

TCL 电子(01070)

报告日期: 2025 年 01 月 09 日

彩电行业乘风起，显示龙头全球进击

——TCL 电子深度报告

投资要点

□ 一句话核心推荐逻辑：国内受益国补，海外份额提升。

□ 赛道 β 和公司 α 如何看？

黑电行业的 β 来自于成本端面板周期的改善，以及国补对行业的拉动。

1) 盈利能力趋稳，估值修复：上游日韩面板厂在 2024 年产能开始加速清退，中国面板厂承接份额，行业集中度持续提升。因此面板行业有望加强“按需生产”和“稳健盈利”逻辑，平缓面板强周期属性，下游黑电企业盈利能力有望趋稳，业绩稳定性加强，进而带动黑电企业估值修复。

2) 国补驱动行业重回增长，竞争格局持续改善：国补之下大屏化趋势强化，黑电品牌头部集中，竞争格局持续优化。同时国补带动行业重回增长，驱动中高端品类 MiniLED 渗透率高增，带动产品结构升级、行业均价向上。

公司自身的 α 来自国内和海外全面发力，国内产品力领先，海外渠道突破，份额持续提升。

1) 国内：把握 MiniLED 新增长点，产品力、品牌力均领跑。公司在 2016 年就选择 MiniLED 作为确定性技术演进方向；2024 年乘行业之风，持续推出以“万象分区”为代表的 MiniLED 新产品，在产品迭代方面超越日韩品牌，品牌力方面领先互联网品牌。

2) 海外：欧美全面开花，北美利润率中枢抬升，欧洲渠道快速开拓。2024 年，北美市场依托 NFL 深化高端商超渠道合作，实现渠道突围，利润率有望向上。欧洲市场依托波兰本地化工厂，以欧洲杯、奥运会等体育赛事营销为抓手，树立品牌形象，欧洲当地 TOP50 渠道已进驻 48 家，份额快速提升。东南亚市场格局尚未固化，一方面抢占韩牌份额，另一方面以越南为产能后花园，辐射全球。

□ 主要的预期差在哪里？

市场认为黑电行业竞争格局较差，盈利波动大，投资价值低。但我们认为黑电行业在估值端和竞争格局上都得到了改善，且公司海外突围。估值端改善来自面板周期趋缓对黑电公司盈利稳定性的正向影响；同时，国内受益家电以旧换新国补，行业重回增长，大屏化驱动行业竞争格局改善。海外，公司通过数十年的布局，北美市场渠道突围、欧洲市场份额快速提升。

□ 潜在的催化剂是什么？

1) 国补延续，持续拉动产品结构升级，MiniLED 产品渗透率高增。

2) 北美中高端渠道突围、欧洲各渠道份额提升、新兴市场承接日韩品牌份额。

□ 盈利预测与估值

我们预计公司 2024-2026 年实现收入 934 亿、1092 亿、1180 亿港元，对应收入增速分别为 18%、17%、8%；预计实现归母净利润 13 亿、17 亿、20 亿港元，对应增速分别为 80%、27%、16%，给予公司 25 年 11.6x PE 值，维持“买入”评级。

□ 风险提示

面板价格波动风险；全球经济下行风险；市场竞争加剧风险。

投资评级：买入(维持)

分析师：张云添

执业证书号：S1230524020006

zhangyuntian@stocke.com.cn

研究助理：李羽佳

liyujia@stocke.com.cn

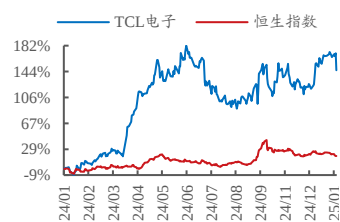
基本数据

收盘价 HK\$5.73

总市值(百万港元) 14,444.96

总股本(百万股) 2,520.94

股票走势图



相关报告

1 《进击的全球显示龙头，迎来全新发展机遇》 2024.07.01

财务摘要

(百万港元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	78986	93354	109241	117983
(+/-) (%)	10.70%	18.19%	17.02%	8.00%
归母净利润	744	1339	1694	1961
(+/-) (%)	66.36%	80.00%	26.57%	15.74%
每股收益(港元)	0.31	0.53	0.67	0.78
P/E	8.32	10.79	8.53	7.37

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 公司为 TCL 实业下子公司，股权激励绑定核心管理层	6
1.1 TCL 重组后“两翼齐飞”，创始人间接持股 TCL 电子	6
1.2 TCL 电子主营显示业务，具备分销其他产品职能	6
1.3 激励深度绑定核心管理层，高分红带来稳定股东回报	8
2 全球竞争格局生变，中国企业把握面板周期、Mini 新契机	11
2.1 中国市场头部品牌顺应大屏趋势，海外 TCL、海信抢夺日韩企业份额	11
2.2 面板周期平抑，黑电品牌商盈利能力趋稳	12
2.3 国补驱动 MiniLED 渗透率高增，彩电行业景气度向上	14
3 TCL 是全球领先品牌，国内外共同发力	16
3.1 国内市场：TCL 产品力领先，充分享受 Mini 渗透率提升的贝塔	16
3.2 海外市场：欧美市场拓渠道，新兴市场参与竞争	17
4 未来的预期差在哪？	23
4.1 市场如何预期	23
4.2 最重要的预期差	23
4.3 与众不同的认识	23
4.4 与前不同的认识	23
5 股价上涨由何驱动？	23
5.1 预期差的跟踪检验指标	23
5.2 驱动股价上涨的催化剂	23
6 盈利预测及估值	24
7 风险提示	25

图表目录

图 1: TCL 分为科技集团和实业控股, 其中 TCL 电子为实业控股的子公司	6
图 2: TCL 电子 2023 年收入结构拆分 (单位: 百万港元)	7
图 3: TCL 业务架构	7
图 4: 2023 年公司分业务毛利额拆分 (单位: 百万港元)	8
图 5: 2023 年公司分业务毛利率水平	8
图 6: 公司股权激励分三期归属比例	9
图 7: 公司股权激励归母净利润考核目标	9
图 8: 公司 2017~2023 年分红率 (分红金额/归母净利润) (%)	10
图 9: 公司自由现金流水平在 2022 年开始好转	10
图 10: 公司 2017~2023 年股息率水平 (%)	10
图 11: 2019 年~2023 中国彩电线上出货量份额, 头部集中	11
图 12: 2019 年~2023 中国彩电线下出货量份额, 头部集中	11
图 13: 国补拉动彩电市场线上线下 75 寸+大尺寸销售迅速提升	11
图 14: 2024 年前三季度线上各品牌分尺寸段零售量份额	11
图 15: 2015 年~2023 年全球彩电销量份额: 日韩出让份额, 国牌崛起	12
图 16: 面板占彩电约总成本的 60%	13
图 17: 彩电企业无法完全向终端传导面板价格的影响 (%)	13
图 18: 三星显示业务中 (含 OLED 和 LCD) LCD 业务收缩	13
图 19: 三星面板业务利润持续下滑	13
图 20: 中国大陆企业彩电面板出货面积份额不断提升	14
图 21: 黑电企业利润率明显受到面板价格波动影响	14
图 22: 2024 年 Mini LED 背光 TV 出货量首超 OLED	15
图 23: 2024 年中国彩电双 11 线上 Mini LED 市场零售量及份额	15
图 24: TCL 拥有全球最领先的 Mini LED 显示核心技术体系	16
图 25: TCL 发布万象分区技术, 刷新 MiniLED 技术天花板	16
图 26: TCL SKU 分布广泛, 创新速度超三星	17
图 27: TCL 彩电全球产能分布	17
图 28: TCL 全球出货量市占率不断提升	17
图 29: TCL 产品在 Best Buy 门店里的 “堆码”	18
图 30: 家喻户晓的 NFL 解说员 Charissa Thompson 代言 TCL	18
图 31: TCL 在北美零售量市场份额逐年提升 (%)	19
图 32: 2024 年 TCL 欧洲杯宣传	19
图 33: 2024 年奥运会, TCL 用 AI 技术助力中国女篮征战巴黎	19
图 34: TCL 在西欧份额快速提升 (%)	21
图 35: 泰国家电保有率: 彩电渗透率已过快速增长阶段	22
图 36: 越南家电保有率: 彩电渗透率已过快速增长阶段	22
图 37: 印尼家电保有率: 彩电渗透率已过快速增长阶段	22
表 1: 2020~2023 年 TCL 电子分业务收入结构拆分	7
表 2: TCL 电子营业成本分拆及分业务毛利率	8
表 3: 公司股权激励绑定核心管理层利益	9
表 4: 2016 年以来, 日韩面板产能在不断退出	14

表 5: Mini LED 背光模组成本与传统直下式背光模组成本对比	15
表 6: TCL 产品价格带布局在小米之上, 说明其品牌力领先	17
表 7: TCL 在北美积极拓展中高端渠道	18
表 8: TCL20 年前以波兰为突破点切入欧洲市场, 以体育赛事为抓手, 不断提升品牌影响力	20
表 9: TCL 在东南亚抢占日韩品牌份额 (%)	21
表 10: TCL 在东南亚主要国家彩电零售量市占率及排名	22
表 11: TCL 电子与可比公司估值表	24
表附录: 三大报表预测值	26

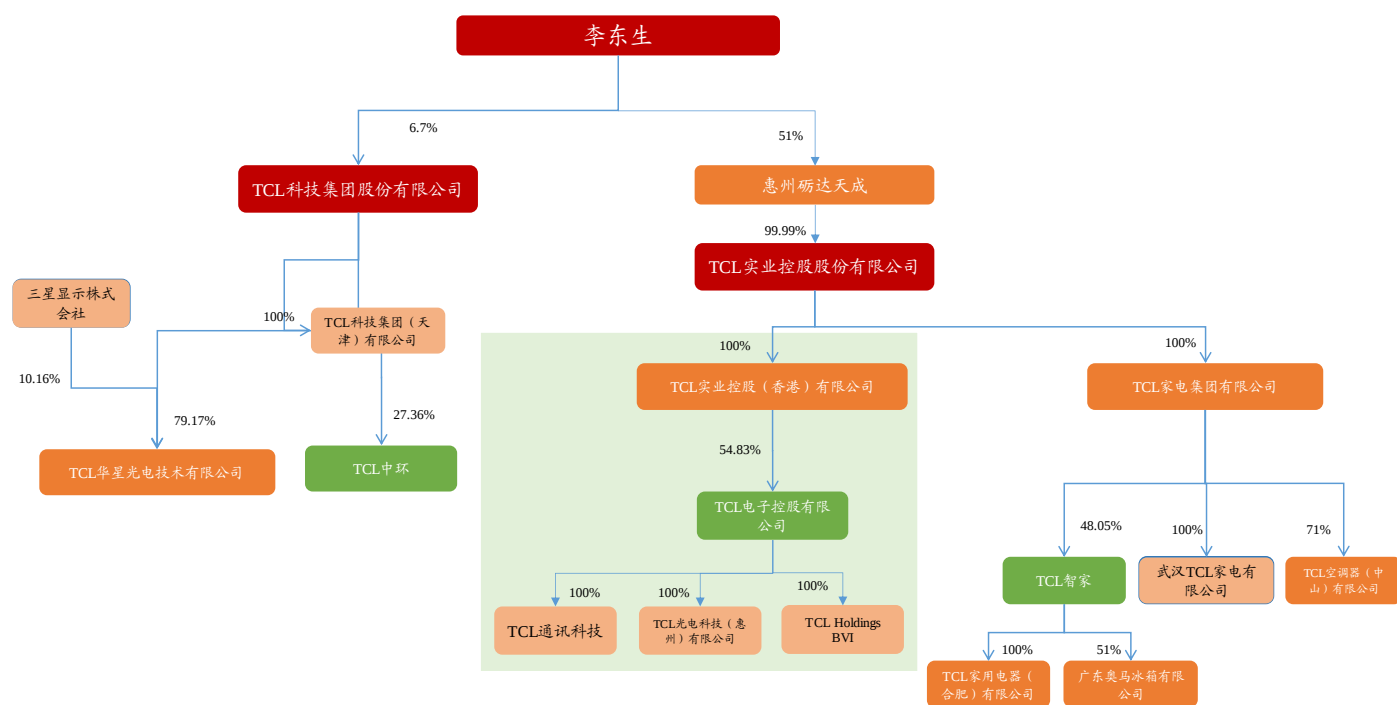
1 公司为 TCL 实业下子公司，股权激励绑定核心管理层

1.1 TCL 重组后“两翼齐飞”，创始人间接持股 TCL 电子

2019 年 TCL 重组后“两翼齐飞”，整个 TCL 分为科技集团和实业控股两块核心资产。1) TCL 创立于 1981 年，前身为 TTK 家庭电器惠州有限公司，业务范围从最早的磁带生产制造到彩电、白电等智能终端产品和新能源等领域，业务范围不断拓展。2) 2019 年 TCL 集团完成资产重组，确定下“两翼齐飞”的资产结构和组织架构，将 TCL 拆分为 TCL 科技集团和 TCL 实业，TCL 创始人李东生先生分别持有 TCL 科技集团和 TCL 实业 6.7%和 51% 的股权。

TCL 电子为 TCL 实业子公司，李东生先生间接持有公司股权 27.96%。1) 从资产结构上看，TCL 科技集团下的子公司多为高资本开支、利润较厚的产业（如华星光电主营面板制造、TCL 中环主营半导体和新能源产业），多次融资和股权转让使得李东生先生持股比例较低。2) TCL 实业控股下的公司多为资本开支较低的家电制造和分销渠道，李东生先生虽持股比例较高但利润较薄。TCL 电子为 TCL 实业下子公司，TCL 电子与 TCL 其他主体都有一定关联交易。TCL 实业持有 TCL 电子 55% 的股权，因此公司创始人李东生先生间接持有公司 27.96% 的股权。

图1: TCL 分为科技集团和实业控股，其中 TCL 电子为实业控股的子公司



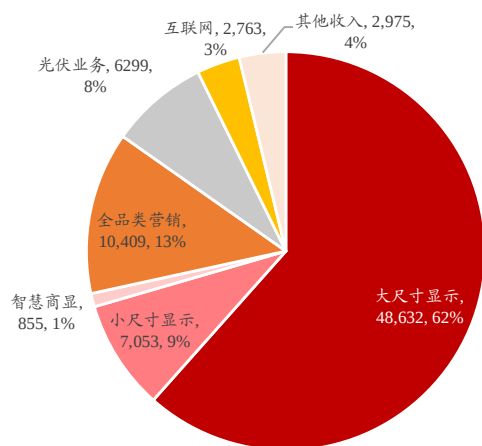
资料来源：天眼查，Wind，浙商证券研究所
注：截止 2024 年一季度

1.2 TCL 电子主营显示业务，具备分销其他产品职能

公司主营彩电、小屏和智慧商显的制造和销售，兼备海外白电和光伏的分销功能。1) 根据公司 2023 年财报，公司大尺寸显示（彩电）业务收入占比为 62%，小尺寸显示（手机、平板）收入占比为 9%，显示业务是公司最大的收入来源。2) 公司在历史上积攒下良好的分销渠道和 To C 基础，公司在国内和海外的渠道分销体系也在整个 TCL 中占据重要地位。因此，TCL 电子的创新业务包括海外白电销售和光伏渠道分销。创新业务成为公司收入新

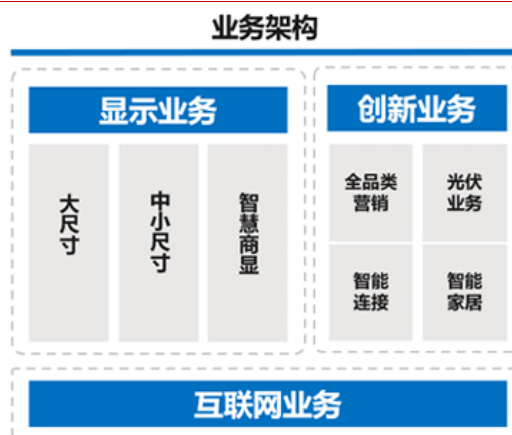
的增长极，21-23 年全品类营销收入从 64 亿港元上升到 104 亿港元，22-23 年光伏业务收入从 3 亿港元上升到 63 亿港元。

图2: TCL 电子 2023 年收入结构拆分 (单位: 百万港元)



资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

图3: TCL 业务架构



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

表1: 2020~2023 年 TCL 电子分业务收入结构拆分

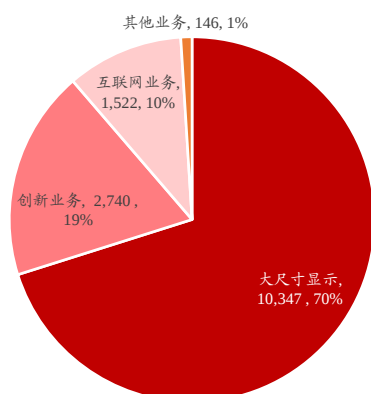
(单位: 百万港元)	2020A	2021A	2022A	2023A
营业收入	50,953	74,847	71,351	78,986
营业收入 yoy		46.89%	-4.67%	10.70%
显示业务	44,570	63,949	57,907	56,540
显示业务 yoy		43%	-9%	-2%
大尺寸显示	39,613	49,267	45,194	48,632
大尺寸显示 yoy		24.37%	-8.27%	7.61%
(1) 中国市场	12,865	13,238	15,194	16,016
中国市场 yoy		2.90%	14.78%	5.41%
(2) 海外市场	26,748	36,029	30,000	32,616
海外市场 yoy		34.70%	-16.73%	8.72%
中小尺寸显示	4,692	14,375	11,802	7,053
中小尺寸显示 yoy		206.40%	-17.90%	-40.24%
智慧商显	266	307	911	855
智慧商显 yoy		15.26%	196.74%	-6.15%
创新业务	4,577	8,546	10,444	18,640
创新业务 yoy		87%	22%	78%
全品类营销	4,525	6,372	8,243	10,409
全品类营销 yoy		41%	29%	26%
光伏			328	6,299
光伏 yoy				1820%
智能连接及家居	52	2,174	1,873	1,932
智能连接及家居 yoy		4087%	-14%	3%
互联网业务	1,233	1,849	2,298	2,763
互联网业务 yoy		50%	24%	20%

资料来源: 公司公告, wind, 浙商证券研究所

从毛利看, 显示业务业务贡献大部分毛利, 互联网业务毛利率最高。1) 显示业务占大部分收入, 2023 年毛利率为 18.3%, 毛利额占比 70%, 基本和收入比重匹配。综合来看, 随着公司大屏化和高端战略的持续推进, 21-24 年公司显示业务毛利率从 16.1%提升至

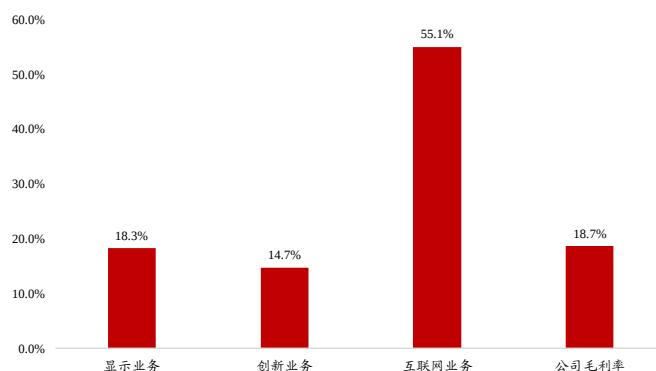
18.3%。2) 公司互联网业务毛利率在 55%水平, 是公司所有业务中毛利率最高的业务, 毛利额占比为 10%。公司互联网业务以软件服务为主, 本身具备高毛利、低费率的特点, 是公司重要的利润来源。3) 公司创新业务处于相对初期阶段, 公司目前正在借黑电渠道积极拓展海外白电消费市场, 并且利用国内的分销渠道拓展光伏业务, 毛利率较薄。

图4: 2023 年公司分业务毛利额拆分 (单位: 百万港元)



资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

图5: 2023 年公司分业务毛利率水平



资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

表2: TCL 电子营业成本分拆及分业务毛利率

(单位: 百万港元)	2020A	2021A	2022A	2023A
营业成本	41,291	62,313	58,240	64,230
毛利率	18.96%	16.75%	18.38%	18.68%
显示业务营业成本		53,653	47,368	46,193
显示业务毛利率		16.1%	18.2%	18.3%
创新业务营业成本	3,900	7,375	9,034	15,900
创新业务毛利率	15%	14%	14%	15%
互联网业务营业成本		806	1,138	1,241
互联网业务毛利率		56%	51%	55%

资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

1.3 激励深度绑定核心管理层, 高分红带来稳定股东回报

TCL 管理层考核目标较高, 彰显经营信心。1) 公司授予核心员工股权, 并考核公司 24-26 年调整后归母净利润, 三年按照 40%、30%、30%的归属比例分批行权。2) 在 100% 全部行权的业绩考核目标下, 对应经调整后归母净利润分别为 13.3 亿、16.1 亿、20.1 亿港元。3) 在 80%部分行权的业绩考核目标下, 对应调整后归母净利润分别为 12.0 亿、13.7 亿、15.3 亿港元。4) 公司对 2024~2026 年的考核目标要求较高, 彰显对未来的经营信心。

图6: 公司股权激励分三期归属比例

對應截至12月31日止以下財政年度之業績	歸屬日期	最高將予歸屬之比例
2024年	2025年6月11日	約40%
2025年	2026年6月11日	約30%
2026年	2027年6月11日	約30%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图7: 公司股权激励归母净利润考核目标

截至12月31日止財政年度之相應業績	百分比升幅(X)	對應相關財政年度將予歸屬之獎勵股份之百分比
2024年	$X \geq 65\%$	100%
	$50\% \leq X < 65\%$	80%
	$X < 50\%$	0%
截至12月31日止財政年度之相應業績	百分比升幅(X)	對應相關財政年度將予歸屬之獎勵股份之百分比
2025年	$X \geq 100\%$	100%
	$70\% \leq X < 100\%$	80%
	$X < 70\%$	0%
2026年	$X \geq 150\%$	100%
	$90\% \leq X < 150\%$	80%
	$X < 90\%$	0%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所, 注: 图中的百分比升幅为考核期业绩对应 2023 年业绩的增幅。

TCL 电子发布股权激励, 深度绑定核心管理层。1) TCL 电子在 2024 年 1 月 25 日根据 2023 年股份奖励计划向 363 名核心管理人员和员工授予共计 8227 万股。其中公司董事长杜娟女士、首席执行官张少勇先生、首席财务官彭攀先生分别授予 150 万股。2) 从管理层的工作履历看, 上述核心管理层在 TCL 实业控股亦有任职, 本次股权激励有助于绑定 TCL 实业控股核心管理层的利益, 在集团层面彰显管理层对未来经营的信心。

表3: 公司股权激励绑定核心管理层利益

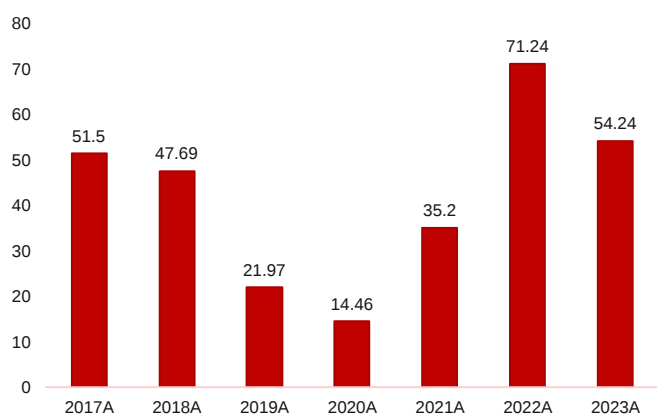
姓名	在公司任职	授予股数 (万股)	履历
杜娟	主席兼执行董事	150	杜女士亦是 TCL 实业控股董事及首席执行官 。1999 年 5 月加入 TCL 科技, 历任 TCL 科技结算中心总经理、TCL 财务公司总经理、TCL 金服控股集团(广州)有限公司总裁及董事长; 2016 年 7 月至 2018 年 2 月, 任 TCL 科技副总裁; 2018 年 3 月至 2021 年 8 月, 任 TCL 科技执行董事兼首席运营官; 2019 年 1 月至 2021 年 8 月, 兼任 TCL 科技首席财务官; 2021 年 8 月至 2022 年 12 月, 担任 TCL 科技非执行董事。
彭攀	执行董事、首席财务官及联席公司秘书	150	彭先生自 2023 年 10 月成为本公司执行董事, 现亦为 TCL 实业控股首席财务官 。彭先生 2005 年加入 TCL, 并在 2005 年至 2019 年期间先后在 TCL 担任多个财务相关职位, 包括财务经理、高级财务经理、财务部部长及财务总监。自 2019 年起直至加入本集团之前, 他曾担任华星光电财务中心部长兼副总裁, 以及 TCL 科技助理总裁兼财务运营部部长。
孙力	执行董事	150	孙先生是本公司执行董事。孙先生自 2020 年 2 月成为本公司非执行董事, 于 2024 年 3 月调任为本公司执行董事。孙先生于 2004 年加入 TCL 通讯, 2004 年至 2017 年 7 月期间, 历任研发部门经理、预研部门经理、全球研发中心软件总监及全球研发中心副总经理。
张少勇	首席执行官	150	张先生是本公司执行董事、首席执行官及战略委员会成员、泛智屏事业部总经理以及若干附属公司董事。张先生亦现任 TCL 实业控股高级副总裁 。张先生于 2000 年加入本公司, 先后曾在本公司多间分公司、业务单位及部门担任经理、高级经理、副总裁及总经理等职位。
其他员工		6776	
关联实体参与者		851	

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

22 年以来自由现金流表现较好, 现金分红保证股东回报。1) 22-23 年公司提升现金分红比率, 股利支付率分别为 71%、54%, 22-23 年自有现金流水平也开始好转, 说明公司盈

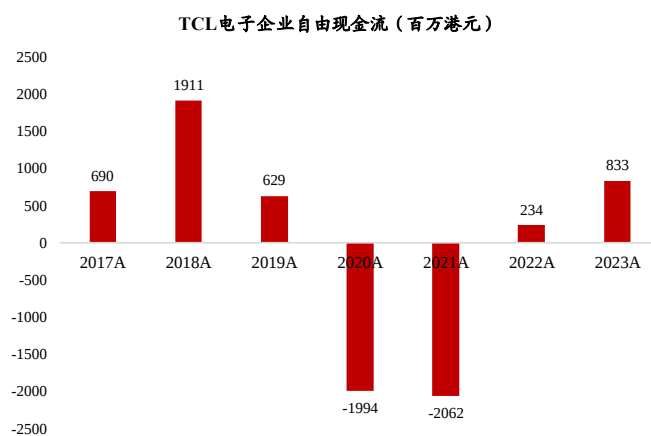
利质量向好，有足够能力提升现金分红保障股东收益。2）从股息率角度看，公司常年股息率水平常年保持在 4%~6%之间，股息率较高。

图8：公司 2017~2023 年分红率（分红金额/归母净利润）（%）



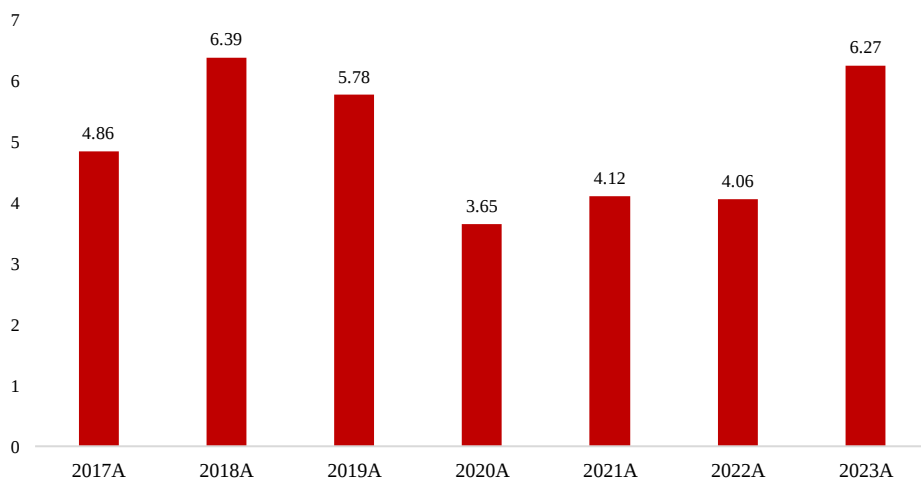
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图9：公司自由现金流水平在 2022 年开始好转



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图10：公司 2017~2023 年股息率水平（%）



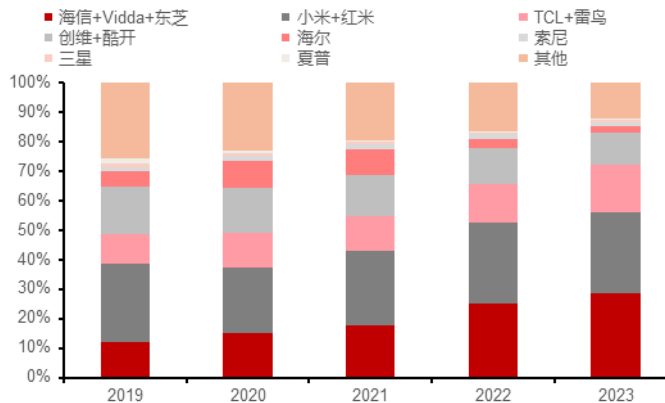
资料来源：Wind，浙商证券研究所

2 全球竞争格局生变，中国企业把握面板周期、Mini 新契机

2.1 中国市场头部品牌顺应大屏趋势，海外 TCL、海信抢夺日韩企业份额

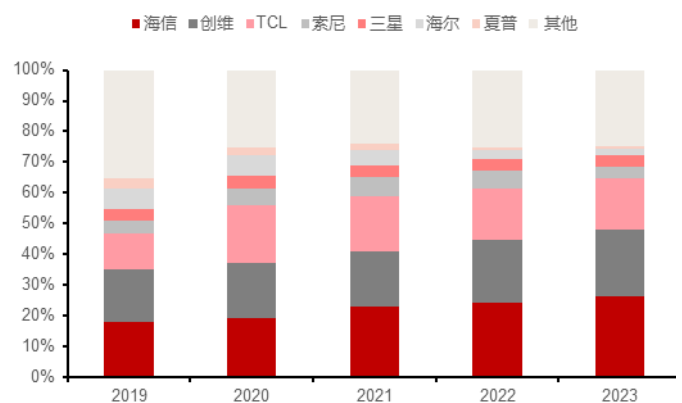
竞争格局改善，中国黑电头部集中，头部品牌力不断强化。国内彩电品牌一般可分为四个梯队。第一梯队是海信、小米、创维、TCL，在国内市场具有市场份额优势，国际化亦处于领先地位；第二梯队主要是长虹、康佳、海尔；第三梯队是外资品牌：包括日韩的三星、LG、索尼、夏普、飞利浦等；第四梯队有乐视、华为等领衔的互联网品牌。

图11：2019年~2023 中国彩电线上出货量份额，头部集中



资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

图12：2019年~2023 中国彩电线下出货量份额，头部集中

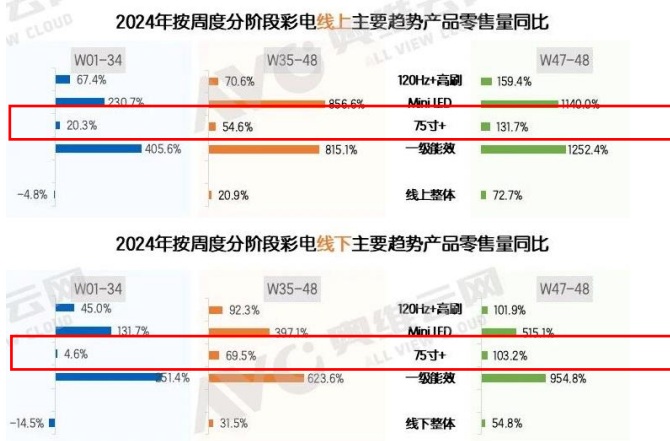


资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

中国竞争格局的改善来自大屏化的趋势带动品牌集中度的提升。大尺寸电视容易看出视角效果的差异、大尺寸电视概念更多，也更能体现出品牌力，海信主打ULED、TCL主打量子点QLED。价值量较大的市场品牌集中化的逻辑比较清晰，没有很强技术升级和品牌营销能力的公司很难说服消费者从大品牌向小品牌切换。

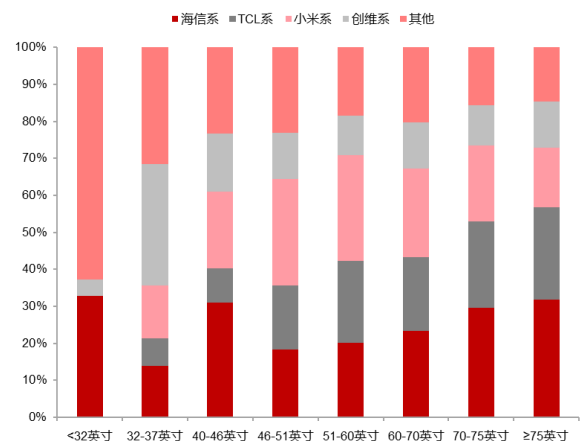
国补加速了大屏化的趋势。根据洛图科技（RUNTO）零售数据，2024年“双十一”促销期从10月14日至11月11日，行业第一尺寸是75寸，零售量份额高达30.5%，其次是65寸和85寸。75寸及以上电视的零售量和额同比均提升20%以上，销量份额超过50%。

图13：国补拉动彩电市场线上线下75寸+大尺寸销售迅速提升



资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

图14：2024年前三季度线上各品牌分尺寸段零售量份额

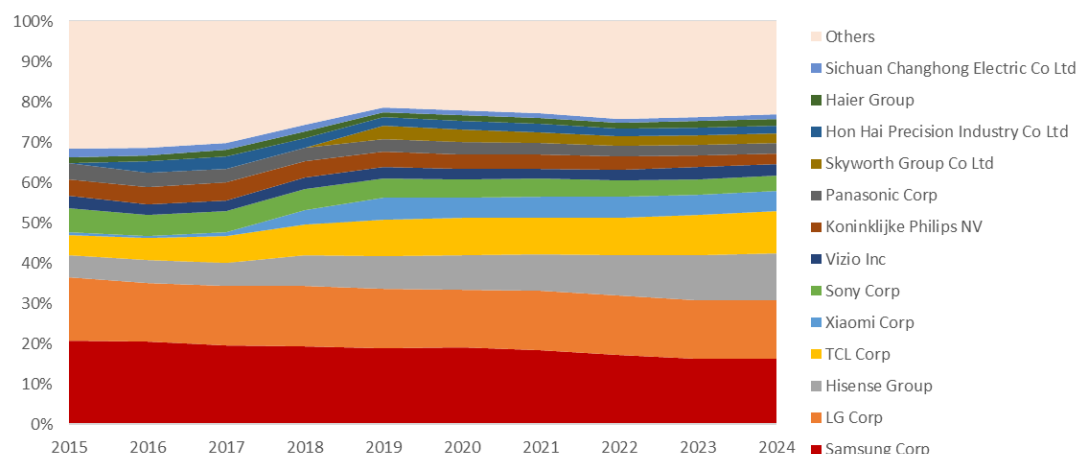


资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

全球来看，中国电视产业从过去的代工转为品牌制造，中国黑电在全球的影响力不断提升，中国头部黑电厂商海信和 TCL 销量也领跑全球。

2023 年，全球 TV 市场 CR5 提升到 57%。其中韩国品牌三星和 LG 稳居市场前两位，市场份额分别从 2015 年的 21%和 15.8%，下降到 2023 年的 16.4 %和 14.5 %。而中国品牌海信和 TCL 则实现了市场份额的迅速提升，从 2015 年的 5.5%和 5.1%，提升至 2023 年的 11%和 10.1%，与头部韩企的差距进一步缩窄。

图15： 2015 年~2023 年全球彩电销量份额：日韩出让份额，国牌崛起



资料来源：欧睿国际、浙商证券研究所

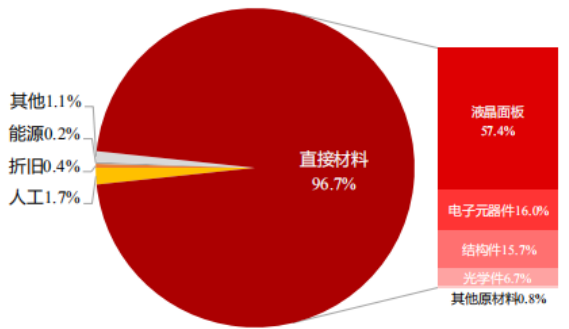
注：24 年数据截至 7 月

2.2 面板周期平抑，黑电品牌商盈利能力趋稳

面板价格的波动来源于供需关系的不平衡，而这种供需关系不平衡预计随着日韩产能清退而收窄。大额资本开支的特性使得生产线一旦投产后，面板的稼动率很难调低到生产成本之下。面板生产是稳定的，但是提货需求是波动的（提货会受到终端需求、海运费、原材料价格等因素干扰），当面板产能处于爬坡期时，如果下游对面板提货的需求降低，那么将导致供需关系不平衡，面板厂就需要被迫降价被动去库存；反之，面板厂就会大幅提价。

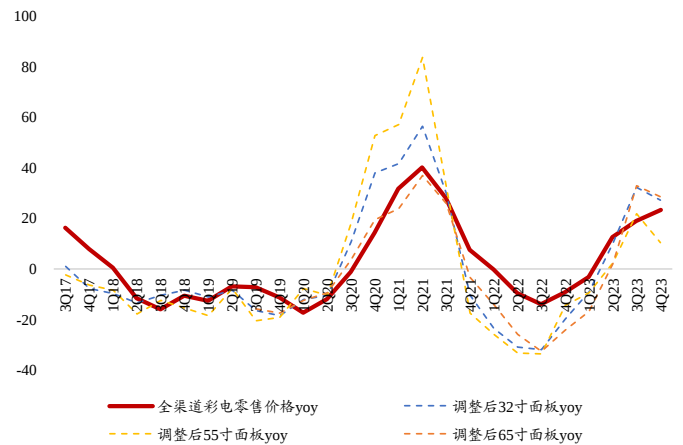
彩电零售价格容易受到面板价格波动影响，当面板价格大幅上升时企业不能做到完全顺价导致盈利波动。1）根据康冠科技 2020 年招股说明书，直接材料占彩电成本的 96.7%，其中液晶面板占成本的 57.4%左右。若其他因素保持不变，液晶面板价格每增长 10%，彩电成本对应提升 5.74%。2）面板价格受上游供需关系影响较大，因此波动较大。20Q3~21Q4 面板价格大幅上行期间，彩电终端零售均价增幅小于调整后的面板价格涨幅，说明在面板价格大幅上涨期间品牌方无法完全向终端传导压力。3）21Q4~23Q1 在面板价格回落时，彩电终端零售价格降幅小于调整后的面板价格，说明品牌方有能力在面板价格下行周期提升自身盈利水平，弥补前期的利润损失。

图16: 面板占彩电约总成本的 60%



资料来源: 公司年报, 康冠科技招股书, 浙商证券研究所

图17: 彩电企业无法完全向终端传导面板价格的影响 (%)

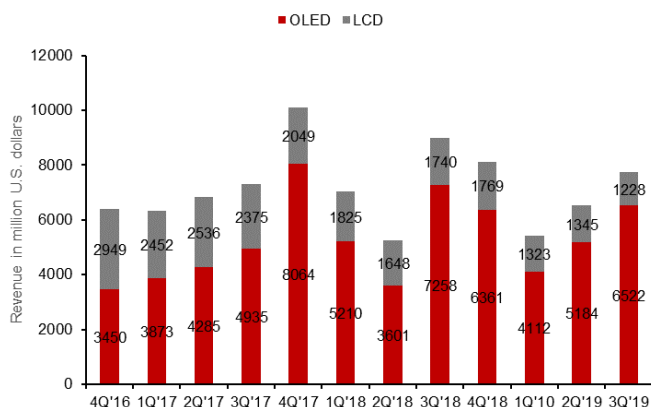


资料来源: 奥维云网, Wind, 浙商证券研究所, 注: 考虑到面板在原材料成本占比在 55%左右, 我们通过面板价格的波动×55%得到调整后的 55 寸面板价格波动, 从而量化面板价格波动对彩电整机成本的影响。

日韩企业持续退出 LCD 面板竞争, 中国企业主导液晶面板行业。

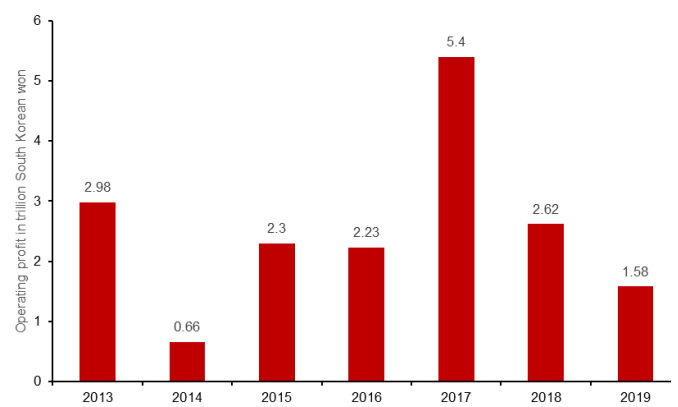
韩企方面: 保利润, 业务转型, 押注 OLED 高端新技术。1) 从三星面板业务来看, 其整体收入在 2017 年 Q4 达到了顶峰, 之后便不断下滑。再从电视业务的盈利能力来看, 自 2017 年后, 三星的面板业务盈利能力开始急剧下滑, 京东方、TCL 华星崛起带来的激烈的竞争和日韩贸易战的影响使得三星面板业务经营利润在 2019 年仅有 2017 年的三分之一, 为自 2014 年以来的最低数额。2) 三星和 LGD 已在 2022 年先后公布正式停产 LCD 面板的决定。其中, 三星显示于 2022 年 6 月完全放弃了 LCD 面板业务, 重心转向产品定位更高、利润更大的 QD-OLED 量子点显示面板和 OLED 显示面板。LGD 则停止韩国本土 LCD 电视面板产线, 在中国的广州线也敲定 TCL 有优先竞购权 (2024 年)。

图18: 三星显示业务中 (含 OLED 和 LCD) LCD 业务收缩



资料来源: 三星, DT 半导体材料, 浙商证券研究所

图19: 三星面板业务利润持续下滑

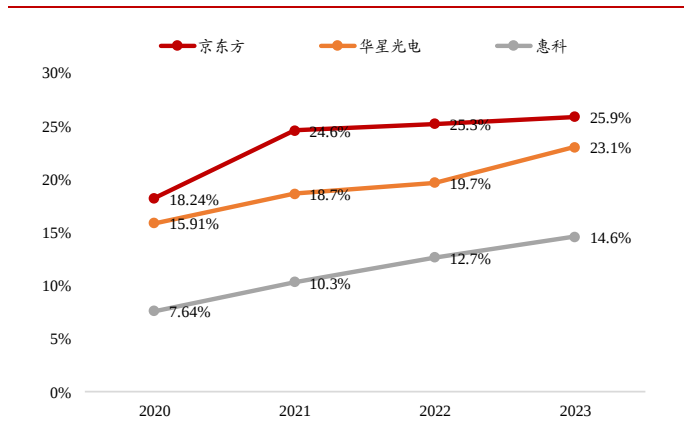


资料来源: 三星, DT 半导体材料, 浙商证券研究所

日企方面: 没有跟上技术革新, 日本电视面板产能全部关停。由于显示部门未能迅速应对市场变化等原因, 夏普在 2023 财年 (截至 2024 年 3 月) 再次出现亏损。夏普在 5 月中旬宣布全面收缩显示业务, 其中最重要的决定就是在 9 月底前关停 SDP 堺市 LCD 工厂。SDP 是日本国内唯一一座生产电视用液晶面板的工厂。

中国面板：在 LCD 电视面板领域的市占率遥遥领先，产能集中度高达 64%。京东方、华星光电、惠科等中国大陆面板企业市占率自 2020 年以来从 42%提升至 64%，中国已经成为全球最大的面板制造中心。

图20：中国大陆企业彩电面板出货面积份额不断提升



资料来源：Omdia，浙商证券研究所

表4：2016 年以来，日韩面板产能在不断退出

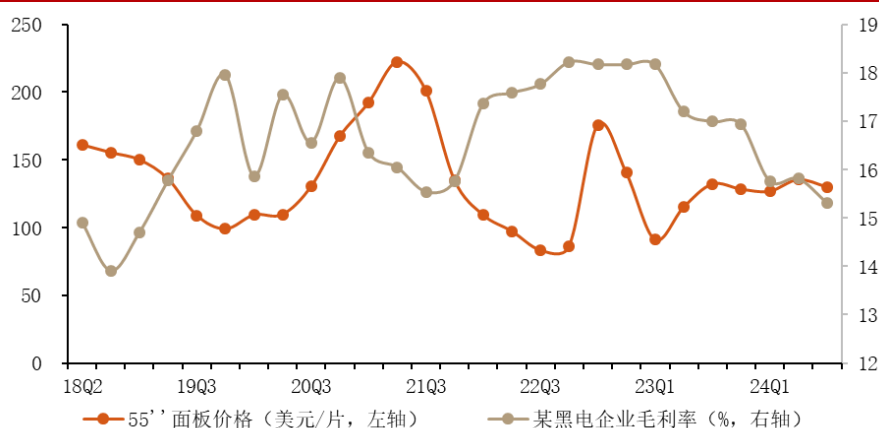
	产线	代数	关闭产能 (千片/季)	关闭产能面积 (万平米/季)	启动关停时间
三星	SDCL7-1	7.0	480	197	4Q16
	SDCL8-1	8.5	150	83	3Q19
	SDCL7-2	7.0	330	136	1Q21
	SDCL8-1	8.5	300	165	1Q21
	SDCL8-2 Phase1	8.5	180	99	1Q21
	SDCL8-2 Phase1b	8.5	60	33	2Q22
	SDCL8-2 Phase2	8.5	180	99	2Q22
	SDCL8-2 Phase3	8.5	18	10	2Q22
合计			1698	822	
LG	P8	8.5	210	116	1Q17
	P7	7.0	135	59	1Q20
	合计		345	175	
松下	Himeji 1	8.5	75	41	3Q16
	Himeji 1	8.5	60	33	4Q21
	合计		135	74	

资料来源：Omdia，浙商证券研究所

行业集中度的提升，面板厂通过调节稼动率的方式调节面板供给，从而主动影响面板价格。面板行业产能集中会不断强化“按需定产”和“稳健盈利”逻辑，平缓面板行业的强周期特征，因此下游黑电品牌商盈利能力有望趋稳。复盘黑电公司毛利率，公司受到上游面板周期波动的影响，盈利能力波动显著，在面板价格上涨区间，公司盈利能力下行。

因此，当前黑电行业格局的变数在于，当上游面板成本波动减小，下游黑电品牌商以往无法“捉摸”的业绩波动风险得以减少，黑电品牌商可以通过产品迭代、结构升级，温和传导价格到下游，业绩可预见性提升。

图21：黑电企业利润率明显受到面板价格波动影响



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.3 国补驱动 MiniLED 渗透率高增，彩电行业景气度向上

Mini LED 降本主要通过国产化、新材料应用、生产标准化等方式实现。

➤ 芯片：分区数的增加会提升 Mini LED 芯片需求量，芯片降本则主要通过增加 DBR 结构和采用高压芯片方案实现。

- PCB 板：PCB 板实现从整板状到鱼骨型，再到灯条形的优化，PCB 板面积减少，单板利用率提升，完成良率提升。
- 驱动 IC：随着显芯科技/华源智信等国产厂商突破 AM 驱动芯片，业内从 PM 驱动转向国产 AM 驱动，灯驱合一设计，带来显著降本空间。

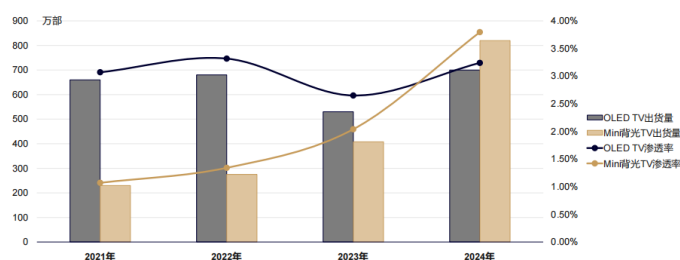
表5: Mini LED 背光模组成本与传统直下式背光模组成本对比

核心元器件	降本方法	说明
LED 芯片	芯片增加 DBR 结构	增大 POB 出光角，减少 LED 灯珠，单灯功率提升
	芯片尺寸缩小	芯片价格与尺寸正相关
	高压芯片	驱动电流更小，发光效率高；PCB 板布线更加方便
封装胶	点 Lens 胶、凹 Lens 技术	增加 LED 出光角度
PCB	基板国产化	国产取代进口
	增加通道数	降低单通道价格，减少 PCB Layout 复杂度
	异型 PCB	鱼骨型、灯条形板面积减少，单板利用率提升，良率提升
	多条 LB	避免使用整面 PCB
制造	良率提升	减少返修成本与 BOM 外废品成本
	D/B 升级	巨量转移方式
	设备折旧	降低投资/减少折旧成本
	产线自动化	降低人力需求，减少间接成本
透镜	产出效率优化	规模化制造，降低成本
	二次光学设计	提升出光角，降低 BLU 成本
基板材料	采用玻璃基板	玻璃基板平坦度、稳定性优于 PCB，成本低于 PCB
其他材料	其他材料	供应商降价和供应链管理

资料来源：行家说，浙商证券研究所

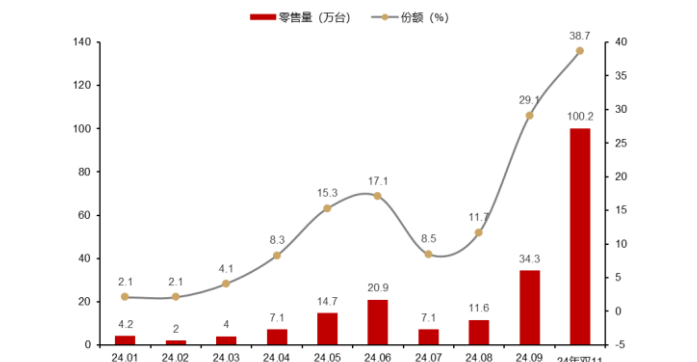
MiniLED 渗透率高增，主要得益于两个方面，成本下探、政策补贴。1) 伴随 Mini-LED 技术的成熟和规模化生产实现，产品成本进一步降低，使用 Mini-LED 技术的电视产品也得以凭借更高的性价比向各类型市场加速渗透。2) “以旧换新”补贴下，中高端彩电品类可以获得更多的补贴，对普通 LCD 电视的价差进一步收敛使得渗透率进一步提升。3) 2024 年前三季度，国内市场 Mini LED 电视销量渗透率突破 10%，销售量同比翻 4.4 倍。在“国补”政策推动下，9 月单月 MiniLED 电视销量渗透率达 29%，双十一期间 MiniLED 电视销量渗透率达 38.7%，预计 2024 年全年国内 Mini LED 渗透率将达到 12%。

图22: 2024 年 Mini LED 背光 TV 出货量首超 OLED



资料来源：行家说，浙商证券研究所

图23: 2024 年中国彩电双 11 线上 Mini LED 市场零售量及份额



资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

3 TCL 是全球领先品牌，国内外共同发力

3.1 国内市场：TCL 产品力领先，充分享受 Mini 渗透率提升的贝塔

率先布局 MiniLED，国补政策下，TCL 乘风而起。

在 Mini LED 领域，早在 2016 年，很多主流电视品牌还踌躇于下一代显示技术发展方向之时，TCL 就已准确洞察并坚定选择了 Mini LED 作为确定性的新技术演进方向。

在技术方面，TCL 拥有全球最领先的 Mini LED 显示核心技术体系。拥有 12 大领域 48 项核心技术控制点的 470 项专利，全面涵盖了包括发光芯片、模组架构、画质算法在内的各个关键领域。2024 年 12 月，TCL 以万象分区、量子点 Pro 2025、伏羲 AI 大模型等一系列突破性技术，完成 QD-Mini LED 技术升级，再次刷新 Mini LED 的技术天花板。

图24: TCL 拥有全球最领先的 Mini LED 显示核心技术体系



资料来源：壹观察，浙商证券研究所

图25: TCL 发布万象分区技术，刷新 MiniLED 技术天花板

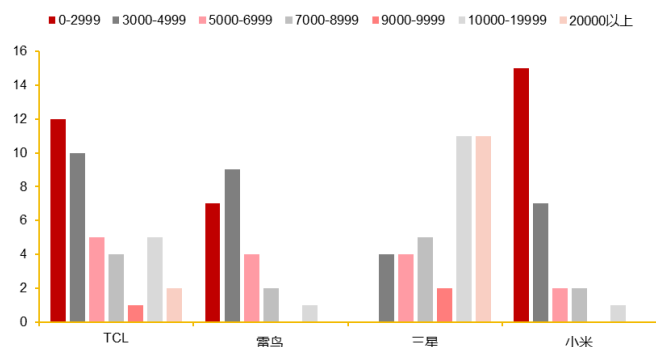


资料来源：壹观察，浙商证券研究所

产品持续迭代，创新快于三星，品牌强于小米，在国牌中领跑。2024 年 TCL 共发布 7 大系列新产品，包括 QD LED、MiniLED、巨幕 Micro LED，以及年末的重磅万象新品。TCL 3 月发布 X11H（QD-Mini LED）、Q9K、X11H Max（Micro LED 巨幕）；4 月发布会发布三款 MiniLED 电视新品 Q10K、T7K、Q10K Pro；12 月发布了新款机型 T6L，是最新的全域光晕技术。

在产品自我迭代方面，根据对 2024 年天猫旗舰店各个主流黑电品牌上新梳理，TCL 含雷鸟渠道 2024 年渠道上新 62 款，三星仅上新 37 款，创新速度相较传统高端品牌三星明显更快。从价格带分布来看，TCL 38%的产品价格带分布在 3000-7000，而小米 56%的产品价格都在 0-2999 区间，品牌力也显著领先于互联网品牌。

图26: TCL SKU 分布广泛, 创新速度超三星



资料来源：淘宝官方旗舰店，浙商证券研究所

注：数据统计时间为 2024 年 12 月

表6: TCL 产品价格带布局在小米之上, 说明其品牌力领先

	0-2999	3000-4999	5000-6999	7000-8999	9000-9999	10000-19999	20000以上
TCL	31%	26%	13%	10%	3%	13%	5%
雷鸟	30%	39%	17%	9%	0%	4%	0%
三星	0%	11%	11%	14%	5%	30%	30%
小米	56%	26%	7%	7%	0%	4%	0%

资料来源：淘宝官方旗舰店，浙商证券研究所

注：数据统计时间为 2024 年 12 月

3.2 海外市场：欧美市场拓渠道，新兴市场参与竞争

TCL全球市场份额不断提升，2017~2023年TCL全球出货量份额从7.1%提升至12.8%，出货位列全球市占率前三。公司自身的 α 来自几个方面：

1）供应链优势：华星光电属于TCL下的面板子公司，虽然华星光电和TCL电子分属TCL科技集团和TCL实业，但同属TCL下主体保障TCL电子面板供应。

2）北美市场进驻高端渠道：中国彩电企业在欧美市场以更高性价比的产品抢夺市场份额，未来的份额提升需要通过北美拓展盈利质量更高的渠道。

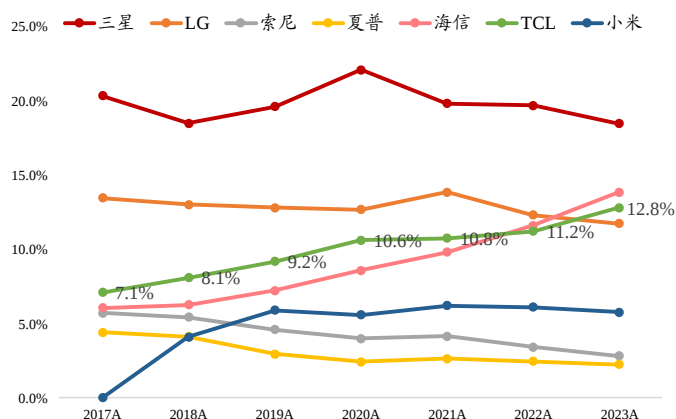
3）全球产能布局，及时服务响应：TCL在全球布局研发中心和生产制造基地，TCL海外彩电产能布局在墨西哥、越南，基本能够实现主要国家的当地生产、当地销售，能够根据当地消费市场变化快速反应。

图27: TCL 彩电全球产能分布



资料来源：TCL 官网，浙商证券研究所

图28: TCL 全球出货量市占率不断提升



资料来源：Omdia，浙商证券研究所

TCL北美市场渠道突围，深化中高端商超合作，与NFL合作持续提升产品影响力，聚焦中高端战略，北美市场有望迎来收获期。

美国市场由于消费者物流成本、物流周期等因素，线下家电购物仍然是主力方式。因此品牌对于美国线下家电卖场的渗透至关重要，家电卖场渠道中的主流品牌在北美将拥有较大的份额。北美线下主流渠道是沃尔玛和百思买还有 Costco。由于沃尔玛有自己的渠道

自有品牌 onn 且收购 vizio，所以预计这两个品牌在沃尔玛的份额将占到较大比例，因此其他品牌对于百思买、Costco 等其他渠道的渗透显得尤为关键。

TCL 在北美自 2010 年以来开始经营自有品牌，电商渠道先行、线下渠道拓展，目前已全面覆盖百思买、山姆会员店、Costco、沃尔玛等主流线下品牌。

TCL 进入了北美高端连锁百思买（BESTBUY）的线下渠道是一个标志性事件。TCL 北美分公司总经理表示“跟在沃尔玛拼性价比不一样，百思买线下渠道是高端产品的竞技场，TCL 在这里就是跟全球大牌正面 PK。”北美高端渠道的拓展，一方面是公司自身品牌力产品力的表现，另一方面也意味着公司北美产品价格中枢的提升。

在北美高端渠道突围方面，TCL 通过成为 NFL 官方合作伙伴，进而深化百思买渠道合作。美国最大电器零售商百思买对 TCL 全品类产品在北美的市场表现给予高度评价，认为 TCL 签约成为 NFL 官方合作伙伴以及配合策划的线上线下活动，与百思买作为 NFL 官方零售商合作伙伴的相关推广活动形成联动，从而实现双赢。

表7: TCL 在北美积极拓展中高端渠道

时间	经营事件
2010	TCL 开始经营自有品牌。
2011-2013	TCL 在北美主要以拓渠道为主，TCL 主要依托与电商主渠道亚马逊的深度合作，在经营初期通过亚马逊平台打开市场。
2014	TCL 在北美拿下沃尔玛黑五大单，开始进入沃尔玛渠道。
2015	TCL 与好市多（Costco）达成合作。
2016	TCL 先后与山姆会员商店（Sams Club）、塔吉特（Target）等传统主力渠道合作。
2017	TCL 宣布进入美国六大主流零售渠道，即塔吉特、好市多、亚马逊、山姆会员店、百思买和沃尔玛，这六大渠道销售美国市场 80% 的电视机。再加上其他的区域零售卖场，TCL 实现了 90% 的零售覆盖。
2018	TCL 扩大了 TCL 墨西哥 Moka 工厂，并建立了新的 TCL 墨西哥 Masa 工厂，以避免贸易壁垒并持续保持在美国市场的份额。
2019	TCL 推出了世界上第一款 Mini-LED 电视，提升了电视的显示效果和对比度，进一步巩固了其在显示技术领域的领先地位。
2024	TCL 在 Best Buy 等高端零售渠道的合作不断深化，TCL 的形象墙出现在其中的 606 家，而展台进驻达 907 家，几乎覆盖到了美国的所有门店。

资料来源：经济观察网，今日头条，TCL 动态，华夏时报，36 氪，浙商证券研究所

图29: TCL 产品在 Best Buy 门店里的“堆码”



资料来源：36 氪，浙商证券研究所

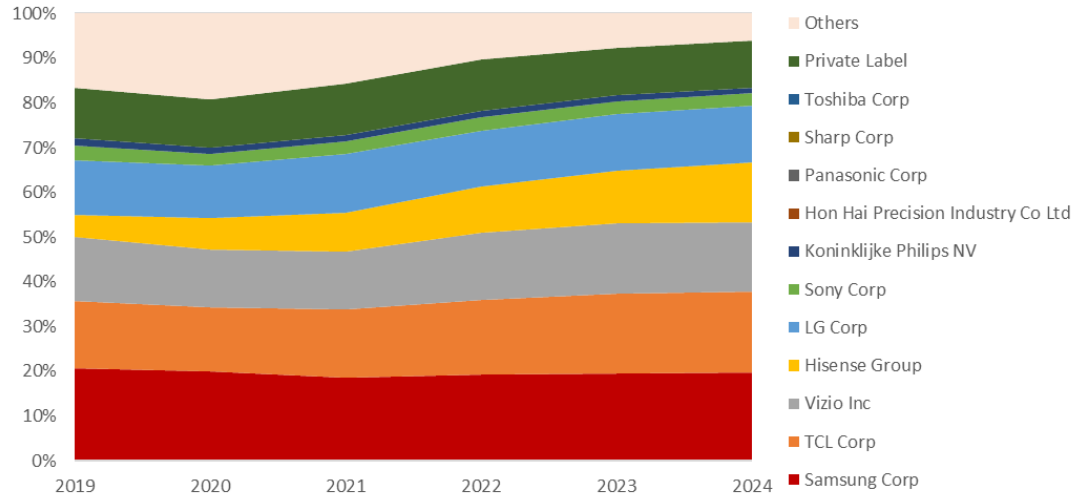
图30: 家喻户晓的 NFL 解说员 Charissa Thompson 代言 TCL



资料来源：36 氪，浙商证券研究所

TCL 在美国的份额提升幅度较为明显，在北美的持续投入迎来收获。经过数十年在美国市场的深耕，TCL 在北美战略更为聚焦，营销重头 NFL、主推高端旗舰技术、突破中高端渠道。根据欧睿国际数据，TCL 在北美市场彩电市占率逐年提升，2015~2023 年北美零售量市场份额从 3.9% 提升至 18%。

图31: TCL 在北美零售量市场份额逐年提升 (%)



资料来源：欧睿国际，浙商证券研究所
注：24 年数据截至 7 月

TCL 欧洲市场以波兰本地工厂为中心，通过体育赛事营销建立品牌影响力，持续渠道拓展以及产品迭代提升份额。

TCL 在欧洲通过体育营销培植品牌认知。以世界杯期间 TCL 在俄罗斯市场的表现为例，TCL 品牌营销对其业务有着明显推动作用。TCL 俄罗斯独家经销商 Merlion 的市场沟通总监 Leonid Churikov 透露，签约内马尔以及 TCL&内马尔主题广告在俄罗斯投放之后，TCL 在当地销售增幅达到 30%，是整体市场增幅两倍。2024 年 TCL 仍然延续了在体育赛事上的赞助打法，共赞助 5 支顶级国家队(德国、西班牙、意大利、波兰、斯洛伐克)出战欧洲杯，其中西班牙国家队赢得欧洲杯冠军。

图32: 2024 年 TCL 欧洲杯宣传



资料来源：钛媒体，浙商证券研究所

图33: 2024 年奥运会，TCL 用 AI 技术助力中国女篮征战巴黎



资料来源：头条君，浙商证券研究所

渠道拓展方面，TCL 已入驻北欧 GIGANTTI 和法国 Darty 和 Boulanger、西班牙主流渠道 ECI 等。据 TCL 表述，公司在欧洲进行了渠道扩张，在当地 TOP50 的主流渠道中，TCL 进入了 48 家。

产品迭代方面，TCL 积极推新走差异化路线。欧洲消费者选择趋于保守，不愿意轻易尝试新品牌，这对品牌方的要求就是差异化和创新的元素。2024 年 9 月初德国 IFA 展会上，TCL 展出了万级分区的 QD-Mini LED 电视 X11H 等旗舰屏幕产品。TCL 还推出“TCL Art”系列，如 A300 系列第三代艺术电视，采用平板薄画框设计，贴合欧洲消费者对于产品艺术感和家居融合的需求。

TCL 在欧洲拥有波兰工厂作为重要的生产枢纽。1) 2016 年，中欧班列开通后，从珠三角、成都将面板等零部件运输至波兰，货运周期是海运的三分之一，价格则是航空运输的五分之一。产品从波兰生产出货后，就算运到最远的西班牙，也只需要四天时间；2) 按照欧盟法律，如果是进口电视整机，税率为 14%，而以零部件进口+欧盟本地组装的模式，税率仅为 2%。

表8: TCL20 年前以波兰为突破点切入欧洲市场，以体育赛事为抓手，不断提升品牌影响力

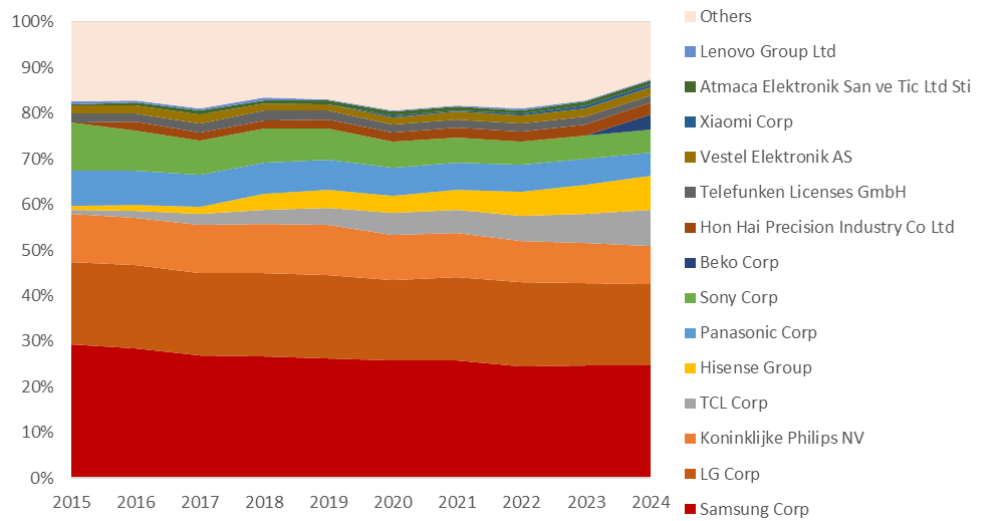
时间	经营事件
2003 年	TCL 收购法国汤姆逊公司的彩电业务，获得了在欧洲的生产基地等资源，开启了在欧洲市场的征程。
2004 年	TCL 的波兰工厂正式成立，由并购法国汤姆逊的彩电业务而来。
2008 年	TCL 逐步对波兰工厂进行优化和改造，提高生产效率和降低成本，同时加强产品研发和市场调研，以更好地适应欧洲市场 2015 年 需求。
2021 年	TCL 在欧洲市场继续拓展业务领域，如在 2023 年涉足户用光伏等新领域。加快推广超大屏 Mini LED 背光液晶电视等高端 2023 年 产品。
2024 年	在德国 IFA 展会上，展出了万级分区的 QD-Mini LED 电视 X11H 等旗舰屏幕产品、推出“TCL Art”系列产品，满足欧洲消费者对艺术和高品质生活的追求。

资料来源：央视网，36 氪，浙商证券研究所

TCL 近年欧洲战略逐步明晰，份额快速提升。欧洲由于包含 40 多个国家，每个区域的渠道、消费者习惯都不一样，长时间的布局才能厚积薄。TCL 在欧洲的战略主打体育赛事营销建立品牌心智，供应链优势及时响应，渠道进驻提升份额。2024 年受德国欧洲杯、巴黎奥运会、美洲杯等赛事备货拉动，结合公司的渠道开拓，上半年 TCL 在欧洲的电视出货量同比增长 40.1%，收入增加了 50%。

根据欧睿国际数据，TCL 近年在欧洲市场彩电市占率迅速提升，2015~2023 年西欧零售量市场份额从 1%提升至 6.4%，据最新数据，2024 年（非全年）TCL 占比已提升至 8%。

图34: TCL 在西欧份额快速提升 (%)



资料来源: 欧睿国际, 浙商证券研究所
注: 24 年数据截至 7 月

东南亚五国仍处于经济发展阶段, 行业格局尚未固化, TCL 在东南亚市场以越南为供应链中心, 持续抢占日韩品牌份额。另外, 东南亚受益劳动力成本优势和地缘政治因素, 是全球重要的彩电制造中心。TCL 在越南布局超 20 年, 产能规划充足, 无惧关税扰动。

东南亚国家的渗透率也较高, 但竞争格局仍未固化, 还有抢占份额的逻辑。1) 我们发现, 即便在经济增速较快的东南亚国家, 彩电的渗透率也已经基本的达到 80% 以上的水平。通过分析保有率数据发现, 大部分品类当保有率达到 80%, 那么其保有率提升的速度就会明显边际放缓, 这说明东南亚市场彩电新增需求的空间相对有限。2) 新兴市场的家电行业格局没有发生固化, 未来随着替换需求占比的提升、消费需求的升级, 行业的竞争格局仍然可能会发生变化。

表9: TCL 在东南亚抢占日韩品牌份额 (%)

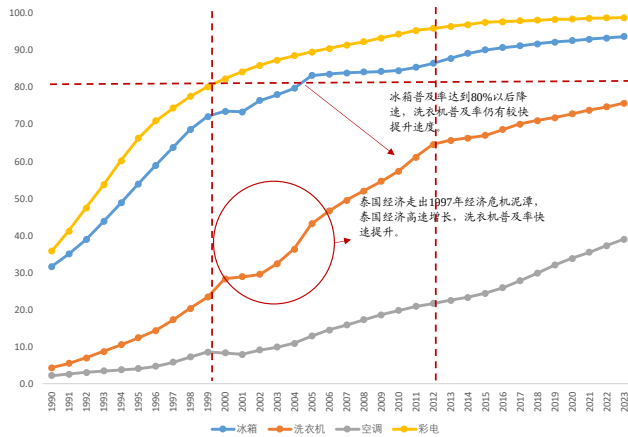
	印尼		越南		泰国		马来西亚		菲律宾	
	2024	2019	2024	2019	2024	2019	2024	2019	2024	2019
TOP1	LG	LG	Samsung	Samsung	Samsung	Samsung	Samsung	Samsung	Samsung	Samsung
TOP2	Samsung	Samsung	LG	Sony	LG	LG	Hon Hai	Hon Hai	LG	LG
TOP3	Hon Hai	Hon Hai	Sony	LG	TCL	TCL	LG	LG	TCL	TCL
TOP4	TCL	Hisense	TCL	TCL	Hisense	Hisense	Hisense	Sony	Hisense	Panasonic
TOP5	Skyworth	stana Tek	-	-	Panasonic	Panasonic	Panasonic	Hisense	Sony	Hisense
中国品牌	30.5	12.3	11.1	8	30.8	28.8	15.3	13.9	22.4	17.4
韩系品牌	41	52.7	48	59.2	54.3	50.3	38.6	35.2	56.4	59.6
日系品牌	4.3	6.7	17.3	22.8	7.2	14	13.7	19.4	4.1	8

资料来源: 欧睿国际, 浙商证券研究所
注: 24 年数据截至 7 月

越南出口美国关税较低。从中国出口到美国的电视机需要支付 11.4% 左右的关税; 从墨西哥出口到美国的电视机则享受《美墨加协定》(USMCA) 的优惠待遇, 只要符合原产地规则, 一般情况下是免关税的; 从越南出口到美国的电视机通常只需要支付 3% 到 5% 左右的关税。

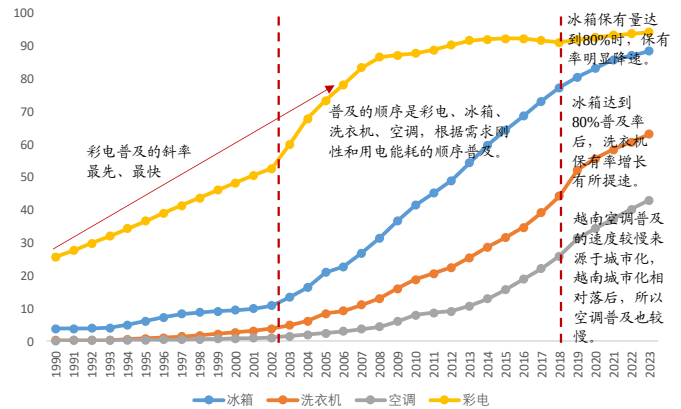
越南是 TCL 全球化布局重要供应链中心，产能覆盖东南亚、辐射北美乃至全球。TCL 首次布局越南制造是 1999 年，当年收购香港陆氏越南同奈彩电厂，这座工厂年产值仅 20 万台，供越南当地销售。2019 年，老工厂停止服役，随着 2019 年中美贸易摩擦开始，TCL 在同处南部的平阳省选了一块地建新工厂，计划覆盖东南亚市场。越南基地由此成为辐射整个北美乃至全球的制造基地，是 TCL 全球化布局的重要一环。

图35：泰国家电保有率：彩电渗透率已过快速增长阶段



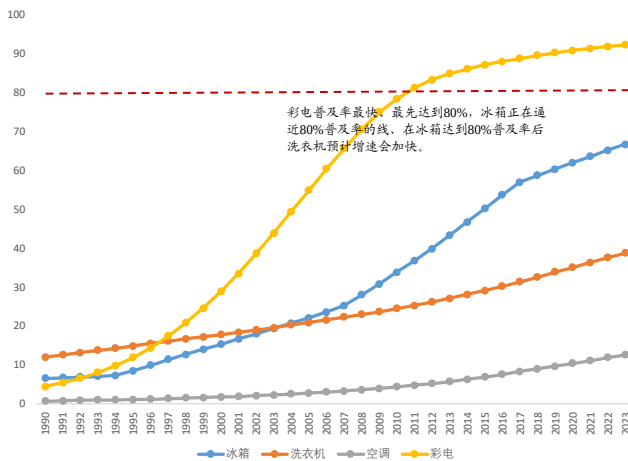
资料来源：欧睿国际，浙商证券研究所

图36：越南家电保有率：彩电渗透率已过快速增长阶段



资料来源：欧睿国际，浙商证券研究所

图37：印尼家电保有率：彩电渗透率已过快速增长阶段



资料来源：欧睿国际，浙商证券研究所

表10：TCL 在东南亚主要国家彩电零售量市占率及排名

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	排名
印尼	-	-	-	4.2	5.8	5.7	1
马来西亚	1.6	1.6	1.2	1.2	1.3	1.4	10
菲律宾	11.3	12.6	12.3	13.6	15.2	15.9	3
泰国	13.1	14.5	12.9	14.1	14.1	13.8	3
越南	7.0	8.0	8.4	8.7	9.8	10.8	4

资料来源：欧睿国际，浙商证券研究所

4 未来的预期差在哪？

4.1 市场如何预期

市场对于黑电关注度不高主要是行业增长缓慢，且容易受到成本端以及竞争加剧的影响：1）黑电企业过去盈利能力波动太大，面板周期影响下游盈利确定性导致估值下挫。2）黑电行业竞争格局差，容易在成本低迷的面板下行周期迎来新进入者。新进入者如乐视和小米通过互联网业务模式打价格战，导致行业竞争环境差，盈利能力下行。

4.2 最重要的预期差

黑电行业 β 发生了改变，公司自身的 α 开始兑现。国内受益国补，驱动产品结构升级、均价向上、行业重回增长。海外，公司通过数十年的布局，北美市场渠道突围、欧洲市场份额快速提升。

4.3 与众不同的认识

市场认为黑电行业没有投资价值，且公司非首选黑电投资标的。但我们认为**黑电行业在估值端和竞争格局上都得到了改善**。1）由于上游面板周期而导致的黑电企业盈利不确定性大幅减弱，估值压制因素有望逐步消除。2）面板供给过剩情况很难再现，互联网品牌难以再通过价格战的方式快速抢占市场份额，具有产品力以及品牌力的公司才能在中高端化趋势下打出差异，赢得市场。**公司在海外的经营上也跑出了自身的 α** 。美国市场由于沃尔玛收购vizio，渠道份额有可能发生变化，公司在北美渠道突破百思买，后续有望在北美市场取得优势地位，利润率水平改善。欧洲市场，公司明晰了战略打法，通过体育赛事营销建立品牌心智，渠道快速拓展，24年份额已经实现了快速提升。

4.4 与前不同的认识

此前认为全球黑电格局稳固，目前中国家电企业在海外黑电份额的提升更多依靠低价策略、持续性不足。但随着日韩品牌退出上游面板的竞争，对于产业链上游的议价权逐步降低，采购成本上升，为保利润转而押注OLED电视技术路线后，逐步出让LCD市场份额。中国品牌数十年的全球化布局厚积薄发，品牌力提升，一方面不断挤占头部韩企份额，全球份额提升；另一方面，竞争格局改善，份额集中带来较强的品牌议价能力。

5 股价上涨由何驱动？

5.1 预期差的跟踪检验指标

1) **最直观**：公司季度报表利润率数据。2) **可高频追踪**：中国彩电线上、线下周度、月度均价数据；公司彩电月度、季度出货量数据。3) **检验指标**：全球、北美、欧洲黑电品牌份额数据。4) **产业链数据**：上游面板厂稼动率数据、上游面板厂产能清退及新产线建设情况等。

5.2 驱动股价上涨的催化剂

公司利润率改善、彩电产品均价向上、出货量增长、全球份额提升等边际变化会催化股价上涨。

6 盈利预测及估值

预计公司 24-26 年实现收入 934 亿、1092 亿、1180 亿港元，对应收入增速分别为 18%、17%、8%；

显示业务：1）大尺寸显示业务方面，预计公司海外彩电市场份额不断提升，未来海外布局产能的优势将会不断释放，国内顺应大屏化趋势、MiniLED 引领行业潮流。我们预计公司全球彩电出货量持续跑赢行业，出货均价受面板价格的影响也预计会收窄，预计 24-26 年公司大尺寸显示收入增速分别为 26%、10%、7%。2）小尺寸显示方面，公司收缩部分业务，以保证盈利能力，假设 24-26 年小尺寸显示业务先收缩后维持平稳。

互联网业务：在海外市场，Roku 平台相比竞品具有操作简便、内容量大的优势，收入持续提升；国内市场 2024 年受到开屏广告服务的影响，或有所下滑。综合预计公司 24-26 年互联网业务收入增速分别为-5%、13%、11%。

创新业务：1）全品类营销业务：公司白电收入基数较低，且公司在海外有运行黑电的成熟经验，在欧美国家黑电和白电重合的消费渠道，TCL 在黑电的品牌力也会向白电引流。公司白电基数低、增速较快，预计 24-26 年收入增速分别为 20%、15%、10%。2）光伏业务：国家给予政策支持户用光伏装机，且公司在 2022 年开始运行户用光伏业务，本身增长基数低，预计 24-26 年仍然会保持高增长。

毛利率方面，预计公司 24-26 年毛利率分别为 18.6%、18.7%、18.7%。由于全球面板产能扩张放缓，以及全球彩电整体需求相对平稳，预计面板供给和行业需求的供需轧差将收窄，那么面板价格的波动将下行。TCL 彩电把握大屏化，以及 MiniLED 升级的风口，预计大尺寸显示毛利率稳步提升，从而带动显示业务毛利率提升。

综上，预计公司 24-26 年实现归母净利润 13 亿、17 亿、20 亿港元，对应增速分别为 80%、27%、16%。

公司主营业务为黑电制造，我们选取 A 股上市的黑电公司海信视像、康冠科技、视源股份作为可比公司，结合可比公司平均看公司估值处于相对偏低。

公司 23-26 年净利润 CAGR 达到 38%，可比公司 2025 年平均 PE 为 14X。港股相比 A 股有一定估值折价，其中 A+H 上市的家电企业海尔智家 H 股相较 A 股折价 16%，因此假设 TCL 电子在港股估值相比 A 股折价 16%，给予 TCL 电子 2025 年 11.6 倍 PE，维持买入评级。

表11: TCL 电子与可比公司估值表

	市值		归母净利润 (百万元)				PE			PEG
	(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2026E	
海信视像	27,835	2,096	2,002	2,324	2,650	13.9	12.0	10.5	0.7	
康冠科技	17,296	1,283	916	1,180	1,455	18.9	14.7	11.9	0.5	
视源股份	23,303	1,370	1,353	1,580	1,853	17.2	14.8	12.6	0.7	
可比公司平均						16.7	13.8	11.7	0.7	
TCL 电子	14,445	744	1339	1694	1961	10.8	8.5	7.4	0.5	

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：1）数据获取日期为 2025 年 1 月 9 日。2）海信视像、康冠科技、视源股份归母净利润单位为人民币，TCL 电子为港元。

7 风险提示

面板价格反弹：面板价格占公司大尺寸显示业务营业成本比重较大，若面板价格大幅度回弹，将影响公司的盈利水平。

全球经济下行：家电属于可选消费，若宏观经济周期下行，全球居民消费水平下降，则导致家电行业整体的需求低迷。

市场竞争加剧：彩电产品同质化竞争严重，若消费需求不及预期或新进入者参与市场竞争，都会导致行业竞争格局恶化。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万港元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	53,512	58,425	70,012	81,174
现金	10,737	11,614	15,006	17,947
应收账款及票据	19,006	18,879	23,213	28,390
存货	12,212	14,609	15,954	18,226
其他	11,558	13,323	15,840	16,610
非流动资产	11,264	10,394	9,431	8,515
固定资产	2,384	1,935	1,509	1,103
无形资产	4,947	4,504	4,084	3,685
其他	3,933	3,955	3,838	3,727
资产总计	64,776	68,819	79,443	89,689
流动负债	45,536	48,526	57,299	65,397
短期借款	4,923	4,923	4,923	4,923
应付账款及票据	24,008	25,612	31,066	35,833
其他	16,605	17,991	21,311	24,641
非流动负债	1,935	1,935	1,935	1,935
长期债务	889	889	889	889
其他	1,046	1,046	1,046	1,046
负债合计	47,470	50,461	59,234	67,332
普通股股本	2,508	2,508	2,508	2,508
储备	15,061	15,964	17,625	19,553
归属母公司股东权益	16,708	17,610	19,272	21,200
少数股东权益	598	748	938	1,157
股东权益合计	17,306	18,358	20,209	22,357
负债和股东权益	64,776	68,819	79,443	89,689

利润表

(百万港元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	78,986	93,354	109,241	117,983
其他收入	125	125	125	125
营业成本	64,230	76,012	88,872	95,867
销售费用	7,900	9,083	10,433	11,149
管理费用	4,013	4,201	4,916	5,309
研发费用	2,327	2,521	2,950	3,186
财务费用	91	273	273	273
除税前溢利	1,148	1,984	2,511	2,907
所得税	321	496	628	727
净利润	827	1,488	1,884	2,180
少数股东损益	83	150	189	219
归属母公司净利润	744	1,339	1,694	1,961
EBIT	1,240	2,257	2,784	3,180
EBITDA	2,435	2,610	3,093	3,446
EPS (港元)	0.31	0.53	0.67	0.78

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	10.70%	18.19%	17.02%	8.00%
归属母公司净利润	66.36%	80.00%	26.57%	15.74%
获利能力				
毛利率	18.68%	18.58%	18.65%	18.74%
销售净利率	0.94%	1.43%	1.55%	1.66%
ROE	4.45%	7.60%	8.79%	9.25%
ROIC	3.86%	7.00%	8.03%	8.47%
偿债能力				
资产负债率	73.28%	73.32%	74.56%	75.07%
净负债比率	-28.46%	-31.61%	-45.49%	-54.28%
流动比率	1.18	1.20	1.22	1.24
速动比率	0.90	0.90	0.94	0.96
营运能力				
总资产周转率	1.32	1.40	1.47	1.40
应收账款周转率	4.91	4.93	5.19	4.57
应付账款周转率	2.99	3.06	3.14	2.87
每股指标 (港元)				
每股收益	0.31	0.53	0.67	0.78
每股经营现金流	0.64	0.27	1.01	0.65
每股净资产	6.66	6.99	7.64	8.41
估值比率				
P/E	8.32	10.79	8.53	7.37
P/B	0.38	0.82	0.75	0.68
EV/EBITDA	0.60	3.31	1.70	0.67

现金流量表

(百万港元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,603	678	2,554	1,639
净利润	744	1,339	1,694	1,961
少数股东权益	83	150	189	219
折旧摊销	1,195	353	309	266
营运资金变动及其他	(419)	(1,164)	361	(807)
投资活动现金流	22	908	1,143	1,608
资本支出	(575)	538	538	538
其他投资	597	370	605	1,070
筹资活动现金流	(246)	(676)	(273)	(273)
借款增加	289	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	(318)	(676)	(273)	(273)
其他	(217)	0	0	0
现金净增加额	1,346	877	3,392	2,942

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>