10.0 | 10.0 |
| 联营公司 | -84 | 145 | 63.1 | 92.7 | 90.0 | 95.0 | 100.0 |
| 除税前利润 | 2079 | 1448 | 836 | 1148 | 1808 | 2164 | 2509 |
| 所得税 | 186 | 168 | 282 | 321 | 506 | 606 | 702 |
| <i>所得税率</i> | 9% | 12% | 34% | 28% | 28% | 28% | 28% |
| 持续业务净利润 | 1893 | 1279 | 554 | 827 | 1302 | 1558 | 1806 |
| 终止业务净利润 | 1752 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 本期利润 | 3646 | 1279 | 554 | 827 | 1302 | 1558 | 1806 |
| 少数股东损益 | 46 | 95 | 107 | 83 | 130 | 156 | 181 |
| 少数股东损益占比 | 1% | 7% | 19% | 10% | 10% | 10% | 10% |
| 归母净利润 | 3599 | 1184 | 447 | 744 | 1172 | 1403 | 1626 |
| <i>yoy</i> | 57.8% | -67.1% | -62.2% | 66.4% | 57.5% | 19.7% | 15.9% |
| <i>归母净利润率</i> | 7.1% | 1.6% | 0.6% | 0.9% | 1.3% | 1.4% | 1.5% |
| 调整额 | 1432 | -836 | -257 | -59 | -160 | -210 | -300 |
| 经调整归母净利润 | 2168 | 348 | 704 | 803 | 1332 | 1613 | 1926 |
| <i>yoy</i> | 25.1% | -83.9% | 102.4% | 14.0% | 65.9% | 21.1% | 19.4% |
| <i>经调整归母净利润率</i> | 4.3% | 0.5% | 1.0% | 1.0% | 1.5% | 1.6% | 1.7% |

资料来源：Wind，天风证券研究所

6. 投资建议

TCL 电子为全球彩电行业领先企业，持续修炼中高端+全球化运营能力带动 TV 业务份额稳步扩张，在巩固大尺寸显示业务的优势地位同时，公司通过投资、并购及重组等方式积极开展多元化业务，陆续开拓通讯、商用显示、光伏等领域，打开长期增长空间。我们看好公司电视领域稳固的全球龙头地位，以及新业务规模扩张、盈利改善带来的中长期业绩弹性。

结合公司股权激励目标，我们预计 24-26 年公司经调整归母净利润分别为 13.3/16.1/19.3 亿港元。业内 A+H 股均有发行标的当前 AH 股价格比约为 118%，结合 A 股可比公司 24 年 Wind 预测净利润对应平均市盈率 18.3x，我们给予公司 24 年目标市盈率 15.5x，目标价 8.22 港元/股，对应 2024/6/7 收盘价 37%空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 5：可比公司估值情况（统计日期 2024/6/3；除 TCL 电子外取 wind90 天前瞻预测）

| 单位：亿元(A股)； 亿港元(H股) | | 营业收入 | | | | 归母净利润 | | | | | PE | | | |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| A股 | 海信视像 | 536 | 603 | 668 | 735 | 17 | 21 | 24 | 28 | 32 | 13.0 | 14.9 | 12.9 | 11.2 |
| | 极米科技 | 36 | 40 | 45 | 51 | 5 | 1 | 2 | 3 | 4 | 65.6 | 29.6 | 20.8 | 17.8 |
| | 兆驰股份 | 172 | 215 | 250 | 278 | 11 | 16 | 21 | 26 | 30 | 15.9 | 10.5 | 8.6 | 7.4 |
| | 平均值 | 248 | 286 | 321 | 355 | 11 | 13 | 16 | 19 | 22 | 31.5 | 18.3 | 14.1 | 12.1 |
| H股 | TCL电子 | 790 | 894 | 1002 | 1113 | 7 | 8 | 13 | 16 | 19 | 18.1 | 10.9 | 9.0 | 7.5 |

资料来源：Wind，天风证券研究所

7. 风险提示

市场环境波动风险：2023 年能源价格下降快于预期，全球央行连续加息一定程度上缓解了通胀压力，然而由于地缘政治风险犹存以及其他不可预测因素，全球宏观经济增长仍充满不确定性。全球 TV 在 2023 年的出货量并未反弹，同比微跌 0.9%，中国、日本、欧洲等多个区域的出货量出现收缩，北美及新兴市场需求出现回暖，整体 TV 行业呈平稳微缩发展态势，在整体存量竞争环境下行业竞争或有所加剧。

原材料价格波动的影响：面板是公司 TV 及移动通讯产品的重要原材料，因此公司业务依赖面板的可用情况及其价格。为更好地控制风险，公司供应商保持良好关系，并将不断加强与 TCL 实业控股集团、TCL 科技集团多个产业之协同优势，通过与华星光电（中国的一家主要面板供应商）的长期关系，发挥全产业链一体化优势。同时，公司将在巩固和提升现有智屏业务的同时，积极开展多元化业务，通过投资、并购及重组等方式，陆续开拓通讯、商用显示、光伏等业务，打开新的业务增长空间。

外币兑换风险：公司业务及营运面向国际市场，因此需承受外汇交易及货币转换的外币兑换风险。公司策略是中央处理外汇管理事宜，以监控其所承受的总外汇风险，抵消各关联公司之状况及与银行集中进行对冲交易。公司强调以功能性货币进行贸易、投资及借贷的重要性，达到自然对冲效果。此外，为符合以稳健的财务管理策略为目标，公司并无参与任何高风险的衍生工具交易或杠杆式外汇买卖合约。

降本增效、新业务盈利改善不及预期：公司近年来坚持降本增效，带动运营效率改善，精准营销控制投入，带动 2023 年销售、管理费用率有明显优化，同时光伏业务、全品类营销业务等新业务实现盈利亦助力业绩端改善，若后续公司整体降本效果及新业务盈利能力未如期改善，公司业绩弹性或不及预期。

跨市场估值可能导致估值结论不准确的风险：本文采用了业内 A+H 股均有发行标的当前 AH 股价格比指标以给予 TCL 电子目标市盈率，考虑到不同交易市场具备一定估值差异与偏好，或导致估值结论具备一定主观性。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|---------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|-----------------------|--|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088 | 邮编：570102 | 邮编：200086 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(0898)-65365390 | 电话：(8621)-65055515 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 传真：(8621)-61069806 | 传真：(86755)-82571995 |
| | | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |