

评级：买入（首次）

市场价格：6.31（港币）

分析师：姚玮

执业证书编号：S0740522080001

Email: yaowei@zts.com.cn

分析师：吴嘉敏

执业证书编号：S0740524060003

Email: wujm@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万港币）	71,580	79,111	89,790	97,705	103,401
增长率 yoy%	-5%	11%	13%	9%	6%
净利润（百万港币）	447	744	1,318	1,637	2,006
增长率 yoy%	-62%	66%	77%	24%	23%
每股收益（港币）	0.18	0.29	0.52	0.65	0.80
每股现金流量	0.54	1.22	5.98	0.81	1.08
净资产收益率	3%	4%	8%	9%	10%
P/E	36	21	12	10	8
P/B	1	1	1	1	1

备注：收盘价为 24/6/19

报告摘要

■ TCL 电子：在改善中砥砺前行

公司经营出现什么变化？TCL 电子 24/1 发布目标亮眼的股份奖励计划，目标在 2023 年 8 亿元的经调整利润上，24/25/26 年增长达到 50-65%、70-100%、90-150%。过去该公司的弊病在于净利率偏低、非核心业务亏损过多和关联交易复杂等。但股份奖励的推出正表明上述疑虑将逐步消除，我们将迎来一个全新风貌的 TCL 电子。

具体如何改进？①影响业绩的一次性因素已消除、业绩稳定性将提升：2022 年公司的资产注入和出售等工作已完成。另外公司最大的出血点之一中小尺寸业务有望在 24 年大幅减亏，互联网股权激励费用摊销也大幅缩小，2024 年是公司开启新篇章的关键第一年。

②组织架构调整、提效降费：过去规模导向下，前端销售部门自由度较高，导致高销售费率。2023 年公司逐渐转往效率导向，将中外 2 个大区拆分为 6 个营销本部，在新的扁平化销售架构和各个部门自负盈亏的目标下，有望改善公司之前较为粗放的费用投放方式。

■ 核心成长点：电视主业何处见增长？

①高端化：MINILED 和大屏等高端产品渗透加速增厚利润。我们预期 2024 年 TCL 的 MINILED 全球销量高增。国内大屏近年快速普及，过半销量来自 60 寸+的大屏，未来仍能贡献 20-30% 的均价提升空间。

②全面化：雷鸟帮助公司补充性价比短板。雷鸟定位极致“堆料”质价比电视，公司近年加快推广，21-23 年销量 CAGR 达 161%。24 年新增 MINILED 产品，依托于此，预计公司增量又增利。对标 VIDDA 的比例雷鸟预计有 38% 的增量空间。

③全球化：全球市场份额达到 13%，公司步入发展新阶段，深化高端占比成为“中资品牌”策略的核心。分区域看，北美是公司大本营；在欧洲，公司拥有法国阿尔卡特带来的渠道资源；而新兴市场是公司近三年主要增量来源。中长期看，TCL 未来方向侧重结构调整，主要策略为增加中高端渠道资源投入，提高高端电视的渠道铺货率；推出高质价比新品，与韩系品牌形成性价比优势，24Q1 公司上架产品大部分定位中高端，显著提升 TCL 整体平均售价；营销上赞助本土赛事和球队，突破本土销量。

■ 互联网业务：并表业务，盈利强增速快

互联网业务：高盈利性显著，毛利率稳定在 50%+。近五年靠 ARPU 提升带动公司该业务收入 CAGR 达 44%，随着消费者逐步形成无感消费习惯，增速有望持续。

光伏、全品类营销（分销白电）和智能家居：TCL 电子平台定位零售终端的品牌业务，公司发挥渠道协同优势拓展多元业务，光伏在加速进入 TCL 销售网点的带动、白电在新增白电专职销售的催化下，有较高的成长空间。

■ 盈利预测和投资建议

短期内公司在小尺寸等非核心业务减亏、组织改革强调各个业务部分自负盈亏提升经营效率，中长期黑电主业也迈入提盈利阶段。公司在 24 年初发布股份奖励计划后开启增长新纪元，可给予公司一定溢价，预计公司 24-26 年归母净利润为 13、16 和 20 亿港币（YOY+77%、24%、23%），对应 PE 为 12、10、8。首次覆盖，给予“买入评级”。

■ 风险提示：国内竞争加剧、海外竞争加剧、面板成本持续走高、外汇波动、研报信息更新不及时风险。

基本状况

总股本(百万股)	2,521
流通股本(百万股)	2,521
市价(港元)	6.31
市值(百万港元)	15,907
流通市值(百万港元)	15,907

股价与行业-市场走势对比



相关报告

《海信视像：再谈份额与利润》

2023/8/15

内容目录

一、TCL 电子：砥砺前行，持续改善.....	- 5 -
1、历史梳理：从磁带厂起家的电视巨头.....	- 6 -
2、痛点之一：如何增加业绩稳定性？.....	- 9 -
2、痛点之二：费率过高如何解决？.....	- 11 -
二、核心成长点：电视主业何处见增长？.....	- 13 -
维度一：高端化，MINILED 和大屏等高端产品渗透加速.....	- 15 -
维度二：全面化，内销雷鸟补足性价比短板.....	- 19 -
维度三：全球化，外销步入提利润新阶段.....	- 21 -
三、互联网业务：并表业务，盈利强增速快.....	- 28 -
四、借助广泛终端渠道优势，拓展多元业务.....	- 30 -
1、光伏：业务规模加速扩张，降本有望持续释放利润.....	- 30 -
2、全品类营销：最大化黑电渠道优势，发挥渠道协同白电.....	- 30 -
3、智慧商显&智能连接家居：期待未来形成多元成长曲线.....	- 31 -
五、盈利预测和投资建议.....	- 32 -
六、风险提示.....	- 35 -

图表目录

图表 1：2024 年 TCL 电子股份奖励计划	- 5 -
图表 2：2024 年 TCL 电子股份奖励计划授予人员	- 5 -
图表 3：TCL 电子过去的员工奖励方案	- 5 -
图表 4：TCL 业务拓展历史梳理，从磁带到电话再到彩电，从下游电视到上游面板	- 6 -
图表 5：TCL 资本运作梳理：从电话/彩电上市到整体上市，再到上游下游分开上市	- 7 -
图表 6：TCL 电子股权架构	- 7 -
图表 7：TCL 科技股权架构	- 7 -
图表 8：2023 年 TCL 实业架构	- 8 -
图表 9：TCL 电子收入（亿港币）及 YOY	- 8 -
图表 10：21-23 年 TCL 电子的业务占比（%）	- 8 -
图表 11：TCL 和海信收入规模对比（亿人民币）	- 8 -
图表 12：TCL 和海信利润规模对比（亿人民币）	- 8 -
图表 13：TCL 电子归母净利润和扣非归母净利润（亿港币）	- 9 -
图表 14：中小尺寸业务主要包括平板和手机	- 10 -
图表 15：中小尺寸业务覆盖欧美主流运营商渠道	- 10 -
图表 16：雷鸟的股份激励的授予详情	- 10 -
图表 17：TCL 电子和海信视像毛利净利率对比（%）	- 11 -

图表 18: 2023 年 TCL 电子和海信视像费率对比 (%)	- 11 -
图表 19: 2023 年底 TCL 实业开展组织变革, 各个大区管理更加精细化	- 12 -
图表 20: TCL 电视海内外收入规模 (亿港元)	- 13 -
图表 21: 近 5 年 TCL 电视销量 (万台)	- 13 -
图表 22: 2020-2023 年全球电视企业销量份额 (%)	- 13 -
图表 23: TCL 全球电视销量分布 (2023)	- 14 -
图表 24: TCL 电视在当地市场销量份额变动 (%)	- 14 -
图表 25: 海信、TCL 规模和利润的对比 (2023 年, 亿人民币)	- 14 -
图表 26: 全球和中国的 MINILED 电视销量 (万台)	- 15 -
图表 27: 全球和中国的 MINILED 电视渗透率 (%)	- 15 -
图表 28: 以 TCL 为例, MINILED 电视的利润空间更大	- 15 -
图表 29: MINILED 电视均价约为整体电视的 3 倍 (元/台)	- 16 -
图表 30: TCL 是全球首个量产 MINILED 电视企业	- 16 -
图表 31: MINILED 电视销量渗透率变动 (线上)	- 16 -
图表 32: 2024 年以来海信、VIDDA、TCL、雷鸟和小米五个电视品牌推出的 MINILED 电视参数	- 17 -
图表 33: 国内电视销量尺寸结构变动 (%)	- 18 -
图表 34: 海外电视销量尺寸结构变动 (%)	- 18 -
图表 35: 23M6 线下电视分尺寸均价 (元/台)	- 18 -
图表 36: 23M6 线下电视分尺寸均价 (元/台)	- 18 -
图表 37: 未来电视行业大屏结构提价仍有 10-30% 增长空间	- 18 -
图表 38: 雷鸟、VIDDA、小米和酷开 2024 年新系列对比	- 19 -
图表 39: 雷鸟、VIDDA 销量及占内部销量比重变动	- 20 -
图表 40: 各个品牌的 MINILED 线上销量渗透率 (%)	- 20 -
图表 41: 近期线上行业及品牌的均价 (元/台)	- 20 -
图表 42: 近期线上行业及品牌的均价 YOY (%)	- 20 -
图表 43: 当前主流电视品牌自主产能全球分布情况 (万台)	- 21 -
图表 44: 当前和后续规划的海信和 TCL 外销产能本土化率	- 22 -
图表 45: TCL 海外官网目前在售系列数量 (个)	- 22 -
图表 46: 2024 年 TCL 海外官网上新产品比重 (%)	- 22 -
图表 47: TCL 北美市场新品系列	- 22 -
图表 48: 24Q1 美国的电视价格 (美元)	- 23 -
图表 49: 24Q1 美国的电视价格 (美元)	- 23 -
图表 50: 24Q1 欧洲的电视价格 (美元)	- 23 -
图表 51: 24Q1 欧洲的电视价格 (美元)	- 23 -

图表 52: TCL 在欧洲的球队赞助.....	- 24 -
图表 53: 海信是 24 年欧洲杯官网赞助商.....	- 24 -
图表 54: TCL 成为 NFL 的官方合作伙伴.....	- 24 -
图表 55: TCL 在拉斯维加斯的 CES 展会上投放广告.....	- 24 -
图表 56: TCL 大部分销售增量源于新兴市场 (万台)	- 25 -
图表 57: 海信大部分销售增量源于欧美 (万台)	- 25 -
图表 58: TCL 电视在各个地区的销售排名 (2023)	- 25 -
图表 59: TCL 电子在新兴市场的赞助情况.....	- 26 -
图表 60: TCL 在北美渠道的拓展步骤.....	- 26 -
图表 61: BEST BUY 门店 TCL 电视的堆头.....	- 26 -
图表 62: TCL 电视 OS 系统.....	- 28 -
图表 63: 互联网业务利润率高是其最大的特点 (%)	- 28 -
图表 64: 雷鸟的股权架构.....	- 28 -
图表 65: 互联网业务收入及增速 (亿港元)	- 28 -
图表 66: 互联网业务量价拆分	- 29 -
图表 67: 互联网业务内外销增速拆分 (亿港元)	- 29 -
图表 68: TCL 光伏业务户用分布式电站.....	- 30 -
图表 69: TCL 光伏业务工商业分布式电站.....	- 30 -
图表 70: TCL 全品类营销业务收入 (亿港元)	- 31 -
图表 71: TCL 全品类营销业务毛利率 (%)	- 31 -
图表 72: TCL 智慧商显业务收入 (亿港元)	- 31 -
图表 73: TCL 智能连接及家居业务收入 (亿港元)	- 31 -
图表 74: TCL 电子的业绩拆分及预测.....	- 33 -
图表 75: TCL 电子的可比公司估值.....	- 34 -

一、TCL 电子：砥砺前行，持续改善

TCL 电子近期发布目标亮眼的股份奖励方案，验证其公司经营进入全新阶段。过去公司弊病在于净利率偏低、非核心业务亏损过多和集团内部关联交易复杂等。但我们认为股份奖励推出的远大目标，正表明上述疑虑正在逐步消除，我们将迎来一个全新风貌的 TCL 电子。

公司在 23 年亮眼成绩单的基础上，推出新一轮股份奖励计划。2024 年 1 月 25 号公司公告股份奖励计划，①以 0 元的价格授予公司董事、高管在内的 363 人合计 8227 万股。②业绩目标是：2023 年 8 亿元的经调整利润上，24/25/26 年增长达到 50-65%、70-100%、90-150%，对应业绩 12-13、14-16、15-20 亿港元。

本次股份奖励意义重大，①不同于过去两次公司的股权激励和股份奖励计划（以期权为主），本次股份激励直接授予股份极大地促进了员工的积极性。②本次奖励计划，明确公告公司的业绩目标，其中 2024 年公司业绩目标同比跃进最快，我们认为 2024 年是公司开启新篇章的关键第一年。

图表 1：2024 年 TCL 电子股份奖励计划

年份	股份归属比例 (%)	业绩目标	对应业绩 (亿港元)	业绩触达后奖励股份归属比例
2023			8	
2024	40%	经调整归母净利润比 2023 年 +50%~65%	12-13	80%~100%
2025	30%	经调整归母净利润比 2023 年 +70%~100%	14-16	
2026	30%	经调整归母净利润比 2023 年 +90%~150%	15-20	

来源：TCL 电子公告、中泰证券研究所

图表 2：2024 年 TCL 电子股份奖励计划授予人员

授予人	奖励股份数 (万股)
杜娟 (主席兼执行董事)	150
彭攀 (执行董事、首席财务官及联席公司秘书)	150
孙力 (非执行董事)	150
张少勇 (首席执行官)	150
其余 359 人 (90%为员工, 10%为关联公司人员)	7627 (人均 21 万股)
合计	8227

来源：TCL 电子公告、中泰证券研究所

图表 3：TCL 电子过去的员工奖励方案

奖励方案	存续期间	奖励方式	授予股份数 (万股)
2008 年股份奖励计划	2008-2023 (已到期)	受托人利用本公司提供的现金，购买市场上的现有股份或认购新股份，并由指定受托人以信托方式为有关经甄选人士持有该等股份，直至该等股份满足相关归属条件并按照 2008 年股份奖励计划规则归属予有关经甄选人士	775.96, 其中 738 万股已归属
2016 年购股权计划	2016-2026 (2024 年终止)	①2016 年 6 月以 4.39 港币/股的行权价授出 310 万股期权，分别在 2016-2018 年底开始行权，2022 年 6 月结束； ②2018 年 4 月以 3.57 港币/股的行权价授出 1223 万股期权，分别在 2018-2020 年 6 月 15 日开始行权，2024 年 6 月 15 日结束。	授出 1533.32 万股，其中 1022.68 万股已行权

来源：TCL 电子公告、中泰证券研究所整理

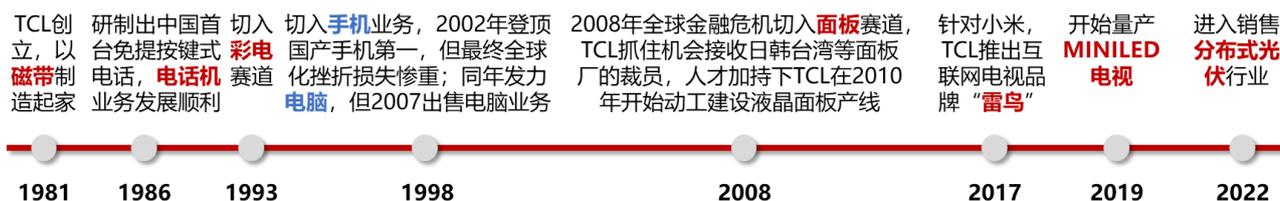
1、历史梳理：从磁带厂起家的电视巨头

回顾过去：TCL 是双子架构，两大主体 TCL 科技（A）+TCL 电子（H）分别涵盖上游面板新能源、下游品牌销售等多样业务。TCL 经历多次股权和公司业务变化，我们将从集团整体业务和股权变迁角度来理顺集团利益并拆解 TCL 电子业务结构。

业务扩展历史：TCL 以磁带起家，顺应时代需求，不断拓展业务边界，推出电话、手机、彩电、电脑、面板、光伏等产品，目前电视、面板、光伏是核心资产。

- **开端：TCL 前身成立于 1981 年，主要生产磁带。**
- **C 端产品多元化：后续逐渐抓住改革开放的红利生产电话等通讯产品，随后切入彩电赛道。公司在彩电上亮点颇多，2017 年为对抗小米、乐视等互联网电视竞争，推出雷鸟子品牌，2019 年成为首家量产 MINILED 电视的企业。**
- **能力圈向难度更高的上游扩张：2008 年收集金融危机被裁掉的面板人才，实现从下游电视向上游面板制造延伸，2021 年收购中环股份进军光伏新能源领域。**

图表 4：TCL 业务拓展历史梳理，从磁带到电话再到彩电，从下游电视到上游面板



来源：TCL 官网、澎湃新闻、文学城、中泰证券研究所整理

股权结构变动历史：

- **管理层增持+核心资产上市：1993 年李东生先生及其管理团队通过股权改革和增持获得更多 TCL 集团的股份，充分激发管理层的主观能动性。1999 年和 2004 年主营电视和电话的 TCL 国际控股（TCL 电子前身）和 TCL 通讯（已退市，并入 TC 电子内）分别 H 股融资上市获得更多扩张助力。**
- **TCL 集团整体上市 A 股：2002 年 TCL 集团引入战投，国资从较强的控股股东转变为相对控股股东，较好的解决产权问题。2004 年 TCL 集团实现集团整体业务上市。整体上市后，股权流通性和含金量大幅提升，进一步调动管理层积极性和公司效率。**
- **集团将 C 端业务从 A 股出售，上下游形成 A+H 上市公司体系：2018 年后 TCL 集团（A 股，TCL 科技前身）剥离电视等 C 端业务并出售给李总及其管理团队持股的 TCL 实业。A 股平台专注于上游的面板和光伏（2021 年收购的中环股份）；H 股平台则专注于电视、手机品牌端以及销售端业务，H 股 TCL 电子便是本文报告的核心主体。**

图表 5: TCL 资本运作梳理: 从电话/彩电上市到整体上市, 再到上游下游分开上市

A 股平台的变动	年份	2004	2018	2019	2021	
	事件	TCL集团整体业务上市 A股	TCL集团公告剥离电视等偏向C端的业务, 出售给TCL实业, 自此A股持股平台仅剩面板业务	TCL集团资产重组完毕, TCL集团更名为 TCL科技 , 聚焦面板的TCL科技后续 开启更大规模的投融资	TCL科技收购中环股份 , 进军光伏	
	代码	000100.SZ	000100.SZ	000100.SZ	000100.SZ	
	简称	TCL集团	TCL集团	TCL科技	TCL科技	
	后续主营	面板、通讯、大家电、服务等	面板	面板	面板、光伏	
港股及实业的变动	年份	1999	2004	2020	2021	2023-2024
	事件	TCL控股 (TCL电子前身, 经营 电视) 在香港主板 上市	TCL通讯港股上市 , 2016年退市	TCL电子公告 收购TCL通讯&出售茂佳 (黑电代工) , 形成电视&手机终端的结合, 把TCL电子打造成终端品牌的平台	TCL实业: 收购奥马电器 (主业冰箱代工) , 公告未来会把同业竞争的白电注入奥马体系内	TCL实业: 注入TCL的冰洗业务至奥马体内 , 并将奥马更名为 "TCL智家"
	代码	1070.HK	2618.HK	1070.HK	-	-
	简称	TCL控股 (TCL电子前身)	TCL通讯 (已退市)	TCL电子	TCL实业 (TCL电子母公司)	TCL实业 (TCL电子母公司)
	后续主营	电视	电话手机等	电视OBM, 及通讯、白电/光伏销售等	通讯、大家电、服务等	通讯、大家电、服务等
管理层持股大事件	年份	1993		1999	2002	
	事件	①针对TCL集团, 惠州市政府与李东生为首的管理团队签署了为期5年的国有资产授权经营合同, 完成目标管理团队可获得股份 ; ②将TCL改组为集团公司等股权改革, 增加来自李东生管理团队的董事, 提高团队在集团的发言权		TCL控股在香港 上市 , 李东生及管理团队通过增量股份奖励, 持股已达到25%, 员工持股达16%	TCL集团 (TCL科技前身) 引入战投持股 , 惠州国资委持股从58%减少至41% , 管理团队持股25%、员工持股16%、战略投资者持股18%	
	代码	-		1070.HK	-	
	简称	TCL集团		TCL控股 (TCL电子前身)	TCL集团 (TCL科技前身)	
	后续主营	通讯、大家电、服务等		电视	通讯、大家电、服务等	

来源: TCL 官网、36 氪、网易订阅、物联网咨询室、FT 中文网、新浪网、澎湃新闻、蓝鲸财经、维库电子博客、中泰证券研究所整理

TCL 的双主体两地上市后, 两个公司无相互持股关系, 李东生先生在 TCL 电子平台持股更多。TCL 科技主要负责面板和光伏等上游业务, TCL 实业负责电视手机等下游业务, 仅通过自然人/员工持股平台分别持股两家公司。由于 TCL 电子定位终端, TCL 内外销均在上市公司体内。其中李东生先生在 TCL 电子的股权达到 28%, 高于 TCL 科技 (7%)。

图表 6: TCL 电子股权架构

 来源: WIND、天眼查、中泰证券研究所
 注: 时间为 2024/6

图表 7: TCL 科技股权架构

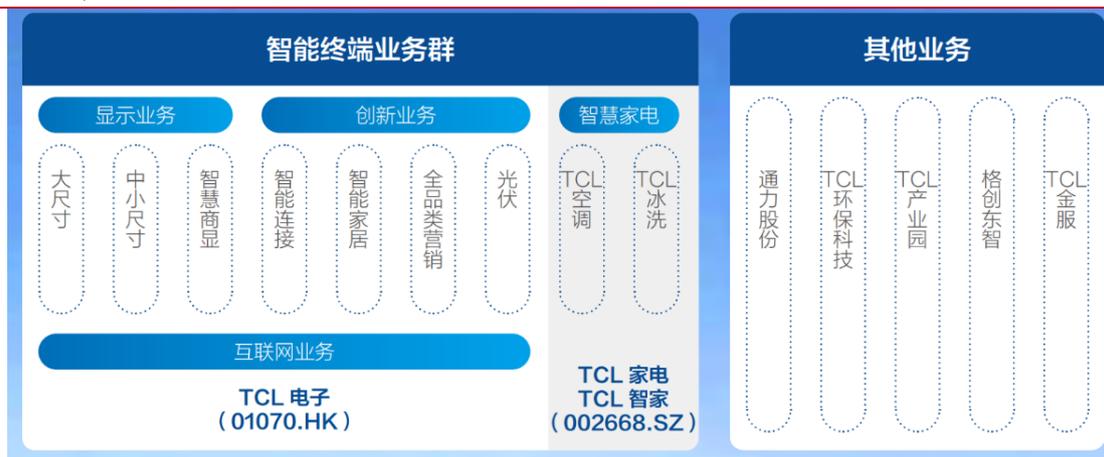
 来源: WIND、中泰证券研究所
 注: 时间为 2024/6

TCL 电子是实业主要上市主体, 包含显示和创新等主要业务, 公司规模接近 800 亿元, 近三年主业收入和毛利率均比较稳健。2021 年公司收入体量明显增长, 239 亿增量源于注入 TCL 通讯 (即手机业务) 带来 97 亿收入增量。②电视在 TCL 大屏

化策略&面板涨价下，海外电视均价大涨贡献 93 亿收入增量。③剩余的 40+亿增量源于全品类营销和互联网等。

2023 年公司 61%收入源于大尺寸显示（电视），13%源于全品类营销（TCL 品牌的白电海外代销），9%来自中小尺寸（平板&手机），8%来自光伏业务，3%为互联网，剩余的 6%为智能连接、商显等业务。

图表 8：2023 年 TCL 实业架构



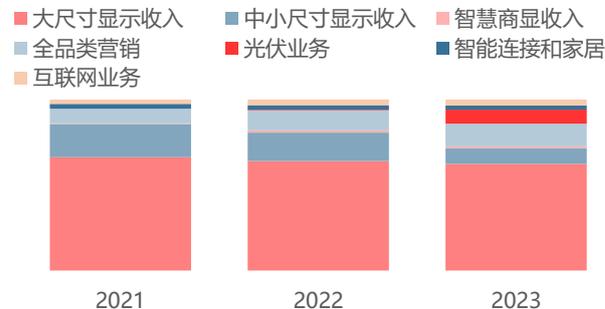
来源：TCL 实业 2023 年报告、中泰证券研究所

图表 9：TCL 电子收入（亿港币）及 YOY



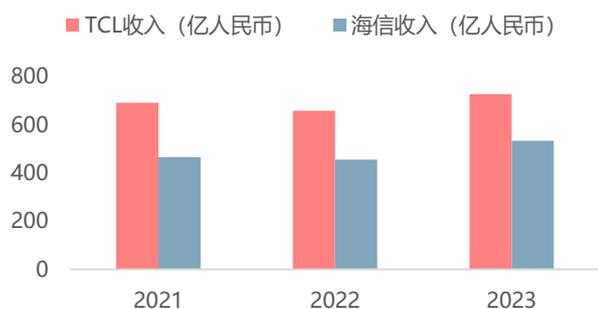
来源：WIND、中泰证券研究所

图表 10：21-23 年 TCL 电子的业务占比 (%)



来源：TCL 电子公告、中泰证券研究所

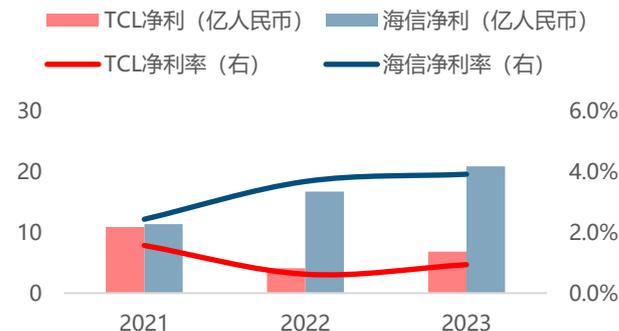
图表 11：TCL 和海信收入规模对比（亿人民币）



来源：WIND、中泰证券研究所

注：港币和人民币汇率按照 0.92:1 计算。

图表 12：TCL 和海信利润规模对比（亿人民币）



来源：WIND、中泰证券研究所

注：港币和人民币汇率按照 0.92:1 计算。

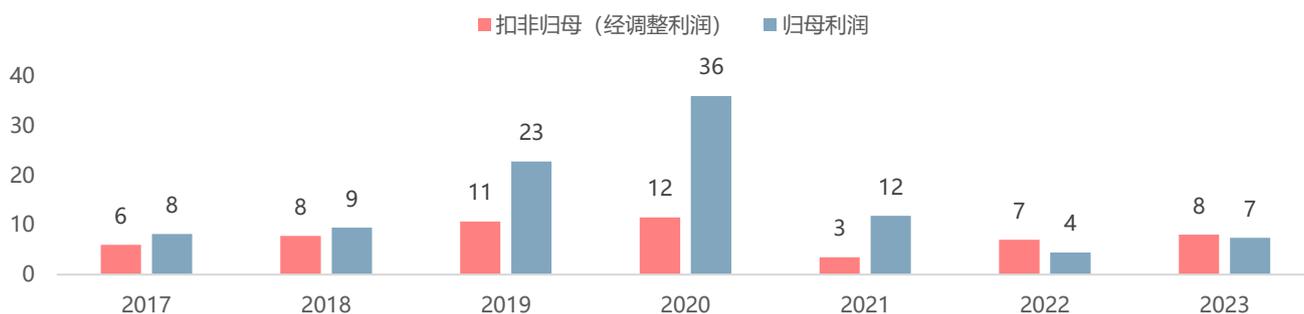
与海信视像相比，TCL 电子收入体量更大，但其归母净利的高低和盈利的稳定性是投资者关心重点，以下我们将从毛利、营业利润、费用率做以下分析说明公司的痛点及改善方式。

2、痛点之一：如何增加业绩稳定性？

公司过去业绩波动较大一方面是在存在资产注入、出售等非经常性影响；另一方面则是非主业的中小尺寸等业务为业绩出血点。

23 年公司主业已有修复，但非主业亏损仍为公司业务出血点。相较于归母利润（存在非经常性资产出售等损益影响），经调整利润或许能更好解释公司的实质情况。①2014-2020 年表现稳定；②2021-2022 年显著回调主要是收购通讯（即手机业务）后带来较大的费用，其中 2021 年面板大幅涨价也加剧营业利润的亏损；③相对于 2022 年，2023 年手机等中小尺寸业务亏损、互联网业务的费用摊销等问题并未得到明显解决，但电视高端化和互联网业务增长带动公司经调整利润增长 1 亿，是公司主业修复的标志。

图表 13: TCL 电子归母利润和扣非归母利润 (亿港币)



来源：WIND、中泰证券研究所

展望 24 年：两大出血点（中小尺寸显示、互联网激励费用摊销问题）有望解决，非主业带来的波动有望明显缩窄。

出血点一：中小尺寸显示，主要销售自主品牌的手机和平板电脑，该业务进入主动收缩、追求盈利质量，有望大规模减亏的阶段。该业务在 TCL 重组时，2019 年从 A 股的 TCL 集团（TCL 科技前身）剥离后于 2020 年并入 H 股，以求发挥手机 X 电视的渠道和智能家居体系构建协同优势。

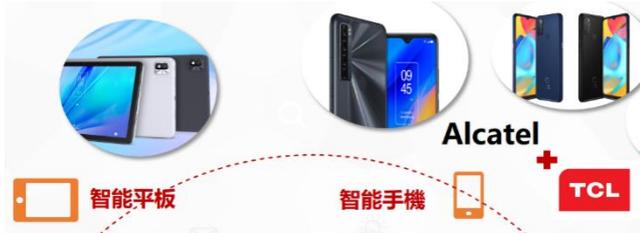
该业务规模较大，曾在全球北美、欧洲、拉美等 150+个国家设立 80+个销售机构，但竞争加剧导致公司该业务出现亏损。目前公司采取收缩战略，主动砍掉亏损业务和渠道，2024 年有望成为轻装上阵第一年。

①从渠道上，主攻盈利能力更强的欧美一线运营商，砍掉其余较为低端的新兴市场渠道，业务收入从 2021 年的 144 亿收窄至 2023 年的 71 亿，23 年欧美收入占比

达到 71%。②从产品上，主动让阿尔卡特（Alcatel）等低端机品牌退出市场。③简化组织架构，业务规模收缩后不再设立小总部，手机和平板业务部门直接跟总部汇报，精简人员降费。

2023 年该业务仍处于优化阶段，效果将在 2024 年显现。保留该业务优势多多，①手机和平板的技术能在 AR 等新显示产品上复用。②该业务储备着优质的欧美一线运营商渠道资源，有望帮助其他业务更快导入。

图表 14: 中小尺寸业务主要包括平板和手机



来源: TCL 电子官网、中泰证券研究所

图表 15: 中小尺寸业务覆盖欧美主流运营商渠道

欧美一线网络运营商全面覆盖



来源: TCL 电子官网、中泰证券研究所

出血点二：雷鸟股份激励，24 年分摊费用大幅减少。TCL 自 2019/3 收购雷鸟 15.6%的股权后，雷鸟并表。为进一步提升雷鸟股权激励计划的激励效果，以及加强参与者与集团利益的一致性，2021 年 5 月 TCL 分别授予雷鸟高管/雇员合计 181 人共 4205 万的新股限制性股份，以及 7242 万股现有股份的限制性股份。24 年预计该板块激励费用有望大幅减少。

图表 16: 雷鸟的股份激励的授予详情

归属年份	股数 (万股)	比例 (%)	占当前股本比例 (%)
2022	4153	36%	1.6%
2023	3541	31%	1.4%
2024	3434	30%	1.4%
2025	320	3%	0.1%
合计	11447	100%	4.5%

来源: TCL 电子公告、中泰证券研究所

2、痛点之二：费率过高如何解决？

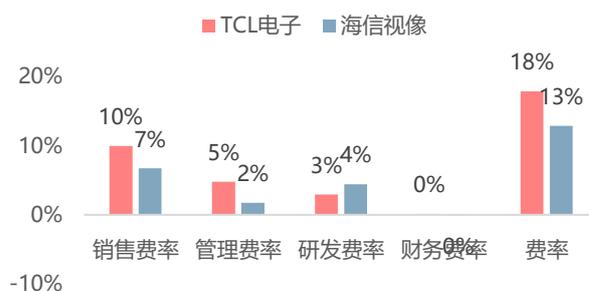
高销售及管理费率导致 TCL 电子利润率较低。TCL 毛利率与同业海信视像相当，但净利率弱于海信视像的原因则在于更高的费用率。即便剔除 AH 会计准则的差异，前者费用率仍比后者高 5%，其中销售和管理费率费率差异较大，导致净利率显著低于后者。

图表 17: TCL 电子和海信视像毛利净利率对比(%)



来源：WIND、中泰证券研究所

图表 18: 2023 年 TCL 电子和海信视像费率对比(%)



来源：TCL 电子公告、中泰证券研究所

注：港股的财务和管理费用和 A 股会计规则有差异，此处费率已将 TCL 电子利息收入加回财务费用中，按照公司汇兑中性原则，将 TCL 电子的汇兑收益加回管理费用中。

TCL 电子销售费率较高的原因是？ ①**销售管理不够精细**：以往公司处于快速扩张阶段更注重收入，因而给予国内外的前端销售部门较高的自由度，导致销售费率较高。②**分销体系的差异**：TCL 电子国内外终端分销环节都在上市公司体内，而海信视像海外销司在体外，导致 TCL 电子销售费率更高。

如何改进？ 组织改革，拆分并精细化组织架构+股份奖励激发积极性。TCL 逐步拆分销司，2022 年 TCL 销售架构仅为国内外两个平台，下半年把北美独立出来，2023 年彻底拆分 6 个大区（中国、亚太、北美、拉美、欧洲、中东非）营销本部，组织架构更平面化，带来诸多优势，

①**减少决策链条，提升组织效率，增强全球产品端对端的经营能力。**②**组织改革后，各个本部需独立核算、自负盈亏，优化费用效率。**③**配合 2024 年 1 月发布的股份奖励计划，考核目标以利润为导向，中高层利益理顺至上市公司，各个本部负责人**在股份奖励的激励下，**更重视高端+大屏等高利润产品销售。**

在新的扁平化销售架构和各个部门自负盈亏的导向下，有望改善公司之前较为粗放的费用投放方式。

图表 19: 2023 年底 TCL 实业开展组织变革, 各个大区管理更加精细化



来源: TCL 实业招聘公众号、中泰证券研究所

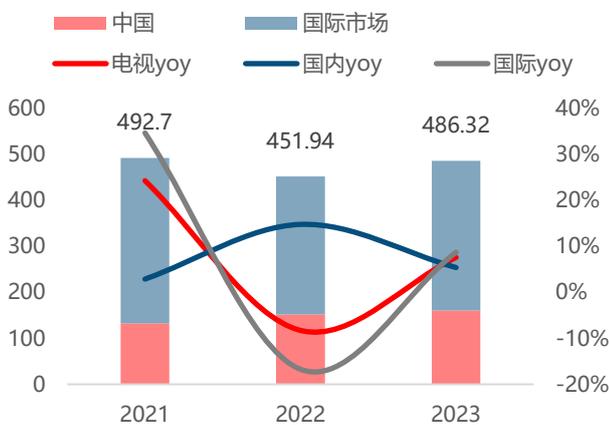
如何改善管理费率? 管理费用的上升更多来自中小尺寸业务的影响, 业务收缩下费率有望缩窄。公司 2008-2019 年管理费率为 2-4%, 略高于海信, 但 2020 年后管理费率提升至 4+%, 主要和小尺寸业务合并有关。后续看: ①小尺寸业务人员优化和退出长尾市场的举措已进入尾声, 减少费用支出。②公司引入智能化生产设备, 在仓储、物流和人力系统引入智能化系统以提升工作效率, 有望持续降本增效。

二、核心成长点：电视主业何处见增长？

短期业绩的迅速修复有望来自公司非主业出血点的减少，叠加治理优化、人员提效。但中期仍更需关注公司主业的成长。公司电视主业当前看占据全球前三销量地位，短期高端化（MINILED 加速渗透）+全球化（海外市占率持续提升）下有望迎来量价齐升的优质成长期。

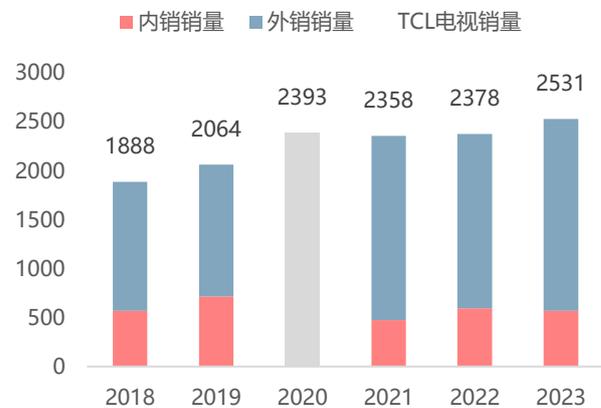
规模大：TCL 和海信是全球的中资电视双雄，销量占据全球前三席位。公司 2023 年整体电视收入达到 486 亿港元，销量突破 2500 万台，据 OMDIA，2023 年 TCL 的全球电视份额达到 13%，销量仅次于三星、海信，位居全球第三席位。

图表 20：TCL 电视海内外收入规模（亿港元）



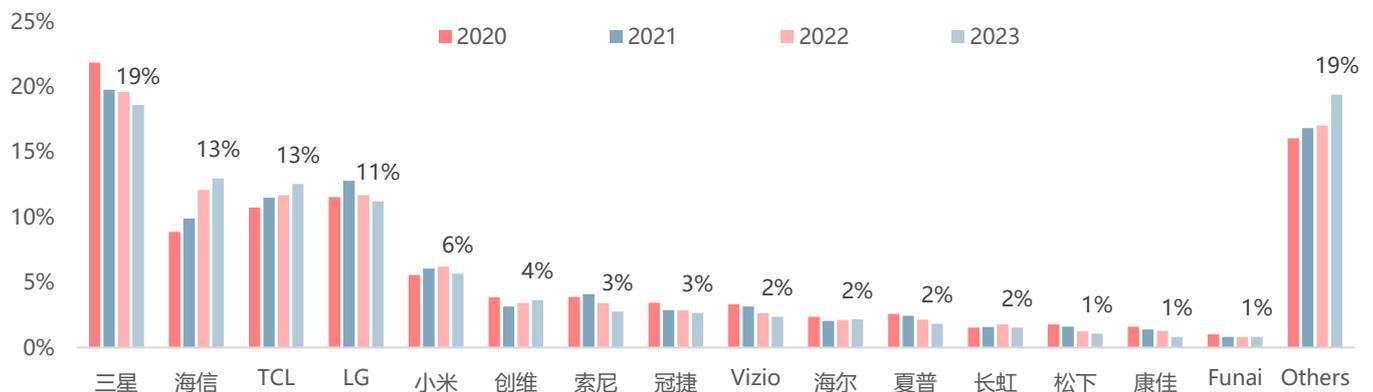
来源：WIND、中泰证券研究所

图表 21：近 5 年 TCL 电视销量（万台）



来源：WIND、中泰证券研究所
注：灰色部分暂未披露内外销占比。

图表 22：2020-2023 年全球电视企业销量份额（%）

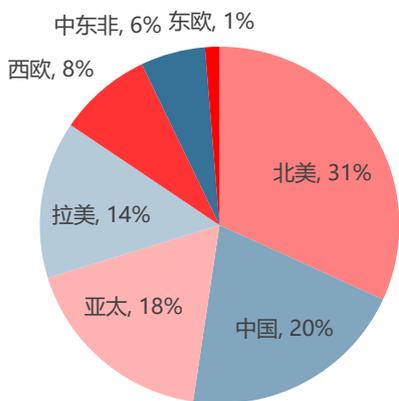


来源：OMDIA、中泰证券研究所

海外强：全球化卓有成效，2023 年海外收入占比 TCL 电视业务 67%。其中美

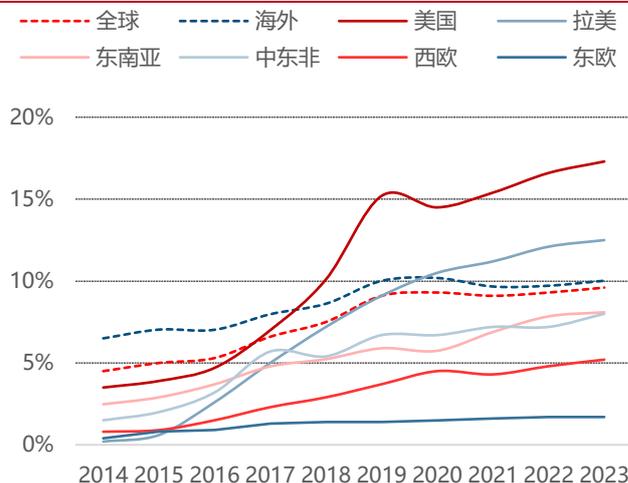
洲为核心据点，其他区域持续开拓。在美洲：TCL 已有较高市场地位。2023 年 TCL 分别占据北美、拉美 17%（仅次于三星）和 13% 的销量份额。在东南亚、中东非、欧洲等市场：公司强化本土化营销和切入本土化渠道，携手意大利国家球队、澳式足球联盟和南美解放者杯等本土化体育赛事，复制美洲成功经验提升份额。

图表 23: TCL 全球电视销量分布 (2023)



来源：欧睿、中泰证券研究所

图表 24: TCL 电视在当地市场销量份额变动 (%)

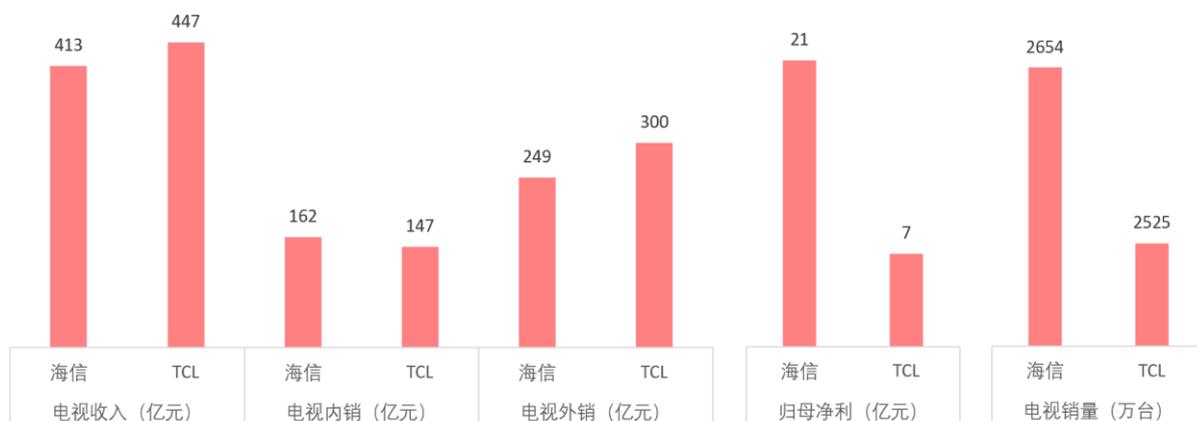


来源：欧睿、中泰证券研究所

盈利弱：公司电视业务规模大、出海强，但盈利弱为此前核心痛点。对比 TCL 与海信视像：两者销量规模类似（收入规模 TCL 由于渠道在体内而更领先），但 TCL 利润仅为海信的 1/3。

总结看：规模已占据龙头地位，提盈利对于 TCL 而言可能为下一阶段工作重点。后续 TCL 的盈利能力能否向上改善？上文我们提及的组织架构优化调整已经为盈利改善打下基础，落实到业务层面上：高端化、全面化、全球化均进入利润释放期，看好公司盈利向上。

图表 25: 海信、TCL 规模和利润的对比 (2023 年, 亿人民币)

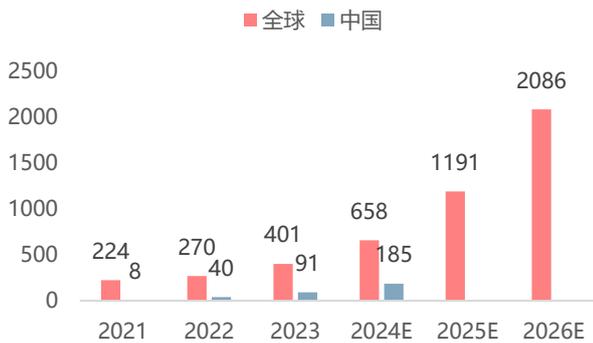


来源：海信视像公告、TCL 电子公告、中泰证券研究所测算
注：港币与人民币汇率按 0.92 计算。

维度一：高端化，MINILED 和大屏等高端产品渗透加速

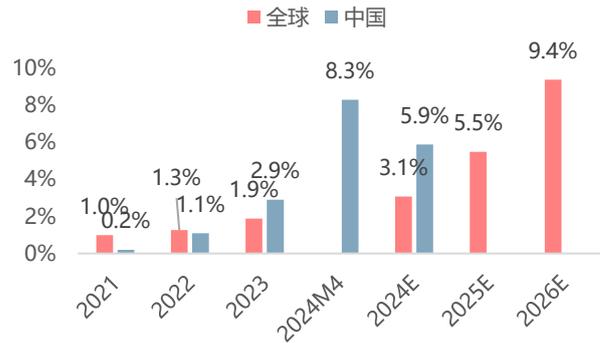
2024 年 MINILED 进入显著放量期。23 年年底随着小米推出高性价比 MINILED 电视，行业进入放量阶段，截至 4 月，奥维统计下我国 MINILED 电视销量渗透率达到 8.3%，预计 24 年内销渗透率比 23 年翻倍。**2023-2026 年全球 MINILED 电视销量年化增速预计达到 73%，短期内会成为电视细分市场核心成长点。**

图表 26：全球和中国的 MINILED 电视销量（万台）



来源：奥维、行家说、中泰证券研究所整理
注：2023 年全球销量为预测值，中国销量是实际值。

图表 27：全球和中国的 MINILED 电视渗透率 (%)



来源：奥维、行家说、欧睿、中泰证券研究所整理
注：2023 年全球销量为预测值，中国销量是实际值。

MINILED 电视均价是整体电视的 3 倍，产品红利下行业利润有望迅速增厚。MINILED 电视均价在 8-16 千元间，而电视均价为 3-6 千元。以 TCL 的两款主打的 MINILED 和普通电视型号为例，其面板规格类似，成本最大区别在于背光模组，成本差异在千元内，但二者售价差距可达到 1500 元，留给制造商较大利润空间。

图表 28：以 TCL 为例，MINILED 电视的利润空间更大

技术	品牌	尺寸	型号	分光区	刷新率	分辨率	亮度 (尼特)	色域	响应速度	上市时间	售价 (元)
MINILED	TCL	65"	65Q9K	1008	144Hz	4K	2000-3000	98%	8.5ms	2024年3月	5999
普通电视	TCL	65"	65T7H	160	144Hz	4K	1100-1500	96%	8.5ms	2023年7月	4499

此两款MINILED和普通电视的面板类型一样。主要差别在背光模组，预计差异在千元内，但二者售价差异达到1500元



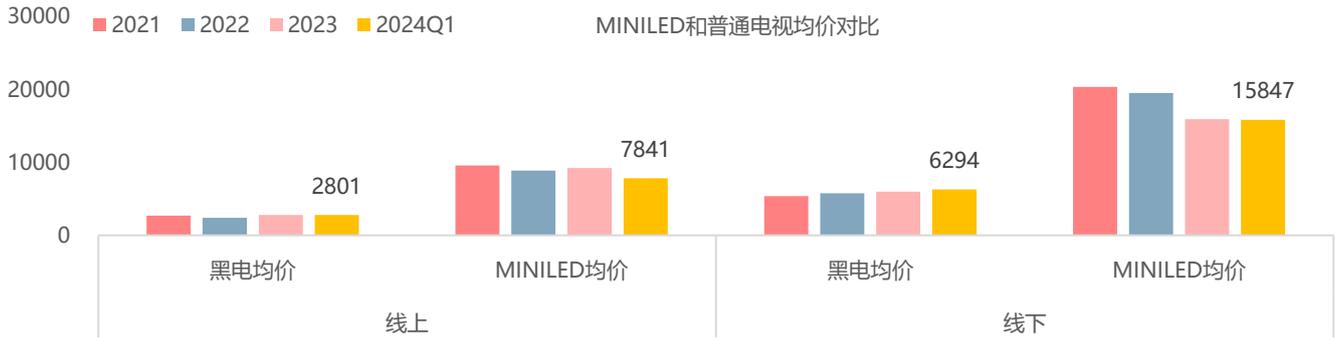
MINILED: 65Q9K



普通电视: 65T7H

来源：京东、中泰证券研究所

图表 29: MINILED 电视均价约为整体电视的 3 倍 (元/台)



来源: 奥维、中泰证券研究所

TCL 为 MINILED 电视龙头, 具备技术、产品和品牌优势, 产品红利浪潮下有望拔得头筹。 TCL 为全球首个量产 MINILED 企业, 具备显著先发优势。

从份额上看: 洛图和中怡康数据显示, 2023 年公司在 MINILED 电视全球销量份额达到 22%, 仅次于三星 (47%), 其中内销份额达 52%, 是全国第一, 与第二名拉开较大差距。

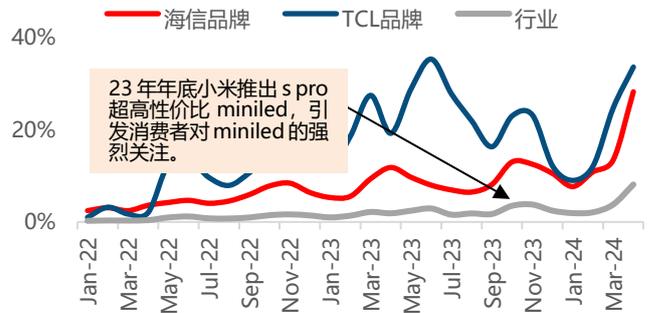
从内部渗透率看: 从 2022 年起 TCL 的 MINILED 内部渗透率维持较高, 2023 年全球渗透率为 2.4% (行业为 2.1%)、国内渗透为 5.3% (行业为 2.5%), 产品结构领先行业。

图表 30: TCL 是全球首个量产 MINILED 电视企业



来源: 行家说 Display、京东、中泰证券研究所

图表 31: MINILED 电视销量渗透率变动 (线上)



来源: 奥维、中泰证券研究所

从产品竞争力看: TCL 和雷鸟作为 MINILED 先发者, 24 年合计推出 Q9、Q10 和鹤系列等 16 款 (TCL 的 MINILED 推新数量占行业新品的 41%) 产品, 除了 100 寸和 75 寸外, 公司在 55、65、85 寸上的产品质价比均为最高, 体现产品对参数以及均价的极致竞争力。

图表 32: 2024 年以来海信、VIDDA、TCL、雷鸟和小米五个电视品牌推出的 MINILED 电视参数

尺寸	品牌	型号	分光区	峰值亮度	色域	京东售价	评分	尺寸	品牌	型号	分光区	峰值亮度	色域	京东售价	评分	
55"	TCL	55Q9K	720	2400	98%	4499	2.2	85"	雷鸟	鹤6 Pro 24	800	1500	95%	6499	0.9	
	雷鸟	鹤6 Pro 24	384	1300	95%	2999	1.8		海信	85E8N-Ultra	5376	5800	90%	16399	0.6	
	小米	S55	308	1200	94%	2799	1.7		VIDDA	85X Ultra	1440	2600	95%	7599	0.4	
65"	雷鸟	鹤6 Pro 24	512	1500	95%	3799	1.5		海信	85E8NPro	2376	3500	98%	11599	0.4	
	VIDDA	65X Ultra	1024	2500	93%	4699	1.4		TCL	85Q10K	2304	3800	98%	11999	0.4	
	TCL	65Q10K	1512	3500	98%	6999	1.4		雷鸟	鹤7 24款	1536	2400	95%	8499	0.4	
	海信	65E8NPro	1664	3500	98%	7599	1.3		海信	85E8N	1536	3000	95%	10999	0.3	
	雷鸟	鹤7 24款	960	2200	95%	4999	1.2		TCL	85Q9K	1536	2400	98%	9999	0.3	
	TCL	65Q9K	1008	2400	98%	5999	1.1		海信	85E5NPro	576	2000	95%	7999	0.3	
	小米	S65	392	1200	94%	3499	0.8		小米	S85	640	500	94%	5999	0.2	
	海信	65E5NPro	336	1600	93%	4299	0.8		海信	85U7N	576	1300	95%	18999	0.1	
	海信	65U7N	576	1300	95%	9999	0.4		98-100"	VIDDA	100X Ultra	2304	2500	95%	15099	0.4
雷鸟	鹤6 Pro 24	640	1500	95%	4999	1.1	TCL			98Q10K	2592	3800	98%	20999	0.4	
75"	海信	75E8N-Ultra	4000	5800	99%	12399	0.8			海信	100E8N	2304	3000	95%	18599	0.4
	TCL	75Q10K	2160	3800	98%	8999	0.7			TCL	98Q9K	1536	2400	98%	18999	0.3
	VIDDA	75X Ultra	1260	2500	95%	5799	0.6	海信		98U7N	4032	1300	98%	30999	0.2	
	海信	75E8NPro	2160	3500	98%	8999	0.6	海信		100E5NPro	704	2000	95%	16399	0.2	
	雷鸟	鹤7 24款	1248	2200	95%	6499	0.5									
	TCL	75Q9K	1248	2400	98%	7499	0.5									
	海信	75E5NPro	512	2000	93%	5599	0.4									
	小米	S75	512	400	94%	4599	0.2									
	海信	75U7N	576	1300	95%	16999	0.1									

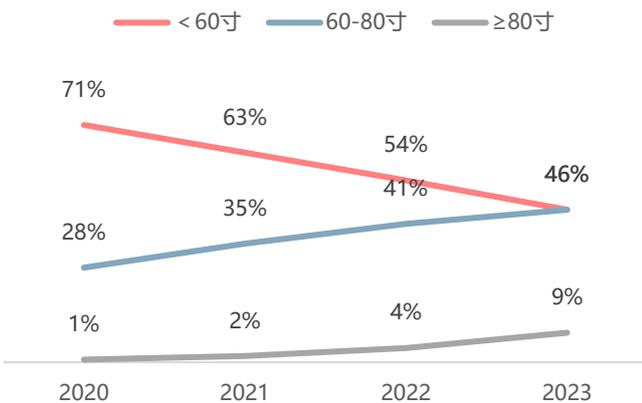
来源：京东、中泰证券研究所整理

注：评分按照当尺寸端内分区数和亮度（权重各半）相对于售价来说，仅供参考。

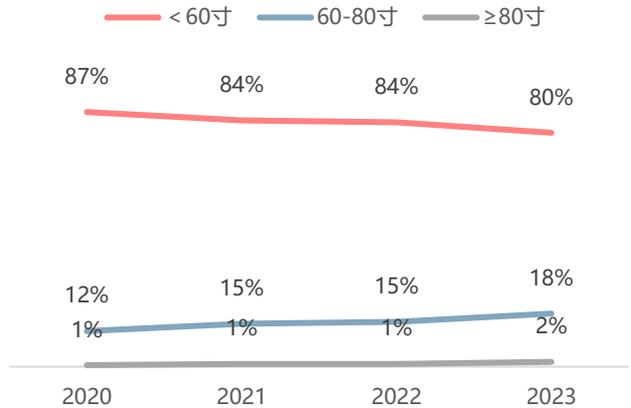
总结：MINILED 进入快速放量期，有望增厚行业利润；TCL 作为 MINILED 龙头，红利有望更显著。我们预期 2024 年 TCL 的 MINILED 全球销量在 23 年 60 万台的基础上有望持续高增，产品结构的改善有望拉动公司利润持续向上。

除 MINILED 外，国内大屏的普及仍能贡献 20-30% 的均价提升空间。Display search 和奥维显示，国内 60 寸+电视销量渗透从 2016 年的 5% 提升至 2023 年的 54%，国内大屏化明显提升的原因：

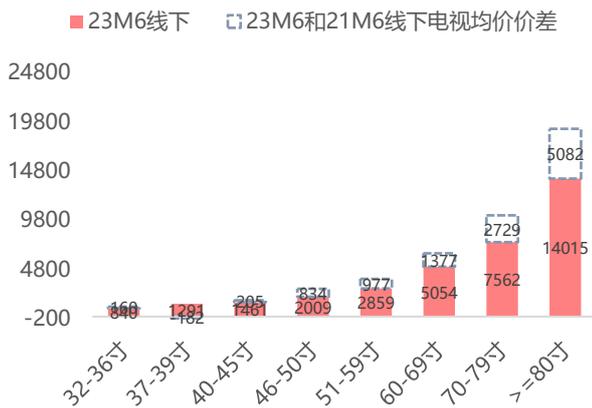
①大陆面板厂在全球市占率达到 70%，且国内有更多高世代线产能，大屏和小屏价差收窄，23 年 80 寸以上电视均价比 21 年便宜 5K，大屏性价比持续提升，从供应端带动大屏化渗透。②小米从 2017 年依托高性价比大屏的卖点开始发力电视，带动行业大屏渗透率快速提升。③大屏才能表现出 Miniled 出色的显示表现，因而 MINILED 的基本尺寸均在 55 寸+，可以说 MINILED 是“功能加强版的大屏电视”，相互推进大屏电视的普及。

图表 33: 国内电视销量尺寸结构变动 (%)


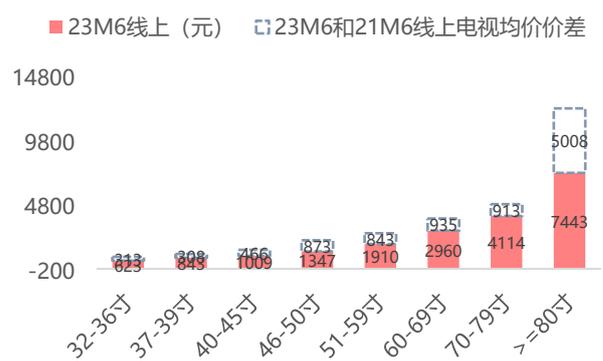
来源: 奥维、中泰证券研究所

图表 34: 海外电视销量尺寸结构变动 (%)


来源: 奥维、OMDIA、中泰证券研究所测算

图表 35: 23M6 线下电视分尺寸均价 (元/台)


来源: 奥维、中泰证券研究所

图表 36: 23M6 线上电视分尺寸均价 (元/台)


来源: 奥维、中泰证券研究所

图表 37: 未来电视行业大屏结构提价仍有 10-30% 增长空间

销量份额	线下			线上		
	悲观 (70"+占 55%)	中性 (70"+占 65%)	乐观 (70"+占 75%)	悲观 (70"+占 45%)	中性 (70"+占 55%)	乐观 (70"+占 65%)
	32-36 寸	2%	1%	1%	7%	5%
37-39 寸	0%	0%	0%	0%	0%	0%
40-45 寸	5%	4%	3%	10%	9%	7%
46-50 寸	2%	2%	1%	3%	3%	2%
51-59 寸	15%	12%	8%	16%	13%	10%
60-69 寸	20%	16%	11%	18%	15%	12%
70-79 寸	33%	39%	46%	32%	39%	46%
>=80 寸	22%	26%	30%	13%	16%	19%
对应均价 (元/台)	7221	7894	8567	3327	3644	3961
增长空间 (%)	10%	20%	31%	12%	22%	33%

来源: 奥维、中泰证券研究所测算

海外大屏化脚步稍慢，但低基数造就高成长。根据 OMDIA 和奥维，我们预计 23 年海外 60 寸+大屏仅占 20%，主要是①海外大屏和小屏电视价差大，大屏作为利润型产品，对消费者来说性价比不高。②海外（特别是北美）消费者追求电视数量，希望每个房间均有电视，对电视尺寸要求不高。

短期海外大屏进程有望加速。①2024 年举办欧洲杯、奥运会等体育赛事，刺激消费者更新电视，加速大屏和 MINILED 等产品渗透。②国内企业出海以高质价比的大屏+Miniled 电视进入市场，预计海外中高端化进程将加速。

维度二：全面化，内销雷鸟补足性价比短板

公司 2020 年“重启”子品牌雷鸟。2019 年海信重启 VIDDA 子品牌，定位年轻人的第一台好电视。TCL 2020 年在国内重启子品牌雷鸟，快速增长，21-23 年销量 CAGR 达到 161%。

雷鸟系列精简，全系列覆盖。海信的 VIDDA 参数的覆盖度更广，R/M/V/S/X/Z 系列涵盖几乎全部尺寸段，定价偏性价比。相对于 VIDDA 多个系列，雷鸟仅有“青鸟、鹤、鹏、雀”四个系列，各自定位不同，比如新推的青鸟做壁纸电视，鹤做 Miniled 电视，鹏做大屏电视，雀做 65 寸以下的性价比电视。

雷鸟定位极致“堆料”质价比电视，24 年在推新下，加速成为“超高质价比”品牌，享受高增市场红利。2024 年 1-4 月，雷鸟陆续发布了鹤 7、鹤 6 PRO 和鹏 7 系列产品，加速布局 65/75/85 英寸的 MINILED 和大屏电视，新品价格不断下探，性价比优势逐步显现，帮助雷鸟充分享受 MINILED 渗透率快速提升红利。

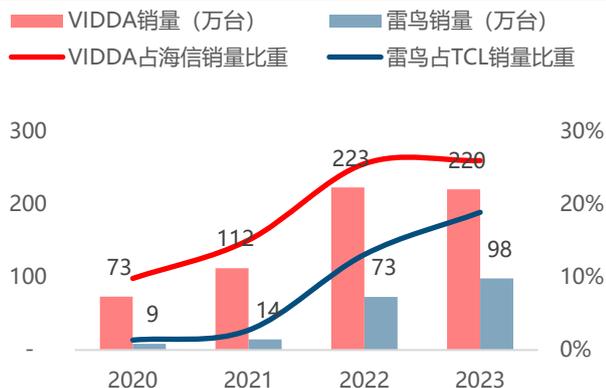
图表 38：雷鸟、VIDDA、小米和酷开 2024 年新系列对比

品牌	型号	尺寸 (英寸)	显示类型	京东到手价 (元)	上市时间
雷鸟	鹤 7	65/75/85	miniLED	4999/5499/8499	2024.01
	鹤 6 PRO	55/65/75/85	miniLED	2999/3799/4999/6499	2024.03
	鹏 7	55/65/75/85	LED	2599/3199/4199/5399	2024.04
VIDDA	R58 Pro	58	LED	1999	2024.04
	NEW S65/S75/S100 Pro	65/75/100	LED	2999/3999/8599	2024.04/05
	X65/X75/X85 Ultra	65/75/85	miniLED	4939/6399/8299	2024.04
小米	S55/65/75/85	55/65/75/85	miniLED	2899/3599/4599/5999	2024.03/04
	A50/55/65 2025 款	50/55/65	LCD	1499/1599/2099	2024.04
	MAX 100	100	LED	8599	2024.04
酷开	S6E	65/75/85	miniLED	3399/4499/5999	2024.03
	S60	85	LED	5399	2024.04

来源：各品牌京东旗舰店、中泰证券研究所

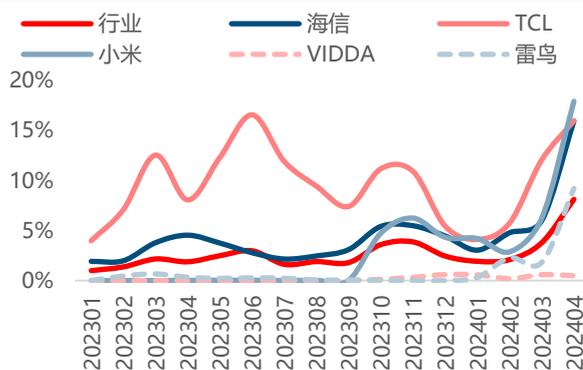
在销量上，雷鸟近两年显著增长，但对标 VIDDA 仍有渗透空间。VIDDA 重启后 2022 年的销量达到 2020 年的 3 倍，为海信系贡献较大销售增量空间，2023 年稳定在 200 万台，约占海信系内销量的 1/4。而雷鸟从 2022 年起高增，2023 年销量不到 100 万台，约占 TCL 系内销量 1/5。对标 VIDDA 的比例雷鸟预计有 38% 的增量空间。

图表 39: 雷鸟、VIDDA 销量及占内部销量比重变动



来源: 奥维、中泰证券研究所

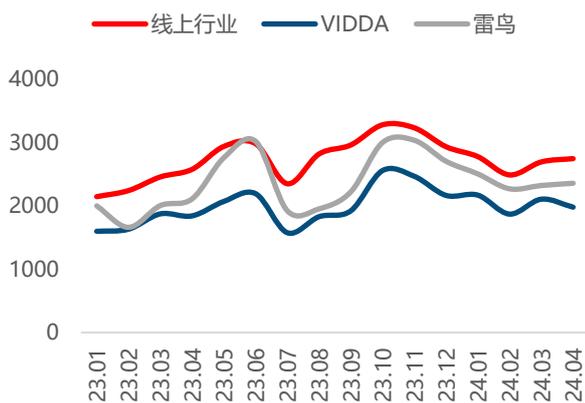
图表 40: 各个品牌的 MINILED 线上销量渗透率 (%)



来源: 奥维、中泰证券研究所

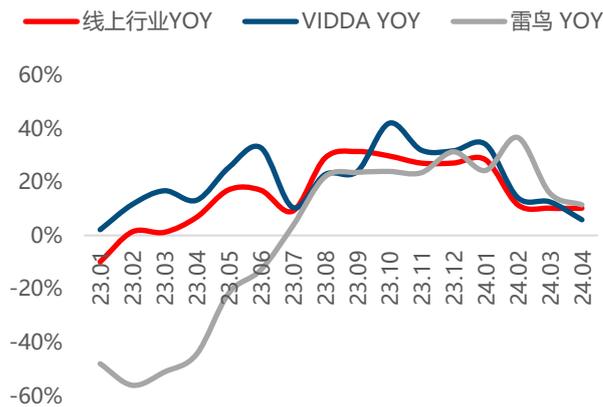
在均价上，24 年雷鸟依托 MINILED，预计公司增量又增利。雷鸟 24 年新品重点在“极致堆料”的 MINILED 电视，MINILED 电视渗透率从 24/1 的 0% 提升到 24/4 的 9%，雷鸟均价提升速度有望快于行业。MINILED 的净利润高于普通电视，雷鸟的增量是量/利双升。

图表 41: 近期线上行业及品牌的均价 (元/台)



来源: 奥维、中泰证券研究所

图表 42: 近期线上行业及品牌的均价 YOY (%)



来源: 奥维、中泰证券研究所

维度三：全球化，外销步入提利润新阶段

TCL 电视全球化销售。从欧睿 23 年销量看，TCL 电子的 6 个地区占比由高到低依次为：北美 31%、中国 20%、亚太 18%、拉美 14%、欧洲 9%、中东非 6%，中国和北美几乎占据 TCL 的半壁江山，是公司的基本盘。

海信和 TCL 近期积极更新出海战略、扩大目标。两家中资电视企业在 2016 年加速出海，销量上均有较大突破，根据 OMDIA，二者全球销量份额均达到 13%，仅次于三星。目前出海进入第二阶段，即低端往中高端化迈进的方向。

从资本开支看，海信和 TCL 的全球化产能布局不弱于三星和 LG，外销产能本土化率将持续提升，实现更高层次的出海战略。三星于 2022 年底关闭中国唯一的电视工厂并转移去越南后，在国内已无产能，其电视 80+% 的产能分布在越南、墨西哥和巴西。海信和 TCL 核心产能分别主要在国内青岛黄石工厂和惠州工厂，当前国内产能合计 60+%。结合海外销量计算，海信和 TCL 外销产能本土化率当前为 67% 和 71%，长期预计能达到 86% 和 100% 本土化的状态。

图表 43：当前主流电视品牌自主产能全球分布情况（万台）

	海信 (22 年)		TCL (23 年)		三星 (23 年)		LG		
中国	贵阳	270	惠州	1600	-				
	广东江门	790	成都	220					
	青岛 (黄岛工厂)	1400	内蒙	300					
东亚	-				韩国	400			
东南亚	彩电生产基地	60	越南	800	越南	中国天津工厂停产后转至越南，成为三星产能最大的电视工厂		越南	1000
	-				巴基斯坦	2021 年在卡拉奇投资电视工厂，产能 5 万		印尼	2020 年底韩国的 2 条生产线转至印尼
南亚	-				印度	10			
欧洲	斯洛文尼亚	250	波兰	200	-		波兰	800	
拉美	墨西哥	850	墨西哥	300	墨西哥	1800			
	-		巴西	100	巴西	1000			
非洲	南非	100	-		南非	180			
	-				埃及	200			
合计	3720		3520		4500+				

来源：贵阳日报、南方日报、自动化网、有信新闻、economictimes、海信欧洲官网、人民网、北大纵横、新浪网、腾讯网、21IC 电子网、中国一带一路网、北京青年报北青网、面包板社区、洛图科技、东盟社、投影时代、Wit OLED、前瞻产业研究院、中泰证券研究所整理

图表 44: 当前和后续规划的海信和 TCL 外销产能本土化率

万台; %		海信	TCL
海外产能	当前	1260	1400
	预期	1610	2950
2023 年海外销量		1875	1962
外销产能本土化率	当前	67%	71%
	预期	86%	150%

来源: 贵阳日报、南方日报、自动化网、有信新闻、economictimes、海信欧洲官网、人民网、北大纵横、新浪网、腾讯网、21IC 电子网、中国一带一路网、北京青年报北青网、面包板社区、欧睿、中泰证券研究所整理

注: 以上产能数据为各个网页公开报道的整理, 存在未投产的可能, 以公司口径为主; 未来外销产能本土化率的基数以 2023 年外销销量为分母。

“中资品牌”黑电出海从量增迈入价增的第二阶段, 以下我们将从产品、营销及渠道三个方面剖析我国品牌出海的具体路径, 并以北美、欧洲和新兴市场三个地区作例子, 并对比海信和 TCL 在出海策略的差异。

1、产品方面: 高质价比产品是“中资品牌”的关键。

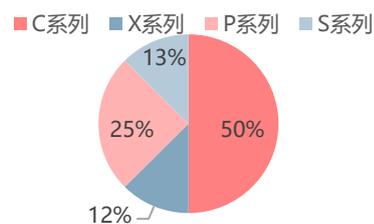
在全球通胀压力下, 我国的高性价比产品可作为韩系龙头的“高端平替”, 更易跑出, 且在龙头高价定位下, “中资品牌”提价空间更大。目前“中资品牌”采取类似曾经小米在国内的策略, 在高端上推出高质价比产品快速切入高端赛道。

北美: MINILED 产品助推北美均价持续提升。目前 TCL 全球官网有 30 款在售电视, 其中 C 和 X 系列为中高端和高端系列, 占比达到 2/3, P 和 S 系列为中低端和低端产品。2024 年 TCL 上新主要为 C 系列, 上新后带动中高端产品占比提升。

从 TCL 北美官网看, 电视产品系列主要为 Q 和 S 系列, 而 2024 年新品主要为 QM8、QM7、S5 等高端产品, 带动 24Q1 的 TCL 电视在北美的标价均值提升。

图表 45: TCL 海外官网目前在售系列数量 (个)


来源: TCL 海外官网、中泰证券研究所

图表 46: 2024 年 TCL 海外官网上新产品比重 (%)


来源: TCL 海外官网、中泰证券研究所

图表 47: TCL 北美市场新品系列

产品	尺寸 (英寸)	显示类型	售价 (美元/台)	上架时间
QM8	65/75/85/98/115	QD-Mini LED	1699.99/2299.99/2799.99/11999.99/26999.99	May-24
QM7	55/65/75/85/98	QD-Mini LED	1099.99/1499.99/1999.99/2699.99/6999.99	May-24
S5	98	4K Ultra HD	4999.99	Apr-24

来源: TCL 北美官网、中泰证券研究所

转向高端的同时，TCL 的产品仍有相较于韩系龙头的较强性价比。TCL 和海信的质价比较高，二者均价比三星便宜 50-70%，TCL 在 55 寸电视上比三星便宜 710 美元，而在 85 寸上便宜 2253 美元。

图表 48: 24Q1 美国的电视价格 (美元)

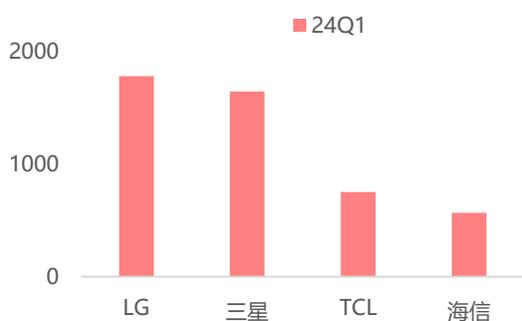

来源: OMDIA、中泰证券研究所
注: 价格为电视标价均值, 不代表均价。

图表 49: 24Q1 美国的电视价格 (美元)

美元	32	43	50	55	65	75	85
三星	328	717	741	1057	1662	2116	3247
LG	219	363	511	793	1117	1000	
VIZIO	202	259	446	649	570	1067	
TCL	153	215	275	348	522	701	994
海信	157	204	291	404	510	614	1212

来源: OMDIA、中泰证券研究所
注: 价格为电视标价均值, 不代表均价。

欧洲: 打开渠道深度的手段仍是高性价比, 短期体育赛事引发的需求可能形成催化。从同尺寸段看, 海信和 TCL 比同尺寸的三星便宜 40-50%, 高性价比驱动下, 加快终端渠道动销, 吸引渠道上架 TCL 更多的大屏产品。预计在 24/6-7 欧洲杯、奥运会催化下, TCL 大尺寸出货占比有望提升。

图表 50: 24Q1 欧洲的电视价格 (美元)


来源: OMDIA、中泰证券研究所
注: 价格为电视标价均值, 不代表均价。

图表 51: 24Q1 欧洲的电视价格 (美元)

美元	32	43	50	55	65	75	85
三星	292	604	633	991	1539	2247	3046
LG	224	364	492	751	1033	1060	
海信	188	294	352	552	751	1001	1500
TCL	174	300	395	528	716	1017	1392

来源: OMDIA、中泰证券研究所
注: 价格为电视标价均值, 不代表均价。

总体看, 北美价格竞争激烈, 品牌盈利空间较小, 而欧洲和新兴市场竞争相对平缓, 盈利空间更大。从价差可看出, “中资品牌”在北美的价格仅为三星同尺寸的 1/3, 而欧洲为 1/2。因而“中资品牌”改善产品结构, 有望提升利润。

2、营销方面: 海信高举高打 VS TCL 本土化精耕细作。

营销是触达终端最快的方式, 特别是欧美地区更看重品牌。另外他们线下渠道是电视核心的销售渠道, 知名度是渠道决定是否上架该品牌的关键, 海信和 TCL 均有各自的营销特色。

欧洲：海信赞助赛事，TCL 赞助球队。海信在欧美黑白电，营销方式侧重于铺开规模、高举高打，自 2016 年起合计赞助 5 次世界杯、欧洲杯等世界级比赛，快速打开品牌知名度。而 TCL 在海外主要销售黑电，营销更注重本土化，区域化赞助具性价比，且容易突破本土销量。公司 23 和 24 年持续与阿森纳、法国橄榄球联合会、西班牙/意大利/德国足球队合作，亮相欧洲杯。

图表 52: TCL 在欧洲的球队赞助



来源：TCL 法国官网、中泰证券研究所

图表 53: 海信是 24 年欧洲杯官网赞助商



来源：海信全球官网、中泰证券研究所

北美：TCL 赞助 NFL 和当地球队。为夯实 TCL 品牌在北美市场的知名度，公司加大营销投放力度，如在体育营销上，公司 2023 年初赞助美国国家橄榄球联盟(NFL) 赛事，24 年公司在 CES（国际消费电子产品展览会）上也点亮拉斯维加斯的“大圆球”广告，持续增加知名度。在其他赛事中也持续赞助各个球队和球星增加本土流量。

图表 54: TCL 成为 NFL 的官方合作伙伴



来源：TCL 美国官网、中泰证券研究所

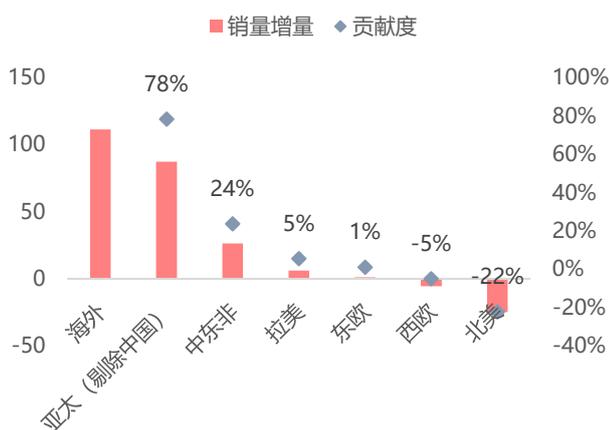
图表 55: TCL 在拉斯维加斯的 CES 展会上投放广告



来源：第一财经、中泰证券研究所

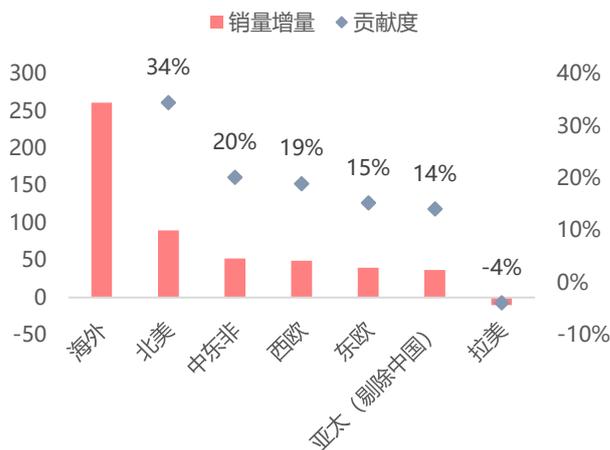
新兴市场：海信和 TCL 的近三年的销售增量来源市场存在差异，海信主要源于欧美市场，TCL 则是新兴市场。主因在于，海信赞助欧洲杯、世界杯赛事，在欧美发达地区声量较大。而 TCL 在新兴市场通过本土化营销，逐步累计声量。比如 TCL 成为澳式足球联盟（AFL）、顶级赛事南美解放者杯的全球官方合作伙伴，通过一系列营销方式分点扩散，提高区域影响力。

图表 56: TCL 大部分销售增量源于新兴市场(万台)



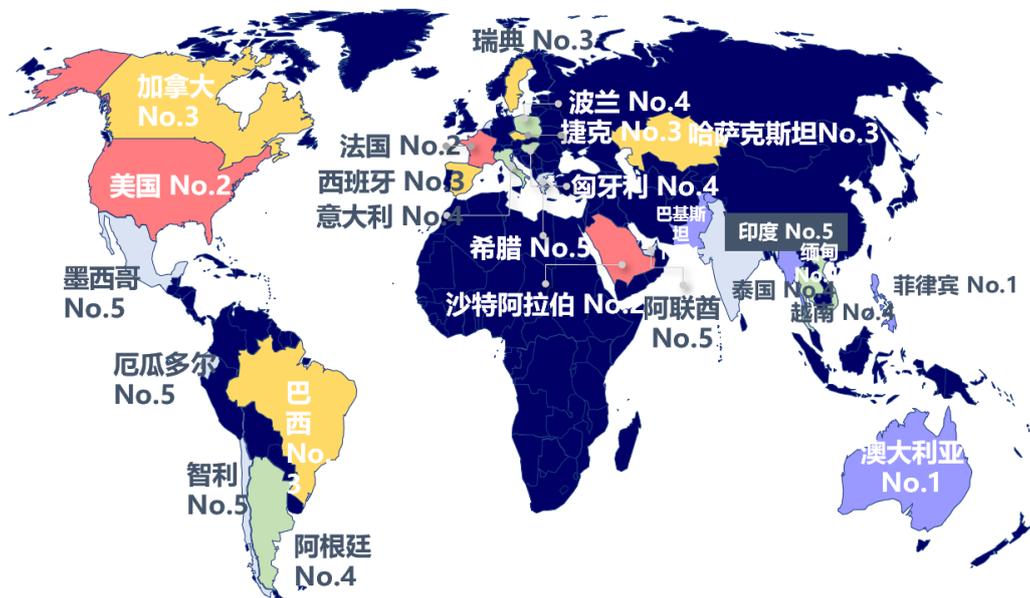
来源：欧睿、中泰证券研究所

图表 57: 海信大部分销售增量源于欧美(万台)



来源：欧睿、中泰证券研究所

图表 58: TCL 电视在各个地区的销售排名 (2023)



来源：TCL 电子公告、中泰证券研究所整理

图表 59: TCL 电子在新兴市场的赞助情况



来源: TCL 全球官网、中泰证券研究所整理

3、渠道方面: TCL 及海信均加快进入中高端渠道的步伐。

“中资品牌”基本已完成欧美各个渠道的布局，主要的问题在于渠道结构/渠道内产品结构不佳。目前二者均在调整渠道结构，增加中高端渠道产品上架数，并加深渠道“深度”，上架更多大屏/miniled 等高端产品，以下将从北美、欧洲和新兴市场作分析。

北美: 加速切入 Best Buy 等渠道。 2023 年北美 KA 沃尔玛拟收购中端电视品牌 VIZIO，若完成收购，沃尔玛则拥有定位低端的 ONN 和中端的 VIZIO 两大品牌。而 TCL 与海信两个“中资品牌”在沃尔玛渠道定位性价比，与 ONN 和 VIZIO 类似。预计两个中资品牌在竞争下有理由加快渠道再平衡。

拓展沃尔玛外的中高端渠道为 TCL 短期重点。 TCL 在北美 2017 年就打通六大核心渠道，并进入 BEST BUY 所有门店。海外销售基本靠线下 KA 渠道，TCL 很早与北美各大 KA 形成合作，与 buyer 构建良好的关系。2023 年公司加深在 BEST BUY 的推广投放，**24 年会增加 BEST BUY、COSTCO、TARGET 等中高端渠道资源投入，加快渠道中高端化的转化。**

图表 60: TCL 在北美渠道的拓展步骤



来源: TCL 电子公告、中泰证券研究所

图表 61: BEST BUY 门店 TCL 电视的堆头



来源: 36 氪、中泰证券研究所

欧洲：把高质价比的大屏产品推进更多渠道。参考海信在欧洲的成功出海经验：收购东欧家电龙头 Gorenje（古洛尼）后，依托古洛尼原有的渠道基础，铺货国产的更有性价比的产品。即通过收购当地品牌，打破了渠道这一难以突破的进入壁垒。

TCL 在欧洲的渠道则通过对阿尔卡特的收购打下基础，21 世纪初 TCL 收购法国手机品牌阿尔卡特，有资深运营人员，和当地 KA 关系深厚，TCL 获得其宝贵的渠道资源。

收购带来了渠道广度的基础，但深度仍有进一步延展空间。目前 TCL 在欧洲电视销售渠道也以线下 KA 为主，渠道广度已够，但深度仍有空间，自主品牌的大屏在门店的渗透率仍有提升空间。欧洲销售电视注重线下渠道，TCL 依托西欧渠道资源，维护和加深渠道关系，增加渠道进 TCL 大屏和高端电视货源。

新兴市场：TCL 早期在新兴市场更依赖经销商渠道运营，近些年在亚太、拉美和中东非的重点国家设立分公司，靠自身团队深入把控和挖掘更多潜在资源。后续提升新兴市场中高端产品比重，有望提升整体毛利率。

总体看，“中资品牌”电视出海步入“提价”阶段已具备天时地利人和，有望驱动外销盈利能力大幅改善。1) 产品是核心，中资品牌凭借较好制造能力和低基数，高质价比产品成为“韩系品牌”的平替。2) 在营销端，“中资品牌”多年以来构建各种成熟打法，并且量变促成质变带动渠道和消费者认知度日渐深化。3) 在渠道端，中资品牌基本入驻各个市场的主流渠道，以高质价比产品和能打的品牌力，正在加快高端产品和渠道的深度。

三、互联网业务：并表业务，盈利强增速快

互联网业务指电视系统带来的内容收入，在海外内均有收益。该业务 2023 年收入 28 亿港元，内外销各占 3:1，近五年 CAGR 达到 44%。①内销：公司的电视内搭载雷鸟系统，通过腾讯视频等预装视频方的付费和垂直创新类的付费分成盈利。②海外：公司的电视主要搭载 Roku 和谷歌等本土化系统，大部分以一次性分成为主。

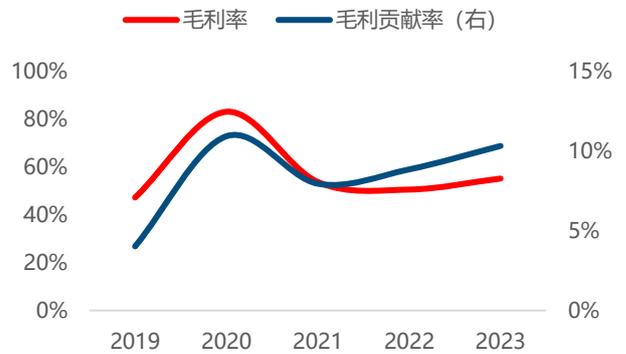
该业务最大的特点在于高盈利性，3 年毛利率稳定在 50% 以上。该业务属轻资产运营，人工成本为主，公司以提供和维护内容通道的方式营运。TCL 的互联网业务主要由雷鸟科技子公司运营，截止 2023 年底，TCL 持有雷鸟科技 82% 的股份，能享受到利润丰厚的互联网业务的大部分回报。

图表 62: TCL 电视 OS 系统



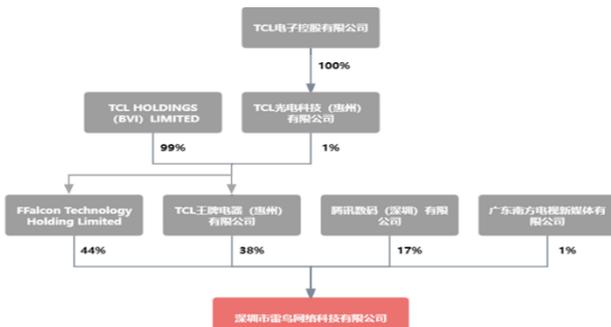
来源：TCL 官网、中泰证券研究所

图表 63: 互联网业务利润率高是其最大的特点 (%)



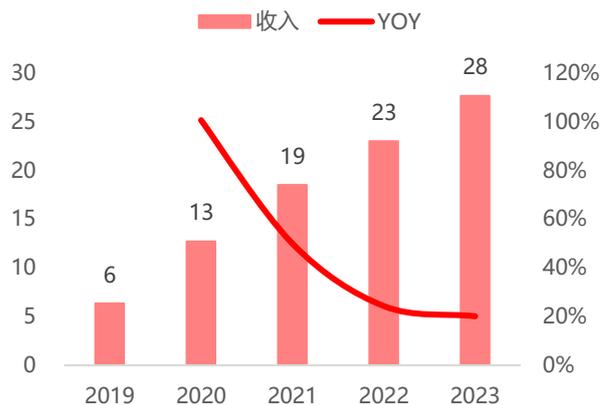
来源：天眼查、中泰证券研究所

图表 64: 雷鸟的股权架构



来源：天眼查、中泰证券研究所

图表 65: 互联网业务收入及增速 (亿港元)



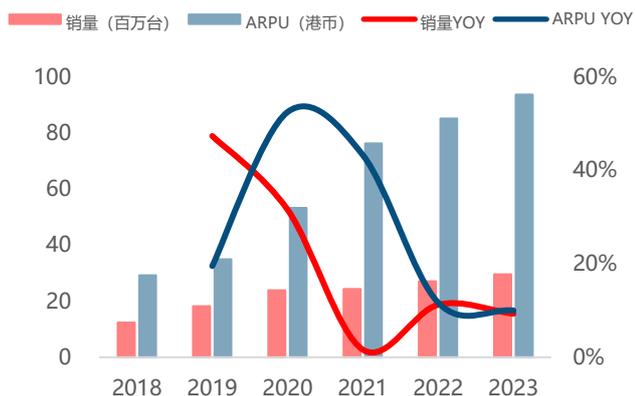
来源：TCL 电子公告、中泰证券研究所

未来业务的增量空间源于 ARPU 值的提升。分量价看，该业务近年用户数保持平稳，主要是 ARPU 提升带来的收入增长，挖潜提升人均消费才是该业务增长的核心驱动。

①消费者逐步形成无感消费习惯，会员业务转化率预计提升。同时公司有望持续丰富垂直创新内容等，带来更高的付费比例。基于以上内容付费趋势带动 ARPU 值的提升，2024 年该业务有望实现双位数增长。

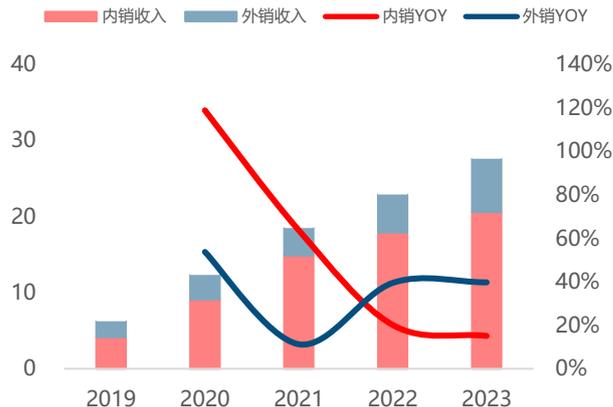
②海外逐步进入运营付费的通道。TCL 作为谷歌和 ROKU 系统的第一大硬件战略合作商，目前有大部分收入源于一次性分成。近两年和谷歌强化深度合作，逐步进入基于 ARPU 运营分成的合作模式，这种模式可获得更持久的收益。

图表 66: 互联网业务量价拆分



来源: TCL 电子公告、中泰证券研究所

图表 67: 互联网业务内外销增速拆分 (亿港币)



来源: TCL 电子公告、中泰证券研究所

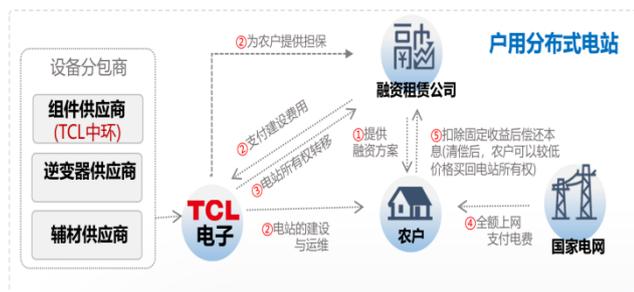
四、借助广泛终端渠道优势，拓展多元业务

1、光伏：业务规模加速扩张，降本有望持续释放利润

公司主做户用分布式光伏，属于轻资产运营。公司 22 年进入光伏市场，大部分做户用分布式，小部分涉及的 B 端工商业分布式业务。集团借助 TCL 电子广泛的乡镇网点、2C 端下沉渠道丰富的市场资源和高品牌知名度，采用 EPC 经营模式，即拉通采购方、农户、融资租赁方。TCL 电子上游采购组件和逆变器，在农户的屋顶建设电站，打包卖给融资租赁方，融资租赁方和农户签订融资租赁协议。TCL 电子获得融资租赁的一次性付款和后续运维收入，回款周期较短。而融资租赁方收益和农户屋顶租金源于电站发电收入。

2023 年正式放量，2024 年仍有较大空间。2022 年光伏业务收入为 3.28 亿港元，2023 年光伏加速进入 TCL 国内各个线下销售网点，实现收入 62.99 亿港元。2023 年公司拓华北顺利，24 年将发力华中、华南，**预期 24 年收入翻倍，且随着 2024 年成本端——光伏组件的价格持续下跌，预计利润率稳步提升。**

图表 68：TCL 光伏业务户用分布式电站



来源：TCL 电子年报、中泰证券研究所

图表 69：TCL 光伏业务工商业分布式电站



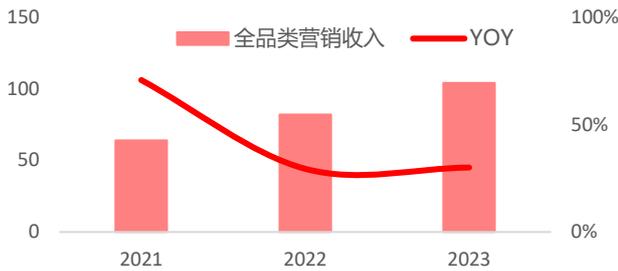
来源：TCL 电子年报、中泰证券研究所

2、全品类营销：最大化黑电渠道优势，发挥渠道协同白电

全品类营销主要是分销国内线下和海外白电。①TCL 体系下的空冰洗业务原有独立的零售渠道，目前位于港股平台下；②为最大化发挥黑电渠道优势，集团利用 TCL 电子在海外的电视渠道，分销白电产品。

白电配置专职销售人员，仍有较大增量空间。2023 年全品类营销收入为 104.1 亿港元，同比增长 26.3%。2023 年随着 TCL 实业的冰洗业务注入奥马，强化渠道和制造协同。此外，23 年底拆分 6 个部门后，白电和黑电都配置了专职销售人员，预计在渠道扩张下，TCL 品牌的白电预计后续仍有较大增长空间。

随着渠道效应及产品结构优化，分销毛利率稳定提高，2021-2023 分别为 11.1%、13.2%、16.7%，逐步成为公司利润的贡献源之一。

图表 70: TCL 全品类营销业务收入 (亿港元)


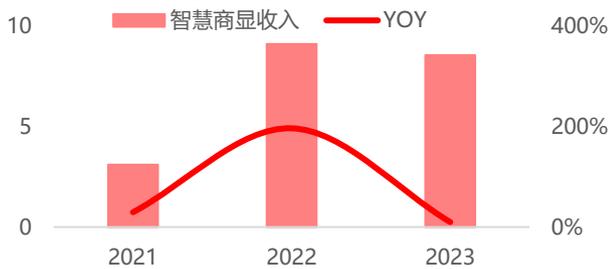
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 71: TCL 全品类营销业务毛利率 (%)

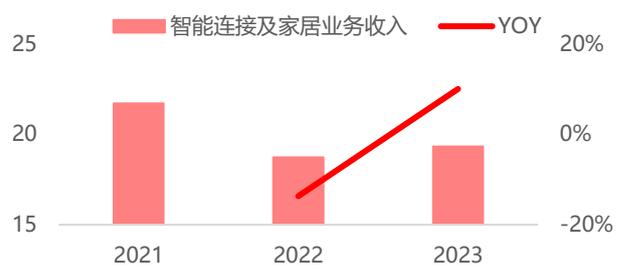

来源: Wind、中泰证券研究所

3、智慧商显&智能连接家居: 期待未来形成多元成长曲线

智慧商显业务: TCL 聚焦交互平板市场, 收入规模较小, 增长平稳。2023 年收入额突破 8 亿港元(-6.2%), 仅占公司总收入的 1.1%。公司目前主要进行 To B 渠道的挖掘, 比如 2023 年 TCL 继续与钉钉、腾讯生态等企业携手发展 IFPD 市场, 提供办公、教育、医疗等多场景产品解决方案, 并与海外头部 IFPD 品牌持续深化合作, 预计后续收入稳健。

图表 72: TCL 智慧商显业务收入 (亿港元)


来源: Wind、中泰证券研究所

图表 73: TCL 智能连接及家居业务收入 (亿港元)


来源: Wind、中泰证券研究所

智能连接主要经营家用网络发射器 (路由器、CPE) 及智能穿戴等。 2023 年该板块的收入为 12.26 亿港元, 同比提高 6.3%, 毛利率达到 25.4%, 同比提高 11pct。**智能家居业务主要产品是智能门锁及海外市场的音响。**

关于 AR 智能眼镜, 公司在 2022H1 进入该赛道, 目前该板块业务归属雷鸟创新。TCL 较早进入该赛道, 目前保持领先地位。雷鸟创新在国内消费级 AR 眼镜线上平台市占排名第一, 下一步将布局海外重点国家, 如欧洲、美国、韩国等主流市场, 场景主打观影、办公和手游。该业务处于早期发展阶段, TCL 长期看好该赛道, 预计未来三年整个行业侧重产品硬件的更新换代, 预计行业在 25 年迎来规模性高增。

五、盈利预测和投资建议

分业务假设如下：

1) 电视：量价均有增长，其中 24 年在欧洲杯驱动收入增长斜率更高，25-26 年在通过中高端带动下毛利率稳健增长，带动电视的 24-26 年收入 CAGR 为 9%。

①从销量看：公司在国内发力雷鸟贡献销量增量，海外则在渠道开拓和营销加码下，预计海外销量增速高于内销，2024-2026 年整体销量 CAGR 为 4%。

②从均价看：在大屏化和 MINIILED 等中高端加持下，均价增速高于销量，预计 2024-2026 年 CAGR 为 5%。

③从毛利看：随着中高端深化海内外的电视盈利能力均有增强，海外在低基数下有望获得更高的毛利率提升空间。预计毛利率 2024-2026 年逐年增长 0.2-0.3%。

2) 中小尺寸：2023 年基本完成优化，目前仅剩欧美运营商渠道，规模已完成收缩，毛利率微增。

3) 互联网：消费者日渐接受内容付费和习惯无感付费后，用户数保持稳定但 ARPU 值持续增长，核算后预计收入 24-26 年 CAGR 为 7%。利润端维持高位。

4) 创新业务：24 年光伏驱动显著提升，后续则稳健增长。

①全品类营销：随着 TCL 实业把冰洗业务注入奥马（现 TCL 智家），发挥渠道和制造协同，预计内外销自主品牌收入会有显著增长，24-26 年收入 CAGR 为 7%。

②光伏：公司利用自身弥补的下沉渠做分布式光伏，23 年进展顺利，24 年公司积极利用现有渠道拓展华中、华南和海外，预计 24 年收入大幅增长，后续稳健。

③智能连接和家居：内销主要做门锁，外销主要做音响，预计收入稳定。

综上，我们预计 24-26 年公司收入为 898 (+13%)、977 (+9%) 和 1034 (+6%) 亿港元，归母净利润为 13、16 和 20 亿港元 (YOY+77%、24%、23%)，对应 PE 为 12、10、8 倍。

图表 74: TCL 电子的业绩拆分及预测

单位: 亿港元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
合计收入	716	791	898	977	1034
主营业务收入	714	790	898	977	1034
yoy	-5%	11%	13%	9%	6%
毛利率	18.4%	18.7%	18.8%	19.1%	19.4%
yoy	1.7%	0.3%	0.1%	0.3%	0.3%
大尺寸显示收入 (电视)	452	486.3	562	615	664
yoy	15%	8%	16%	10%	8%
毛利率	18.8%	17.9%	18.4%	18.6%	18.8%
yoy	2.1%	-0.9%	0.5%	0.3%	0.2%
出货量 (万台)	2378	2525	2686	2795	2903
yoy	1%	6%	6%	4%	4%
出货价 (港元/台)	1901	1926	2092	2201	2286
yoy	-9%	1%	9%	5%	4%
单台成本 (港元/台)	1543	1581	1708	1792	1855
yoy	-9%	2%	8%	5%	4%
单台毛利 (元/台)	357	345	384	410	431
中国	152	160	192	204	210
yoy	15%	5%	20%	6%	3%
毛利率	24.4%	23.0%	23.3%	23.5%	23.7%
yoy	6.1%	-1.4%	0.3%	0.2%	0.2%
出货量 (万台)	595	569	626	632	632
yoy	25%	-4%	10%	1%	0%
出货价 (港元/台)	2556	2815	3068	3222	3319
yoy	-9%	10%	9%	5%	3%
单台成本 (港元/台)	1932	2168	2353	2465	2532
yoy	-15%	12%	9%	5%	3%
单台毛利 (港元/台)	624	647	715	757	786
国际市场	300	326	370	412	454
yoy	-17%	9%	13%	11%	10%
毛利率	15.9%	15.4%	15.8%	16.2%	16.6%
yoy	-0.2%	-0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
出货量 (万台)	1784	1962	2060	2163	2271
yoy	-5%	10%	5%	5%	5%
出货价 (港元/台)	1682	1663	1796	1903	1998
yoy	-12%	-1%	8%	6%	5%
单台成本 (港元/台)	1415	1406	1512	1595	1667
yoy	-12%	-1%	7%	5%	4%
单台毛利 (港元/台)	267	256	284	308	332
中小尺寸显示收入 (手机&平板)	118	70.5	49	49	49
yoy	-18%	-40%	-30%	0%	0%
毛利率	15.9%	22.2%	22.2%	22.7%	22.7%
yoy	0%	0%	0%	0%	0%
出货量 (万台)	1643				
yoy	-35%				
智慧商显收入	9	8.6	9	9	9
yoy	194%	-6%	5%	0%	0%
毛利率	10.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
yoy	0%	0%	0%	0%	0%
创新业务收入	104	186	245	268	275
yoy	22%	79%	32%	9%	3%
毛利率	13.5%	14.7%	14.5%	15.0%	15.6%
yoy	2%	0%	0%	0%	0%
全品类营销 (白电经销)	82	104.1	125	137	144
yoy	29%	30%	20%	10%	5%
毛利率	13.2%	16.7%	16.7%	17.7%	18.7%
yoy	2%	0%	0%	0%	0%
光伏业务 (家用分布式光伏)	3	63.0	100	110	110
yoy	0%	1820%	59%	10%	0%
毛利率	13.2%	9.0%	10.0%	10.0%	10.0%
yoy	2%	0%	0%	0%	0%
智能连接和家居	19	19.3	20	20	20
yoy	-14%	3%	5%	0%	0%
毛利率	11.7%	22.7%	23.7%	23.7%	23.7%
yoy	0%	0%	0%	0%	0%

智能家居	7				
yoy	17%				
智能连接	12				
yoy	-26%				
互联网业务	23	27.6	32	36	37
yoy	24%	20%	18%	10%	5%
毛利率	50.5%	55.1%	55.1%	55.1%	55.1%
yoy	-6%	0%	0%	0%	0%
中国	18	21			
yoy		15%			
毛利率		0.0%			
yoy		0%			
国际市场	5	7			
yoy		40%			
毛利率		0.0%			
yoy		0%			
其他主营业务	7	10	0	0	0
非主营业务	2	1	0	0	0
费用率	20.4%	18.3%	18.5%	18.1%	17.8%
yoy	1.9%	-2.1%	0.2%	-0.4%	-0.4%
销售费率	10.4%	10.0%	9.9%	9.6%	9.3%
yoy	1.0%	-0.4%	-0.1%	-0.3%	-0.3%
管理费率	6.2%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%
yoy	0.6%	-1.1%	-0.1%	0.0%	0.0%
研发费率	3.5%	2.9%	3.1%	3.1%	3.1%
yoy	0.2%	-0.6%	0.1%	0.0%	0.0%
其他费率	0.2%	0.3%	0.6%	0.5%	0.4%
净利润	4.5	7.4	13.2	16.4	20.1
yoy	-62%	66%	77%	24%	23%
对应 PE	36	21	12	10	8

来源：WIND、中泰证券研究所

注：收盘价为 2024/6/19。

我们选取同样主营黑电的海信视像、创维集团和兆驰股份作为可比公司。由于创维集团海外以代工为主，兆驰股份电视业务以海外代工为主。我们认为海信视像同样作为主营黑电品牌的平台，与 TCL 电子主营业务最类似。海信视像 24 年 PE 达到 15 倍，TCL 电子为 12 倍，处于低估状态。

TCL 电子小尺寸等非核心业务减亏，组织改革强调各个业务部分自负盈亏提升经营效率，黑电主业也迈入提价阶段，公司在 24 年初发布股份奖励计划后开启增长新纪元，可给予公司一定溢价，首次覆盖，给予“买入评级”。

图表 75: TCL 电子的可比公司估值

代码	简称	收盘价	EPS					PE				
			2022	2023	2024E	2025E	2026E	2022	2023	2024E	2025E	2026E
600060.SH	海信视像	28.1	1.3	1.6	1.9	2.2	2.5	22	17	15	13	11
0751.HK	创维集团	3.1	0.4	0.5	0.6	0.7		9	7	5	5	
002429.SZ	兆驰股份	4.8	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	19	14	10	8	7
	均值		0.6	0.8	1.0	1.1	1.6	17	13	10	9	9
1070.HK	TCL 电子	6.3	0.2	0.3	0.5	0.6	0.8	36	21	12	10	8

来源：WIND、中泰证券研究所

注：创维集团和 TCL 电子单位为港币，其余为人民币，收盘价为 2024/6/19；海信视像为中泰预测口径，兆驰股份、创维集团、四川长虹均为 WIND 一致预期。

六、风险提示

- 1) 国内竞争加剧:MINILED 和大屏均价持续走低, 高端化或难以提升盈利能力。
- 2) 海外竞争加剧: 韩系企业短期通过降价抢夺市场份额, 进一步压缩国产电视出海的均价和利润提升空间。
- 3) 面板成本持续走高: 电视仍然有接近 50%成本源于面板, 上游继续涨价导致下游利润下移。
- 4) 外汇波动: 公司大部分收入源于海外, 汇兑大幅波动会导致利润显著波动。
- 5) 研报信息更新不及时: 本文引用数据或未及时更新进而产生误差, 以公司公告或三方机构的最新数据为准。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万港币					单位:百万港币				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	10,737	26,485	28,647	31,234	营业总收入	79,111	89,790	97,705	103,401
应收款项合计	27,646	20,852	24,336	26,089	主营业务收入	78,986	89,790	97,705	103,401
存货	12,212	3,646	4,110	4,499	其他营业收入	125	0	0	0
其他流动资产	2,917	2,193	2,402	2,549	营业总支出	78,684	89,565	96,761	101,710
流动资产合计	53,512	53,176	59,495	64,371	营业成本	64,230	72,913	79,042	83,323
固定资产净额	2,384	2,670	2,915	3,146	营业开支	14,454	16,652	17,719	18,387
权益性投资	1,354	1,489	1,638	1,802	营业利润	427	225	944	1,691
其他长期投资	869	775	797	814	净利息支出	91	-65	-65	-65
商誉及无形资产	4,947	5,130	4,334	3,669	权益性投资损益	58	98	82	79
土地使用权	470	492	547	578	其他非经营性损益	204	752	767	574
其他非流动资产	1,240	1,304	1,366	1,435	非经常项目前利润	597	1,140	1,857	2,410
非流动资产合计	11,264	11,860	11,597	11,444	非经常项目损益	551	916	697	722
资产总计	64,776	65,036	71,092	75,815	除税前利润	1,148	2,056	2,555	3,131
应付账款及票据	24,008	28,436	31,222	32,913	所得税	321	576	716	877
短期借贷及长期借贷当期到期	4,923	4,923	4,923	4,923	少数股东损益	83	162	202	248
其他流动负债	16,604	11,202	12,534	13,212	持续经营净利润	743	1,318	1,637	2,006
流动负债合计	45,535	44,561	48,679	51,048	非持续经营净利润	0	0	0	0
长期借贷	889	889	889	889	净利润	744	1,318	1,637	2,006
其他流动负债	1,046	800	900	1,000	优先股利及其他调整项	0	0	0	0
非流动负债合计	1,935	1,689	1,789	1,889	归属普通股净利润	744	1,318	1,637	2,006
负债总计	47,470	46,250	50,468	52,937	EPS (按最新股本摊薄)	0.29	0.52	0.65	0.80
归属母公司所有者权益	16,708	18,025	19,662	21,669	主要财务比率				
少数股东权益	598	761	962	1,210	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
股东权益总计	17,306	18,786	20,625	22,878	成长能力				
负债及股东权益总计	64,776	65,036	71,092	75,815	营业收入增长率	11%	14%	9%	6%
现金流量表					归属普通股净利润增长率	66%	77%	24%	23%
单位:百万港币					获利能力				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	毛利率	19%	19%	19%	19%
经营活动现金流	3,078	15,079	2,047	2,721	净利率	1%	1%	2%	2%
净利润	744	1,318	1,637	2,006	ROE	4%	8%	9%	10%
折旧和摊销	450	996	1,065	943	ROA	1%	2%	2%	3%
营运资本变动	1,972	13,518	57	242	偿债能力				
其他非现金调整	-88	-752	-711	-471	资产负债率	73%	71%	71%	70%
投资活动现金流	-2,056	-1,804	-986	-999	流动比率	1.2	1.2	1.2	1.3
资本支出	-1,500	-1,700	-750	-750	速动比率	0.9	1.1	1.1	1.2
长期投资减少	193	-42	-171	-181	每股指标 (元)				
少数股东权益增加	98	0	0	0	每股收益	0.3	0.5	0.6	0.8
其他长期资产的减少/(增加)	-846	-62	-65	-68	每股经营现金流	1.2	6.0	0.8	1.1
融资活动现金流	-379	2,473	1,101	865	每股净资产	6.6	7.2	7.8	8.6
借款增加	349	0	0	0	估值比率				
股利分配	-1,003	-1,003	-659	-819	P/E	21	12	10	8
普通股增加	8	0	0	0	P/B	1.0	0.9	0.8	0.7
其他融资活动产生的现金流量	268	3,476	1,760	1,684					

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。