全球份额持续突破，盈利改善可期

华泰研究 首次覆盖
2025 年 1 月 02 日 | 中国香港 视听器材

首次覆盖 TCL 电子，给予买入评级，目标价 7.68 港元。TCL 为全球电视龙头，且已经形成全球化布局和较成功的出海范式。公司背靠 TCL 大产业集团，在“品牌引领价值，全球效率经营，科技驱动，活力至上”的战略导向下，正进入经营质量改善收获期。结合公司在显示产业垂直一体化能力的构建、海外渠道拓展和品牌营销的综合实力提升，我们看好公司继续占领全球中高端电视份额，进而提升海外电视业务盈利能力。叠加持续的对内经营优化，公司长期盈利能力提升有看点，有望能持续兑现股权激励净利增长目标。

投资评级（首评）： 买入
目标价（港币）： 7.68

研究员 樊俊豪
SAC No. S0570524050001 fanjunhao@htsc.com
SFC No. BDO986 +(852) 3658 6000

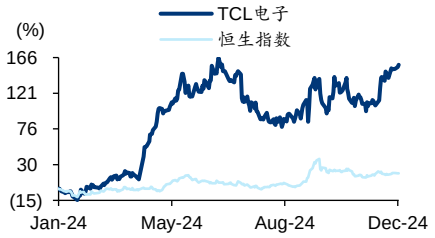
研究员 王森泉
SAC No. S0570518120001 wangsenquan@htsc.com
SFC No. BPX070 +(86) 755 2398 7489

研究员 周衍峰
SAC No. S0570521100002 zhouyanfeng@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价 (港币)	7.68
收盘价 (港币 截至 12 月 31 日)	6.35
市值 (港币百万)	16,008
6 个月平均日成交额 (港币百万)	42.48
52 周价格范围 (港币)	2.16-6.97
BVPS (港币)	6.60

股价走势图



资料来源：S&P

深耕海外、厚积薄发，产业协同、研发领先

公司聚焦于全球化发展，TCL 品牌电视全球出货量 2019-2023 CAGR+7.4%（同期行业 CAGR -2.8%），2023 年已跃居全球出货量第二（Omdia）。全球电视市场规模增长有限，但日韩品牌在中高端市场仍有较强品牌影响力，当前显示技术迭代是产业变革的新机遇，TCL 大产业集团具备上下游一体化、规模化及研发迭代优势，且公司较早布局 Mini LED 背光技术（2024 全球 MiniLED 电视出货或同比+65%，TrendForce），有望把握技术变革浪潮。北美市场 TCL 等中国品牌已经与日韩、欧美品牌三分天下，欧洲及新兴市场空间充足，新技术浪潮下，我们期待未来 TCL 继续赢取全球份额。

产业链实力拓展多元品类，盈利能力改善可期

公司深度的渠道能力叠加不断强化的海外本土化布局，多元化品类已经呈现出高速增长实力（创新、互联网业务收入 20-23 CAGR+80%/+45%），且有助于分摊电视产业费用支出。而电视产业全球逐步提升产品力（研发保持高投入叠加显示技术迭代优势），或能加速突破中高端市场，进而改善公司海外毛利率水平。同时公司对内优化费用投入（销售及管理费用率持续下行）及经营质量（中小尺寸业务减亏），有望继续提升精细化管理及盈利能力。

我们与市场观点不同之处

市场更多关注短期盈利改善，我们认为 TCL 整体战略变化和聚焦方向更值得长期关注。预计公司仍将重点提升产品力，并在品牌及渠道上维持积极态势，提升份额，中长期全球收入的高质量规模增长或能提升公司的盈利能力。

投资建议：鹰击长空，全球经营改善可期，首次覆盖给予“买入”评级

我们预计公司 2024-2026 年归母净利分别为 12.3/16.1/19.3 亿港元，同比+65%/+31%/+20%，对应 EPS 为 0.49/0.64/0.77 港元。Wind 可比公司 25 年一致预期 PE 为 10x，考虑到海外品牌业务表现突出，经营改善逻辑有望延续，给予公司 25 年 12 倍目标 PE，对应目标价 7.68 港元，“买入”评级。

风险提示：海外销售不及预期，面板价格持续走高，外币汇兑风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (港币百万)	71,351	78,986	99,819	110,568	117,606
+/-%	(4.67)	10.70	26.38	10.77	6.37
归属母公司净利润 (港币百万)	447.01	743.63	1,230	1,611	1,928
+/-%	(62.25)	66.36	65.46	30.93	19.68
EPS (港币，最新摊薄)	0.18	0.30	0.49	0.64	0.77
ROE (%)	2.60	4.48	7.18	8.93	10.07
PE (倍)	35.51	21.42	12.94	9.89	8.26
PB (倍)	0.96	0.95	0.91	0.86	0.81
EV EBITDA (倍)	6.48	5.40	4.00	3.19	2.55

资料来源：公司公告、华泰研究预测

正文目录

核心观点 **5**
电视全球化标杆，全球份额有望继续提升 5
把握技术迭代机遇，产业链供给优势提供竞争优势 5
经营改善可持续，长期盈利能力提升有看点 5
与市场观点不同之处 5
聚焦显示核心能力，经营增效提质 **6**
显示产业+全球化布局，全球市场份额有望继续提升 6
复盘 TCL 电子股价的表现：基本面重要性凸显 8
全球化有望加速成长 9
核心黑电收入趋势成长，经营改善逻辑有待持续推进 11
集团协同提效，激励推动增长 13
显示业务：产业链协同赢得全球份额 **14**
电视：发力海外星辰大海，产品及渠道提供增长动能 14
中国品牌发力海外市场，份额仍有空间 15
技术变革继续带来份额提升机遇，公司巩固国内龙头地位，海外有望继续赢得中高端市场 17
中国电视市场长期看结构性增长 18
以旧换新推动内销好转 19
产业链垂直一体化助力产品持续创新，有望继续提升品牌及产品吸引力 22
深耕海外本土渠道 24
中小尺寸等业务拓展多场景生态，聚焦增质提效 26
互联网及创新业务：充分发掘产品、渠道及全产业链能力协同 **28**
互联网业务充满活力 28
创新业务：依托整体能力，拓展多元销售，并发力 AI 眼镜等新兴产业 28
盈利预测 **30**
风险提示 34

图表目录

图表 1： TCL 整体组织结构，多元化战略布局已经成型 6
图表 2： TCL 电子属于 TCL 实业旗下重要组成部分 6
图表 3： 不断转型成长，经营质量依然有待提升 7
图表 4： TCL 电子市值在净利表现积极阶段均有明显上涨 9
图表 5： 公司显示业务、创新业务、互联网业务分布图 9
图表 6： TCL 电子中国及海外收入变化，2013 年后海外收入占比不断提升 10
图表 7： 2023 年 TCL 电视海外收入超过 320 亿港元 10
图表 8： TCL 电视海外产能布局 11
图表 9： TCL 电子 2014-2024H1 营业收入 11

图表 10： TCL 电子 2014-2024H1 归母净利润 11
图表 11： TCL 电子与可比公司毛利率 12
图表 12： TCL 电子与可比公司（毛利率-期间费用率） 12
图表 13： TCL 电子 2021-2023 归母净利润率低于可比公司 12
图表 14： TCL 电子销售费用率高于可比公司 12
图表 15： TCL 电子管理费用率可比公司 13
图表 16： TCL 电子(剔除全品类营销及光伏后)2020 后研发费用率较高 13
图表 17： TCL 电子股权结构图 13
图表 18： TCL 电子 2023 年股权激励计划 13
图表 19： TCL 电子电视收入表现 14
图表 20： TCL 电子分业务毛利率 14
图表 21： TCL 电子国内及海外均价对比 14
图表 22： 全球电视出货量在 2021-2022 年期间有较大下滑 15
图表 23： 中国电视出口量变化 15
图表 24： 长期来看全球分区域电视出货量，北美、拉美电视复合增速表现更优 15
图表 25： 全球电视出货量在 2Q24、3Q24 实现增长 16
图表 26： 18-23 年中国电视品牌企业出货量表现强势 16
图表 27： 1Q-3Q24 中国头部品牌全球出货量同比表现领先 16
图表 28： TCL 电子电视中国及海外出货量 17
图表 29： OLED 和 MiniLED 背光电视全球出货量 17
图表 30： 中国电视保有量变化 18
图表 31： 中国电视内销量变化 18
图表 32： 中国电视零售额变化 18
图表 33： 中国电视零售平均尺寸不断提升 18
图表 34： 国内电视价格段销售额份额变化 19
图表 35： 线上、线下 KA 电视零售均价变化 19
图表 36： 线上电视零售量 2024 年 9 月后好转 19
图表 37： 线上电视零售均价 2024 年 1-11 月整体同比回升 19
图表 38： 线上电视零售额 2024 年 9 月同比转正 19
图表 39： 线下 KA 电视零售量 2024 年 9 月后好转 19
图表 40： 线下 KA 电视零售均价在 2024 年 1-11 月保持较高水平 20
图表 41： 线下 KA 电视零售额在 2024 年 9 月后也有明显好转 20
图表 42： 2024 年 9-11 月电视线上零售优化 20
图表 43： 2024 年 9-11 月电视线下 KA 零售大幅优化 20
图表 44： 线上 top3 分价格段零售额份额（2024 年 1-10 月） 20
图表 45： 线下 KA top3 分价格段零售额份额（2024 年 1-10 月） 20
图表 46： 线上 top6 Mini LED 零售额份额（2024 年 1-10 月） 21
图表 47： 线下 KA top6 Mini LED 零售额份额（2024 年 1-10 月） 21
图表 48： TCL 电视毛利率对比海信视像 21
图表 49： TCL 电视均价对比海信视像 21

图表 50： Omdia 用户电视购买驱动因素调研（2022）.....22
图表 51： 全球 LCD 面板出货量分布变化.....23
图表 52： 各企业在电视上游领域的拓展情况.....23
图表 53： 电视面板价格同比变化与电视主业公司毛利率变化相关性强.....24
图表 54： 全球 LCD 面板价格波动有所减弱.....24
图表 55： 美国亚马逊电视 Best Seller 榜单各品牌席位数.....25
图表 56： TCL 智屏重点国家及地区出货量市场份额排名.....26
图表 57： 中小尺寸业务收入自高点明显收缩.....27
图表 58： 商业显示收入规模仍较小.....27
图表 59： 互联网业务收入增长积极，毛利率保持高位.....28
图表 60： 国内家庭互联网业务受居家需求拉动，ARPU 增长积极.....28
图表 61： 全品类营销业务收入增长积极.....29
图表 62： TCL 洗衣机/空调内销出货量份额.....29
图表 63： 光伏业务收入快速放量.....29
图表 64： 光伏毛利率对比同业公司.....29
图表 65： 智能连接&智能家居规模相对稳定.....29
图表 66： TCL 电子分业务营收预测.....31
图表 67： TCL 电子分业务毛利率预测.....32
图表 68： TCL 电子四项费用预测.....33
图表 69： 可比公司估值对比.....33
图表 70： TCL 电子 PE-Bands.....34
图表 71： TCL 电子 PB-Bands.....34

核心观点

电视全球化标杆，全球份额有望继续提升

中国电视企业在全球化的征途中正面临关键转折点，高性价比策略已推动产业取得长足进步。未来，构建全球品牌认知度将成为中国电视企业全球化发展的新路径。TCL 电子已初步构建全球化布局，并成功探索出有效的全球经营模式。随着综合实力的增强和新兴显示技术的不断迭代，TCL 有望加速在全球中高端电视市场的渗透。同时，全球化战略的推进和内部经营管理的优化，预计将带动其盈利能力的进一步提升。

我们认为，未来电视行业的竞争将不仅依赖于显示产业垂直一体化能力的构建，还需注重渠道拓展和品牌营销的双重发力。TCL 在产品横向拓展和产业链纵向整合上的持续投入，在新兴技术领域的领先步伐（MiniLED 电视、AI 智能眼镜等），将有效提升其产品硬实力。此外，通过渠道的深耕细作和品牌营销的强化，TCL 有望进一步提升品牌影响力和定价权。展望未来，电视行业的星辰大海将在全球，我们看好 TCL 电视产业链的长期增长前景。

把握技术迭代机遇，产业链供给优势提供竞争优势

显示技术迭代是电视产业变革的新机遇，全球消费者对于高画质、大屏化追求不变，TCL 通过深化产品力、优化产业链成本优势、强化海外本地化，成功提高了出货量和市场份额（公司数据显示，TCL 电视海外出货量 2019-2023 CAGR+12.6%，Omdia 数据显示，2023 年公司全球出货量第二）。在显示技术层面，TCL 大产业集团在 LCD、OLED 等显示面板产业的布局已经进入收获期，上下游一体化构建起规模化及研发迭代优势。同时，TCL 电子较早布局 Mini LED 背光显示技术，产品已具备国际竞争力，MiniLED 电视出货增长积极，新技术有望带来新成长机遇。凭借产品与渠道优势，我们看好公司全球电视出货前景，其中，北美市场公司已经拥有一席之地，而欧洲市场公司收入占比仍不高，市场占有仍有充足的提升空间，新兴市场也将受益于全球品牌影响力的提升。

经营改善可持续，长期盈利能力提升有看点

全球领先的产品力，巩固了公司毛利率优势，而对内改善费用率及经营质量，有望提升盈利能力。一方面，营销投放更为精准，2023/2024H1 公司销售费用率分别同比-0.4pct/-0.9pct，我们看好公司销售费用率继续趋势下行；管理费用率明显降低，2023/2024H1 公司管理费用率分别同比-0.9pct/-1.1pct。我们认为前期投入到提升运营效率上的支出逐步显效，管理费用支出未来或更为温和，我们继续看好公司管理费用率逐步降低。另一方面，2023 年以来，公司在过往亏损的中小尺寸显示业务上，不断聚焦、精简产品线，优化经营质量，2024H1 收入已经恢复增长，减亏趋势有望持续显现。

与市场观点不同之处

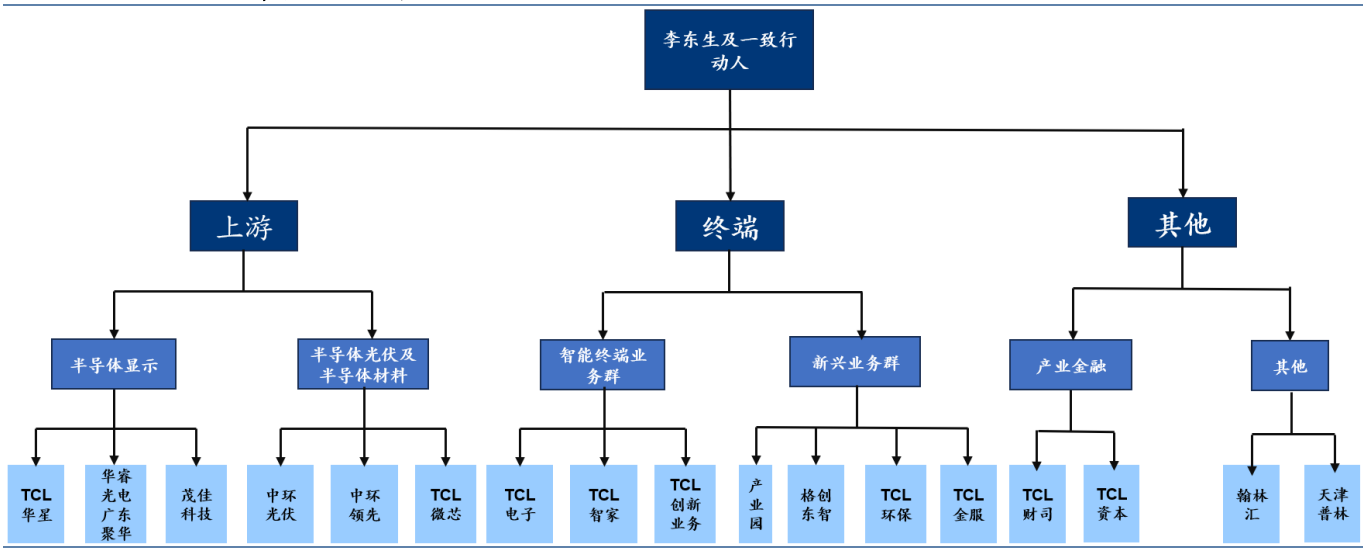
市场更多关注短期盈利改善，我们认为公司内部的组织效率优化仅是其推动经营向好的一个方面，而对 TCL 电子的研究离不开 TCL 整体战略的变动及聚焦方向。当下，TCL 电子是 TCL 实业在显示终端领域的关键一环，在“品牌引领价值，全球效率经营，科技驱动，活力至上”的战略指引下，公司需持续增强终端产品与品牌渠道的实力。由此我们认为，公司仍会着重提高电视终端产品的竞争力，并会在海外品牌及渠道方面保持积极的拓展态势，聚焦于科技化与全球化，提高海外市场份额，中长期来看，全球收入的高质量规模增长或许能够更为明显地增强公司的盈利能力

聚焦显示核心能力，经营增效提质

显示产业+全球化布局，全球市场份额有望继续提升

公司背靠 TCL 大产业集团，在 TCL 半导体原材料（半导体显示及材料、半导体与新能源材料）+智能终端的多元战略布局下，TCL 电子是 TCL 实业在显示终端领域的关键一环。**展望 TCL 电子全球成长空间，我们认为 TCL 显示产业链一体化具备竞争优势，而更早的海外布局，让公司在北美市场已经拥有一席之地，而欧洲、新兴市场也将受益于公司全球品牌影响力的提升，仍有充足的成长空间，在品牌引领价值，全球效率经营的战略导向下，公司全球中高端发展有望加速，且公司经营质量优化逐步呈现，净利有望保持较高增速。**

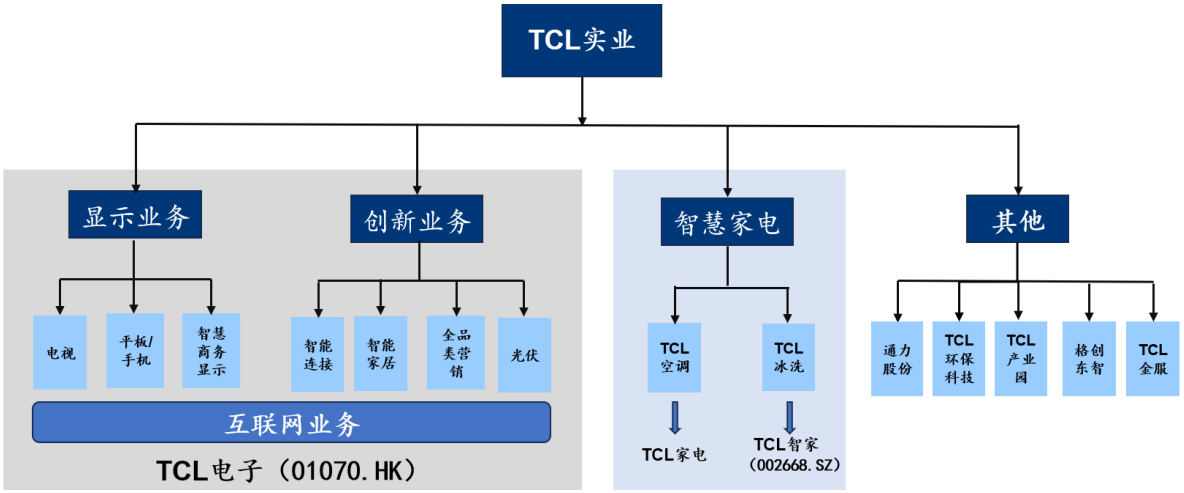
图表1：TCL 整体组织结构，多元化战略布局已经成型



资料来源：公司公告、华泰研究

在 TCL 整体大战略下， TCL 电子重点在于聚焦中高端显示产品，并布局智能家居物联生态，追求全球化持续发展。在全新的全球发展态势下，TCL 电子公司以巩固品牌价值、提升创新驱动力为核心，聚焦显示业务，发力突破全球电视中高端市场，并强化终端产品所衍生的互联网业务影响力，并以渠道实力拓展创新业务，不断强化海外市场、开拓全品类营销及光伏新赛道，提升产业规模。

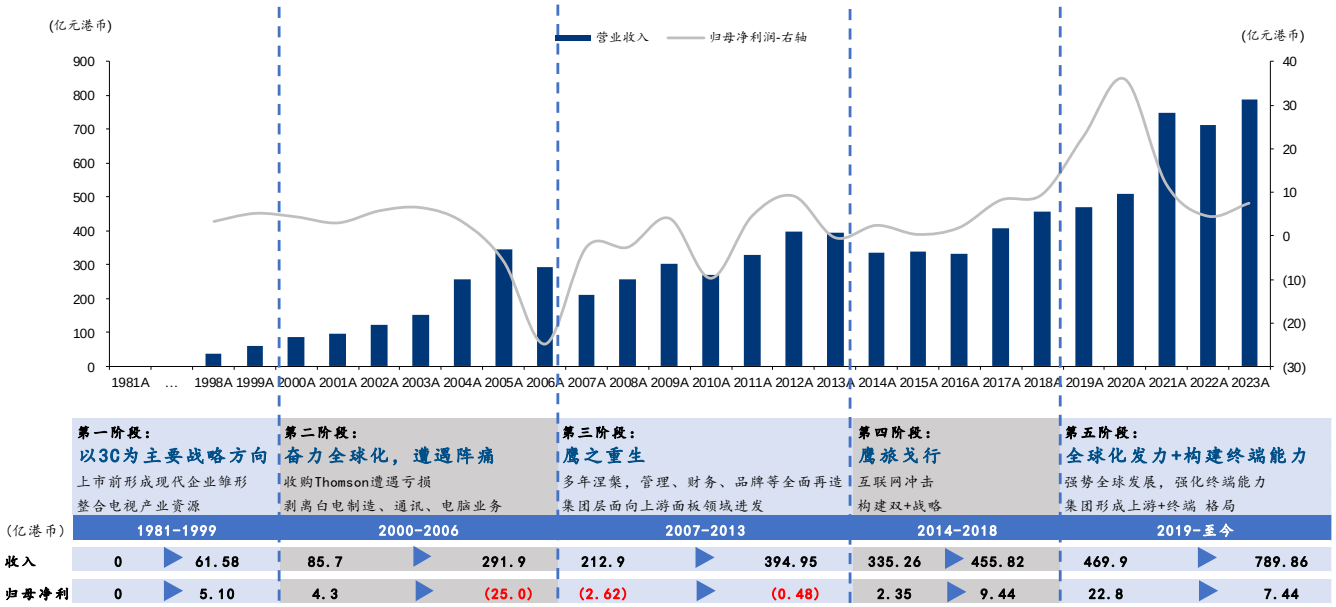
图表2：TCL 电子属于 TCL 实业旗下重要组成部分



资料来源：公司公告、华泰研究

回顾公司战略变化，我们认为公司发展可以分为 4 个阶段，且具备以战略导向驱动资本运作的特点，上市后通过资本运作推动成长。公司 2023 年营业收入达 789.9 亿港元，得益于产品结构改善、渠道结构优化以及降本增效的持续深化，毛利率同比+0.3pct 至 18.68%，经调整归母净利润回升至 7.43 亿港元。

图表3： 不断转型成长，经营质量依然有待提升



资料来源：公司公告、华泰研究

第一阶段：3C 战略时期：夯实电视基础，3C 领域相互渗透

1993 年公司前身正式推出 TCL 王牌电视，但生产及研发能力依然不强，而到 1996 年，TCL 集团与陆氏集团成立合营公司，才拥有属于自己的生产基地和研发团队。同时也开始在越南市场开始运营，并在惠州建设生产基地，并向海外优秀企业学习生产及管理经验。

后续，兼并美乐电视、收购陆氏集团越南工厂，收获内蒙彩虹电视机厂、兼并原无锡“虹美”电视，不断整合国内电视产业资源，并于 1999 年 11 月，TCL 电子前身“TCL 控股”在香港主板上市。

第二阶段：奋力全球化，遭遇阵痛

公司聚焦于全球化发展，2004 年并购汤姆逊彩电是公司的高光时刻，且拥有了 TCL、乐华、施耐德和 Govedio 四个品牌。但也为经历了全球整合经验不足的阵痛，人员、业务整合缓慢，2005-2006 年公司大幅亏损。同时，公司业务也更为聚焦，分别在 2002 年及 2004 年，将白电制造业务、通讯业务、电脑业务进行了剥离，集中于显示相关产业的制造与销售。

第三阶段：鹰之重生

经历了全球化发展的阵痛期，公司董事长李东生在 2006 年写下了《鹰之重生》进行反思，并重点调整欧洲业务模式，对上一阶段由于聚焦全球整合而延缓下来的人事管理构架和业务构架也进行了重新梳理，以鹰之重生的勇气重塑 TCL 整体的企业文化。并在新的显示技术触动下，集团层面进军半导体显示领域，让 TCL 电子未来在大尺寸显示领域能够依托 TCL 华星优质供应链资源而加速成长，同时加速迭代发展前沿显示及智能产品，为未来的全球竞争奠定了基础。

第四阶段：鹰旅戈行

全球经济低迷、复苏缓慢，且互联网电视冲击加剧，公司在 2013 年营业利润下滑至 2.72 亿港元，净利出现亏损，2014 年盈利虽有改善，但是收入仍承压。为迎接企业发展转型挑战，在集团层面推出“双+”战略:“产品+服务”、“智能+互联网”，专注于提升工业能力、产品技术能力、品牌渠道能力和互联网应用服务能力，以李东生董事长为首的管理层在 2015 年开展戈壁徒步（鹰旅戈行），探索企业发展转型。TCL 电子在这个阶段重点研发智能电视产品，开启互联网电视业务，并推出了互联网电视品牌雷鸟，积极改善产品结构和运营效率，应对互联网电视冲击。

第五阶段：全球化发力+构建终端能力

2018 年底，TCL 集团再度推动产业结构优化，形成“以半导体显示为主的 A 股平台”+“以品牌终端产品为主的港股平台”。2018 年 12 月 17 日，TCL 集团将持有的 TCL 电子相关股权向 TCL 实业控股出售。形成了 TCL 科技持有上游相关资产，TCL 实业持有终端产品相关资产的格局。TCL 电子经历了长期的产品研发及生产能力积累，开始加速全球发展，并依托终端渠道能力，拓展多元化产品销售，是集团战略下终端领域的重要一环。

复盘 TCL 电子股价的表现：基本面重要性凸显

基本面指标变化对于公司股价表现影响较为直观，2023 年以来公司盈利质量有所改善，市盈率波动也有所减弱。

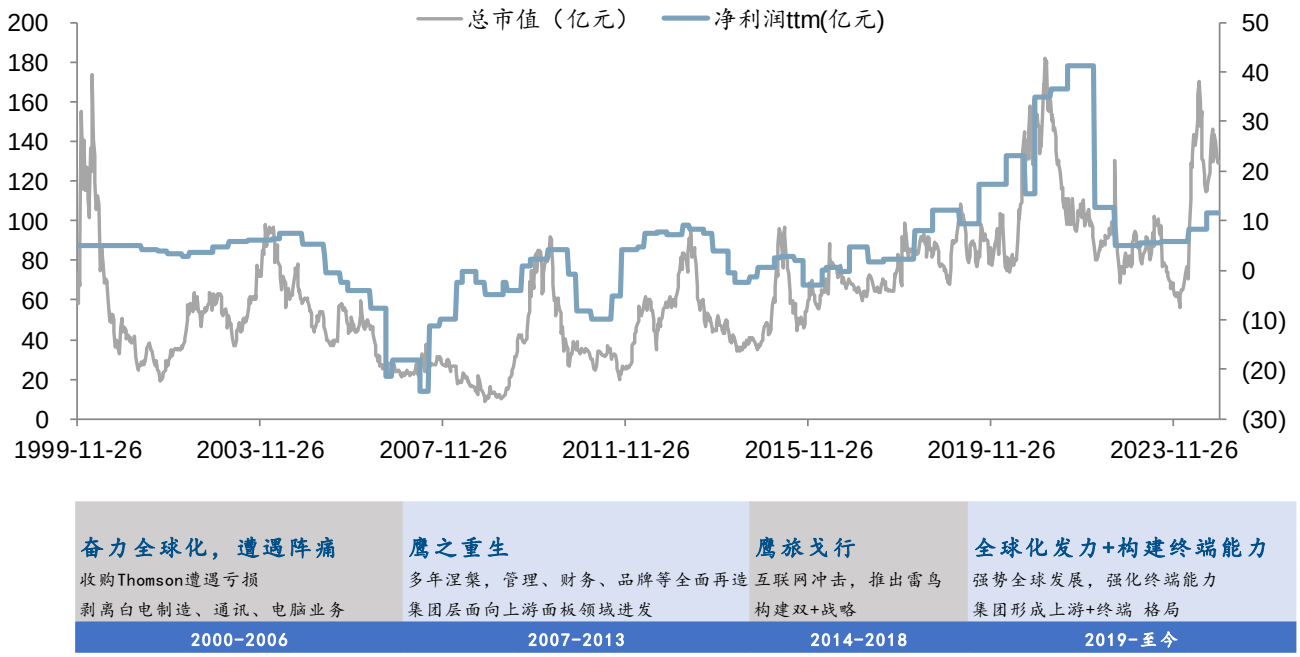
在 2000-2006 奋力全球化阶段，2004 年公司与法国汤姆逊合作成为阶段性股价高点，市盈率 ttm 一度最高达到 17x。公司试图利用汤姆逊技术及渠道资源开拓国际市场，然而这次合作并未取得预期的成功，导致了财务上的损失，2005-2006 年市盈率指标一度为负，股票市值大幅缩水，2004-2006 年公司股价超额收益（相对恒生指数，后同）均为负。

在 2007-2013 年期间，公司国外经营逐步进入正轨，但依然面临激烈的国内市场竞争压力，2007-2011 年公司市盈率 ttm 大幅波动。随着净利润波动上行，推动公司总市值自低点恢复，2012-2013 年公司市盈率 ttm 最高为 13.6x。期间 2009 年牛市期间公司超额收益较为明显。

在 2014-2018 年期间，互联网电视冲击电视生态，公司积极从传统电视制造商向智能设备和服务提供商转型，且在北美、欧洲、东南亚等多个地区建立了销售网络，海外收入逐步超过国内收入，但净利润提升较小，市盈率 ttm 依然大幅波动，仅 2015 年公司实现较为明显的超额收益。

2019 年以来，公司全球化发展加速，但 2021-2022 年的疫情冲击叠加面板价格的高涨，对全球经济造成了较大冲击，公司净利表现偏弱，而从 2023 年年报开始的盈利能力恢复，公司市值也再度回升，期间 2019、2020、2024M1-M10 均实现超额收益。且市盈率 ttm 波动有所减弱，其估值参考价值提升，2024 年 6 月市盈率 ttm 最高曾达 23x。

图表4：TCL 电子市值在净利表现积极阶段均有明显上涨



资料来源：公司公告、Wind、华泰研究

全球化有望加速成长

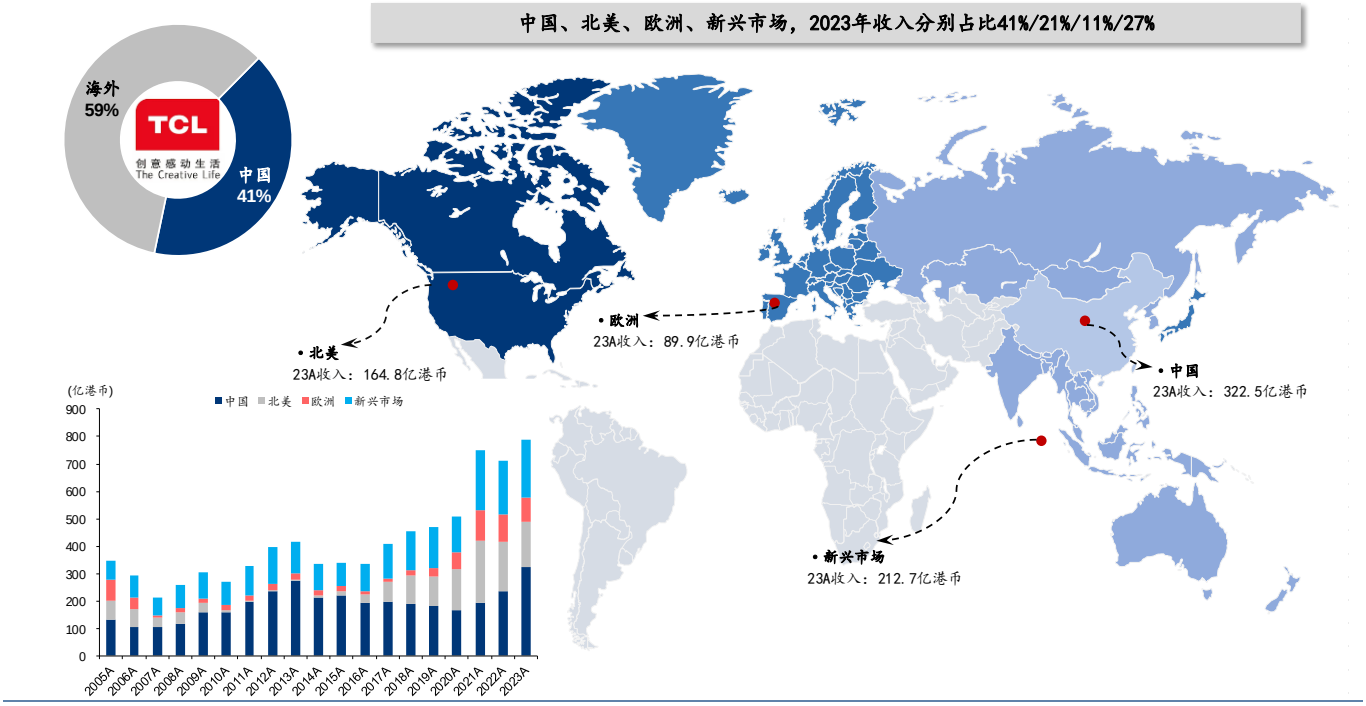
TCL 电子作为智能终端业务板块的重要一环，旗下拥有三大业务：显示终端业务、创新业务及互联网业务。其中，核心为显示业务，包括大尺寸屏（电视智屏业务）、中小尺寸屏和智慧商显；创新业务及互联网业务依托于电视智屏的渠道及产品能力。一方面，依托 TCL 电视销售渠道，向更为广泛的消费者推广包括智能连接设备、智能家居、TCL 白电以及户用光伏等旗下产品，另一方面，依托电视终端，提供互联网电视+广告等高附加值服务。公司核心产品 TCL 智屏“中高端+大屏化”战略稳步推进，根据 Omdia 数据，2023 年 TCL 电视全球出货量市占率 12.5%位居全球第二、销售额市占率 10.7%位居全球第三。

图表5：公司显示业务、创新业务、互联网业务分布图

资料来源：公司官网、公司公告、华泰研究

2023 年公司海外收入超过 467 亿港元，占比已经达到 59%。2013 年以来，公司在北美、欧洲、东南亚等多个地区建立了销售网络，全球化收入增长积极，2014-2023 年期间，北美市场收入 cagr 达到+41%，欧洲市场收入 cagr 也达到+16%。

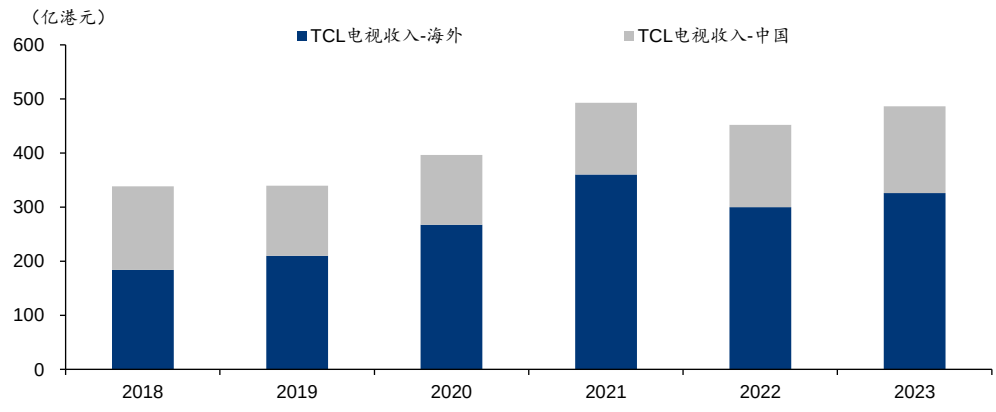
图表6：TCL 电子中国及海外收入变化，2013 年后海外收入占比不断提升



资料来源：公司公告、华泰研究

加速电视终端全球供应链布局，积极应对全球化机遇和挑战。2023 年公司电视业务海外收入超过 320 亿港元，贡献海外收入的 68.5%，其中，公司海外最大单体市场为美国。2018 年中美贸易摩擦加剧，美国对中国出口的电视加征 7.5%附加关税，为应对风险 TCL 更加注重海外基地的建设，公司调整产业链布局，重启墨西哥工厂，并扩大越南工厂产能，完善的全球产业链布局为 TCL 电子在中美贸易摩擦期间美国市场的销量持续增长提供保障。

图表7：2023 年 TCL 电视海外收入超过 320 亿港元



注：2018 年电视收入剔除了电视 ODM 业务收入
资料来源：公司公告、华泰研究

公司在全球布局上，从组织、供应链、渠道到营销等多方面加速本土化布局。组织上，2023 年公司完成了架构优化调整，拆分中国、北美、拉美、欧洲、亚太、中东非六大营销本部，减少决策链条，提升组织效率，增强了公司全球产品端到端的经营能力。渠道及营销上，2023 年公司业务在全球前 50 大渠道覆盖率超 90%(公司年报)；同时，公司坚持全球品牌战略本地化，通过体育、电子竞技、影视、展会等多领域营销提升 TCL 品牌全球美誉度，助力全球业务规模持续扩张。

公司通过优化全球产业布局，实现本土产能的灵活调配以及时满足全球各地的市场需求，供应链上，公司在中国、越南、墨西哥、巴西、波兰等地均有完备的工厂布局，其中越南工厂拥有海外最大产能，如果中国电视企业面临美国对中国、墨西哥原产电视产品继续加征关税，公司可以通过优化越南等工厂产能，减少单一产地关税影响。

图表8：TCL 电视海外产能布局

工厂	建立时间及方式	年产能	面向市场
TCL 越南工厂	1999 年收购自香港陆氏公司,2019 年开始扩产	800 万台	东南亚、北美
TCL 墨西哥 MASA 工厂	2004 年收购汤姆逊集团获得，2019 年开始扩产	200 万台	北美
TCL 波兰工厂	2004 年收购汤姆逊集团获得	500 万台	欧洲
TCL 巴西公司	2016 年与巴西家电品牌 SEMP 成立合资公司	300 万台	拉美

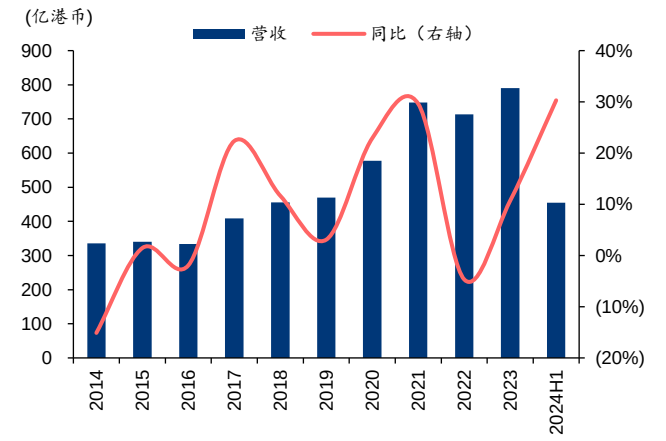
资料来源：公司公告、华泰研究

核心黑电收入趋势成长，经营改善逻辑有待持续推进

公司收入趋势成长，但上市以来净利润波动较大。2014-2023 年间，公司营收从 335.26 亿港元增长至 789.9 亿港元，CAGR 为+10%；归母净利润从 2.34 亿港元增长至 7.44 亿港元，CAGR+13.7%，但期间波动较大。其中， 2020 年公司出售茂佳，剥离电视 ODM 业务，形成较大规模的非经营性损益，同年收购 TCL 通讯，2021 年新增的中小尺寸显示业务带来 96.9 亿港元营收增量。2022 年，公司核心业务大尺寸显示受疫情及欧美需求减弱影响，国际市场承压，营收及归母净利均同比明显回落。

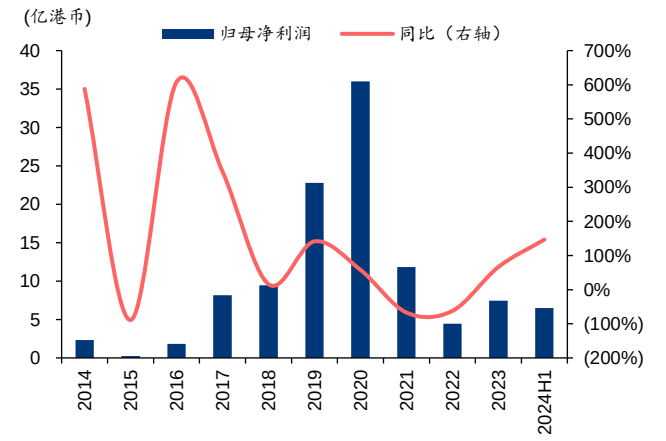
2023 年以来，公司在大尺寸显示业务中，继续坚持全球“中高端+大屏化”战略，而在过往亏损的中小尺寸显示业务上，不断聚焦、精简产品线，优化经营质量，而互联网业务延续高速增长，光伏业务运营顺利，公司盈利能力有所修复。且经营改善逻辑不断兑现，2024H1 公司收入及归母净利继续分别同比+30%/+147%。

图表9：TCL 电子 2014-2024H1 营业收入



资料来源：公司公告、华泰研究

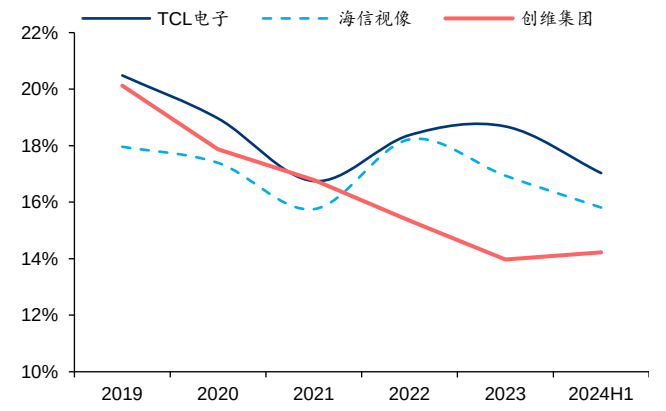
图表10：TCL 电子 2014-2024H1 归母净利润



资料来源：公司公告、华泰研究

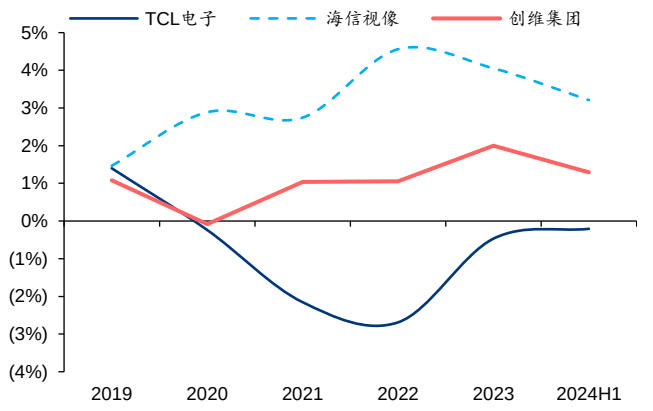
2022-2024H1 公司毛利率优于可比公司，费用率仍在改善。2023 年公司毛利率为 18.7%，同比提升 0.3 个百分点，2024H1 虽有面板价格扰动，公司毛利率水平依然优于可比公司。2020-2022 年，公司费用投放高于可比公司，“毛利率-期间费用率”表现较弱，但 2023-2024H1 已有明显改善。

图表11：TCL 电子与可比公司毛利率



资料来源：公司公告，华泰研究

图表12：TCL 电子与可比公司（毛利率-期间费用率）



资料来源：公司公告，华泰研究

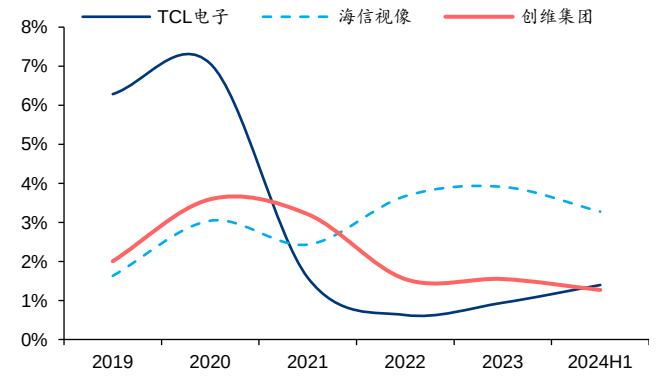
过往销售费用率及管理费用率偏高，看好费用率回落。过去的几年中，公司发力全球品牌营销，通过体育营销和渠道拓展等方式把握品牌力提升机会，且对比可比公司，公司渠道体系纳入上市公司体系内，销售费用率持续较高。2023 年以来，公司对于营销投放要求更为精准，2023/2024H1 公司销售费用率分别同比-0.4pct/-0.9pct，我们认为公司在战略上依然聚焦于提升全球化品牌影响力，且渠道体系差异依然存在，营销投放或仍将高于可比公司，但更为关注费用投放的效果、管理更为精细，我们看好公司销售费用率继续趋势下行。

在管理费用投放上，2020-2022 年期间，公司为优化业务能力、激励员工，在业务流程建设、人力成本(股权奖励)等方面支出较多，但随着 2023 年公司扁平化调整组织架构、精简手机平板业务、股权激励费用减少，管理费用率明显降低，2023/2024H1 公司管理费用率分别同比-0.9pct/-1.1pct。我们认为前期投入到提升运营效率上的支出逐步显效，管理费用支出未来或更为温和，也继续看好公司管理费用率逐步降低，未来或能与可比公司看齐。

公司持续在显示前沿技术加大研发开支，研发费用率或保持高位。公司全品类营销及光伏业务仅借助电视渠道销售，不需要公司相关研发投入，其多元业务收入规模增长带动了研发费用率的下行，我们认为剔除其全品类营销及光伏业务收入更能体现电视业务的研发支出情况。2020 年以来公司剔除其全品类营销及光伏业务影响的研发费用率均领先于可比公司，为保持在新型显示技术的竞争优势，我们认为公司显示研发支出或保持高位水平。

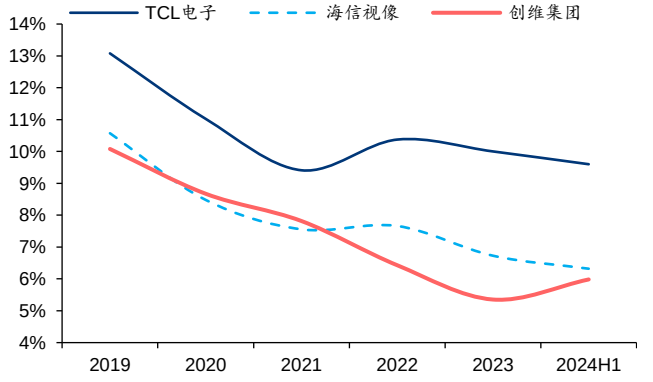
基于我们前序对于公司费用率的判断，以及中小尺寸业务的不断扭亏，海外电视业务盈利能力的好转，公司长期归母净利润率或能与优质可比公司看齐。

图表13：TCL 电子 2021-2023 归母净利润率低于可比公司



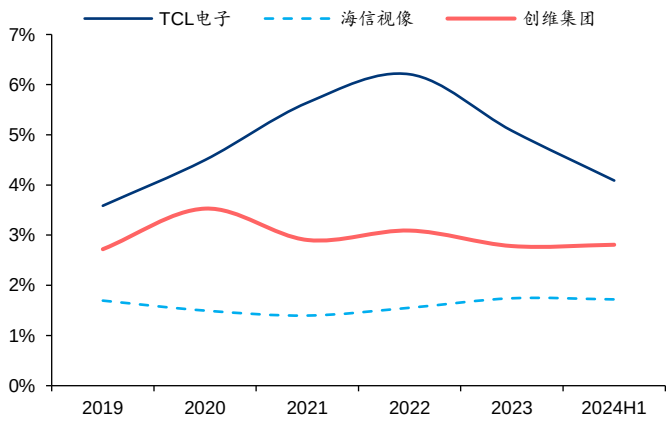
资料来源：公司公告，华泰研究

图表14：TCL 电子销售费用率高于可比公司



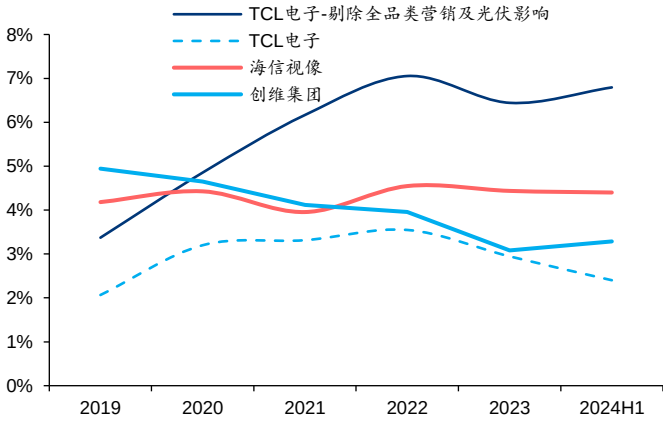
资料来源：公司公告，华泰研究

图表15：TCL 电子管理费用率可比公司



资料来源：公司公告，华泰研究

图表16：TCL 电子(剔除全品类营销及光伏后)2020 后研发费用率较高

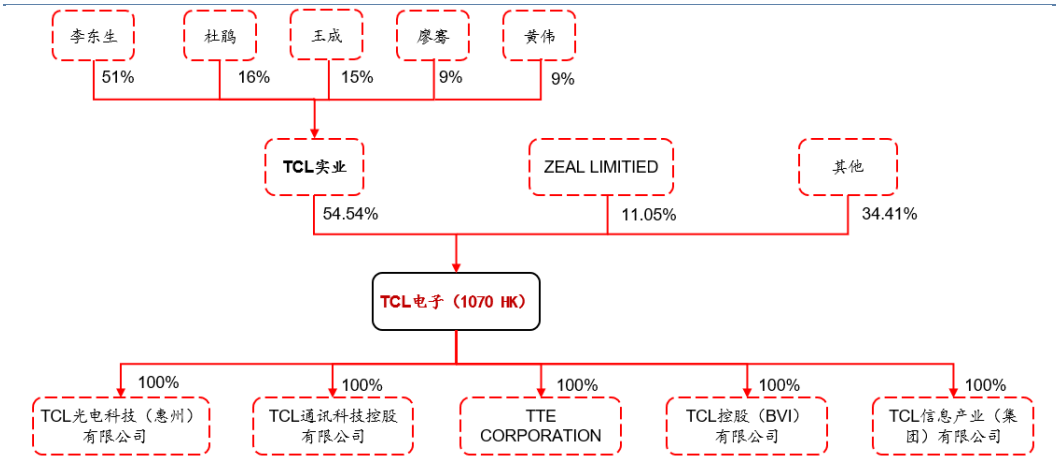


资料来源：公司公告，华泰研究

集团协同提效，激励推动增长

TCL 电子股权结构稳定。截至 2024H1，公司第一大股东为 TCL 实业控股，持有 54.54%股份，李东生先生为实际控制人，集中控股为公司稳步推进 TCL 整体战略提供了支撑。

图表17：TCL 电子股权结构图



资料来源：公司公告，华泰研究

股权激励提高员工积极性。2024 年 1 月 25 日，公司公告股份奖励计划，业绩考核目标为以2023年经调整净利8亿港元的基础上，24/25/26年增长达到50-65%、70-100%、90-150%。本次股份激励直接授予股份，完成业务目标后分 3 年归属对应员工，有望促进员工积极性。

图表18：TCL 电子 2023 年股权激励计划

年份	股份归属比例	业绩目标	对应净利润（亿港币）	触达后奖励股份归属比例
2024 年	40%	经调整归母净利比 2023 年+50%~+65%	12.1-13.3	80%-100%
2025 年	30%	经调整归母净利比 2023 年+70%~+100%	13.7-16.1	
2026 年	30%	经调整归母净利比 2023 年+90%~+150%	15.3-20.1	

资料来源：公司公告，华泰研究

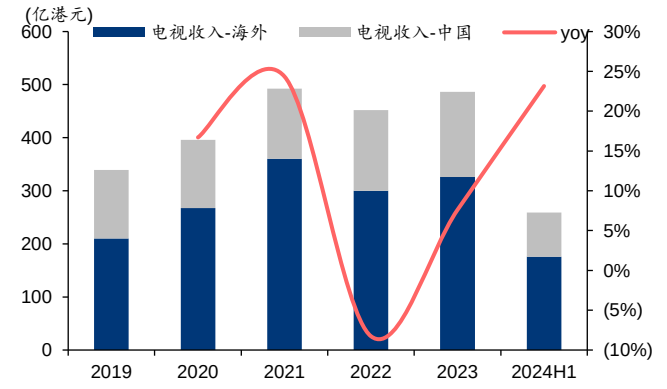
显示业务：产业链协同赢得全球份额

电视：发力海外星辰大海，产品及渠道提供增长动能

TCL 电视业务在“产品+渠道”的双重加持下，正稳步前行于全球电视市场的竞争前沿。增强电视终端领域的竞争力，核心在于“产品+渠道”的双重驱动。TCL 电视业务依托其强大的全产业链整合能力，不断推出具备领先的功能、卓越的显示技术，以及具备高度价格竞争力的产品组合，并捕捉了全球电视大屏化及中高端化的趋势，顺应了市场需求。此外，TCL 较早地进行了海外市场的布局，通过持续深耕与拓展，不断渗透至主流销售渠道，显著提升了品牌在全球范围内的知名度和影响力。在美国市场，TCL 凭借有效的渠道切入策略与体育营销策略，实现了品牌号召力的积极提升，这一成功案例充分验证了“渠道切入+体育营销”组合拳的有效性。

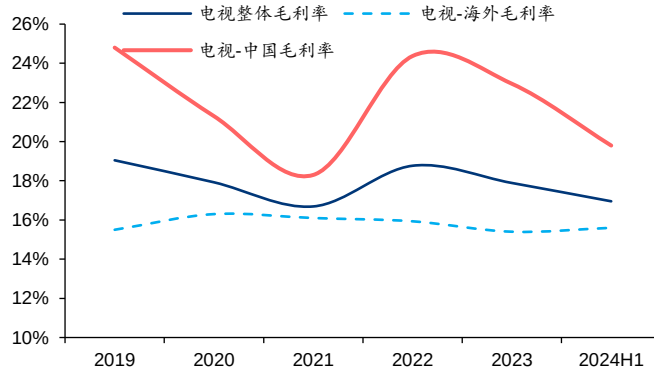
2023 年公司电视（大尺寸显示业务）贡献 61.6%营收，2020-2023CAGR 为+7.1%，2024H1 公司中国/海外电视收入继续分别同比+21.1%/+24.2%。2018 年以来公司全球电视产品出货量逆势增长，根据公司出货量数据，19-23CAGR 达到+7.4%，且 2024Q1-Q3 同比+12.9%，继续大幅领先于行业（奥维睿沃，19-23CAGR -2.8%，2024Q1-Q3 同比+2.2%），凭借产品与渠道优势，**我们依然看好公司全球电视出货前景，其中，北美市场公司已经拥有一席之地，而欧洲市场公司收入占比仍不高，市场占有仍有充足的提升空间，新兴市场也将受益于全球品牌影响力的提升。**

图表19：TCL 电子电视收入表现



资料来源：公司公告，华泰研究

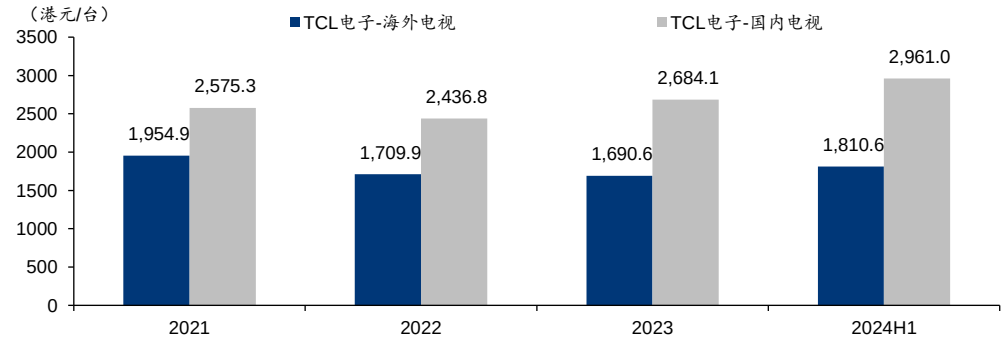
图表20：TCL 电子分业务毛利率



资料来源：公司公告，华泰研究

海外市场产品结构仍是短板，产品定位差异仍明显。公司在海外市场过往专注于中档和经济型市场，将经济实惠放在首位，品牌影响力落后于韩系对手，而国内市场公司产品定位趋于中高端，导致海外电视毛利率也弱于国内市场。考虑到公司更早布局 Mini LED 背光电视，正越来越多地推出具有先进功能、优异画质的中高端 Mini LED 产品，在产品力上已经能与韩国品牌中高端产品一较高下，随着产品结构优化提升，海外毛利率水平或逐步抬升。

图表21：TCL 电子国内及海外均价对比

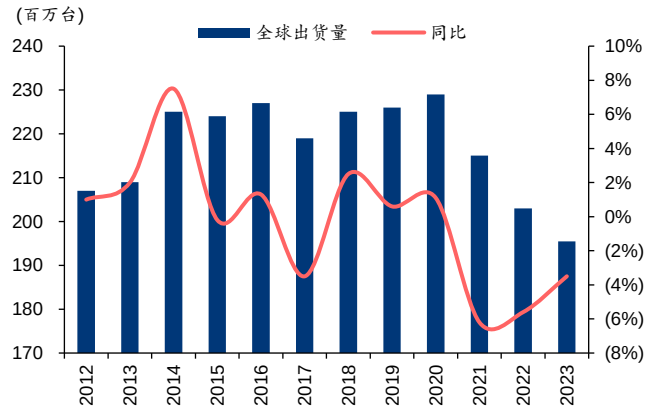


注：按照“公告收入/公告销售量”计算均价
资料来源：公司公告、华泰研究推算

中国品牌发力海外市场，份额仍有空间

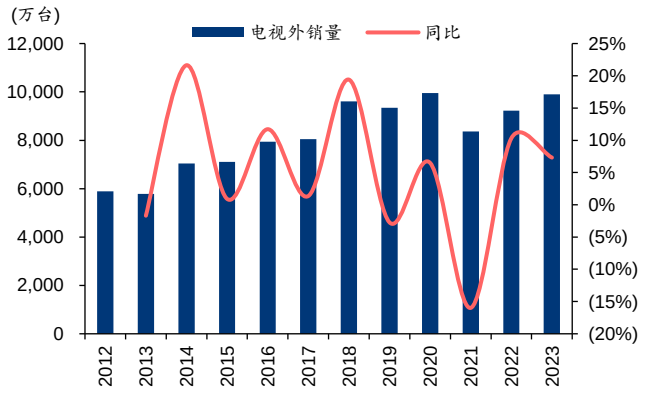
中国电视出口引领全球。奥维睿沃（AVC Revo）数据显示，全球电视出货量面临压力，2013-2023 CAGR 为-0.5%，但中国直接出口 CAGR 为+4.8%，且考虑到大量中国电视企业不断强化海外本土供应能力，实际中国企业海外出货量表现或更佳。

图表22：全球电视出货量在 2021-2022 年期间有较大下滑



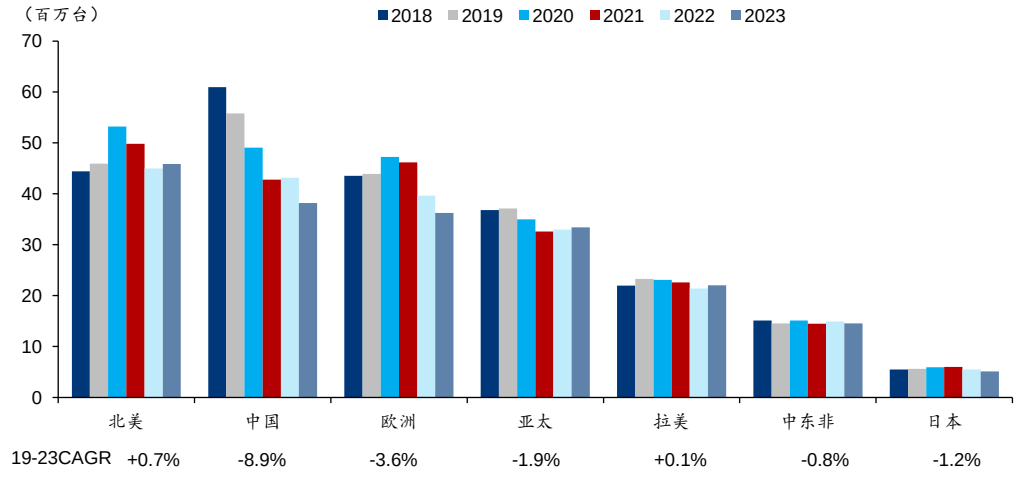
资料来源：奥维云网、华泰研究

图表23：中国电视出口量变化



资料来源：产业在线、华泰研究

图表24：长期来看全球分区域电视出货量，北美、拉美电视复合增速表现更优

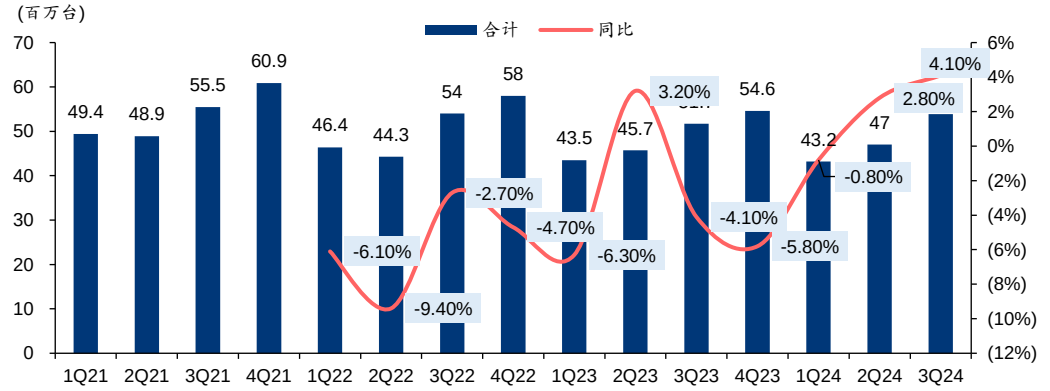


资料来源：奥维睿沃、华泰研究

发达国家：电视市场成熟，行业天花板高，切入不易、品牌壁垒较高。美欧日市场成熟度高，大量本土品牌通过长期的消费者教育和渠道积淀，形成了较强的壁垒，对于后入者切入难度较大。**发展中国家市场：经济增长推升需求。**新兴市场空间广阔，2023 年拉美、亚太出货量分别同比+3.2%、+1.3%；中东及非洲地区由于巴以冲突影响以及 2022 年世界杯高基数出货量同比-2.6%，但长期看，新兴国家经济具备增长潜力、人口基数可观、市场格局并不稳定，仍有较大增长空间。

体育大年催化下，2024 年全球电视市场有望恢复增长。奥维睿沃（AVC Revo）数据显示，1Q24 全球 TV 出货量 4320 万台，同比-0.8%，降幅明显收窄，且随着 2Q24 欧洲杯、奥运会等赛事拉开序幕，电视出货量表现进一步好转（2Q24 同比+2.8%、3Q24 同比+4.1%），受此拉动，1Q-3Q24 全球电视出货量同比+2.2%，全年有望恢复增长。

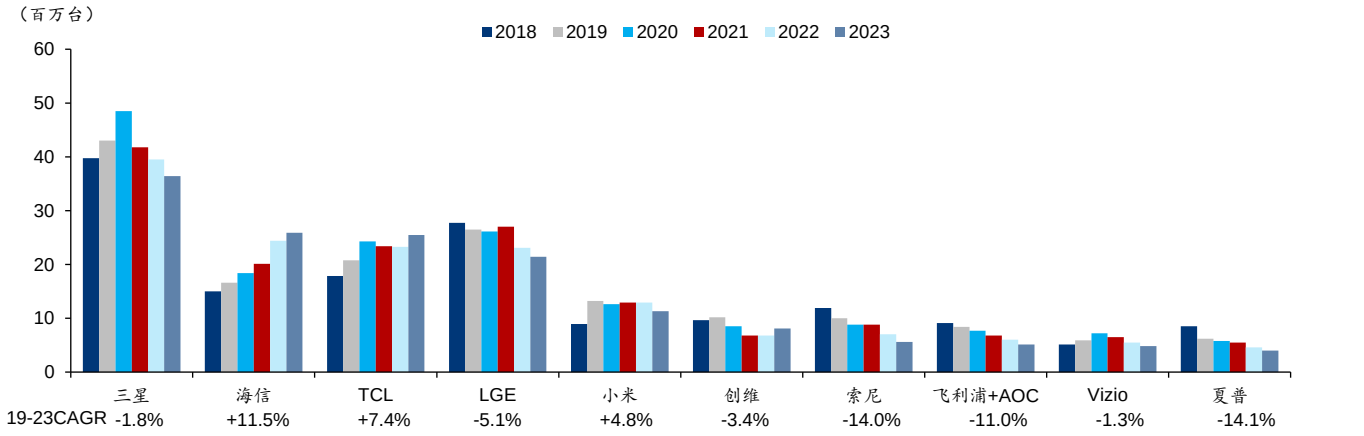
图表25：全球电视出货量在 2Q24、3Q24 实现增长



资料来源：奥维睿沃、华泰研究

产品力推升中国品牌出货增长，全球表现积极。受欧美高通胀影响，韩日系中高端产品出货面临挑战，海信、TCL 等中国品牌都通过成本优势出口策略和本地化生产，成功提高了出货量和市场份额。奥维睿沃数据显示，2023 年全球电视出货量 TOP4 品牌为三星、海信、TCL 和 LGE，出货量占比稳定在 50%左右。三星电视出货量稳居全球第一，但近年来持续下滑，2023 年同比下滑 7.7%。海信、TCL 全球化战略稳步推进，电视出货量和市占率保持增长，2023 年海信、TCL 全球出货量同比分别增长 5.9%、9.6%，超越 LGE 成为全球电视第二、三大厂商。

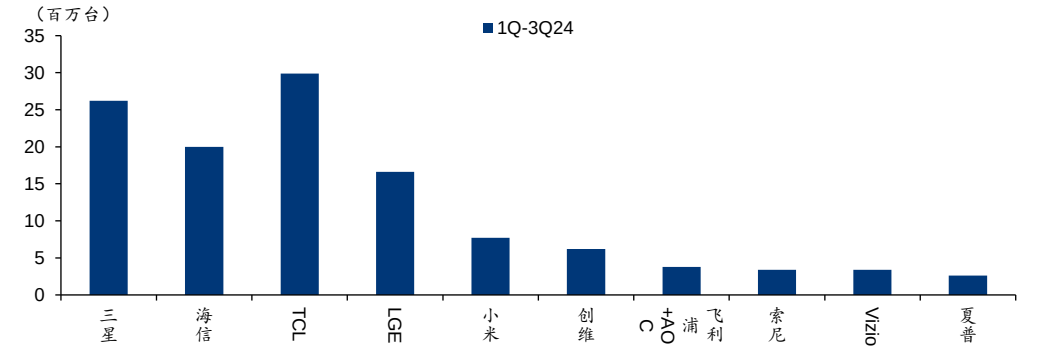
图表26：18-23 年中国电视品牌企业出货量表现强势



资料来源：奥维睿沃、华泰研究

2024 年中国品牌延续强势表现。根据奥维睿沃数据，1Q-3Q24，韩系三星/LG 全球出货量分别同比-0.8%/+4.1%，而中国品牌龙头，TCL/海信全球出货量分别同比+10.3%/+4.7%。

图表27：1Q-3Q24 中国头部品牌全球出货量同比表现领先

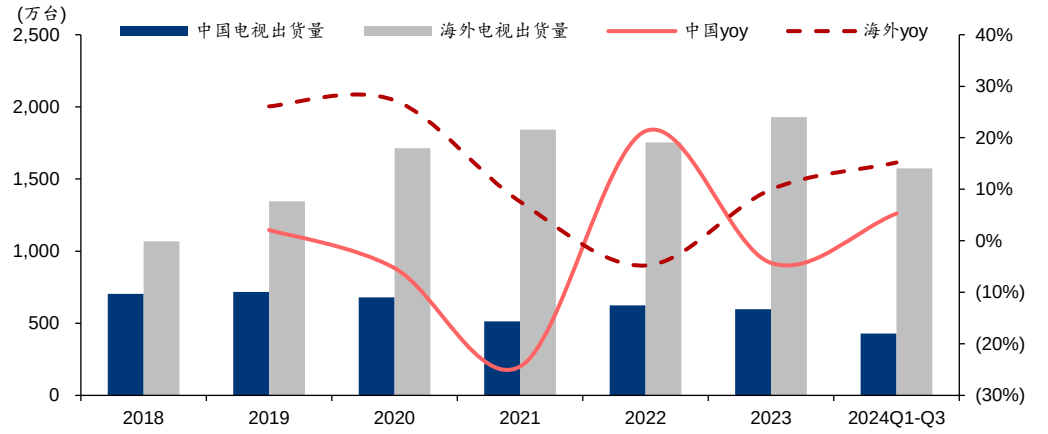


资料来源：奥维睿沃、华泰研究

技术变革继续带来份额提升机遇，公司巩固国内龙头地位，海外有望继续赢得中高端市场

TCL 电视在市场上的成功，离不开产业链垂直一体化的成本优势、全球本土化运营、品牌营销及新技术产品的综合作用。TCL 电视海外出货量 2019-2023 CAGR+12.6%，2024Q1-Q3 同比+15.2%，国内出货量虽受市场影响而整体收缩（2019-2023CAGR-3.2%），但随着技术迭代中高端产品表现积极，2024Q1-Q3 同比+5.3%。

图表28：TCL 电子电视中国及海外出货量



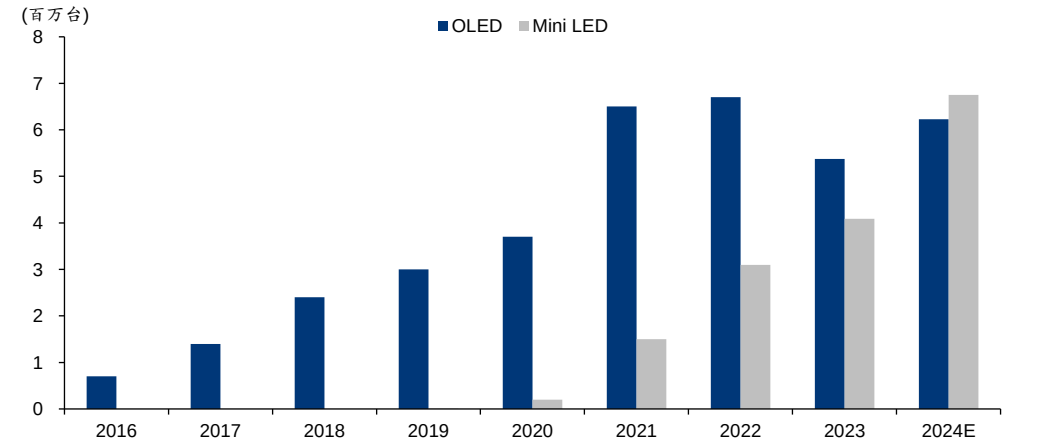
资料来源：公司公告、华泰研究

近年显示技术迭代继续推动产品升级，Mini LED 背光电视受到市场青睐。随着 Mini LED 背光电视产品制造成本的不断下降，Mini LED 背光技术在电视领域的应用规模正快速提升，在中高端电视市场中，Mini LED 背光电视正对 OLED 电视发起挑战，作为国内最早布局 Mini LED 背光显示技术的领军企业，TCL 在新技术产品的市场表现上十分积极，公司公告数据显示，2024Q1-Q3，**TCL 海外 Mini LED 电视出货量同比+144.9%，国内 Mini LED 电视出货量同比+181.1%。**

在“中高端+大屏化”战略的持续推动下，TCL 电视有望在中高端市场进一步巩固其市场地位，并有望在全球市场持续提升品牌力，全球市场份额提升依然可期。

TrendForce 数据显示，2023 年 OLED 电视全球出货量为 540 万台，同比约-20%；而 MiniLED 背光电视全球出货量约为 409 万台，同比+32%（占比）。此外，由于 LG 品牌之前主要投入于 OLED 技术，三星 Mini LED 背光产品定位高端，中国品牌受益于国内 Mini LED 相关产业链的规模提升，制造成本不断优化，也有利于中国品牌推出高性价比、高附加价值产品，对韩系 OLED 及高端产品线产生冲击。TrendForce 预期 2024 年全球 Mini LED 背光电视出货量有望提升至达 675 万台，同比+65%（占比），并有望超过 OLED 电视出货量。

图表29：OLED 和 MiniLED 背光电视全球出货量



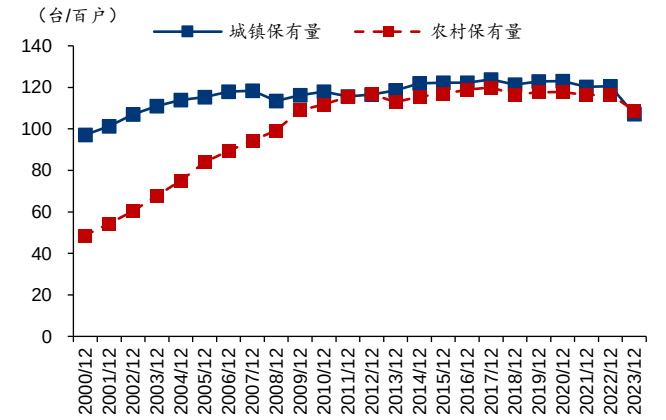
资料来源：奥维云网、Omdia、TrendForce、华泰研究

中国电视市场长期看结构性增长

长周期趋势上看，我们认为国内电视消费量已经难以回到 2016 年高点，电视保有量受到手机、平板、投影机不断渗透及移动互联生态强化的冲击，电视百户保有量在 2017 年见顶后，保有量持续提升的步伐被打断，进而导致电视行业内销出货量也在此之后不断弱化（根据奥维云网数据，2017-2023 年电视内销量 CAGR 为-6.5%）。

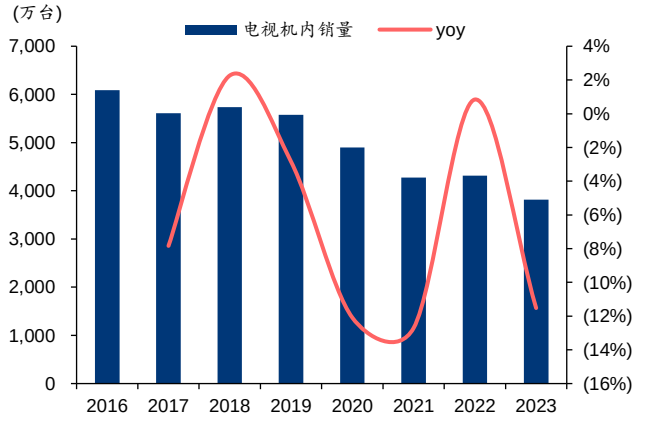
基于耐用品的需求模型，我们认为电视需求主要可以分解为旧房普及、新房拉动及存量置换三大类需求。其中，由于保有量略有下滑，旧房普及需求做负贡献；而结合国内新房销售情况，我们认为新房拉动量在内销需求中占比有所下降，但如果 2025 年住房销售触底恢复，新房拉动需求或有所好转；当前电视需求的核心在于存量置换，其拉动占比较高，因此，我们认为电视产品将较为明显的受益于以旧换新政策的补贴。

图表30： 中国电视保有量变化



资料来源：国家统计局、华泰研究

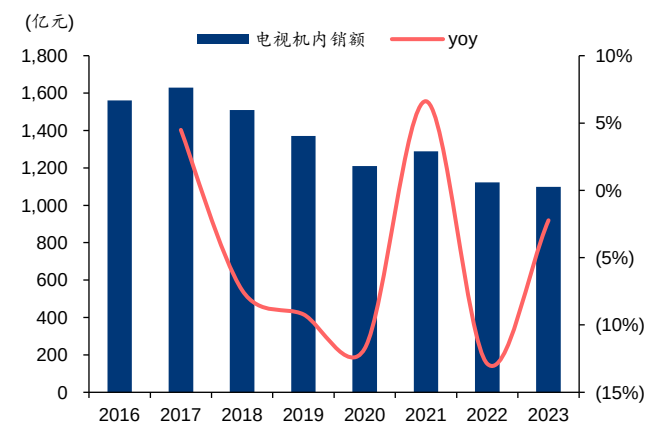
图表31： 中国电视内销量变化



资料来源：奥维云网、华泰研究

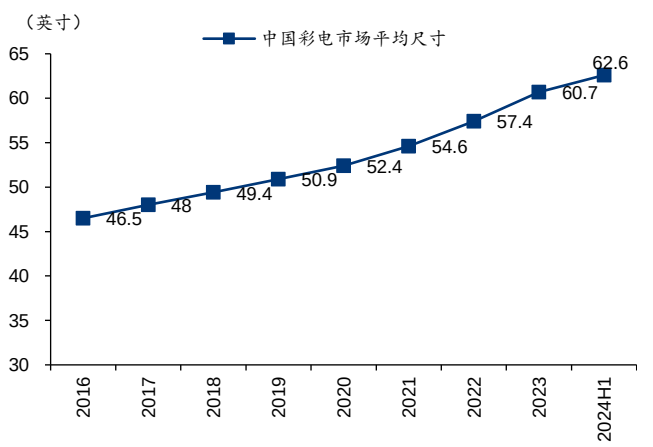
结构性升级推升均价，未来发展中高端仍是长期趋势。虽然电视价格受到面板成本波动影响，但受电视大屏化等结构性升级影响，电视均价仍实现趋势性上行。我们认为在电视市场未来量成长空间相对有限的情况下，核心企业仍应当聚焦于提升产品力，优化中高端产品供给，或是维持国内市场销售规模稳定，并巩固盈利能力的主要手段。

图表32： 中国电视零售额变化



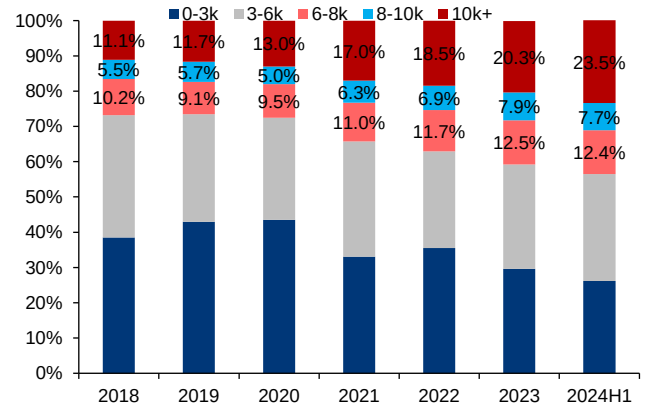
资料来源：奥维云网、华泰研究

图表33： 中国电视零售平均尺寸不断提升



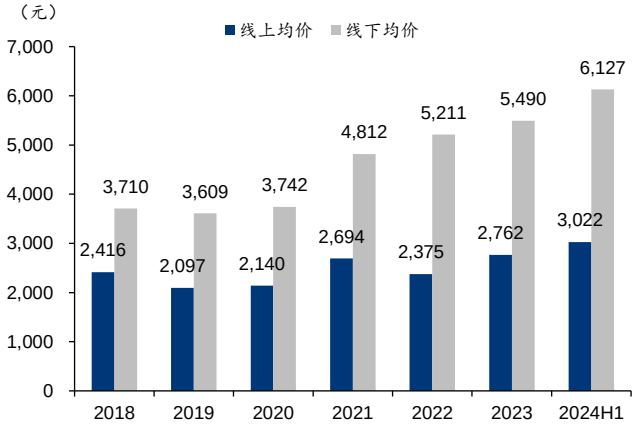
资料来源：奥维云网、华泰研究

图表34： 国内电视价格段销售额份额变化



资料来源：奥维云网、华泰研究

图表35： 线上、线下 KA 电视零售均价变化

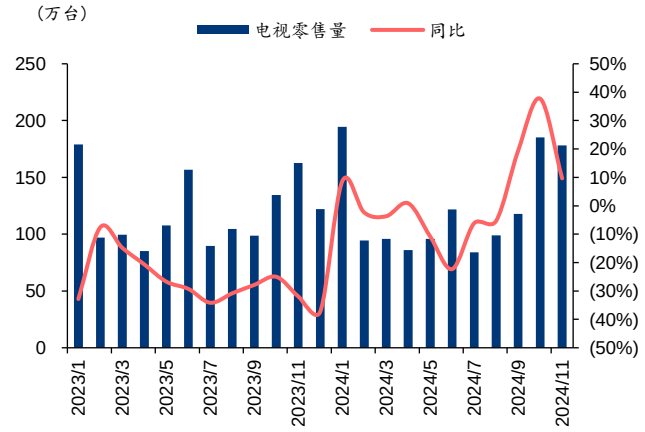


资料来源：奥维云网、华泰研究

以旧换新推动内销好转

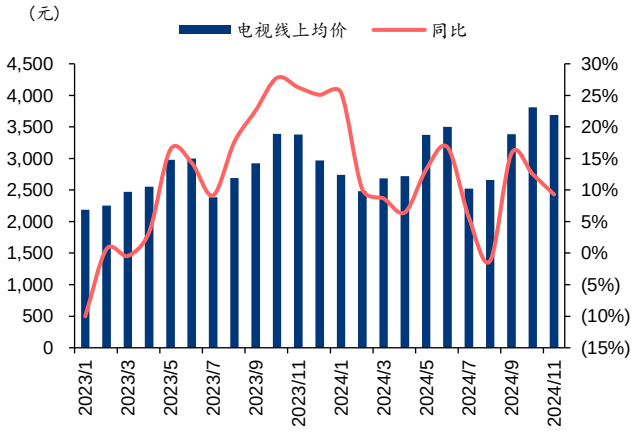
2024 年 9 月以来电视零售表现好转态势明显，带动线上、线下 ka 销量均同比转正。奥维云网数据显示，2024 年 1-11 月，国内线上电视零售量同比+2.9%，零售均价同比+13%，整体量表现在 9 月后明显恢复，受此影响，零售额同比+16.3%。而线下 KA 电视零售量同比+0.8%，零售均价同比+29.9%，受到均价大幅提升影响，零售额同比+30.9%。

图表36： 线上电视零售量 2024 年 9 月后好转



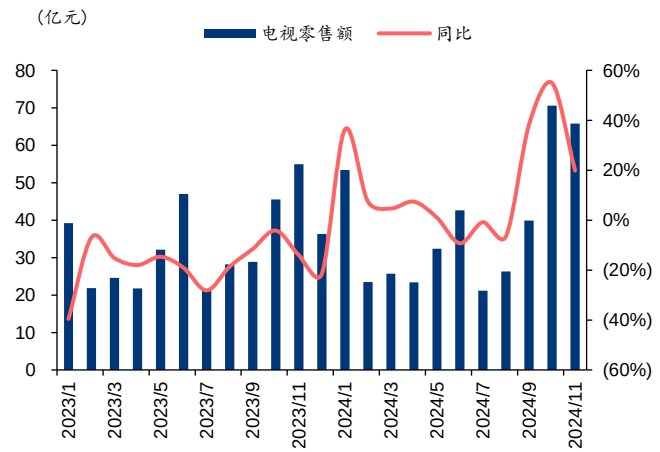
资料来源：奥维云网、华泰研究

图表37： 线上电视零售均价 2024 年 1-11 月整体同比回升



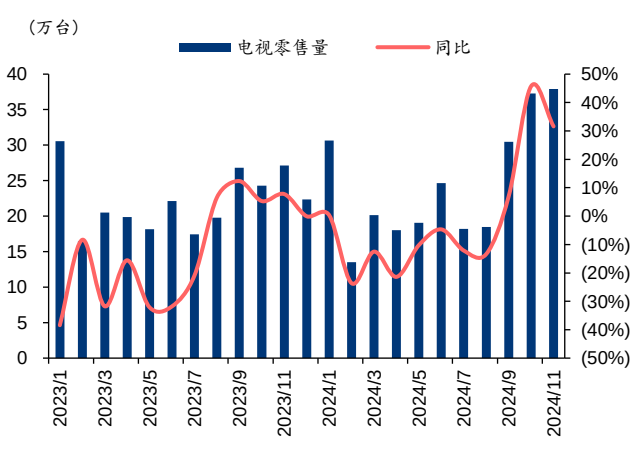
资料来源：奥维云网、华泰研究

图表38： 线上电视零售额 2024 年 9 月同比转正



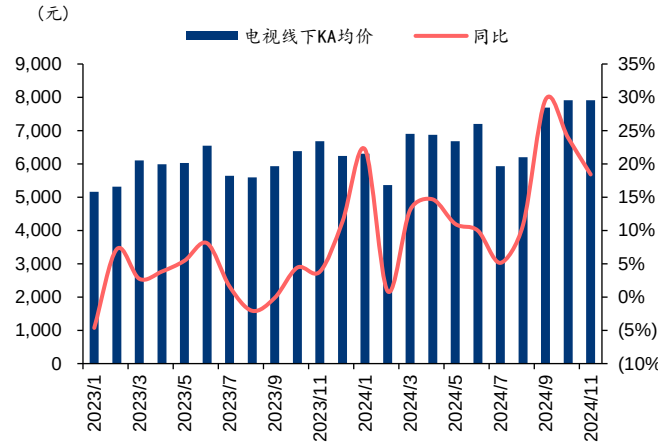
资料来源：奥维云网、华泰研究

图表39： 线下 KA 电视零售量 2024 年 9 月后好转



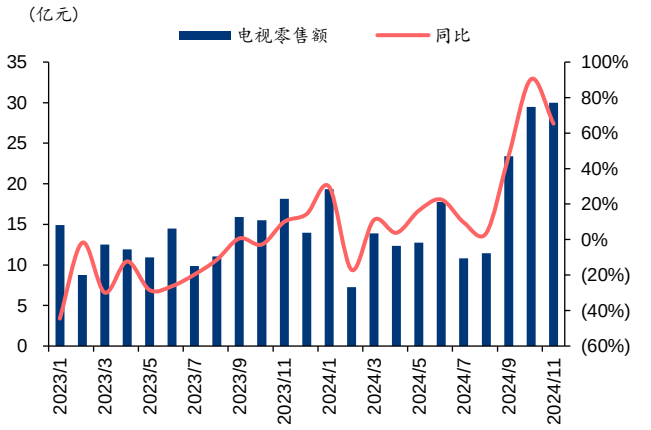
资料来源：奥维云网、华泰研究

图表40：线下 KA 电视零售均价在 2024 年 1-11 月保持较高水平



资料来源：奥维云网、华泰研究

图表41：线下 KA 电视零售额在 2024 年 9 月后也有明显好转



资料来源：奥维云网、华泰研究

换新政策推出后，公司品牌矩阵份额有积极表现。换新政策发力的 2024 年 9-11 月，线上渠道 TCL 份额降幅收窄+雷鸟份额继续提升，线下渠道 TCL 品牌维持强势增长。

图表42：2024 年 9-11 月电视线上零售优化

	零售额（亿元）	同比	均价（元）	同比
线上	176.2	36.31%	3663	12.1%

品牌	份额	份额同比（pct）	零售额同比	均价（元）	同比
海信	21.6%	0.3	38.2%	4872	19.0%
TCL	17.7%	-0.5	32.6%	4796	5.8%
小米	10.0%	-2.3	10.9%	4194	64.8%
创维	9.5%	1.2	56.2%	4496	25.4%
红米	9.0%	3.4	117.1%	2099	11.7%
雷鸟	8.5%	4.1	163.7%	3194	8.6%
Vidda	7.9%	-0.2	33.5%	3183	34.8%
长虹	2.9%	0.2	46.5%	2686	21.3%
索尼	2.9%	-2.1	-20.7%	10113	14.7%
酷开	2.3%	0.9	123.5%	1818	-5.8%

资料来源：奥维云网、华泰研究

图表43：2024 年 9-11 月电视线下 KA 零售大幅优化

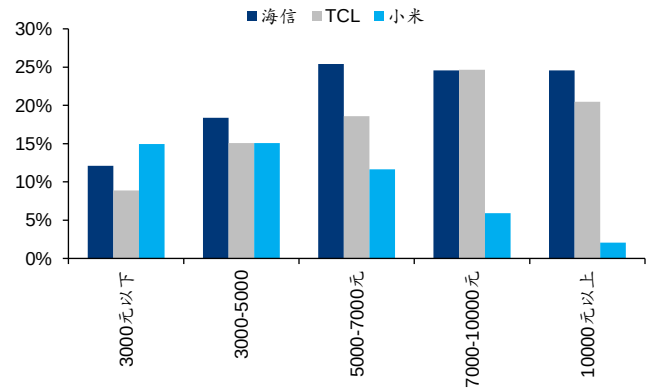
	零售额（亿元）	同比	均价（元）	同比
线下KA	82.9	59.97%	7847	23.9%

品牌	份额	份额同比（pct）	零售额同比	均价（元）	同比
海信	31.9%	2.3	72.5%	8594	25.5%
TCL	20.5%	4.0	98.4%	7454	16.3%
创维	19.0%	-0.1	61.0%	7443	36.4%
三星	6.6%	-1.0	39.7%	13931	6.3%
索尼	5.2%	-3.0	1.4%	16426	22.4%
长虹	5.0%	-0.6	42.8%	5439	19.7%
东芝	2.5%	0.5	90.0%	9121	15.2%
康佳	2.5%	-1.4	4.2%	4727	20.6%
华为	2.5%	-0.1	52.6%	8843	20.8%
海尔	0.9%	0.0	40.5%	4017	3.5%

资料来源：奥维云网、华泰研究

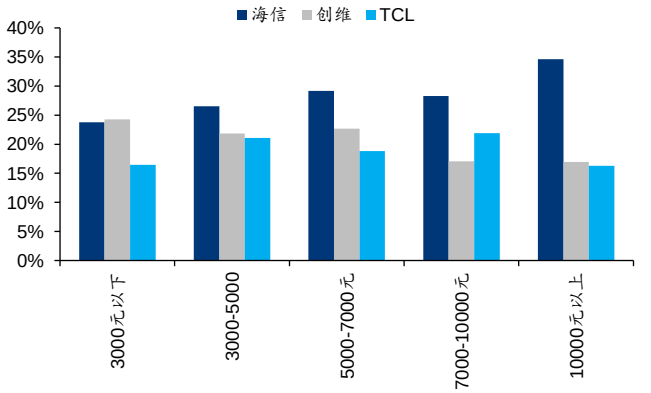
根据奥维云网数据，在国内市场中高价格段（2024 年 1-10 月线上/线下 KA 5000 元以上市场，零售额占比分别为 39%/79%）、Mini LED 产品线（2024 年 1-10 月线上/线下 KA 零售额占比 29%/34%），TCL、海信等头部品牌依然具备明显的份额优势。

图表44：线上 top3 分价格段零售额份额（2024 年 1-10 月）



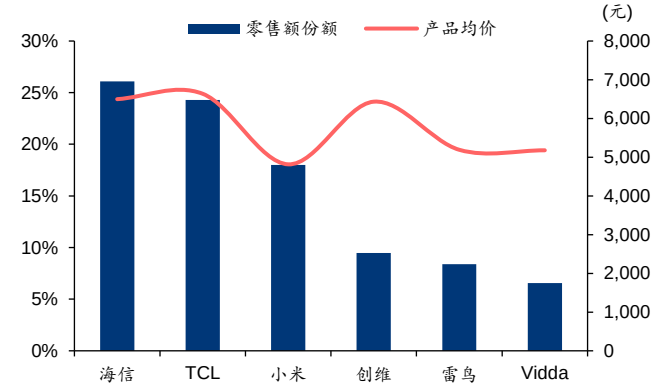
资料来源：奥维云网、华泰研究

图表45：线下 KA top3 分价格段零售额份额（2024 年 1-10 月）



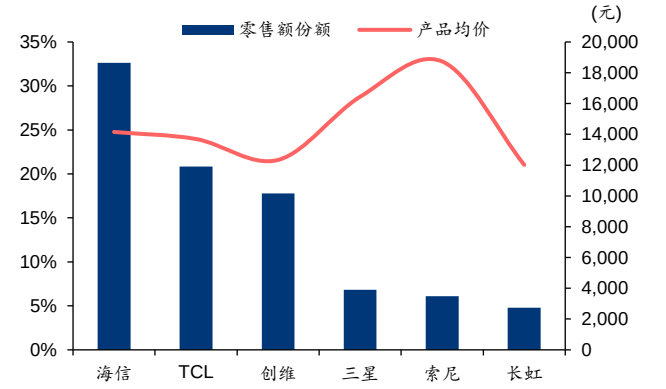
资料来源：产业在线、华泰研究

图表46：线上 top6 Mini LED 零售额份额（2024 年 1-10 月）



资料来源：奥维云网、华泰研究

图表47：线下 KA top6 Mini LED 零售额份额（2024 年 1-10 月）

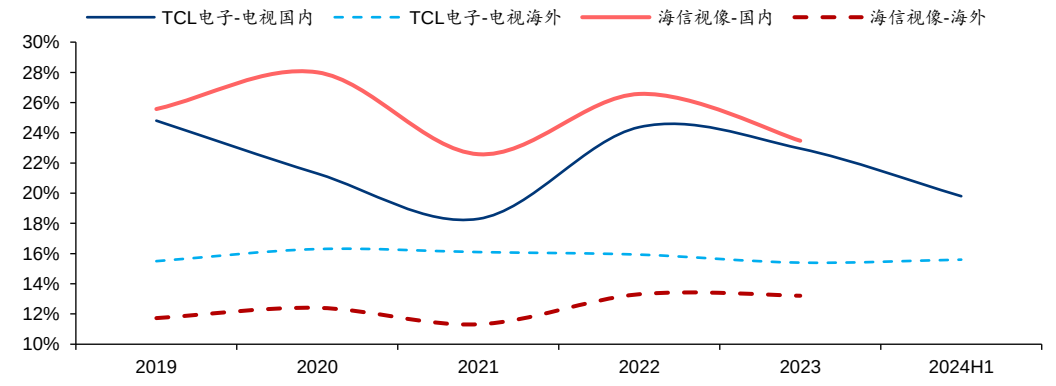


资料来源：产业在线、华泰研究

对比海信视像，公司在国内市场高端市场份额略有差距，也导致公司国内市场毛利率略低于海信视像。从均价角度来看，海信由于未分别披露海外、国内销量情况，但考虑到海信整体均价与 TCL 海外市场均价类似，而国内海信在高端市场具备优势，因此我们认为海信海外均价要弱于 TCL，因此也导致了海信海外市场毛利率弱于 TCL。

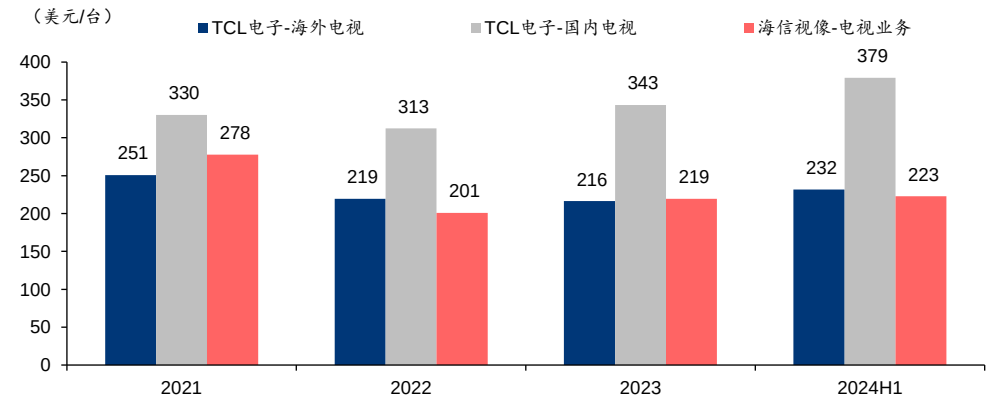
除此之外，TCL 受益于集团产业链协同优势，在核心零部件自主可控，叠加规模优势与产业链技术迭代优势，我们认为其有望继续提升品牌及产品吸引力，后续章节我们将具体就产业链垂直一体化能力展开。

图表48：TCL 电视毛利率对比海信视像



资料来源：公司公告、华泰研究

图表49：TCL 电视均价对比海信视像



注：按照“公告收入/公告销售量”计算均价，并按照期末汇率换算为美元
资料来源：公司公告、华泰研究推算

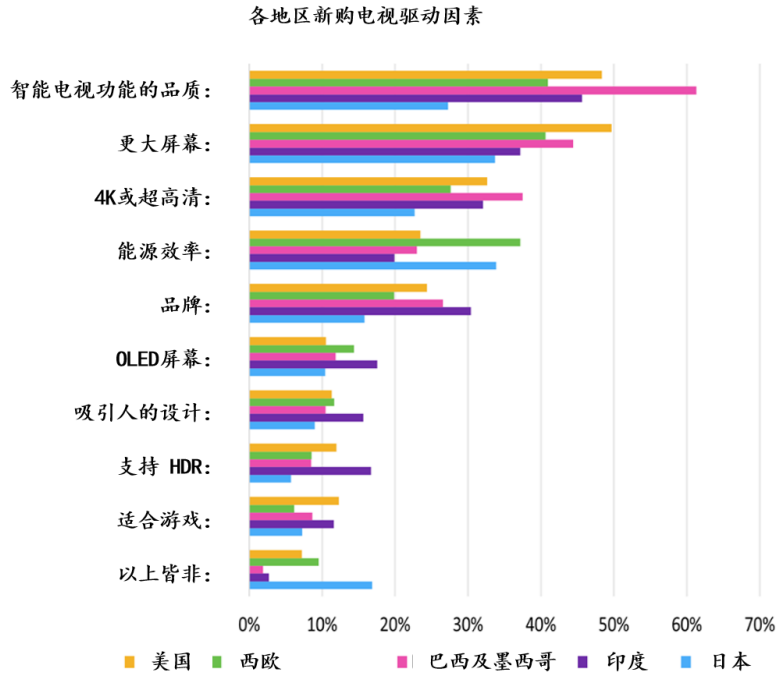
产业链垂直一体化助力产品持续创新，有望继续提升品牌及产品吸引力

TCL 凭借其产业链协同优势，在显示技术及面板供应方面打下了坚实基础。TCL 电视“中高端+大屏化”战略的顺利推进与显示技术的持续升级，得益于 TCL 集团整体产业链垂直一体化的协同支持。我们持续看好 TCL 通过强化产业链协同，保持其产品硬实力的领先地位，从而进一步提升品牌及产品的市场吸引力。

在全球电视市场竞争中，中国电视品牌企业已逐步建立起产业链优势，市场份额的突破已初见端倪。TCL 电视的产业链协同优势主要体现在两个方面：一是 TCL 科技旗下的华星光电拥有稳定的面板产能及优质产品供应，确保了电视产品的显示质量；二是作为全球电视面板产业的领军者，华星光电的研发能力同样处于国际领先地位。2023 年，TCL 科技研发人员超过 1 万人，累计专利申请量突破 7 万件，研发投入超过 100 亿元，重点聚焦于 OLED、Mini LED 等先进显示技术及大尺寸面板的研发，为 TCL 电子的电视终端产品提供了更为坚实的技术创新和产品领先基础。

电视产品的硬实力是驱动市场需求的关键因素，且硬实力的构建离不开面板产业的技术迭代与显示技术的持续升级。Omdia 于 2022 年开展的全球调研结果显示，在影响消费者购买决策的各项因素中，智能电视功能及操作系统的质量位居首位，可以预见在未来的电视行业竞争中，电视及其操作系统的整体产品力将成为核心竞争要素。紧随其后的则是大屏幕及高清画质，显示出市场对产品硬实力的关注依然保持在高水平。

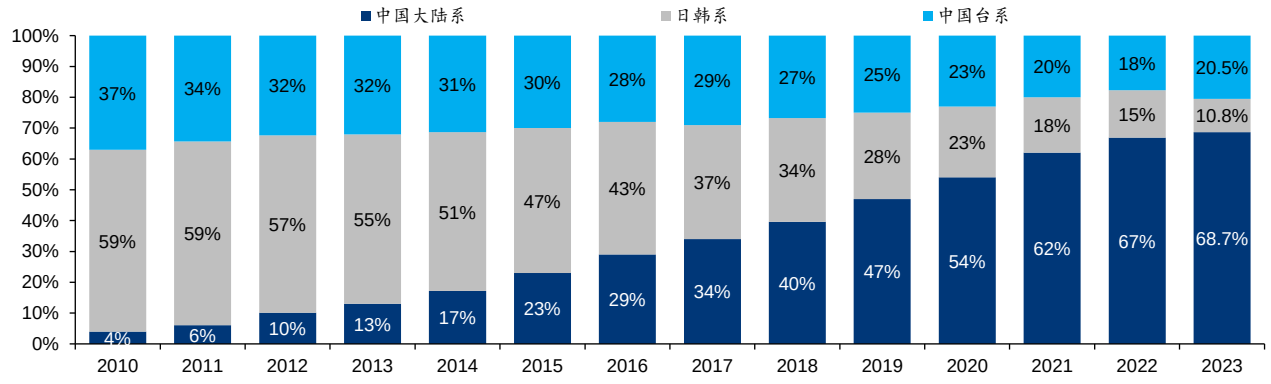
图表50：Omdia 用户电视购买驱动因素调研（2022）



资料来源： Omdia、华泰研究

中国企业在液晶显示面板领域的布局走的更为坚决，全球液晶面板产业已经完成向中国大陆集中。国内中央政府到地方政府也都高度重视显示产业的发展，促进显示产业发展的相关政策不断落地，带动行业投资、建设和产业集群的培育，已经诞生了成都、合肥、深圳、广州、武汉等若干新型显示产业集群。

图表51： 全球 LCD 面板出货量分布变化



资料来源：DISCIEN、华泰研究

在显示技术层面，中国家电企业在 LCD、OLED 等显示面板产业的布局已经进入收获期，在显示芯片等技术上，新兴显示技术（Mini LED、Micro LED）等领域也是中国企业技术创新的重点，目前也具备国际竞争力。我们认为产业竞争也推动新型显示产业技术继续发展演进，同时随着显示应用产品更为广泛，新兴显示技术大规模应用也为技术创新提供了盈利保障。

从产品技术来看，不论是 LCD 、Mini LED 和激光，还是其他显示技术，TCL 为代表的中国企业已完全具备自主产品研发制造的能力和自主产品定价的能力，而中国电视企业在前端全球市场的扩张和后端成本的控制将随着海外规模提升而增强，不但有利于中国企业走出以前以低价竞争、OEM 贴牌的低层次竞争，同时目前 Mini LED 背光电视已经进入大规模应用阶段，中国企业的产业优势下，我们看好中国企业靠技术驱动来不断提升市场份额、改善产品结构，进而改善毛利率。

图表52： 各企业在电视上游领域的拓展情况

	公司	电视上游相关业务
显示面板	TCL 科技	子公司华星光电已经建立了 t1/t2/t3/t4/t5/t6/t7/t9/t10 共 9 条显示面板产线，在 LCD、OLED 上均有布局。
	惠科	拥有四条技术特点各有侧重的 G8.6TFT-LCD 高世代产线和四座显示终端生产基地，已实现电视、手机、车载等多种应用场景显示面板的量产出货，正不断拓展电子纸、医疗、户外显示屏等新应用领域。
芯片	海信视像	子公司信芯微拥有显示产品线、画质产品线、IoT 产品线及扩展 SoC 芯片产品线四大产品线；2023 年，取得乾照光电控制权并成为控股股东，乾照光电专注于半导体光电产品的研发、生产和销售，主要产品涵盖全色系 LED 外延片和芯片以及砷化镓太阳能电池外延片和芯片。
	海尔集团	子公司北京海尔 IC 负责音视频、通信、网络等领域芯片和整机的研发、设计与销售，拥有信道解调、信源解码、电视 SOC、HINOCSOC、CDRSOC 芯片等系列产品，产品主要应用于智能电视、高端画质显示等领域。
新型显示技术	海信视像	全方位深度布局高端 LCD（ULED）、激光和 LED 显示技术，全场景显示战略覆盖家庭、商用、车载三大子场景，子公司海信激光、海信商用显示承接相关业务。
	TCL 科技	子公司华星光电聚焦 LCD、OLED/QLED、MLED 以及微显示技术的开发和商业化应用，显示产品主要聚焦显示体验、视觉健康和绿色低碳三方面。
	TCL 电子	Vidrian MiniLED 技术，通过将数千个微米级别的 Mini LED 芯片以及驱动电路放置到玻璃基板上，以此来取得更好的对比度、亮度和可靠性。
	三安光电	子公司湖北三安已建成首条 Mini/Micro LED 外延与芯片生产线，主要生产 Mini/Micro LED 氮化镓芯片、Mini/Micro LED 砷化镓芯片、4K 显示屏用封装三大产品系列。
	兆驰股份	目前已搭建完整的 Mini LED 垂直产业链，Mini LED 垂直一体化布局进入收获期；子公司南昌晶显主要从事 Mini/Micro LED(MLED)新一代显示产品的生产与研发。
	创维	2021 年初展开 MiniLED 研发生产布局，创维 MiniLED 显示科技产业园目前已建成投产，主要从事 MiniLED 背光模组、MiniLED 显示终端的研发、制造及销售。
	京东方	2022 年，斥资 21 亿元控股华灿光电，布局 Mini/Micro-LED 产业；2024 年初，华灿光电 Micro LED 晶圆制造和封装测试基地项目封顶，标志全球首条 MicroLED 产业线取得阶段性成果，预计 2024 年 12 月实现量产。

资料来源：各公司公告、华泰研究

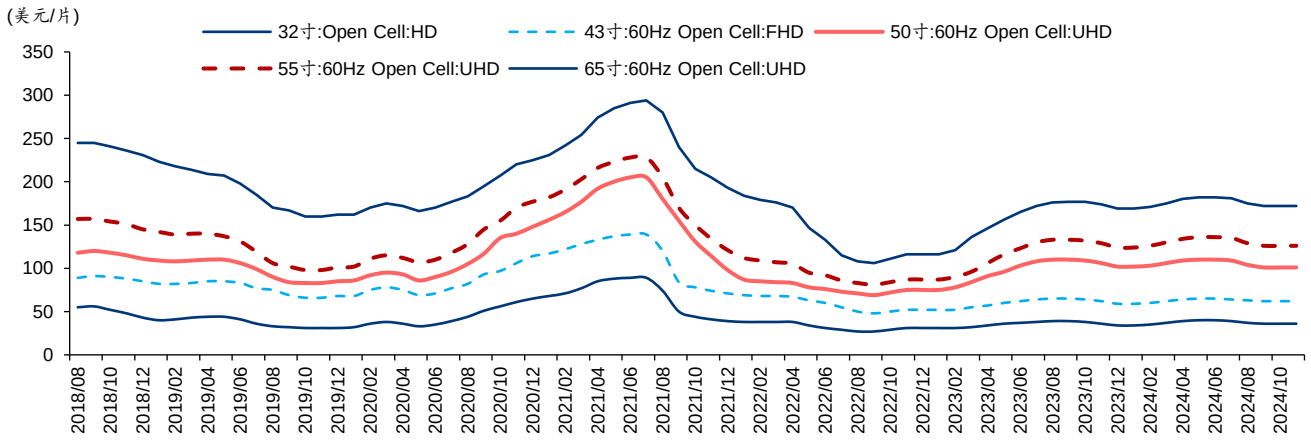
LCD 电视面板成本对电视业务毛利率影响依然明显，但面板价格的大幅波动或有所减弱。受到面板库存及终端价格波动影响，面板成本波动对电视主业公司毛利率影响有所滞后。DISCIEN 数据显示，2023 年大陆面板出货量全球市占率接近 70%，中国大陆面板厂通过产线稼动率灵活调整实现对面板市场供需的动态调控，面板价格或更为呈现出小幅波动的变化，而过往周期性大幅波动的情况或有所减弱。因此，即使在面板价格小幅上涨的情况下，我们认为电视厂商也能通过产品结构升级等方式，消化面板成本影响，进而弱化其对毛利率的影响。

图表53：电视面板价格同比变化与电视主业公司毛利率变化相关性强

	32寸	43寸	55寸	TCL电子	海信视像
1Q20	-14.5%	-10.5%	-22.1%		1.1%
2Q20	-19.4%	-15.0%	-19.4%	4.1%	2.0%
3Q20	32.7%	14.0%	19.6%		-3.4%
4Q20	95.7%	58.5%	69.0%	1.6%	0.4%
1Q21	103.8%	66.1%	75.6%		0.5%
2Q21	151.9%	90.2%	102.7%	-4.6%	-3.1%
3Q21	59.0%	36.1%	54.2%		-0.5%
4Q21	-31.9%	-29.7%	-19.3%	-2.2%	-4.7%
1Q22	-47.2%	-44.1%	-43.1%		1.0%
2Q22	-60.7%	-53.5%	-56.2%	1.2%	2.1%
3Q22	-61.0%	-55.4%	-58.5%		3.3%
4Q22	-26.6%	-30.9%	-36.3%	1.6%	3.0%
1Q23	-17.5%	-22.4%	-16.8%		0.8%
2Q23	3.9%	-5.8%	18.2%	1.5%	-1.5%
3Q23	39.8%	26.8%	58.4%		-1.4%
4Q23	18.7%	20.1%	49.2%	0.3%	-2.6%
1Q24	12.8%	13.8%	39.2%		-2.4%
2Q24	11.2%	8.4%	17.7%	-1.6%	-0.5%
3Q24	-3.4%	-2.6%	-1.5%		-2.2%
4Q24	0.0%	0.5%	-1.8%		

注：以上数据分别为面板均价同比及毛利率同比
资料来源：Wind、华泰研究

图表54：全球 LCD 面板价格波动有所减弱



资料来源：Wind、华泰研究

深耕海外本土渠道

TCL 电子海外营销强调“多层次”与“本土化”，其中尤以美国市场拓展最为成功，未来欧洲及新兴市场成长可期。

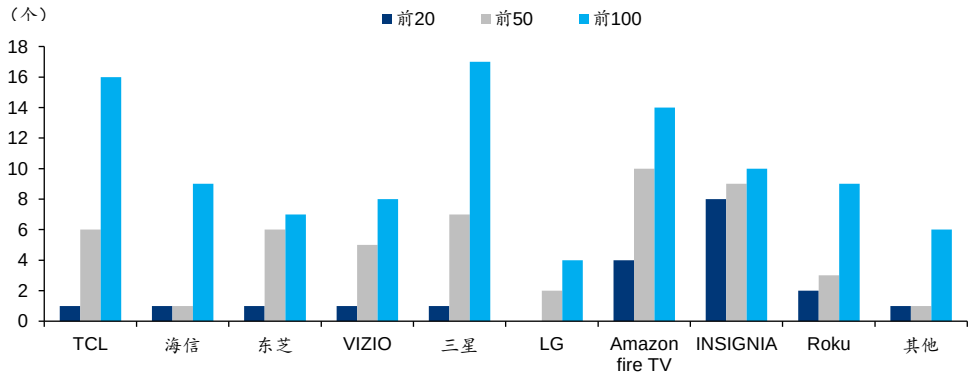
零售渠道全面覆盖：TCL 已经进入美国六大主流零售渠道(沃尔玛、亚马逊、好市多、山姆会员店、塔吉特、百思买)，叠加区域零售卖场，**TCL 美国零售渠道覆盖度较高。**2011-2013 年 TCL 产品在亚马逊线上渠道销售；2014 年“黑五”正式入驻沃尔玛，主要面向中低收入人群，渠道布局范围最广； 2015 年进入好市多，作为会员制连锁店，好市多目标受众是中等收入以上群体；2016 年切入塔吉特，塔吉特是高折扣精品店渠道，目标客户 80%以上是女性；2017 年进入百思买，作为全美家电销售中高端渠道，百思买进入门槛较高，对产品和品牌有更高要求。随着公司在优质渠道曝光度提升，也带动美国市场产品结构持续优化。

流媒体+电视终端：契合互联网时代需求。在美国市场，2014 年与美国流媒体公司 Roku 深度合作，联合推出 TCL Roku 智能电视，有效提高了 TCL 电视在美国的知名度和销量；2018 年 TCL 与谷歌签订全球合作协议，推出安装谷歌系统的 TCL 智能电视，并可运营自有应用“TCL 频道”。

体育营销：打开欧美市场，把握体育周期。在不同国家，TCL 会根据当地偏好合作赛事。在美国赞助 NFL；在南美，TCL 是巴西国家足球队的全球合作伙伴，赞助美洲杯、巴西裁判员协会服装、阿根廷罗萨里奥中央队，签约内马尔、罗德里戈等知名球员；在澳洲，TCL 合作了收视率最高的 AFL 澳式足球联盟；在欧洲，TCL 签约了阿森纳，还赞助了西班牙、意大利两支国家男子足球队，多次赞助世界杯。除了与传统体育赛事跨界营销，TCL 营销同样布局电子竞技赛事，2021 年 TCL 成为英雄联盟职业联赛以及电竞传统豪门 EDG 俱乐部英雄联盟分部的官方合作伙伴，有效提升 TCL 在年轻一代电竞观众中的知名度。

美国线上市场，TCL 呈现出较强品牌吸引力。上榜美国亚马逊电视品类 Best Seller 榜单的品牌种类多元，主要包括美国本土、日韩系和中国品牌，整体来看美国本土品牌（Amazon fire TV、INSIGNIA、Roku、VIZIO 等）占据前 100 多数席位，但单一品牌来看，TCL 在前 100 名中表现仅次于三星。

图表55： 美国亚马逊电视 Best Seller 榜单各品牌席位数



注：榜单截止日期为 2024 年 12 月 9 日
资料来源：亚马逊、华泰研究

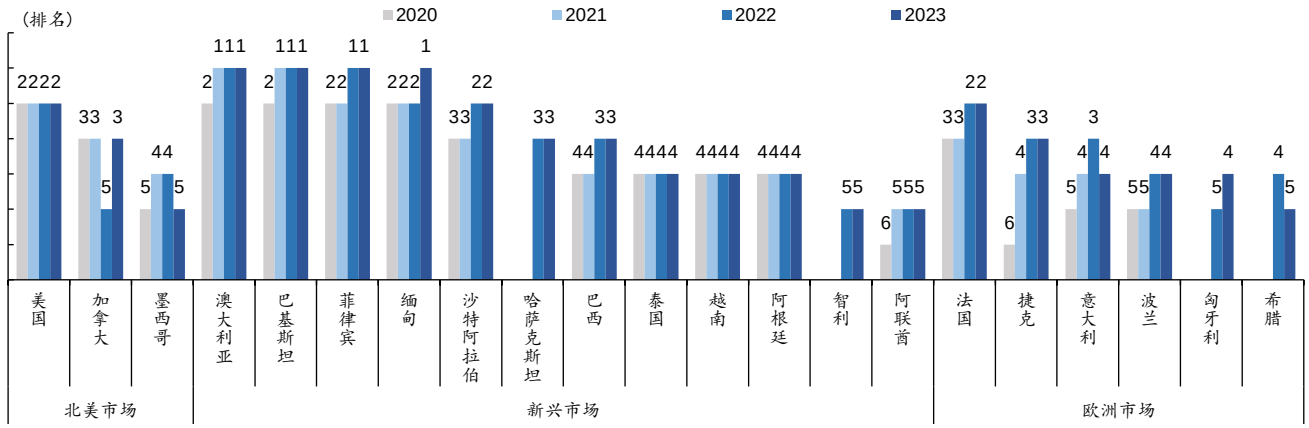
受益于营销渠道、产业链的完善布局，2024 年 TCL 电视在全球出货量有望保持积极态势，我们看好公司继续发掘欧洲与新兴国家市场潜力。

根据公司公告数据:
北美市场，2024Q1-Q3 TCL 电视继续保持增长态势，出货量同比+8.2%，75 英寸及以上大屏电视出货量同比+72.6%，出货量占比提升 3.6 个百分点至 9.7%，根据 Circana 数据，公司美国零售量份额居市场第二。

欧洲市场，2024Q1-Q3 TCL 品牌电视出货量同比+35.5%，欧洲市场零散，公司在部分区域已经具备影响力，根据 GfK 数据，2024Q1-Q3 公司零售量市占率在法国、瑞典、波兰排名前二，在捷克、西班牙排名第三。公司欧洲市场收入占比仍不高，2023 年公司整体营业收入中欧洲仅贡献 89.9 亿港元，收入占比 14.1%，但随着公司 2023 年完成 6 大营销本部组织架构优化，并不断深入各国零售渠道，欧洲市场份额增长依然可期。

新兴市场，2024Q1-Q3 拉美及中东非市场出货量分别同比+12.1%及+22.7%，根据 GfK 数据，2024Q1-Q3 公司菲律宾、澳洲、缅甸零售量市占率保持行业第一。我们认为，新兴市场有望受益 TCL 品牌在发达国家市场的表现，品牌力提升或间接促进新兴国家的出货量增长。

图表56： TCL 智屏重点国家及地区出货量市场份额排名



资料来源：公司公告，华泰研究

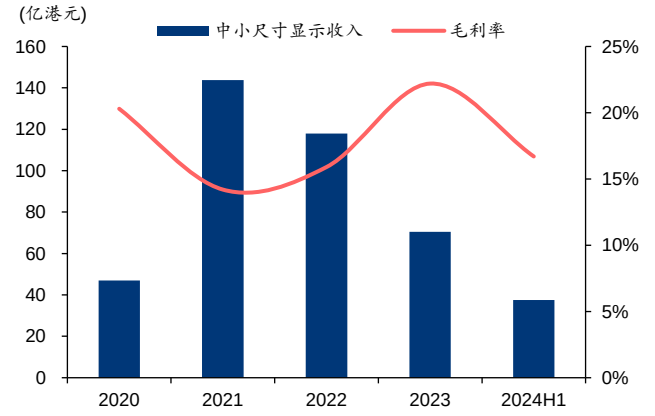
中小尺寸等业务拓展多场景生态，聚焦增质提效

全场景智慧生态下，电视、手机平板及智慧商显业务的互联互通，有望提升消费者在多场景与跨终端间的互动体验与消费粘性。2020 年，公司收购母公司旗下 TCL 通讯（主营手机、平板及智能连接设备等），并将茂佳国际（主营电视代工业务）出售，通过业务重组，旨在强化 TCL 电子在显示终端产品与智能技术的协同能力，有望进一步巩固其在显示业务领域的竞争优势，并加深用户粘性。

公司中小尺寸显示产品全面覆盖了 Vodafone、T-mobile 等欧美一线网络运营商，然而，自 2023 年以来，受通讯行业全球需求疲软及公司中小尺寸显示业务战略调整的双重影响，公司整体通讯业务面临较大压力。2023 年中小尺寸业务收入 70.53 亿港元，同比-40.2%，为应对这一挑战，公司采取了架构精简、产品优化等策略，以提升业务竞争力，并聚焦于欧美主流运营商渠道的相关服务。2024 年上半年，该业务收入有所恢复，但经营杠杆仍较为刚性，盈利能力有待提升。展望未来，中小尺寸显示业务的减亏趋势有望持续显现，进而对公司整体财务报表的盈利表现产生积极影响。

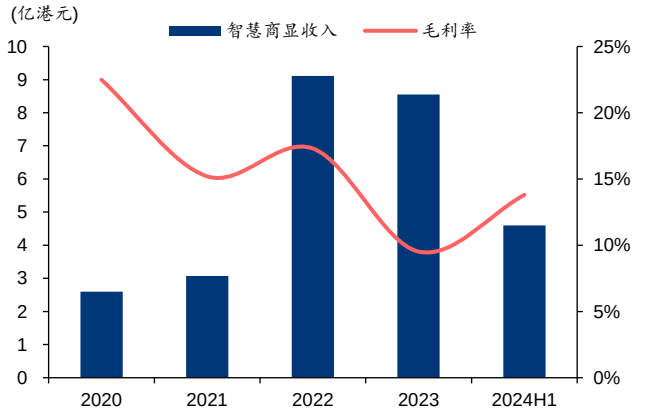
公司智慧商显业务聚焦 IFPD 市场，涉及教育、企业、医疗等使用场景，与公司电视业务关联性强，但收入规模较小，2023 年收入 8.55 亿港元，我们认为该业务更多是公司大屏业务应用场景的补充，有望充实公司多场景互动的智能生态。

图表57：中小尺寸业务收入自高点明显收缩



资料来源：公司公告、华泰研究

图表58：商业显示收入规模仍较小



资料来源：公司公告、华泰研究

互联网及创新业务：充分发掘产品、渠道及全产业链能力协同

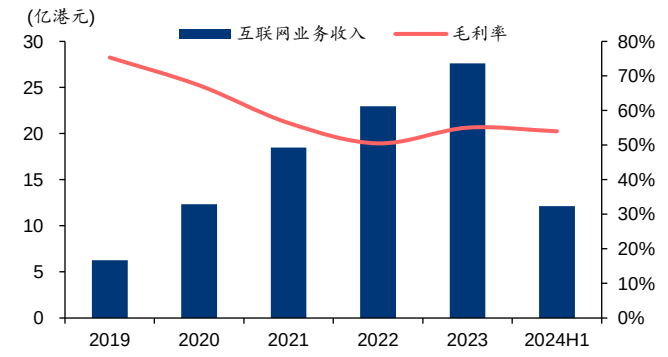
互联网业务充满活力

电视生态的构建提升互联网业务收入上限，高盈利能力增强经营质量。2023 年公司全球互联网业务收入 27.63 亿港元（同比+20.2%），毛利率为 55.1%，2024H1 收入达到 12.1 亿港元（同比+8.9%），毛利率为 54%。在中国市场，TCL 品牌智能电视凭借庞大的用户基础，其内置的雷鸟内容平台不仅为用户提供了丰富的内容体验，增强了用户粘性，还成功将广告触达至数千万活跃用户，并通过新用户转化不断拓展互联网收入的增长空间。海外市场方面，公司通过与内容提供商的合作，实现了装机费及会员费分成的收益，并逐步构建自有内容平台，直接触达海外用户，增强了电视终端的营销能力。随着公司电视全球市场份额的持续增长，未来海外互联网业务的收入上限有望超越国内市场。此外，由于互联网业务的边际成本较低，其毛利率远高于公司整体业务平均水平，已成为公司的重要利润源泉。

中国市场互联网业务已相对成熟。2023 年公司中国市场互联网收入达 20.6 亿港元，同比+14.7%，2024H1 受国内限制开机广告政策的影响，收入略有下滑至约 8.7 亿港元。然而，公司直接触达用户的能力以及庞大的存量客户群体（超过 2000 万，根据公司公告，2022 年国内互联网业务月度活跃用户数已超过 2170 万，同比增长 10.6%，ARPU 达到 85.1 港元，同比增长 10.7%）和每年的新增销售（2023 年国内年销量约为 600 万台）带来的客户转化，仍将是公司互联网业务收入的重要增长点。

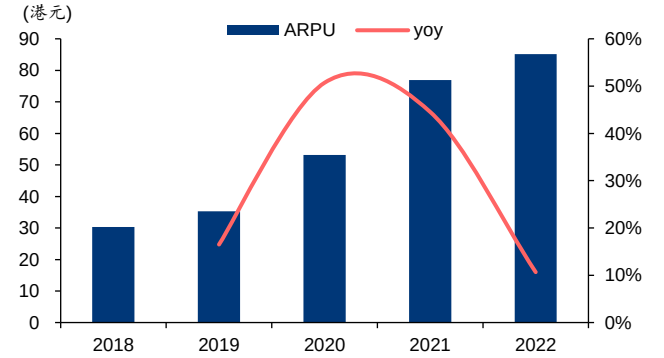
海外市场展现出更高的成长潜力。2023 年公司海外互联网收入达 7.02 亿港元，同比+40.1%，2024H1 约为 3.42 亿港元，同比+51.3%。海外仍以装机费为主要收入来源，同时公司与 Roku、Google、Netflix 等内容方的合作也在不断深化，未来有望进一步扩大会员费分成的规模。此外，公司还积极筹备自有内容，依托海外市场的终端销售（2023 年海外年销售量约为 1900 万台）不断积累用户，为互联网业务的持续增长奠定坚实基础。

图表59：互联网业务收入增长积极，毛利率保持高位



资料来源：公司公告、华泰研究

图表60：国内家庭互联网业务受居家需求拉动，ARPU 增长积极



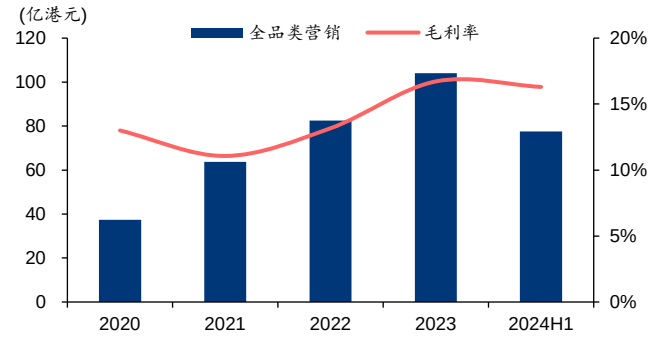
资料来源：公司公告、华泰研究

创新业务：依托整体能力，拓展多元销售，并发力 AI 眼镜等新兴产业

创新业务（全品类营销、光伏业务、智能连接及智能家居）充分发挥产业协同优势，凭借较为完备的上游产业链、国内积累的渠道覆盖网络，为公司增长提供新动能。其营收规模已经由 2019 年的 17.6 亿港元增长至 2023 年的 186.4 亿港元。**同时，公司还在利用其产业链资源，不断孵化新兴产业（AI 眼镜等），依托创新型的产品捕捉市场新兴机遇。**

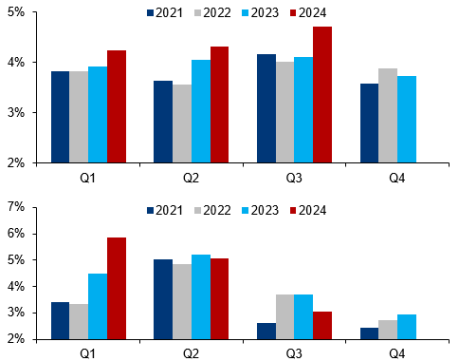
全品类营销：TCL 品牌叠加白电高性价比产品，成长态势积极。2023 年收入 104.09 亿港元，同比+26.3%，2024H1 约为 77.5 亿港元，同比+27.7%。大白电国内市场规模庞大、份额较为稳定，但近年来呈现消费分层趋势，为高性价比品牌的快速发展提供了机会。产业在线数据显示，TCL 洗衣机、空调内销出货量份额自 2021 年以来有积极提升，2024Q1-Q3，TCL 洗衣机及空调内销量份额继续分别同比+0.4pct/+0.2pct。公司超过 2 万个销售网点遍及全国，且众多海外营销中心也推动 TCL 产品在海外渠道切入，未来全球成长值得期待。

图表61： 全品类营销业务收入增长积极



资料来源：公司公告、华泰研究

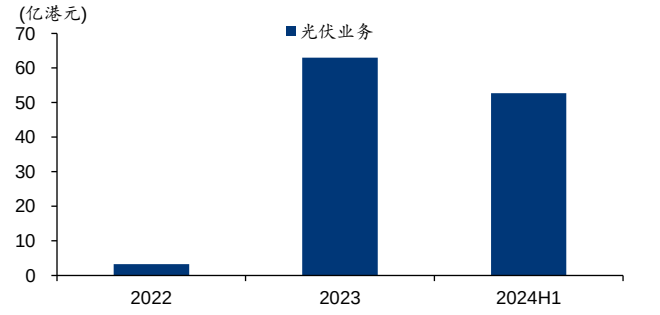
图表62： TCL 洗衣机/空调内销出货量份额



资料来源：产业在线、华泰研究

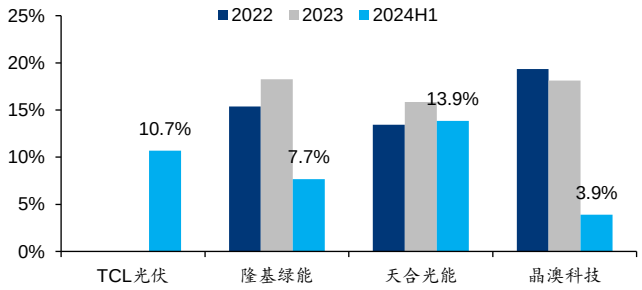
光伏业务：把握全球碳中和机会。公司光伏业务于 2022Q2 正式营运，除上游、渠道、物流仓储资源优势外，公司平台下丰富的金融合作伙伴资源、充沛的工商业项目储备，也推动了光伏业务的快速增长。**2023 年公司光伏业务收入已达到 62.99 亿港元，2024H1 达到 52.7 亿港元，同比+213%，经销商渠道达超过 1200 家，覆盖国内 23 个重点省市。**公司通过轻资产方式进入光伏赛道，旗下 TCL 光伏科技为用户提供集开发、设计、建设、运维、能源管理、咨询、融资服务为一体的一站式解决方案，主要聚焦于户用和工商业分布式光伏业务，通过光伏电站的开发、建设和运维来获取收益。同时，上下游的产业协同不但提供了快速成长机会，且在较为激烈的市场环境下，依然能保持相对合理的毛利率水平。

图表63： 光伏业务收入快速放量



资料来源：公司公告、华泰研究

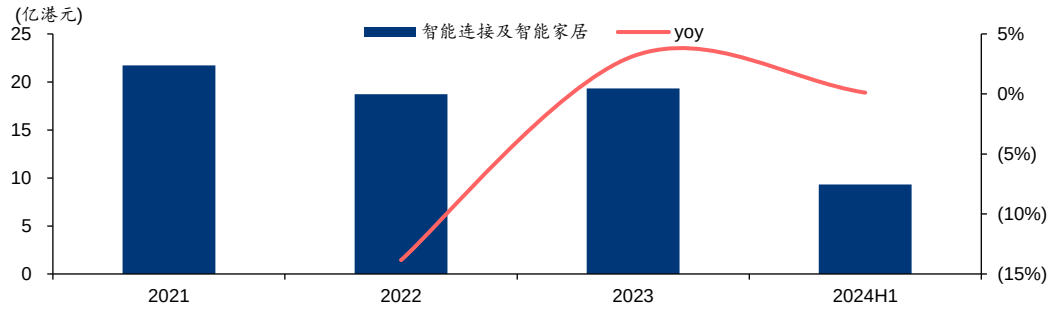
图表64： 光伏毛利率对比同业公司



资料来源：公司公告、华泰研究

智能连接&智能家居：承接 IoT 生态，发力 AI 智能眼镜。公司的智能连接&智能家居广泛涵盖各类 IoT 产品，不但包括宽带/智能穿戴领域，同时包括智能锁、摄像头、路由器、AR 设备等多元设备，是公司全品类物联生态的重要组成部分。2023 年，智能连接&智能家居收入19.36亿港元。**公司积极布局新兴 AI 智能眼镜产业，已经具备产品竞争力。**在 CES2022 上，TCL 电子旗下雷鸟创新技术（根据公司中报，截至 2024H1，公司持股比例约为 11.5%）上市首款 AR 智能眼镜，并不断迭代，强化产品力。洛图科技 2024 年 10 -11 月 AR 眼镜主力价位区间 2000-2999 元销量排行显示，星际魅族、XREAL 与雷鸟分列前三。

图表65： 智能连接&智能家居规模相对稳定



来源：公司公告、华泰研究

盈利预测

收入：核心黑电稳中有进，创新业务快速增长，营收规模保持扩张。我们预期 2024-2026 年，营业总收入分别为 998.2/1105.7/1176.1 亿港元，分别同比+26.4%/+10.8%/+6.4%。

分业务营收预测假设如下：

1） **大尺寸显示（电视）业务：**受到体育大年催化拉动，2024 年全球电视市场出货量有望恢复同比增长，奥维睿沃预期 2024 年全球电视出货量同比+1.5%。**据公司销售量公告，2024Q1-Q3 公司电视全球出货量，同比+12.9%（海外/国内分别同比+15.2%/+5.3%），**大幅领先行业，虽然 2024H2 之后体育拉动力或有所减弱，但考虑到公司在产品上具备技术及成本优势及全球渠道的深入耕耘，我们依然看好公司全球份额提升，且 2025 年国内市场或依然有望受益于以旧换新补贴的延续，我们预计 2024-2026 年海外出货量分别同比+13%/+5%/+4%，国内出货量分别同比+4.5%/+3%/-2%。

均价方面，2024H1，海外市场公司电视均价同比+12.4%，而国内市场公司电视均价同比+14.9%，我们认为，一方面，电视面板价格在 2024H1 处于高位，另一方面，MiniLED 产品占比提升，推动结构优化升级。考虑到 2024Q3 电视面板价格有弱化，但以旧换新带来的产品结构优化延续，根据洛图数据，2024Q3 国内电视销售均价同比+11.7%，TCL 智屏作为高端大屏的代表，预计均价涨幅高于市场，因此我们预计 2024-2026 年公司国内电视均价分别同比+13.5%/+6.5%/+3%。海外市场缺乏可跟踪价格，但考虑到公司大屏化+高端化战略的有序推进，我们预计 2024-2026 年公司海外电视均价分别同比+12%/+5%/+3%。

综合海外及国内量价表现，我们预期 2024-2026 年，大尺寸显示（电视）业务收入分别为 602.8/663.5/697.8 亿港元，分别同比+23.9%/+10.1%/+5.2%。

2） **中小尺寸显示业务：**2023 年公司基本完成手机、平板业务架构精简，聚焦高质量发展，目前仅保留欧美渠道运营，2024H1 收入同比+10.7%，因此我们预期 2024-2026 年，中小尺寸显示收入分别为 77.7/80/82.5 亿港元，分别同比+10.2%/+3%/+3%。

3） **智慧商显业务：**公司聚焦 IFPD 市场，2024H1 收入同比+11.4%，在全球经济增速相对温和的背景下，且国内商务需求逐步改善，公司智慧商显业务有望恢复增长。因此我们预期 2024-2026 年，智慧商显收入分别为 9.5/10/10.5 亿港元，分别同比+11%/+5%/+5%。

4） **互联网业务：**

公司国内活跃用户数量行业领先，2024H1 虽受国内电视开机广告等政策调整影响，国内互联网收入同比-1.9%，但我们预期活跃用户数量仍有望在持续电视销售下增长，而 ARPU 值有望保持相对稳定，因此我们预期 2024-2026 年，中国互联网业务收入分别为 21.6/24.3/27 亿港元，分别同比+5%/+12.5%/+11%；

海外市场公司与互联网巨头合作密切，2024H1 海外互联网收入同比+51.3%，且随着自有内容触达更多用户，相关收入增速或明显高于国内，因此，我们预期 2024-2026 年，国际互联网收入分别为 9.5/11.9/14.3 亿港元，分别同比+36%/+25%/+20%。

综合海外及国内互联网业务表现，我们预期 2024-2026 年，收入分别为 31.2/36.3/41.3 亿港元，分别同比+12.9%/+16.3%/+14%。

5） **创新业务：**创新业务依托于公司渠道能力。

光伏业务方面，受益于 TCL 集团协同效应，有望持续保持快速放量，2024H1 收入同比+212.7%，因此我们预期 2024-2026 年，光伏分别为 110/130/140 亿港元，分别同比+74.6%/+18.2%/+7.7%；

全品类营销方面，基于 TCL 销售渠道和品牌影响力，2024H1 收入同比+27.7%，我们看好后续消费分层需求影响和以旧换新的需求拉动，我们预期 2024-2026 年，全品类营销分别为 137.7/156.2/173.8 亿港元，分别同比+32.3%/+13.4%/+11.3%；

智能连接及智能家居业务受益于应用场景的不断扩展，2024H1 收入同比+0.1%，我们预期 2024-2026 年，智能连接及智能家居收入分别为 19.4/19.7/20.1 亿港元，分别同比+0.2%/+2%/+2%。

图表66： TCL 电子分业务营收预测

单位（港元百万元）	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	**71351.03**	**78986.06**	**99819.46**	**110567.58**	**117605.91**
YoY	(5%)	11%	26%	11%	6%
1) 显示业务收入	**57907.03**	**56540.10**	**68993.76**	**75348.66**	**79076.36**
YoY	(9%)	(2%)	22%	9%	5%
1.1 大尺寸显示（电视）收入	**45194.03**	**48632.58**	**60275.66**	**66348.48**	**69784.65**
YoY	(8%)	8%	24%	10%	5%
出货量（万台）	2378.00	2526.00	2803.66	2931.37	3010.09
YoY	1%	6%	11%	5%	3%
均价（元/台）	1900.51	1925.28	2149.89	2263.40	2318.36
YoY	(9%)	1%	12%	5%	2%
海外收入	**29999.92**	**32615.81**	**41278.57**	**45509.63**	**48749.91**
YoY	35%	(17%)	9%	27%	10%
出货量（万台）	1754.46	1929.27	2180.08	2289.08	2380.65
YoY	(5%)	10%	13%	5%	4%
均价（元/台）	1709.92	1690.57	1893.44	1988.11	2047.76
YoY	(13%)	(1%)	12%	5%	3%
国内收入	**15194.12**	**16016.77**	**18997.08**	**20838.85**	**21034.74**
YoY	15%	5%	19%	10%	1%
出货量（万台）	623.54	596.73	623.58	642.29	629.44
YoY	21%	(4%)	5%	3%	(2%)
均价（元/台）	2436.76	2684.11	3046.46	3244.48	3341.82
YoY	(5%)	10%	14%	7%	3%
1.2 中小尺寸显示（手机平板）收入	**11802.00**	**7052.60**	**7769.14**	**8003.77**	**8245.49**
YoY	(18%)	(40%)	10%	3%	3%
1.3 智慧商显收入	**911.00**	**854.92**	**948.96**	**996.41**	**1046.23**
YoY	197%	(6%)	11%	5%	5%
2) 互联网业务收入	**2298.00**	**2763.00**	**3118.77**	**3627.96**	**4134.44**
YoY	24%	20%	13%	16%	14%
3) 创新业务收入	**10444.00**	**18639.97**	**26706.93**	**30590.97**	**33395.11**
YoY	22%	78%	43%	15%	9%
3.1 全品类营销收入	**8243.00**	**10408.97**	**13771.07**	**15616.39**	**17381.04**
YoY	29%	26%	32%	13%	11%
3.2 光伏业务收入	**328.00**	**6299.00**	**11000.00**	**13000.00**	**14000.00**
YoY	0%	1820%	75%	18%	8%
3.3 智能连接及智能家居收入	**1873.00**	**1932.00**	**1935.86**	**1974.58**	**2014.07**
YoY	(14%)	3%	0%	2%	2%
4)其他	**702.00**	**1043.00**	**1000.00**	**1000.00**	**1000.00**
YoY	40%	49%	(4%)	0%	0%

资料来源：公司公告、华泰研究预测

毛利率：

1） 大尺寸显示（电视）业务：

2024H1，欧洲市场出货量同比增长较为积极，但区域毛利率较低，且受到面板价格处于相对高位影响，公司 2024H1 海外电视业务毛利率为 15.6%，同比-2.2pct，而国内市场也受到面板价格相对高位及雷鸟品牌出货量增长较高影响，公司 2024H1 国内电视业务毛利率为 19.8%，同比-2.4pct。短期来看，海外区域以及面板价格影响仍可能对毛利率产生不利影响，但国内市场或受益于以旧换新带来的产品结构优化，而长期来看，我们看好公司海外市场逐步优化产品结构，且面板价格波动或随着大陆厂商集中度提升而优化，因此，我们预计，2024-2026 年，海外电视毛利率分别为 15.2%/15.4%/15.4%，国内电视毛利率分别为 22%/22.2%/22.5%。

综合来看，我们预计 2024-2026 年，大尺寸（电视）业务毛利率分别为 17.3%/17.5%/17.5%。

2） 中小尺寸显示（手机平板）业务：公司聚焦于产品优化，对内提质增效，2024H1，中小尺寸显示毛利率为 16.7%，同比+0.4pct，一方面，我们继续看好其业务的经营质量改善，另一方面，公司过往 2 年下半年产品结构变化影响下毛利率均明显更高（2022H2、2023H2 毛利率分别为 23%、27.7%），因此，我们预计，2024-2026 年，中小尺寸毛利率分别为 22%/22%/22%。

3） 智慧商业显示：公司商显收入规模较小，受到客户结构、产品结构影响较大，2024H1，公司智慧商业显示毛利率为 13.8%，同比-3.6pct，随着规模效应提升及需求恢复，我们预期 2024-2026 年，智慧商业显示毛利率分别为 15%/15.8%/17%。

4） 互联网业务：公司互联网收入稳步增长，且整体毛利率较为稳定，2024H1，公司互联网业务毛利率为 54.1%，同比基本持平。考虑到互联网业务模式成熟，盈利能力波动较小，我们预期 2024-2026 年，互联网业务毛利率分别提高至 55%/55%/55%。

5） 创新业务：其中，全品类营销及光伏业务增长预期较强，而智能连接及智能家居收入增长偏弱，因此，基于收入结构性变化，我们预期 2024-2026 年，创新业务毛利率分别为 14.9%/14.8%/14.9%。

图表67： TCL 电子分业务毛利率预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
整体毛利率	18.4%	18.7%	18.1%	18.3%	18.3%
1）显示业务	18.2%	18.3%	17.8%	18.0%	18.0%
1.1 大尺寸显示（电视）	18.8%	17.9%	17.3%	17.5%	17.5%
1.1.1 海外	15.9%	15.4%	15.2%	15.4%	15.4%
1.1.2 国内	24.4%	23.0%	22.0%	22.2%	22.5%
1.2 中小尺寸显示（手机平板）	15.9%	22.2%	22.0%	22.0%	22.0%
1.3 智慧商显	17.3%	9.5%	15.0%	15.8%	17.0%
2） 互联网业务	50.5%	55.1%	55.0%	55.0%	55.0%
3） 创新业务	13.5%	14.7%	14.9%	14.8%	14.9%
3.1 全品类营销	13.2%	16.7%	17.1%	17.2%	17.3%
3.2 光伏业务	10.0%	10.0%	11.0%	11.0%	11.0%
3.3 智能连接及智能家居	15.6%	19.2%	21.0%	21.0%	21.0%

资料来源：公司公告、华泰研究预测

费用：

1）销售费用率，2023 年公司销售费用率为 10.0%，同比-0.4pct，2024H1 虽然体育营销投入积极，但公司采取精准营销方式，销售费用率为 9.6%，同比-0.9pct，考虑到公司对海外品牌营销依然积极，但营销方式更为精准，我们预期 2024-2026 年，销售费用率分别为 9.7%/9.6%/9.6%。

2）管理费用率，2023 年公司管理费用率为 5.1%，同比-0.9pct，2024H1 受益于规模效应及提质增效效果显现，管理费用率同比-1.1pct，我们继续好看降本增效效果的体现，我们预期 2024-2026 年，管理费用率分别为 4.3%/4.2%/4.1%。

3）研发费用率，2023 年公司研发费用率为 2.9%，同比-0.6pct，2024H1 公司研发费用支出规模相对稳定，但多元业务收入规模增长，研发费用率同比-0.7pct，考虑到后续 Mini LED 背光、QLED 等显示技术的研发投入，我们预期 2024-2026 年，研发费用率分别为 3.1%/3%/3%。

4）财务费用率，2023 年公司财务费用率为 1.1%，同比+0.2pct，主要由于票据贴现及保理应收费用增长，2024H1 公司财务费用率同比小幅下降 0.1pct，主要由于收入规模提升速度较快，我们预期 2024-2026 年，财务费用率随着收入规模积极增长而小幅回落，分别为 0.9%/0.8%/0.8%。

图表68：TCL 电子四项费用预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用率	10.4%	10.0%	9.7%	9.6%	9.6%
管理费用率	6.2%	5.1%	4.3%	4.2%	4.1%
研发费用率	3.5%	2.9%	3.1%	3.0%	3.0%
财务费用率	0.9%	1.1%	0.9%	0.8%	0.8%
四项费用合计	21.1%	19.1%	18.0%	17.7%	17.5%

资料来源：公司公告、华泰研究预测

综合对公司收入、毛利率以及期间费用率的预测，我们预计公司 2024/2025/2026 年实现归母净利润分别为 12.3、16.1、19.3 亿港元，分别同比+65%、+31%、+20%，对应 EPS 分别为 0.49、0.64 和 0.77 港元。

一方面，我们选择国内电视头部企业之一海信视像为可比公司，另一方面，我们选择具备全球化发展能力的 H 股上市家电公司(海尔智家、海信家电)作为可比公司，截至 2024/12/31，Wind 可比公司 2025 年一致预期 PE 为 10x，对比海信视像，公司在电视领域难分伯仲，多元化发展具备一定优势，对比 H 股上市家电公司（海尔智家、海信家电），公司海外自主品牌依托自身产品力增长积极，但整体来看，公司过往费用率较高，盈利能力相对偏弱，近年来，公司聚焦于提升经营质量、盈利能力改善，且以净利润高增长为目标推出股份奖励计划，经营改善逻辑有望延续，给予公司 25 年 12 倍目标 PE，对应目标价 7.68 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表69：可比公司估值对比

		当前市值	PE (倍)			
公司代码	公司简称	(亿元)	2023	2024E	2025E	2026E
600060 CH	海信视像	260.2	12.3	13.0	11.2	9.8
6690 HK	海尔智家	2708.7	11.2	12.5	10.9	9.7
0921 HK	海信家电	401.9	7.2	9.5	8.3	7.5
平均			10.2	11.6	10.1	9.0

注：数据截至 2024 年 12 月 31 日
资料来源：Wind、华泰研究

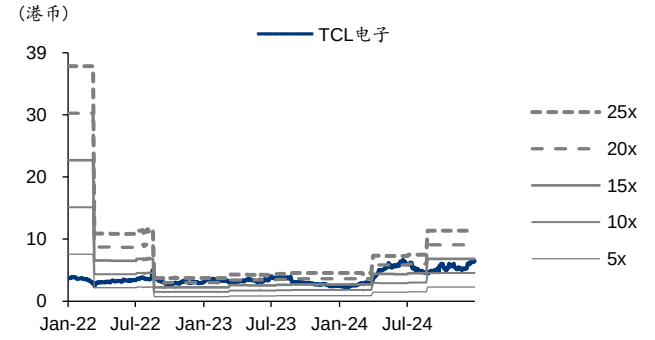
风险提示

海外销售不及预期。公司智屏产品海外收入占比较高，若国际市场竞争加剧，公司海外销售不及预期对营收存在不利影响。

面板价格持续走高。液晶面板占电视生产成本较大比重，若面板价格持续快速大幅走高，公司电视产品毛利将受到较为不利影响。

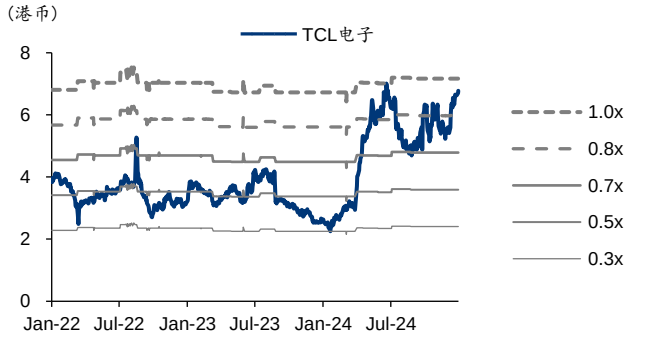
外币汇兑风险。公司核心显示业务等面向全球经营，需承担外币汇兑风险。

图表70：TCL 电子 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表71：TCL 电子 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (港币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	71,351	78,986	99,819	110,568	117,606
销售成本	(58,240)	(64,230)	(81,727)	(90,388)	(96,029)
毛利润	13,112	14,756	18,092	20,179	21,576
销售及分销成本	(7,401)	(7,900)	(9,682)	(10,659)	(11,290)
管理费用	(4,429)	(4,013)	(4,292)	(4,666)	(4,822)
其他收入/支出	(1,843)	(1,897)	(2,442)	(2,595)	(2,760)
财务成本净额	(37.67)	(91.33)	(96.47)	13.15	97.47
应占联营公司利润及亏损	89.84	90.49	80.00	60.00	60.00
税前利润	835.53	1,148	1,858	2,433	2,912
税费开支	(281.60)	(321.38)	(520.19)	(681.07)	(815.08)
少数股东损益	106.92	83.18	107.87	141.23	169.01
归母净利润	447.01	743.63	1,230	1,611	1,928
折旧和摊销	(1,260)	(1,216)	(898.98)	(849.29)	(782.04)
EBITDA	2,134	2,456	2,854	3,269	3,597
EPS (港币，基本)	0.18	0.30	0.49	0.64	0.77

资产负债表

会计年度 (港币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	9,837	12,212	15,538	17,185	18,257
应收账款和票据	22,174	29,297	37,025	41,012	43,622
现金及现金等价物	9,391	10,737	12,787	13,986	15,471
其他流动资产	2,161	1,267	1,267	1,267	1,267
总流动资产	43,564	53,512	66,617	73,449	78,617
固定资产	3,284	2,929	2,895	2,900	2,962
无形资产	4,402	4,571	3,113	2,689	2,287
其他长期资产	3,855	3,764	3,847	3,909	3,970
总长期资产	11,542	11,264	9,854	9,498	9,220
总资产	55,105	64,776	76,471	82,947	87,836
应付账款	30,472	39,117	49,773	55,047	58,483
短期借款	4,588	5,087	5,087	5,087	5,087
其他负债	1,478	1,332	1,445	1,523	1,611
总流动负债	36,538	45,536	56,305	61,657	65,181
长期债务	1,285	1,132	1,109	1,097	1,090
其他长期债务	404.78	802.46	802.46	802.46	802.46
总长期负债	1,690	1,935	1,912	1,899	1,892
股本	2,500	2,508	2,521	2,521	2,521
储备/其他项目	13,960	14,200	15,027	16,023	17,226
股东权益	16,460	16,708	17,548	18,544	19,747
少数股东权益	417.43	598.43	706.30	847.52	1,017
总权益	16,878	17,306	18,254	19,391	20,763

估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	35.51	21.42	12.94	9.89	8.26
PB	0.96	0.95	0.91	0.86	0.81
EV EBITDA	6.48	5.40	4.00	3.19	2.55
股息率 (%)	2.01	2.53	3.86	4.55	4.84
自由现金流收益率 (%)	5.18	9.47	9.29	11.25	13.23

现金流量表

会计年度 (港币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EBITDA	2,134	2,456	2,854	3,269	3,597
融资成本	37.67	91.33	96.47	(13.15)	(97.47)
营运资本变动	(124.00)	(57.65)	(398.13)	(358.83)	(247.54)
税费	(281.60)	(321.38)	(520.19)	(681.07)	(815.08)
其他	(400.75)	(564.73)	(63.08)	30.38	125.89
经营活动现金流	1,365	1,603	1,969	2,247	2,562
CAPEX	(885.48)	(534.82)	(421.46)	(432.88)	(443.74)
其他投资活动	113.91	556.43	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(771.57)	21.61	(421.46)	(432.88)	(443.74)
债务增加量	(1,329)	476.97	(23.04)	(12.67)	(6.97)
权益增加量	17.17	0.21	13.37	0.00	0.00
派发股息	(416.74)	(318.46)	(403.35)	(615.22)	(724.94)
其他融资活动现金流	(507.67)	(405.04)	915.88	13.15	97.47
融资活动现金流	(2,236)	(246.32)	502.85	(614.74)	(634.44)
现金变动	(1,643)	1,379	2,050	1,199	1,484
年初现金	11,509	9,391	10,737	12,787	13,986
汇率波动影响	(475.34)	(32.69)	0.00	0.00	0.00
年末现金	9,391	10,737	12,787	13,986	15,471

业绩指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
增长率 (%)					
营业收入	(4.67)	10.70	26.38	10.77	6.37
毛利润	4.61	12.54	22.61	11.54	6.92
营业利润	(143.26)	(268.49)	76.96	34.94	19.67
净利润	(62.25)	66.36	65.46	30.93	19.68
EPS	(62.55)	65.83	65.46	30.93	19.68
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	18.38	18.68	18.12	18.25	18.35
EBITDA	2.99	3.11	2.86	2.96	3.06
净利润率	0.63	0.94	1.23	1.46	1.64
ROE	2.60	4.48	7.18	8.93	10.07
ROA	0.78	1.24	1.74	2.02	2.26
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(21.37)	(27.04)	(37.56)	(42.08)	(47.07)
流动比率	1.19	1.18	1.18	1.19	1.21
速动比率	0.92	0.91	0.91	0.91	0.93
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	1.24	1.32	1.41	1.39	1.38
应收账款周转天数	107.66	117.30	119.60	127.04	129.54
应付账款周转天数	193.60	195.02	195.77	208.74	212.80
存货周转天数	72.30	61.79	61.12	65.16	66.43
现金转换周期	(13.64)	(15.93)	(15.06)	(16.54)	(16.84)
每股指标 (港币)					
EPS	0.18	0.30	0.49	0.64	0.77
每股净资产	6.58	6.66	7.00	7.39	7.87

资料来源：公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，樊俊豪、王森泉、周衍峰，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师樊俊豪、王森泉、周衍峰本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问。公司注册号：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司
滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司