



TCL 电子 (01070.HK)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

利润+份额双驱动，全球持续突破

投资逻辑

◆ 显示主业：全球布局深化，份额+利润双轮驱动

份额端：产品+渠道共振。1) 产品方面，Mini LED 有望引领新一轮技术迭代，DISCIEN 预计 24 年 Mini LED 全球出货增长超过 50%，公司产品、品牌领跑，据 DSCC，24Q2 公司单季度 Mini LED 出货首次超越三星，登顶全球。2) 渠道方面，公司在欧洲&新兴市场具备长期增长潜力，依托本土产能+体育营销，24 年欧洲实现突破，前三季度欧洲销量同比+35%，大幅跑赢行业。

利润端：治理改善+结构提升。1) 治理方面，23 年末集团营销部门拆分为 6 大本部，各部门直接向总部汇报，决策链条更精简，营销投放更精准，24H1 期间费用率同比优化 2.7pct。2) 产品结构方面，公司在欧美以高端化、大尺寸为抓手提升出货结构，24 年前三季度北美 75 吋及以上电视出货同比+72.6%，未来依托 NFL 深化高端渠道合作下出货结构有望持续改善，带动盈利中枢上移。

◆ 互联网&创新业务

互联网：盈利能力强，ARPU 提升+海外拓展驱动增长。轻资产模式，毛利率长期保持在 50%以上，ARPU 提升拉动下 19-23 年营收 CAGR 38%，未来与海外头部流媒体平台加强合作下有望延续增长。
光伏&全品类营销：集团业务扩张+网点进驻量提升催动增长。集团借助 TCL 电子全球销售网络分销白电及光伏产品，白电业务扩张+渠道进驻数量提升下有望带动营收增长。

AR 眼镜：表外孵化业务，海外市场+AI 赋能下成长可期。雷鸟创新是国内 AR 眼镜龙头，据洛图科技，2024H1 国内线上份额 37.3%，位列第一。公司近年加强海外市场布局，2023 年首登亚马逊后销量大幅提升，未来在 AI 赋能下具备强成长性。

盈利预测、估值和评级

我们预计 2024-2026 年公司实现营收 981.4、1143.5、1283.3 亿港元，分别同比+24.3%、+16.5%、+12.2%，实现归母净利润 13.5、16.8、21.4 亿港元，分别同比+82.1%、+23.9%、+27.8%，对应 EPS 为 0.54、0.67、0.85 港元，当前股价对应 PE 为 11、9、7 倍。公司经营势能不断增强，股权激励计划向市场彰显了发展信心，份额+利润双轮驱动下业绩具备高增长弹性。我们给予公司 2025 年 12x 的 PE 估值，对应目标价为 8.0 港元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

面板价格波动；海外需求不及预期；外汇波动；竞争加剧。

国金证券研究所

分析师：王刚 (执业 S1130524080001)

wang_g@gjzq.com.cn

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

联系人：蔡润泽

cairunze@gjzq.com.cn

市价 (港币)：5.810 元

目标价 (港币)：8.00 元



公司基本情况 (港元)

项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	71,351	78,986	98,140	114,346	128,328
营业收入增长率	-4.67%	10.70%	24.25%	16.51%	12.23%
归母净利润(百万元)	447	744	1,354	1,678	2,144
归母净利润增长率	-62.25%	66.36%	82.07%	23.93%	27.77%
摊薄每股收益(元)	0.18	0.29	0.54	0.67	0.85
每股经营性现金流净额	0.55	0.64	0.61	1.56	1.34
ROE(归属母公司)(摊薄)	2.72%	4.45%	7.78%	9.18%	11.04%
P/E	17.65	8.64	10.82	8.73	6.83
P/B	0.48	0.38	0.84	0.80	0.75

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1、全球显示龙头，重整旗鼓再出发.....	5
1.1、公司简介：TCL 集团下 C 端显示业务的核心主体.....	5
1.2、公司治理：重组后 toC 与 toB 业务战略地位齐平，2024 年 TCL 电子发布股权激励彰显发展信心....	5
1.3、财务分析：聚焦大尺寸主业，盈利能力稳步改善.....	6
2、电视主业：全球布局进一步深化，份额+利润双轮驱动.....	8
2.1、份额端逻辑：产品+渠道共振，全球份额有望进一步提升.....	8
2.2、利润端逻辑：治理改善+结构升级打开盈利提升空间.....	17
3、互联网业务：盈利能力优质，ARPU 提升+海外驱动业务增长.....	20
4、创新业务：渠道扩张助推分销业务放量，AI 赋能 AR 眼镜成长.....	21
5、盈利预测与投资建议.....	25
5.1、盈利预测.....	25
5.2、投资建议及估值.....	27
6、风险提示.....	27

图表目录

图表 1：TCL 集团发展历史.....	5
图表 2：TCL 集团业务拆解.....	5
图表 3：资产重组后 TCL 集团 B、C 端业务清晰.....	6
图表 4：2024 年股份奖励计划目标.....	6
图表 5：2024 年股份奖励计划授予情况.....	6
图表 6：公司往年员工奖励计划.....	6
图表 7：2023 年公司收入结构.....	7
图表 8：2023 年公司大尺寸显示业务收入结构.....	7
图表 9：2023 年开始公司营业收入已回归正常增长轨道（单位：亿港元）.....	7
图表 10：2019-2023 年大尺寸显示业务收入 CAGR 9.4%.....	7
图表 11：公司毛利率 2021 年触底后已有所修复.....	8
图表 12：2022 年以来期间费用率明显收窄.....	8
图表 13：2022 年以来公司盈利能力逐步改善.....	8
图表 14：日韩品牌全球电视份额被国产品牌挤压.....	9
图表 15：大陆面板厂已主导液晶电视面板市场.....	9
图表 16：全球彩电市场格局情况及公司份额表现.....	9
图表 17：沃尔玛渠道 TCL 与三星相似定位产品价格对比.....	10



图表 18: Best Buy 渠道 TCL 与三星相似定位产品价格对比.....	10
图表 19: 显示技术迭代引发彩电格局变化.....	10
图表 20: Mini LED 对比 OLED 更具备成本优势及 TV 场景适配性.....	11
图表 21: 2024 年 Mini LED 电视渗透率超越 OLED.....	11
图表 22: 2023 年 Mini LED 竞争格局.....	12
图表 23: 公司全球 Mini LED 出货增速大幅跑赢行业.....	12
图表 24: TCL Mini LED 工厂建设情况.....	12
图表 25: TCL Mini LED 产品矩阵丰富, 覆盖规格及价格较广泛.....	13
图表 26: 国内 TCL 与友商 Mini LED 产品对比.....	13
图表 27: Mini LED 在国内 5-20K 市场份额显著提升.....	14
图表 28: 国产品牌在海外 Mini LED 市场份额快速提升.....	14
图表 29: 公司欧洲分地区的销量市占率.....	14
图表 30: 2024 年以来 TCL 在德国 Google Trends 搜索热度快速上升.....	15
图表 31: TCL 在欧洲赞助足球队进行体育赛事营销.....	15
图表 32: 拉美彩电市场分品牌销量份额占比.....	15
图表 33: TCL 在中东非市占率对比韩企提升空间较大.....	15
图表 34: 公司在东盟与三星的销量份额差距收窄.....	16
图表 35: TCL 成为阿森纳在中东非区域的合作伙伴.....	16
图表 36: TCL 在中东非推出全球最大的 QD-Mini LED 电视.....	16
图表 37: 公司在东南亚的电视产能布局.....	17
图表 38: TCL 在东南亚销量市占率稳步提升.....	17
图表 39: TCL 实业营销部门组织架构变化.....	17
图表 40: 公司海外市场大尺寸提升潜力较大.....	18
图表 41: 公司 Mini LED 电视出货占比.....	18
图表 42: 2024 年国内电视线上均价及面板成本.....	18
图表 43: 24H1 国内 Mini LED 电视与 LCD 电视均价对比.....	18
(单位: 元).....	18
图表 44: 24Q3 TCL 在全球高端电视市场出货份额大幅提升 6pct 至 17%.....	19
图表 45: 国内线上双 11 大尺寸电视零售量占比提升.....	19
图表 46: 国内线上双 11 Mini LED 产品占比提升.....	19
图表 47: 国补拉动下 TCL 线下电视均价增速较 7、8 月提升明显.....	20
图表 48: 互联网业务近年收入增长态势良好 (单位: 亿港元).....	20
图表 49: 互联网运营主体雷鸟网络科技的 ARPU 值持续提升.....	20
图表 50: 灵控桌面 2.0 电视系统.....	21
图表 51: 基于 AI 模型生成的“超级智绘”故事集.....	21



图表 52: BrowseHere TV 浏览器.....	21
图表 53: 公司海外互联网业务收入增长提速.....	21
图表 54: 全品类营销收入稳健增长.....	22
图表 55: 全品类营销毛利率不断提升.....	22
图表 56: TCL 实业旗下白电出货规模呈增长趋势.....	22
图表 57: 公司户用分布式光伏业务商业模式.....	22
图表 58: 公司工商业分布式光伏业务商业模式.....	22
图表 59: 截至 2024H1 公司光伏业务的渠道建设情况.....	23
图表 60: 国内户用光伏并网容量近年高速增长.....	23
图表 61: 2023 年全球 AR 眼镜出货同比+74%.....	23
图表 62: 2024H1 国内 AR 眼镜出货占 XR 比重已经超过 55%.....	23
图表 63: 全球 AR 眼镜竞争格局.....	24
图表 64: 2024H1 雷鸟创新国内线上份额 37.3%，位居第一.....	24
图表 65: 雷鸟创新 AR 眼镜产品线丰富.....	25
图表 66: 雷鸟创新 AI+AR 眼镜的开拓进展.....	25
图表 67: 分业务盈利预测.....	26
图表 68: 可比公司估值.....	27



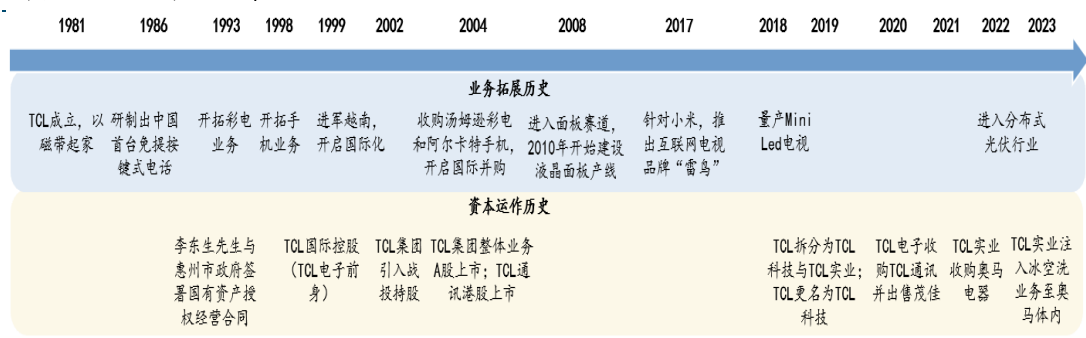
1、全球显示龙头，重整旗鼓再出发

过去多种因素影响下公司表现盈利波动较大，2024 年以来随公司持续强化电视主业的竞争力并发布全新股权激励方案，利润率稳步改善，市场关注度亦同步提升。公司作为全球显示龙头，具备高增长潜力，未来伴随公司电视主业的份额扩张和盈利中枢提升，全球发展将更进一步。

1.1、公司简介：TCL 集团下 C 端显示业务的核心主体

公司是 TCL 集团旗下 C 端显示业务的核心主体，其业务经历多次调整，若要理解公司的业务变迁则先要对 TCL 集团的历史有所了解。TCL 集团业务多元，目前的核心业务为黑电、白电、面板、光伏，前身可追溯至成立于 1981 年的 TTK 家庭电器有限公司，由磁带开始逐步拓展至电话、手机、彩电、电脑等业务，2008 年延伸至上游面板业务，2021 年收购中环股份布局光伏。

图表1：TCL 集团发展历史



来源：公司官网，央视新闻，澎湃新闻，国金证券研究所

目前 TCL 集团旗下主要有 TCL 科技+TCL 实业两大主体，TCL 科技承接 B 端业务，TCL 电子隶属于 TCL 实业，承接 C 端显示业务。1999 年 TCL 国际控股（TCL 电子前身）上市，负责经营电视业务，2004 年 TCL 集团将电视、手机、家电等业务整体打包于 A 股上市，2019 年 TCL 集团将包括电视的 C 端业务出售至 TCL 实业，TCL 科技仅保留面板等 toB 业务。2020 年 TCL 电子收购 TCL 通讯，将旗下代工厂茂佳出售给 TCL 科技，至此 TCL 电子显示主业业务结构形成。

图表2：TCL 集团业务拆解

	控股公司	子公司	业务
TCL 科技	TCL 科技集团（天津）有限公司	TCL 中环	光伏&半导体硅片
	TCL 华星光电技术有限公司		显示面板
	TCL MOKA INTERNATIONAL LIMITED	茂佳科技（广东有限公司）	电视代工
TCL 实业	TCL 实业控股（香港）有限公司	TCL 电子	电视、手机、平板、分销等C端业务
	TCL 家电集团有限公司	TCL 智家	冰冷&白电出口

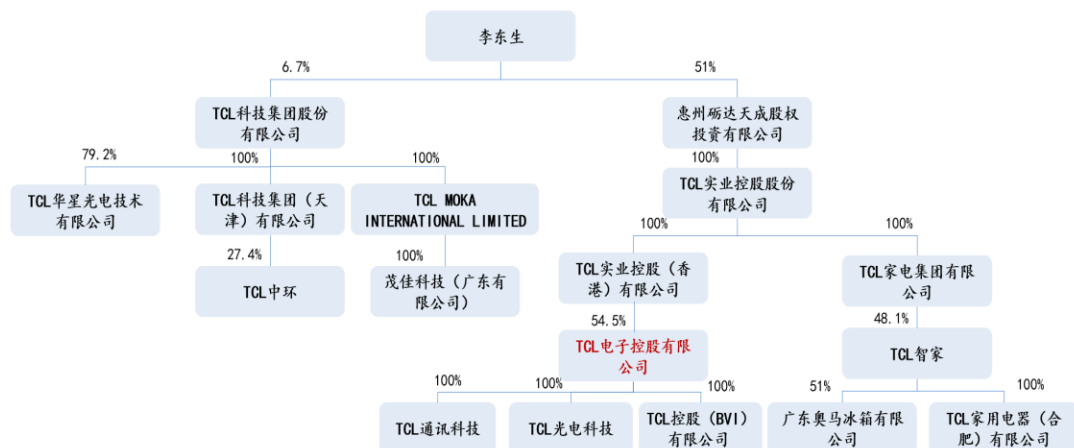
来源：wind，TCL 实业年度报告，国金证券研究所

1.2、公司治理：重组后 toC 与 toB 业务战略地位齐平，2024 年 TCL 电子发布股权激励彰显发展信心

集团分拆后股权结构清晰，创始人李东生在 TCL 电子持股更多。TCL 集团在经过 2019 年资产重组后股权结构清晰，TCL 科技与 TCL 实业无互相持股关系，创始人李东生先生在 B 端业务主体 TCL 科技持股 6.7%，在 C 端业务主体 TCL 电子、TCL 智家持股 27.8%、24.5%。



图表3：资产重组后 TCL 集团 B、C 端业务清晰



来源：wind，国金证券研究所 注：李东生与其一致行动人在 TCL 科技持股比例为 6.7%

发布 2024 年股权激励计划，彰显发展信心。2024 年 1 月 25 号，公司发布股权激励计划，本次股份奖励深度绑定员工及高管利益，并制定了具备挑战性的目标，彰显公司改革与发展信心。公司早期发布的两轮激励分别以信托、期权的授予员工股份，规模相对有限，本次激励以 0 元的价格授予公司董事、高管在内的 363 人合计 8227 万股，业绩目标为在 2023 年 8 亿元的经调整利润上，24、25、26 年分别实现 50%-65%、70%-100%、90%-150% 增长，对应业绩 12-13、14-16、15-20 亿港元，触发值/解锁值分别对应 CAGR 为 12.5%/23.1%。

图表4：2024 年股份奖励计划目标

年份	最高授予股份归属比例(%)	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	80%~100%
2026	30%	经调整归母净利润比2023年+90%~+150%	15-20	80%~100%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表5：2024 年股份奖励计划授予情况

授予人	奖励股份数(万股)	占总股本比例
杜娟(主席兼执行董事)	150	0.06%
彭攀(执行董事、首席财务官及联席公司秘书)	150	0.06%
孙力(非执行董事)	150	0.06%
张少勇(首席执行官)	150	0.06%
其他雇员参与者	6776	2.69%
关联实体参与者	851	0.34%
合计	8227	3.26%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表6：公司往年员工奖励计划

开始时间	结束时间	奖励形式
2008 年	2023 年	受托人利用公司提供的现金购入股份，并以信托形式代授予雇员持有，直至该股份满足归属条件并按激励计划归属经甄选雇员。
2016 年	2022 年	2016 年 6 月以约 4.5 港元/股的行权价授予公司雇员约 1201 万股，TCL 集团雇员约 310 万股，2016-2018 年行权，2022 年 6 月结束。
2018 年	2024 年	2018 年 4 月以约 3.6 港元/股的行权价授予 3 名管理层约 3 万股，授予集团员工约 1223 万股，2018-2020 年行权，2024 年 6 月结束。

来源：公司公告，国金证券研究所

1.3、财务分析：聚焦大尺寸主业，盈利能力稳步改善

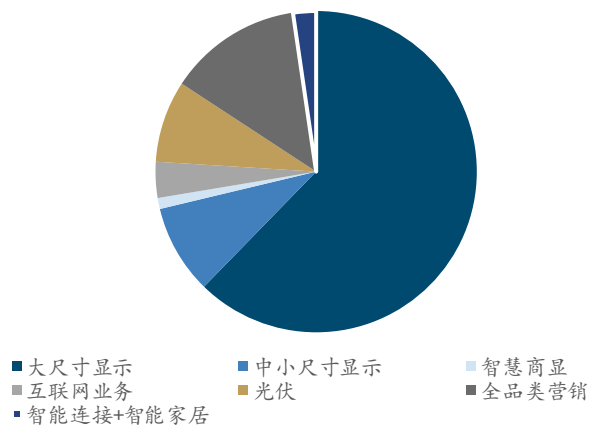
公司聚焦终端显示业务，同时承担光伏和白电分销业务。据 2023 年财报，显示业务为公司核心收入来源，约占收入 72%，其中大尺寸显示/中小尺寸显示/智慧商显业务分别占比



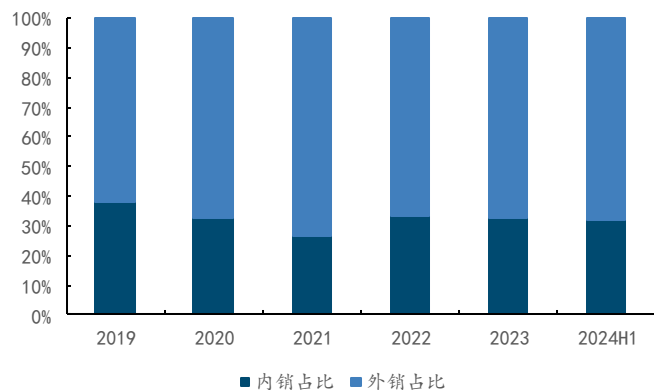
62%/9%/1%；创新业务约占收入 24%，其中全品类营销/分布式光伏/智能连接和智能家居占比 13%/8%/2%；互联网业务占收入约 4%，以家庭电视互联网服务为主。

公司业务遍布全球，海外贡献大尺寸显示业务的主要收入。公司 1999 年开始开启全球黑电市场拓展之路，业务遍布海内外市场。大尺寸显示业务中，外销收入长期占比 60%-70%，覆盖了美国、欧洲、亚非拉等新兴地区。

图表7：2023 年公司收入结构



图表8：2023 年公司大尺寸显示业务收入结构



来源：wind，国金证券研究所

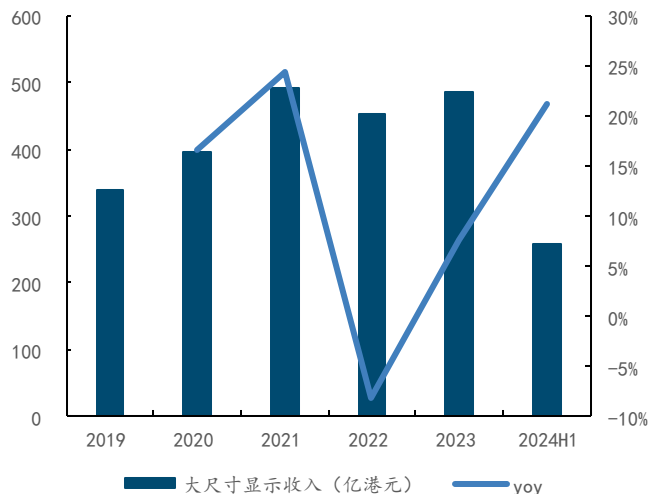
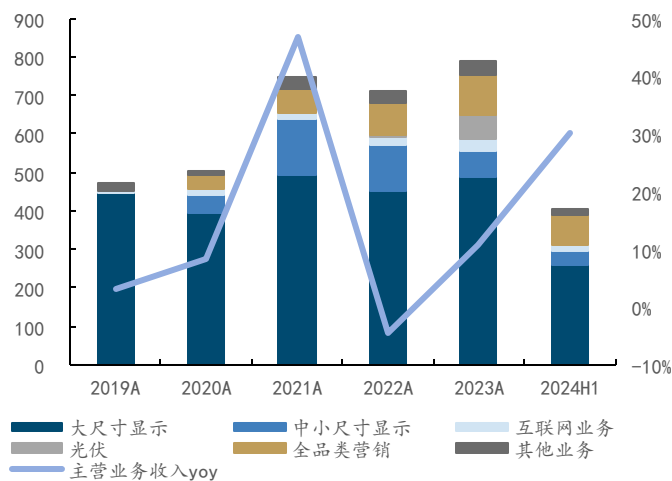
来源：wind，国金证券研究所

近年公司表现营收受资产重组影响波动较大。2020 年 9 月起公司并表 TCL 通讯并出售茂佳，2021 年表现口径下营收同比大幅增长+46.9%，主要受到并表资产经营周期不一致的影响，若还原可比口径则同比增长在 30%左右，主要由大尺寸主业增长拉动，2022 年起资产重组影响基本消除，公司营收增速回归常态。

期间核心业务大尺寸显示保持稳健增长。2019-2023 年公司主营的大尺寸显示业务收入 CAGR 为 9.4%，2020-2022 年受全球公共卫生事件扰动出货节奏有所影响，拉平看期间复合增速 6.8%，2023 年起恢复常态，在高端化、全球化战略推动下，2023、2024H1 大尺寸业务营收分别同比+7.6%、+21.3%。

图表9：2023 年开始公司营业收入已回归正常增长轨道
(单位：亿港元)

图表10：2019-2023 年大尺寸显示业务收入 CAGR 9.4%



来源：wind，国金证券研究所 注：表观口径

来源：wind，国金证券研究所 注：2019 年大尺寸业务营收中已将 ODM 业务剔除

2019-2021 年盈利能力波动偏大，主要系 1) 面板成本大幅波动：2019-2021 年整体毛利率由 20.5%下滑至 16.7%，主要因为全球公共卫生事件期间面板价格大幅波动，主营的大尺寸业务受面板影响毛利率有所下滑。2) 中小尺寸业务并表导致费用率波动：2020 年底中小尺寸业务并表，2021 年管理费用率同比+1.1pct；3) 非经常性损益影响：2020、2021H1 出售联营公司晶晨为公司带来一次性收益 7.9、7.4 亿港元。

2022-2023 年期间随着面板价格趋稳，中小尺寸业务收缩，毛利端已有所修复。此外，非



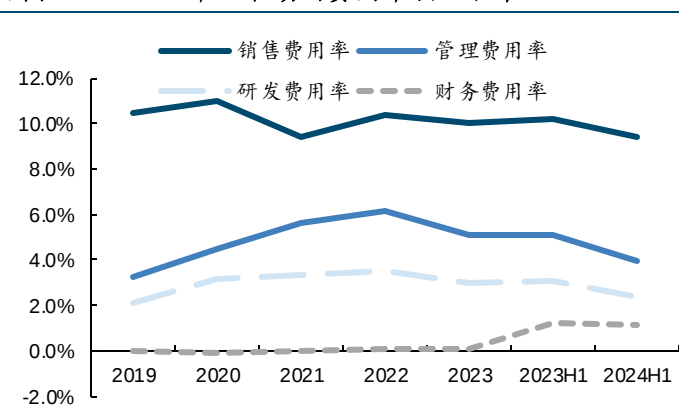
经常性损益影响减弱，公司进一步聚焦主业并提升整体运营效率，2023、2024H1 期间费用率同比优化 2.0pct、2.7pct，2021-2024H1 经调整归母净利润率已从 0.5%提升至 1.4%。展望后续，面板厂动态控产策略下面板价格波动有望收窄，在聚焦主业的策略下公司盈利能力有望稳步修复。

图表11：公司毛利率 2021 年触底后已有所修复

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024H1
整体毛利率	20.5%	19.0%	16.7%	18.4%	18.7%	17.0%
显示业务	19.0%	18.2%	16.1%	18.2%	18.3%	16.9%
-大尺寸显示	19.0%	17.9%	16.7%	18.8%	17.9%	17.0%
国内	24.8%	21.3%	18.3%	24.4%	23.0%	19.8%
国外	15.5%	16.3%	16.1%	15.9%	15.4%	15.6%
-中小尺寸显示		20.2%	14.2%	15.9%	22.2%	16.7%
-智慧商显			15.2%	17.3%	12.0%	13.8%
互联网业务			50.0%	50.5%	55.1%	54.0%
创新业务			6.3%	7.0%	9.7%	14.4%
-光伏					8.0%	10.3%
-全品类营销			11.1%	13.2%	16.7%	16.3%

来源：wind，国金证券研究所 注：2020 年中小尺寸毛利率仅包含 9-12 月财务数据，表中业务按照最新年报中的结构划分，2019、2020 年数据经国金证券整理计算

图表12：2022 年以来期间费用率明显收窄



来源：wind，国金证券研究所

图表13：2022 年以来公司盈利能力逐步改善

单位：亿港元	2019	2020	2021	2022	2023	24H1
归母净利润	18.3	18.5	11.8	4.5	7.4	6.5
归母净利率	5.0%	3.6%	1.6%	0.6%	0.9%	1.4%
经调整归母净利润	8.4	10.5	3.5	7.0	8.0	6.5
经调整归母净利率	2.3%	2.1%	0.5%	1.0%	1.0%	1.4%

来源：公司年报，国金证券研究所 注：1、经调整归母净利润是将归母净利润加回各项：1) 来自投资公司（收益）/亏损；2) 附属公司出售及清盘（收益）/亏损；3) 认购期权及认沽期权相关收益；4) 处置非流动资产（收益）/亏损；2、2019-2020 年末公布经调整归母净利润，数据为扣非后归母净利润；3、2019 年归母净利润、归母净利率的营收基数均剔除茂佳

2、电视主业：全球布局进一步深化，份额+利润双轮驱动

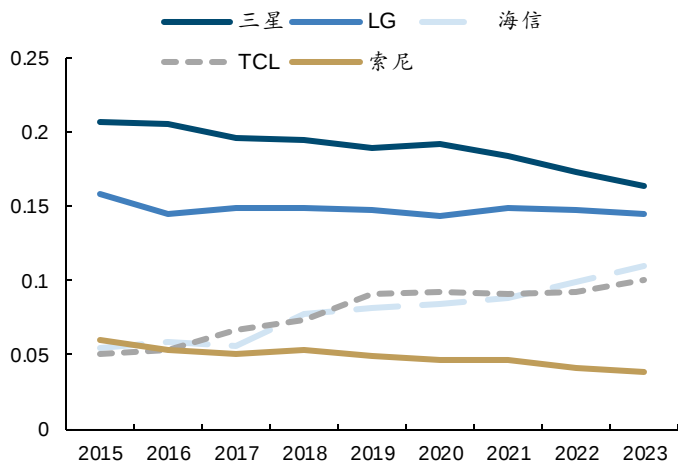
2.1、份额端逻辑：产品+渠道共振，全球份额有望进一步提升

从行业端来看，品牌、产品、供应链的综合提升下我国黑电品牌全球份额提升明显。2010 年起我国面板厂加速逆周期投资、扩建高世代线，在面板产业逐步实现对韩系的反超，同期，我国黑电品牌在全球重点市场推进本土化运营，通过当地建厂、本土化营销等方式持续扩大影响力，在品牌、产品与产业链的协同下，我国黑电品牌全球份额显著提升，据欧睿，2015-2023 年海信+TCL+小米的份额由 11%提升至 26%，而三星+LG 份额由 37%下降至 31%。



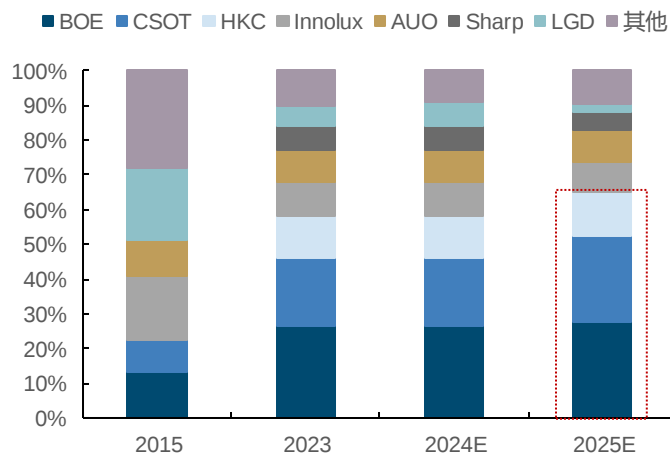
站在当下时点，我国黑电企业竞争优势进一步增强，有望直面与韩系在中高端市场的竞争。24 年 8 月夏普 SDP 工厂停产、24 年 10 月 LG Display 出售广州 8.5 代线，标志着日系、韩系已全面退出 LCD TV 面板的竞争，而从品牌端来看，随着我国黑电龙头持续强化全球营销，在欧美市场的品牌认知度、价格指数已有明显提升，在产业链的加持下有望直面与韩系在中高端市场的竞争。

图表14：日韩品牌全球电视份额被国产品牌挤压



来源：欧睿，国金证券研究所

图表15：大陆面板厂已主导液晶电视面板市场



来源：群智咨询，国金证券研究所 注：2015 年 HKC、Sharp 份额低于 10%，未有数据，计入其他

从公司端看，TCL 作为黑电出海标杆企业，虽然目前全球市占率已居前列，但未来在海外渠道覆盖度及中高端市场份额提升下量、价仍有望延续增长：

从份额看，据欧睿，2023 年公司全球销量占有率约 10%，对标龙头三星差距约在 6cpt 左右。分区域来看，公司在北美、拉美相对强势，已位居销量前 3 名水平，但在欧洲、中东非等区域提升空间较大。

图表16：全球彩电市场格局情况及公司份额表现

		23 年销额 (美元)	23 年销量 (万台)	23 年均价 (美元/台)	23 年全球销量份额
全球		1173	19988	587	三星 (16%)、LG (15%)、海信 (11%)、 TCL (10%) 、小米 (5%)
北美		189	3622	523	三星 (19%)、 TCL (18%) 、Vizio (15%)、LG (12%)、海信 (12%)
欧洲	西欧	260	3061	850	三星 (23%)、LG (21%)、飞利浦 (9%)、 TCL (6%) 、海信 (6%)
	东欧	76	1541	492	LG (15%)、三星 (14%)、海尔 (6%)、松下 (5%)、小米 (4%)
	亚太 (剔除中国)	239	4222	566	日韩本土品牌领先，东南亚市场由韩企主导
新兴市场	拉美	121	2492	487	LG (26%)、三星 (21%)、 TCL (12%) 、海信 (5%)、飞利浦 (4%)
	中东非	110	1522	723	三星 (26%)、LG (17%)、海信 (7%)、 TCL (2%) 、ElAraby (2%)

来源：欧睿，国金证券研究所

从价格看，我国黑电企业过去多以质价比优势抢占市场，近年随着产品力、品牌知名度上升，高端产品占有率、品牌溢价能力已有所提升，但对标龙头尚有充足潜力。



图表17：沃尔玛渠道 TCL 与三星相似定位产品价格对比

公司	产品名	尺寸	技术	分辨率	价格(美元)
三星	DU6900	55	LCD	4k	278
	DU6900	65	LCD	4k	378
	DU7200B	75	LCD	4k	628
TCL	S4	55	LCD	4k	228
	S4	65	LCD	4k	348
	S4	75	LCD	4k	478

来源：沃尔玛线上官网，国金证券研究所

图表18：Best Buy 渠道 TCL 与三星相似定位产品价格对比

公司	系列	尺寸	技术	分辨率	价格(美元)
三星	Q60D	55	QLED	4k	499.99
	Q60D	65	QLED	4k	699.99
	Q60D	75	QLED	4k	899.99
TCL	Q6	55	QLED	4k	269.99
	Q6	65	QLED	4k	399.99
	Q6	75	QLED	4k	529.99

来源：Best Buy 线上官网，国金证券研究所

2.1.1、产品驱动：Mini LED 引领技术迭代，公司有望借助 Mini LED 实现弯道超车

技术迭代是引发彩电格局变化的重要原因，随着 LCD 技术不断成熟，电视显示技术有望迎来新一轮变革。上世纪 70 年代左右，索尼、松下、东芝等公司在 CRT 技术反超欧美，主导全球彩电市场，2000 年起 LCD 技术逐步淘汰 CRT 技术，三星、LG 等韩企也通过对液晶的技术布局完成了对日企反超。经过 20 多年的发展，LCD 技术已步入成熟期，如 OLED、Mini LED、Micro LED 等新技术路线不断发展，电视显示技术有望迎来新一轮变革。

图表19：显示技术迭代引发彩电格局变化



来源：奥维睿沃，中国通信工业协会公众号，应用材料公众号，国金证券研究所

目前技术路径分化，Mini LED 有望引领新一轮技术迭代周期。目前主流的新显示技术方案主要为 Mini LED、OLED，早期韩企以 OLED 作为高端迭代方向，但存在成本高、寿命短的痛点，Mini LED 作为后起之秀比 OLED 更具备商业化放量基础，能做到效果接近 OLED、同时成本更低且寿命更长。据行家说Display，24 年全球 Mini LED 渗透率翻倍增长至 3.8%，已实现对 OLED 的反超，我们看好 Mini LED 凭借成本和显示效果的综合优势进一步抢占全球高端电视市场份额，引领新一轮技术迭代。

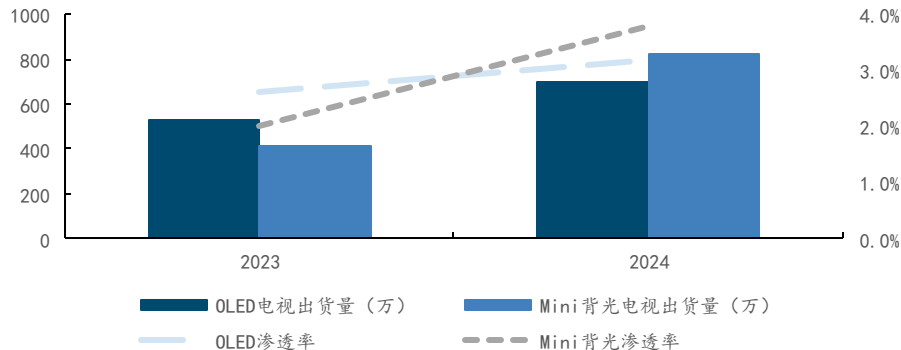


图20: Mini LED 对比 OLED 更具备成本优势及 TV 场景适配性

显示技术	传统 LCD	OLED	MiniLED	MicroLED
技术类型	背光/LED	自发光	背光/自发光	自发光
亮度	500	500	-	5000
发光效率	低	高	高	高
对比度	低	高	高	高
寿命(小时)	60 千	20-30 千	80-100 千	80-100 千
LED 数量级	100	-	10000	1000000
成本	低	较高	中等	很高
终端售价 (以 65 吋为例; 元)	2k-3k	1W+	4k	/
功耗	高	约 LCD 的 60%-80%	约 LCD 的 30%-40%	约 LCD 的 10%
运作温度	40-400 度	30-85 度	-100-120 度	-100-120 度
产业化进展	大规模量产	规模量产	规模量产	研究阶段

来源: 亿渡数据, 京东, 国金证券研究所

图21: 2024 年 Mini LED 电视渗透率超越 OLED



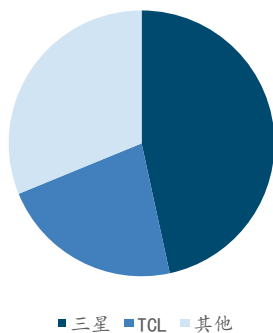
来源: 行家说 Display, Omdia, 国金证券研究所

2024 年国内品牌凭借产业链优势已在 Mini LED 赛道反超韩系。Mini LED 市场早期由三星主导, 据洛图科技, 2023 年三星出货量达 198 万台, 全球市占率达 46.6%。2024 年国内品牌在供应链优势下率先实现 Mini LED 价格下沉及全价格带覆盖, 国内 Mini LED 市场迎来爆发性成长, 据 CINNO Research, 2024 年前三季度国内 Mini LED 渗透率已超过 10%, 较 2023 全年水平翻两倍以上, 据行家说 Display, 国产品牌在全球 Mini LED 电视市场份额已经提升至近 75%。

公司在 Mini LED 赛道处于领先地位, 24Q2 单季度全球出货超越三星。公司已占据 Mini LED 赛道的龙头地位, 据 DSCC, 2024 年 Q2, TCL Mini LED 出货首次超越三星, 成为全球出货量第一品牌。2023 年、2024H1、2024 年前三季度公司 Mini LED 电视全球销量增速分别为 180.1%、122.4%、162.8%, 增速领先于行业。



图表22: 2023 年 Mini LED 竞争格局



来源：洛图科技，国金证券研究所

图表23: 公司全球 Mini LED 出货增速大幅跑赢行业

区域		2023	2024H1	2024Q1-Q3
全球	TCL	180.1%	122.4%	162.8%
	行业	24.7%		58.8%
国内	TCL		120.1%	181.1%
	行业	24.7%		226.1%
海外	公司		124.7%	144.9%
	行业	10.1%		12.6%

来源：公司公告，洛图科技，DISCIEN，Trendforce，国金证券研究所 注：行业端 24 年前三季度数据用 24 全年预测数据替代

具体来看，我们认为公司能够在 Mini LED 实现领先的核心是“产业链一体化优势+持续高效迭代新品”：

公司与华星光电协同能力强，产业链垂直一体化优势充足。公司供应链一体化程度高，与华星光电在技术研发、生产落地等环节的协同能力突出，通过底层技术的联合研发，公司形成了从背光到成像的系统级解决方案；通过屏幕的自主研发，公司将 HVA 屏幕搭载在 Mini LED 产品上，形成更强的遮光能力和更高的原生对比度，使画面呈现出更鲜明细腻的色彩与层次。在供应链优势加持下，公司研发和落地速度走在行业前列，2017 年启动技术预研，2018 年率先在 IFA 展会展示 Mini LED 样机，2019 年成为全球首个规模化量产 Mini LED 的公司，2023 年加强产能布局，启动了四期 Mini LED 工厂的建设项目。

图表24: TCL Mini LED 工厂建设情况

时间线	Mini 工厂	产能
2023 年 2 月 25 日	Mini LED 制造能力建设一期项目立项启动	/
2024 年 2 月 1 日	Mini LED 制造能力二期项目正式启动	/
2024 年 9 月 14 日	机芯厂 Mini LED 三期项目正式投产	具备 17.1 亿颗 Mini LED 年加工产能
2024 年 9 月 27 日	机芯厂 Mini LED 制造能力四期项目正式立项	/

来源：WitsView 睿智显示，TCL 泛智屏智造小 T 公众号，国金证券研究所

公司产品矩阵丰富，且质价比优势突出。公司产品覆盖规格及价格较广，在国内市场，公司旗下的 TCL 及雷鸟品牌都具备 Mini LED 产品系列，TCL 定位偏中高端，具备 T7K、T6L、Q9K、Q10K 四大产品系列，产品规格覆盖 55 吋-98 吋，价格覆盖 3099-24499 元；雷鸟品牌定位偏中低端，具备鹤 6Pro、鹤 7 系列，规格覆盖 55-85 吋，价格覆盖 2599-6999 元。此外，公司产品具备相对的质价比优势，TCL 在 Mini LED 的基础上搭载 QD 膜与 HVA 屏幕的高端卖点，同时保持价格端的竞争力。


图表25: TCL Mini LED 产品矩阵丰富，覆盖规格及价格较广泛

品牌	系列	覆盖尺寸	覆盖价格（元）
TCL	T7K	55、65、75、85	3099-7299
	T6L	55、65、75、85	2898-6198
	Q9K	55、65、75、85	4199-8599
	Q10K	65、75、85	6999-11999
	Q10K Pro	65、75、85	8499-15999
	超旗舰 Q10K Pro	98	24499
雷鸟	鹤 6 Pro	55、65、75、85	2599-6049
	鹤 7	65、75、85	4199-6999

来源：京东，国金证券研究所

图表26: 国内 TCL 与友商 Mini LED 产品对比

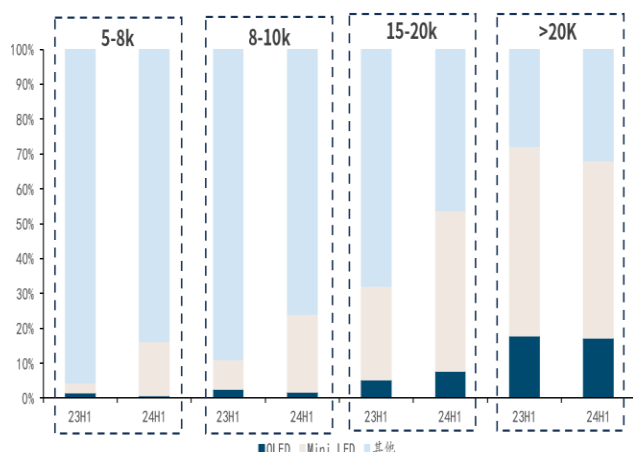
产品定位	分区	TCL	海信	小米
旗舰	产品	Q10K Pro (QD Mini LED)	E8N Ultra	-
	价格（元）	11879	12379	-
	分区	4032	4000	-
	色域	98%	97%	-
高端	产品	Q10K (QD Mini LED)	E8N	-
	价格（元）	8879	9379	-
	分区	2160	2160	-
	色域	98%	98%	-
中端	产品	Q9K (QD Mini LED)	E7N	S Pro
	价格（元）	6599	6999	6999
	分区	1248	2340	2304
	色域	98%	95%	94%
入门	产品	T6L (新品)	E5N	S 系列
	价格（元）	4798	4279	4999
	分区	312 万象分区 (>600 普通分区效果)	320	512
	色域	96%	93%	95%

来源：京东，国金证券研究所

未来 Mini LED 有望成为公司抢占海外中高端市场的重要发力点。分市场看，Mini LED 已经成为国内市场技术迭代的确定性方向，据 GFK，Mini LED 在国内中高端电视的份额占比已经达到 20%-50%；海外 Mini LED 渗透速度慢于国内，格局亦在不断变化，给予了公司更多时间进行市场教育，由于日韩企业对 Mini LED 重视程度及供应链优势不够充分，近年国产品牌已凭供应链优势在海外逐步抢占份额，未来 Mini LED 有望助力公司进一步打造高端技术标签，逐步提升海外品牌认知。

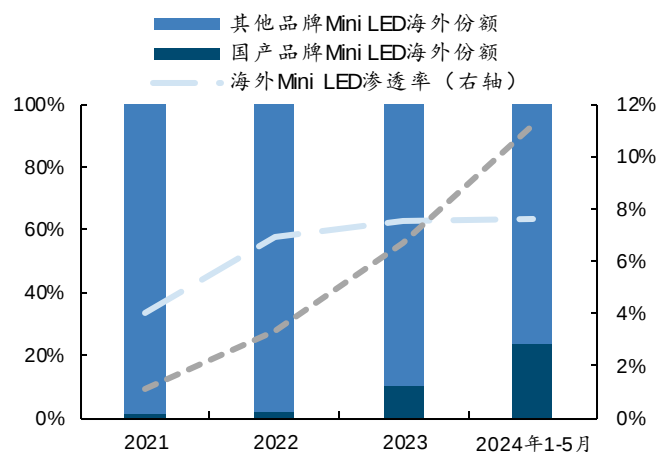


图表27: Mini LED 在国内 5-20K 市场份额显著提升



来源: 洛图科技, 国金证券研究所

图表28: 国产品牌在海外 Mini LED 市场份额快速提升



来源: GfK, 国金证券研究所 注: 表中海外市场不含北美

2.1.2、渠道驱动: 加速提升渠道覆盖度, 欧洲&新兴市场具备长期增长潜力

公司在欧洲及新兴市场渠道覆盖率提升空间较大。公司在欧洲、中东非市场目前占有率仍然偏低, 据欧睿, 公司在西欧、中东非市场 2023 年销量占有率 6%、2%, 对标韩系可提升空间在 20pct 左右, 具体来看:

1) 西欧: 黑电核心消费市场之一, 欧洲工厂辐射+体育营销打开突破口

西欧是黑电核心市场之一, 公司渠道覆盖率快速提升。据欧睿, 2023 年西欧黑电销量约 3061 万台, 约占全球 15%。公司过去在欧洲地区投入的资源相对有限, 且由于欧洲渠道较为分散, 渠道突破需要更长时间, 据欧睿, 2023 年 TCL 在西欧销量市占率约 6%, 而三星、LG 约 23%、21%, 进驻渠道数量、展位数量提升空间较大。

图表29: 公司欧洲分地区的销量市占率

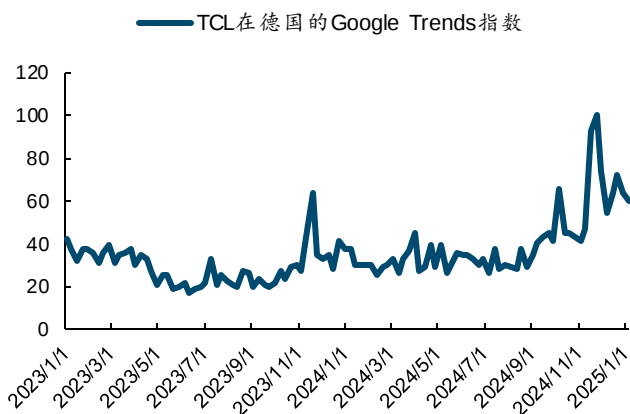
地区	品牌	2023 年销量市占率
法国	三星	25.8%
	LG	22.1%
	TCL	7.5%
英国	三星	18.5%
	LG	19.3%
	TCL	7.3%
德国	三星	23.1%
	LG	10.5%
	TCL	5.5%
西班牙	三星	22.0%
	LG	31.8%
	TCL	5.3%

来源: 欧睿, 国金证券研究所

近年公司加速欧洲渠道拓展, 2024H1 欧洲销量同比+40%。2019 年公司达成与 Google 电视系统在欧洲地区的合作, 2024 年公司借助奥运会、欧洲杯的赛事进行本土化营销, 与德国、西班牙、意大利等五支足球队达成合作获得大量品牌曝光, 据 Google Trends, 2024 年以来公司在欧洲地区的搜索热度快速上升。品牌认知度提升持续助力公司渠道拓展, 2024 年 H1 公司欧洲销量同比+40%, 增速领先行业(据奥维睿沃, 欧洲 TV 出货同比+9.2%), 在法国、瑞典、波兰零售量排名第二, 在西班牙、捷克排名第三。



图表30：2024 年以来 TCL 在德国 Google Trends 搜索热度快速上升



来源：Google Trends，国金证券研究所

图表31：TCL 在欧洲赞助足球队进行体育赛事营销



来源：虎扑，国金证券研究所

2) 新兴市场：渠道成熟度低，本土化精耕细作提升渗透率

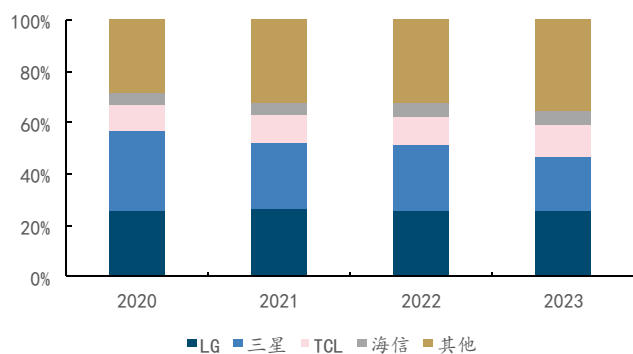
韩企凭借先发优势在新兴市场建立了渠道优势和较强的品牌心智，公司通过长期营销+渠道渗透+当地建厂的方式已有所突破，其中中东非及东南亚地区份额提升空间更广阔。

拉美市场：拉美为公司拓展较早的市场，已有不错的份额表现，但仍有提升空间。据欧睿，2023 年 LG/三星/TCL 销量市占率分别为 25.7%/ 20.9%/12.1%。

中东非市场：公司处于渠道突破初期，据欧睿，2023 年销量市占率约 7.3%。

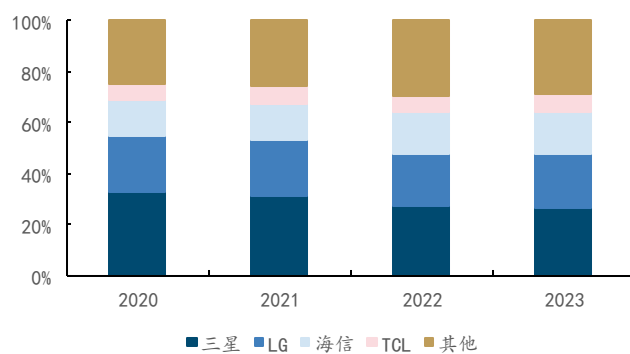
东南亚市场：重点国家表现亮眼，在东南亚五国（印尼+泰国+菲律宾+越南+马来西亚）公司与三星份额差持续收窄。

图表32：拉美彩电市场分品牌销量份额占比



来源：欧睿，国金证券研究所

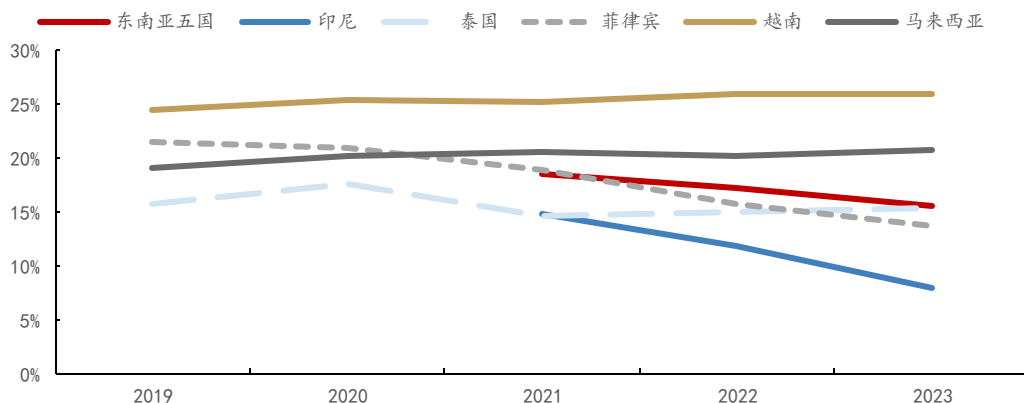
图表33：TCL 在中东非市占率对比韩企提升空间较大



来源：欧睿，国金证券研究所



图表34：公司在东盟与三星的销量份额差距收窄



来源：欧睿，国金证券研究所 注：东南亚五国为印尼+泰国+菲律宾+越南+马来西亚，2019、2020 年欧睿并未单列出 TCL 在印尼的出货数据；图中数据为三星份额减去 TCL 份额

公司通过加强产能布局和本土化运营加速渠道突破中东非市场。产能布局方面，公司 2021 年与合作伙伴在南非共建工厂，加快产品供应速度；在渠道运营方面，公司与非洲多国本土供应商强化合作关系；在品牌运营方面，公司新成为阿森纳球队中东非区域的赞助商，并在中东发布全球最大的 115 吋 QD-Mini LED 电视，不断提升品牌知名度。从近期出货增速看，公司在中东非的渠道拓展已取得一定成效，2024 年前三季度公司在中东非市场出货量同比+22.7%，在沙特零售量排名第二。

图表35：TCL 成为阿森纳在中东非区域的合作伙伴



来源：TCL 智能终端公众号，国金证券研究所

图表36：TCL 在中东非推出全球最大的 QD-Mini LED 电视



来源：TCL 智能终端公众号，国金证券研究所

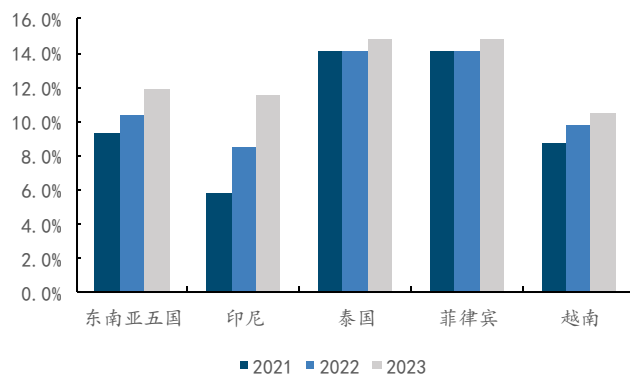
公司通过完善供应链及因地制宜产品策略加强东盟布局。公司较早在东南亚布局产能，目前以越南为核心制造基地，总计拥有三个工厂，并且公司逐步带动价值量较高环节的供应商共同出海，提升海外基地的运作效率，例如公司供应商高盛达于 2024 年 4 月亦在越南平阳投建产业基地，加强了供应链本土化的保障。此外公司在东南亚实行因地制宜的运营策略，针对当地用户的痛点提供产品，例如针对越南有线电视覆盖率低、雷暴天气多发的场景，推出信号接收强和防雷击的电视。受益于长期渠道渗透，公司近年在东南亚的市占率逐步提升，2021-2023 年在东南亚五国市占率提升约 3pct，其中印尼、越南提升最快，分别提升 6pct、2pct。



图表37：公司在东南亚的电视产能布局

东南亚工厂	建设时间	产能
越南同奈工厂	1999 年	/
越南平阳工厂	2019 年	700 万台+
越南北部工厂	/	/

图表38：TCL 在东南亚销量市占率稳步提升



来源：TCL 泛智屏公众号，经济观察报，Witsview 睿智显示，国金证券研究所

来源：欧睿，国金证券研究所

2.2、利润端逻辑：治理改善+结构升级打开盈利提升空间

2.2.1、架构优化：营销架构扁平化、运营精细化，综合效率有望持续提升

销售架构更加扁平化，运营效率有望提升。2023 年以前，TCL 实业营销主要分为国内+海外两大部门，注重份额的提升，2023 年末公司积极调整组织架构，注重海外各地区的精细化运营，将海外营销中心进一步拆分为北美、拉美、欧洲、亚太、中东非营销本部，形成了 6 大营销平台的架构，组织决策链条更为精简，增强了公司全球产品端到端的经营能力，整体销售效率明显提升。

重点市场营销加码，强调精细化运作，注重费用投放效率。过往公司赛事营销的主战场聚焦在美洲，其他海外市场投入的资源相对有限，伴随组织架构优化资源分配同样有所调整，以欧洲为例，2023 年以来公司不断加码欧洲本土营销投入，如 24 年通过赞助 5 支欧洲国家队的形式参与欧洲体育赛事营销，相较于整体赛事冠名的方式营销投放更精准，更易突破区域性市场，未来我们预计公司将在其他海外市场推进“深耕细作”的营销方式，实现费用效率与渠道深化的平衡。

图表39：TCL 实业营销部门组织架构变化



来源：TCL 实业招聘公众号，TCL 实业官网，国金证券研究所

2.2.2、结构升级：改善渠道结构并提升品牌力，推进中高端化战略

高端化是电视主业的长期发展方向，能够贡献更高的利润率空间。近年公司产品结构已有所改善，未来仍有望进一步优化：

- 1) **大屏化：**2024 年前三季度 65 吋产品占比约 24%，其中 75 吋及以上产品仅占约 12%。未来大屏产品仍具备稳健增长潜力，尤其是海外地区大屏化进程慢于国内，增长弹性更大，2024 年前三季度公司全球 65 吋以上产品出货同比+16.8%，而海外增速达 29.3%，全球 75 吋以上产品出货同比+35.3%，海外增速高达 85.9%。
- 2) **高端化：**Mini LED 作为新技术迭代周期，为核心增长驱动力。24 年以来 Mini LED 呈现爆发性增长，但由于基数较低，规模总量有限，未来仍有望延续高增长，2024H1 公司 Mini LED 全球出货占比 4.2%，海外渗透明显慢于国内。



图表40：公司海外市场大尺寸提升潜力较大

TCL 出货情况	2023H1	2024H1	2024Q1-Q3
75 吋+全球出货占比	9.5%	11.8%	11.8%
75 吋+国内出货占比	29.7%	33.2%	32.7%
国内出货平均尺寸 (吋)	61.0	61.7	
海外出货平均尺寸 (吋)	46.7	48.8	

来源：公司公告，国金证券研究所

图表41：公司 Mini LED 电视出货占比

	2023H1	2024H1	2024Q1-Q3
Mini LED 整体	2.0%	4.2%	
国内	4.1%	8.6%	11.0%
海外	1.3%	2.8%	

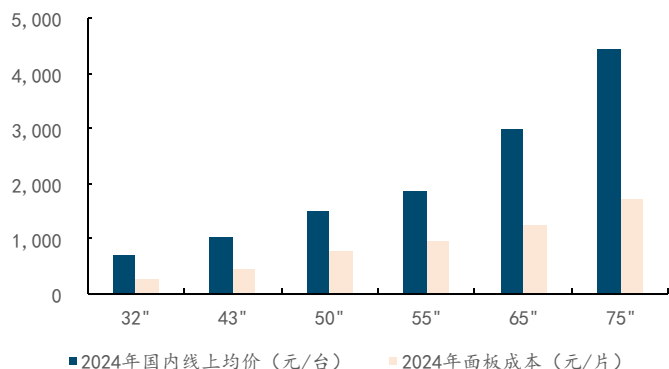
来源：公司公告，国金证券研究所

从产品看，中高端&大屏化有望增厚电视主业的利润空间。

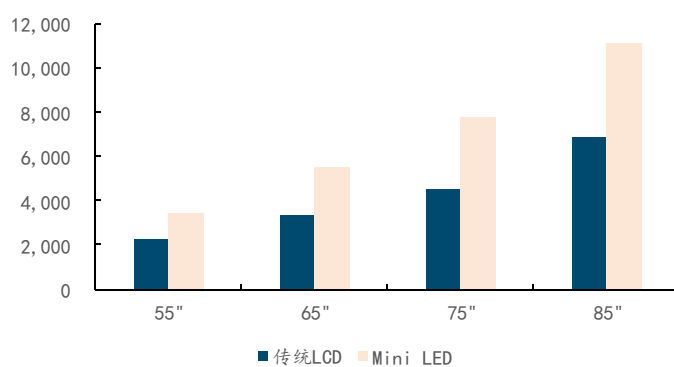
- 1) 大屏产品：由于大屏产品对终端均价拉升明显，利润空间更足。相较于中小尺寸电视，大尺寸终端价格更高，但面板成本占比更低，具备更丰厚的利润空间，据奥维云网，65/75 吋较 55 吋电视终端价格分别高 59%/136%，但相对规格的面板成本却仅高出 34%/84%，成本涨幅远低于终端价格的涨幅。
- 2) 高端产品：Mini LED 产品定价更高，毛利率优于普通 LCD 产品。Mini LED 搭载了更精密的背光模组及更高端的控光芯片，定价及利润空间均高于普通 LCD 产品，据 GFK，2024H1 国内 Mini LED 电视均价约为同尺寸 LCD 电视的 1.6 倍，未来随着 Mini LED 渗透率提升，规模效应有望加强，背光成本仍有进一步优化空间。

图表42：2024 年国内电视线上均价及面板成本

图表43：24H1 国内 Mini LED 电视与 LCD 电视均价对比
(单位：元)



来源：奥维云网，国金证券研究所



来源：GFK，国金证券研究所

分地区看，海外主要靠渠道结构与品牌溢价的拉动，国内主要靠国补对产品结构的拉动。

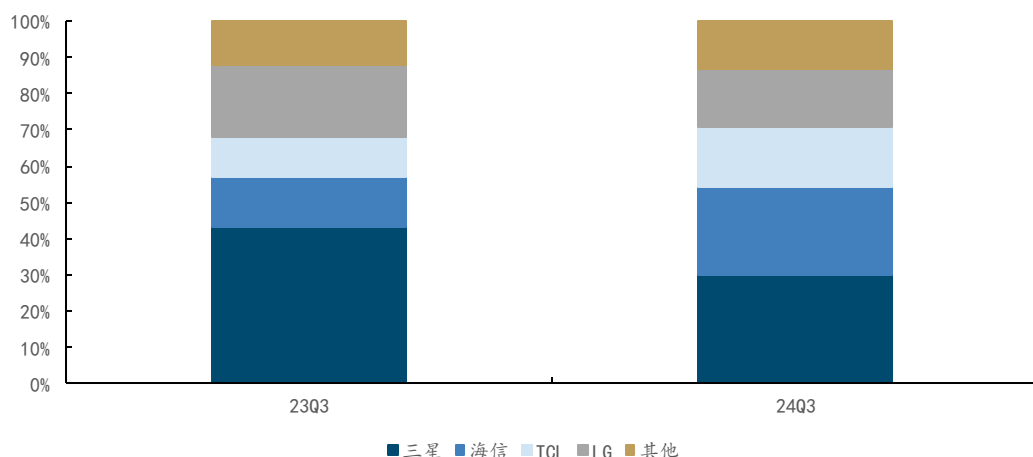
1) 海外：渠道结构改善和品牌形象提升助力产品结构升级

北美持续突破中高端渠道，带动中高端产品放量。公司在北美规模量级已逼近三星，但出货渠道以偏中低端定位的沃尔玛为主，据 DISCIEN，沃尔玛渠道约占北美 TV 销售的 50%，公司早年产品主要集中在沃尔玛，近年通过赛事营销及渠道调整出货结构已有提升，2024 年前三季度公司在北美 75 吋及以上电视出货同比+72.6%，未来在 Best Buy、Sam's 等中高端渠道的拓展空间充足。

欧洲及新兴市场产品结构升级的关键在于品牌形象提升带来的溢价空间。欧洲及新兴市场长期由韩企主导，品牌认知根深蒂固，树立品牌心智对公司而言是推进中高端产品放量的核心。近一年公司在欧洲品牌认知度的提升已初步显现对中高端产品的拉动效应，2024H1 TCL 欧洲品牌指数同比+6.1%，带动 2024 年前三季度 75 吋及以上电视出货同比大幅增长 126.5%。未来在品牌营销+Mini LED 渗透率提升的带动下，公司有望逐步提升品牌形象，更顺利地推进中高端产品放量。



图表44：24Q3 TCL 在全球高端电视市场出货份额大幅提升 6pct 至 17%

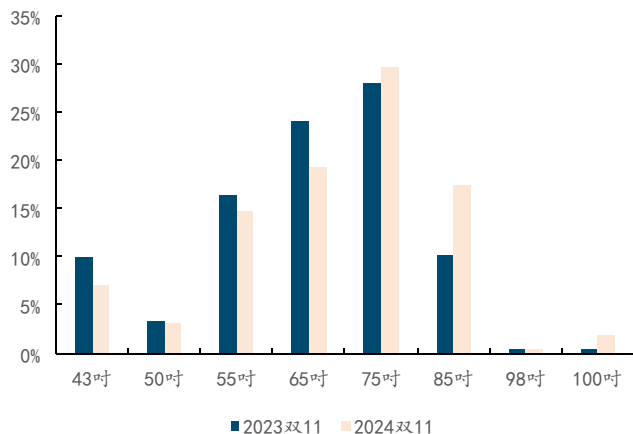


来源：Counterpoint，国金证券研究所

2) 国内：国补政策拉动内销出货结构提升

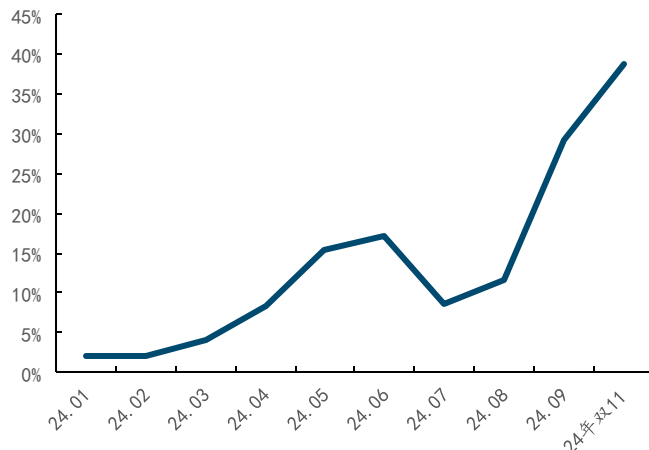
国补政策以来黑电消费情绪明显回暖。自9月国补政策实施以来，彩电市场销售额显著提升，据奥维云网，2024年35-52周（8月26日-12月29日）全国19个地区线下彩电零售额增速在50%以上，中高端产品占比提升，据奥维云网，在双11期间国内线上75吋及以上产品零售量占比同比+10.2pct，Mini LED零售量占比提升至38.7%。在产品出货结构优化下，黑电行业均价增长亮眼，奥维云网数据显示，2024年H1黑电线上均价同比+17%，9/10/11月黑电线上均价增长提速，分别同比+30%/+24%/+18%。

图表45：国内线上双11大尺寸电视零售量占比提升



来源：奥维云网，国金证券研究所

图表46：国内线上双11 Mini LED 产品占比提升

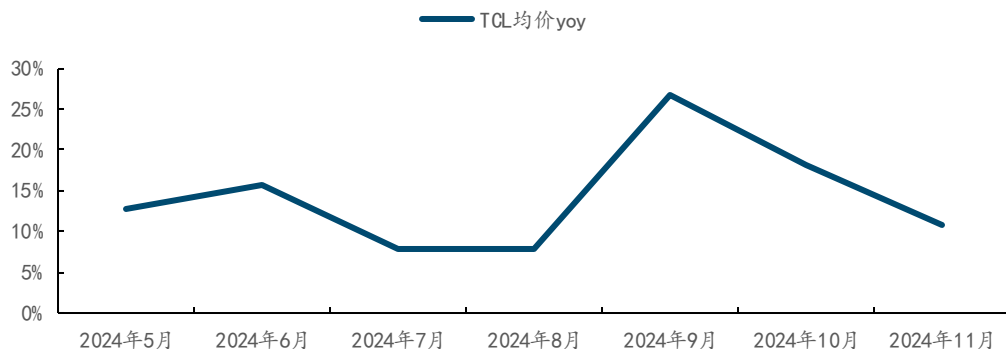


来源：奥维云网，国金证券研究所

政策刺激下 TCL 电视均价大幅提升，25 年国补延续下看好公司结构继续改善。据奥维云网，2024 年 9 月/10 月/11 月 TCL 线下均价同比+27%/+18%/+11%，较 7、8 月大幅改善。25 年国补政策已明确延续，已有多个省份发布以旧换新“无缝衔接”通知，我们看好在政策的拉动下电视消费结构延续 24Q4 以来的改善趋势，公司作为龙头有望充分受益。



图表47：国补拉动下 TCL 线下电视均价增速较 7、8 月提升明显

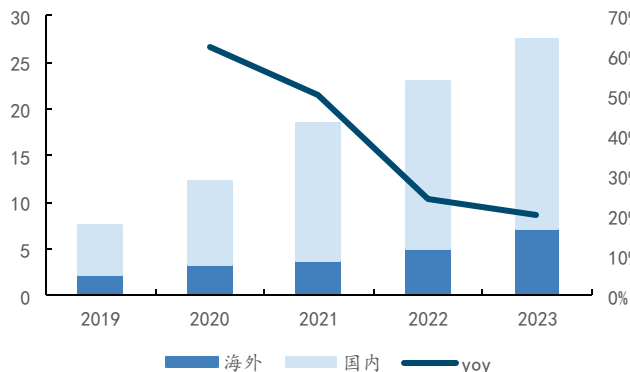


来源：奥维云网，国金证券研究所

3、互联网业务：盈利能力优质，ARPU 提升+海外驱动业务增长

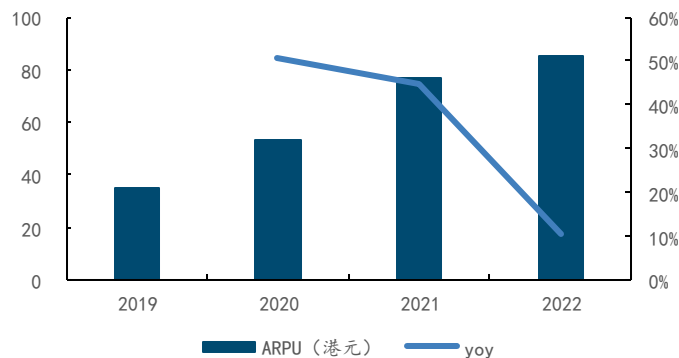
公司互联网业务增长良好，近年在业务创新下 ARPU 值持续提升。互联网业务为轻资产运营模式，以电视互联网内容服务为主，国内以雷鸟平台为核心实现内容收费，海外与 Google、Roku 等头部互联网龙头平台合作、分成，近年在内容生态不断丰富+用户体验持续优化下，ARPU 值持续提升，据雷鸟网络科技的运营数据，2019-2022 年平台 ARPU 值由 35.3 港元提升至 85.1 港元，复合增速为+34.9%，2019-2023 年公司互联网收入从 7.6 亿港元增长至 27.6 亿港元，CAGR 达 38.0%。

图表48：互联网业务近年收入增长态势良好（单位：亿港元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表49：互联网运营主体雷鸟网络科技的 ARPU 值持续提升



来源：公司公告，国金证券研究所

展望未来，公司互联网业务核心增长点预计来自于体验优化驱动的 ARPU 值提升以及海外业务的加速拓展。

1) ARPU 值提升：用户体验优化助推用户付费意愿提升

公司聚焦用户体验，不断打磨电视系统并进行智能化升级。在系统体验优化方面，公司近期推出的灵控桌面 2.0 电视系统，可实现快速开机、大小屏联动、个性化桌面定制等功能。在智能化升级方面，公司将 AI 功能融合至系统中打造 AI 交互场景，国内基于 AI 大模型打造“雷咚咚”自有 IP，并与其他头部少儿 IP 合作创作 AI 动画，2023 年 5 月发布电视行业首个 AI 构建的儿童专属栏目“超级智绘”故事集，实现与儿童的互动、对话、教学，海外通过专有 AI 技术“IDEO”推出 TCL tv+ 的流媒体服务，通过打造与剧中人物实时对话、即时总结和详情回顾等功能为用户提供全新的观看体验。

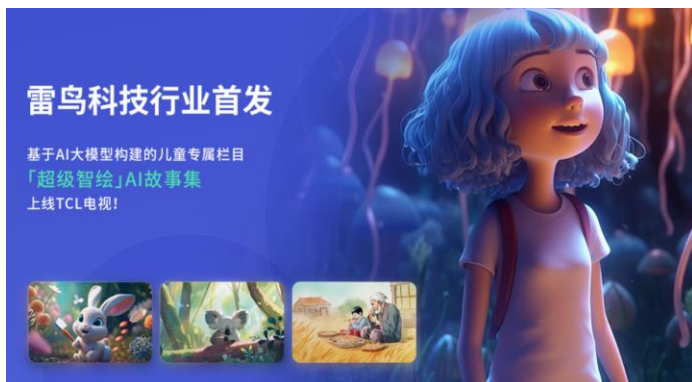


图表50：灵控桌面 2.0 电视系统



来源：TCL 微电视公众号，国金证券研究所

图表51：基于 AI 模型生成的“超级智绘”故事集



来源：TCL 智能终端公众号，国金证券研究所

2) 海外业务拓展：深化与头部流媒体平台合作并持续突破商业模式

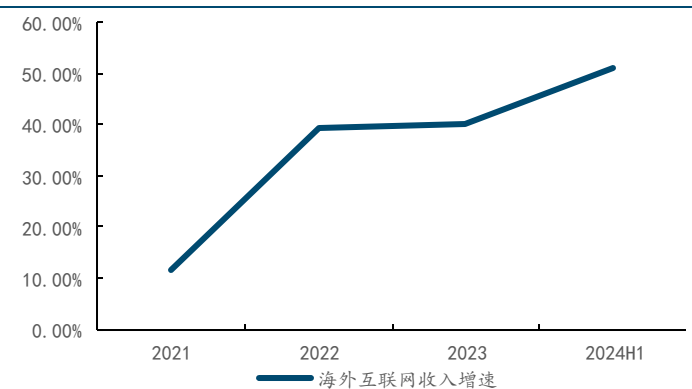
加强头部平台合作并通过商业模式突破增强变现能力，公司海外互联网收入增长提速。除继续深化与 Google 等头部流媒体平台的合作，不断优化服务体验之外，公司旗下的雷鸟持续实现商业模式的突破，在海外推出了 BrowseHere TV 浏览器，流量变现能力进一步增强，2024 年 6 月自有内容产品日均消费时长同比翻倍提升。受益于海外的深度运作，2024 年上半年，公司在海外的互联网业务收入继续提速，同比大幅增长+51.2%。

图表52：BrowseHere TV 浏览器



来源：TCL 动态公众号，国金证券研究所

图表53：公司海外互联网业务收入增长提速



来源：公司年报，国金证券研究所

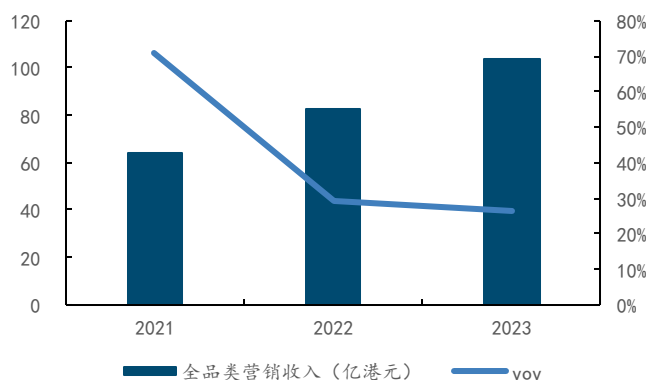
4、创新业务：渠道扩张助推分销业务放量，AI 赋能 AR 眼镜成长

4.1、全品类营销：集团白电业务竞争力不断增强，黑白电销售协同效应有望提升

公司承接 TCL 实业的白电分销业务，近年增长稳健。为完善全品类布局和最大化发挥渠道和品牌的协同效应，TCL 实业借助 TCL 电子庞大的销售渠道网络分销白电产品，分销渠道主要为海外及国内线下。2021-2023 年全品类营销收入 CAGR 为 27.8%，主要受益于白电出货增长及渠道点位规模扩张，在规模效应下业务盈利能力逐步向好，2021-2023 年毛利率由 11.1%提升至 16.7%。

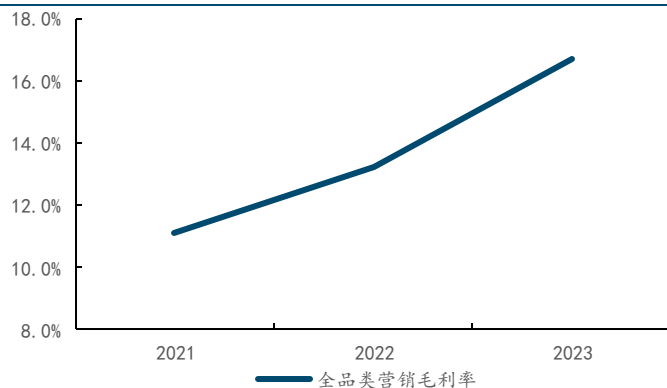


图表54：全品类营销收入稳健增长



来源：wind，国金证券研究所

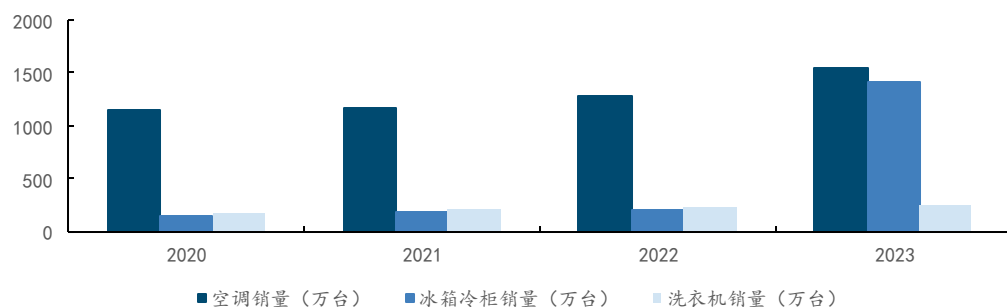
图表55：全品类营销毛利率不断提升



来源：wind，国金证券研究所

白电分销出货规模有望进一步增长，未来黑白电渠道协同效应预计增强。2021 年以来，TCL 系白电资产不断整合，2021 年 5 月 TCL 家电正式完成对冰冷出口龙头奥马电器（目前更名为 TCL 智家）的收购，2023 年 TCL 智家收购 TCL 实业旗下合肥家电（主营 TCL 品牌的冰箱、洗衣机业务），进一步完善产品矩阵。展望未来，同业竞争问题解决后 TCL 白电业务全球竞争力有望进一步加强，黑白电共用渠道分销有望形成更强的协同效应。

图表56：TCL 实业旗下白电出货规模呈增长趋势

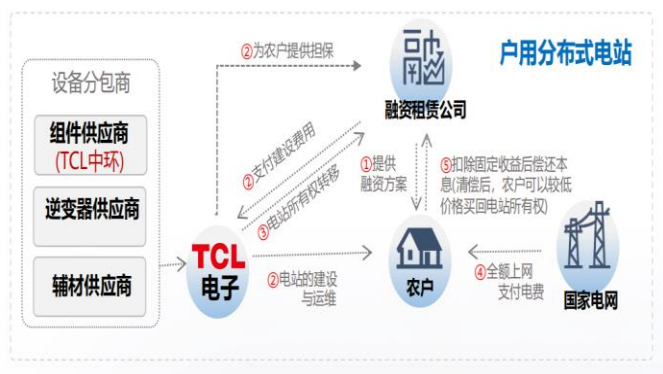


来源：TCL 实业年报，国金证券研究所 注：2023 年 TCL 实业年报中冰箱冷柜销量含奥马牌产品

4.2、光伏营销：聚焦户用光伏业务，渠道网点扩张带来核心增量

公司 2022 年开始布局光伏业务，目前聚焦户用分布式光伏的设备分销与电站建设。公司业务定位是聚焦光伏系统集成运营商和产品品牌商，2022 年规划目标是从户用光伏拓展至工商分布式光伏，再由国内拓展至海外。目前公司业务聚焦在国内市场户用光伏的分销上，核心运作模式是向上游采购完组件（TCL 中环供应）及逆变器后，通过公司广泛的乡镇销售渠道触达农户，再依托融资租赁方和农户签订协议，最后获得收入。

图表57：公司户用分布式光伏业务商业模式



图表58：公司工商业分布式光伏业务商业模式





来源：公司年报，国金证券研究所

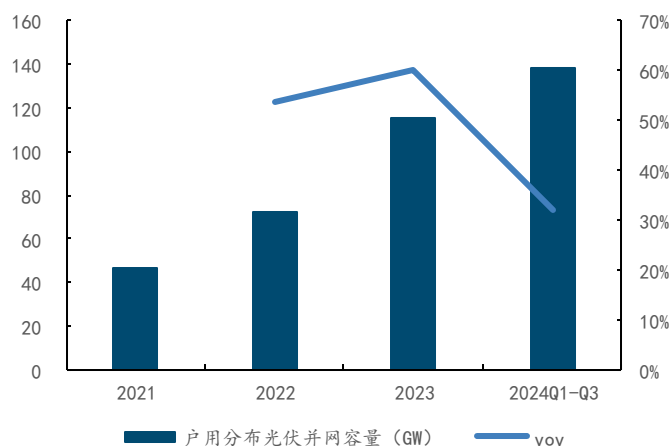
来源：公司年报，国金证券研究所

公司光伏业务的成长空间来自于渠道网点扩张及户用光伏的装机量增长。

- 1) 渠道网点的拓展是短期增量的核心。2022/2023/2024H1，公司光伏覆盖国内的省市分别为 9/20/23 个，整体渠道拓展效率较高，但网点覆盖率仍具备提升空间。随渠道放量，近年公司光伏收入增长已步入快车道，2022-2023 年光伏收入由 3.3 亿港元增长至 63 亿港元，2024H1 光伏实现收入 52.7 亿港元，同比+212.7%。
- 2) 政策支持下户用光伏装机量有望增长。近年在政府给予户用光伏项目政策补贴及税收优惠的情况下，国内户用光伏保持较快增速，据国家能源局，2021-2023 年户用分布式光伏并网容量 CAGR 为 56.9%，2024 年前三季度仍实现同比+31.9%的亮眼增长。未来在全球能源转型的背景和政府对于户用光伏的支持政策延续下，行业仍具备成长潜力。

图表59：截至 2024H1 公司光伏业务的渠道建设情况

图表60：国内户用光伏并网容量近年高速增长



来源：公司年报，国金证券研究所

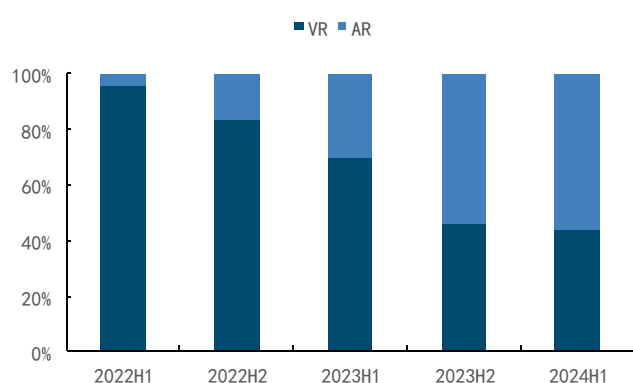
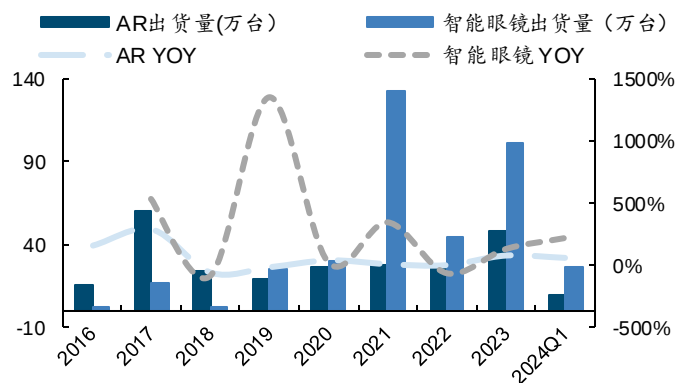
来源：国家能源局，国金证券研究所

4.3、AR/XR：表外孵化业务，雷鸟 AR 眼镜国内份额领先，出海加速+AI 赋能助力发展

AR 眼镜是 XR 设备的一种，按照技术路线可以再分为采用 Birdbath 方案分体式与采用光波导光学方案的一体式。据 IDC 及 CINNO Research，2023 年全球/国内 AR 眼镜出货分别为 48/23 万台，同比分别增长 74%/138.9%。24 年以来国内消费级 AR 出货延续较好增长，据洛图科技，24H1 国内 AR 销量同比增长 49%，占国内 XR 出货比重已达到 55.5%，同比提升接近 25pct。

图表61：2023 年全球 AR 眼镜出货同比+74%

图表62：2024H1 国内 AR 眼镜出货占 XR 比重已经超过 55%



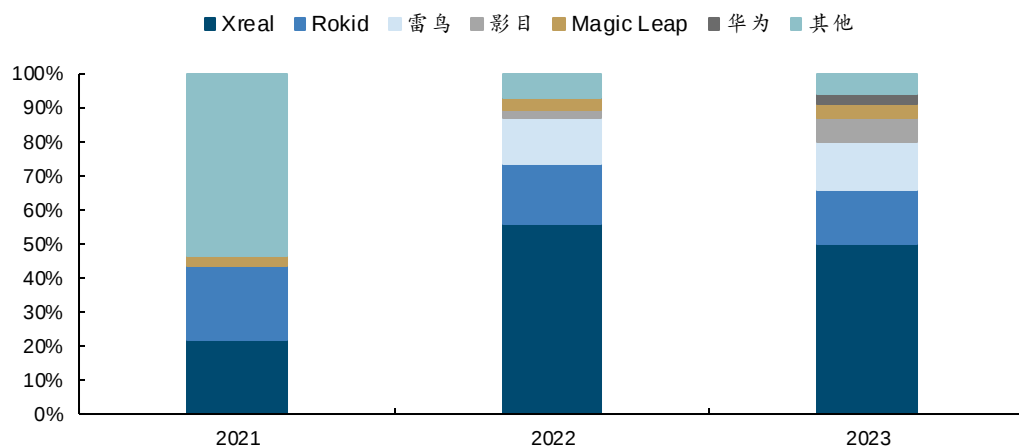
来源：IDC，国金证券研究所

来源：洛图科技，国金证券研究所

近年国产品牌发展迅速，份额占比快速提升。近年如雷鸟创新、Rokid、博士眼镜、LOHO 眼镜、科大讯飞、百度等在内的 AR 品牌、传统眼镜品牌和大模型厂商入局，据 IDC，2023 年全球份额前三的企业分别为 Xreal、Rokid 及雷鸟。



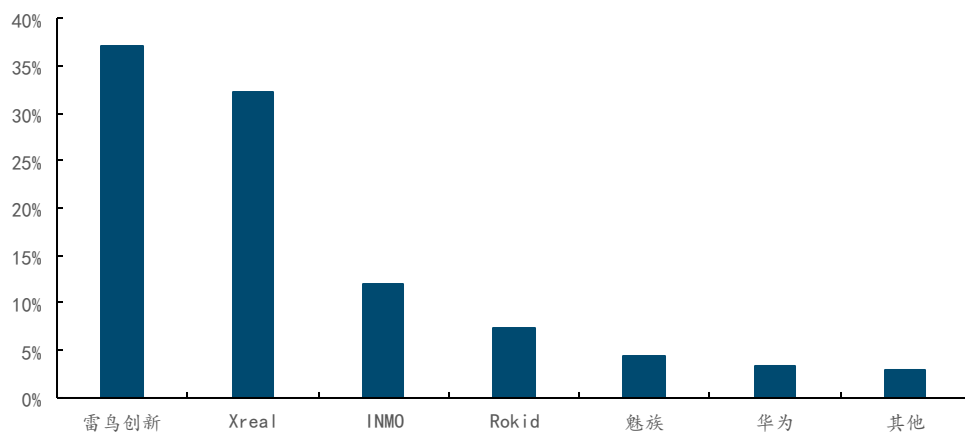
图表63：全球 AR 眼镜竞争格局



来源：IDC，国金证券研究所

雷鸟凭借强产品力，在国内消费级 AR 眼镜市场份额稳居第一。AR 业务由公司内部孵化的雷鸟创新负责，2021 年在 CES 发布雷鸟 AR 智能眼镜先锋版，2022 正式进入消费级 AR 眼镜赛道，目前雷鸟在国内市场已占据龙头地位，据洛图科技，2024H1 雷鸟创新 AR 设备线上份额 37.3%，位列第一。

图表64：2024H1 雷鸟创新国内线上份额 37.3%，位居第一



来源：洛图科技，国金证券研究所

AI 赋能+海外市场开拓下，雷鸟创新未来具备高成长性：

1) 公司积极布局海外市场，开拓渠道增量。公司近年加强海外市场布局，目前已在亚马逊渠道取得亮眼表现，公司在 2023 年首登亚马逊，AIR 2 获智能眼镜品类畅销榜、新品榜冠军，2024 年黑五期间雷鸟眼镜销量同比+547%，总销量获品类第一，Air 2S 获观影眼镜品类畅销榜第一。

2) 未来 AI 将赋能 AR 眼镜引领行业迭代升级，雷鸟已前瞻性布局，成长速度可期。硬件 AI 化使 AR 眼镜产品形态不断升级，未来有望打开成长空间，2025H1 雷鸟、小米均计划推出 AI 眼镜，据洛图科技，2025 年搭载 AI 功能的 AR 眼镜的渗透率将由 2024 年低于 20% 的水平提升至 60% 以上。雷鸟已前瞻性地通过自研+合作的模式不断探索 AI 和 AR 眼镜的融合，2023 年 12 月，雷鸟发布首个 AI+AR 眼镜操作系统 RayNeo AI，增设智能助理、AI 翻译识图等交互场景；2024 年 8 月，雷鸟创新与博士眼镜宣布成立合资公司，合作开发 AI 智能眼镜；2025 年 1 月公司与阿里云战略签约，其通义大模型已搭载在公司最新产品 V3 AI 拍摄眼镜上（将于 2025 年 1 月 7 日发布），将辅助提升多模态 AI 交互能力。



图表65: 雷鸟创新AR眼镜产品线丰富

产品	时间	显示技术	亮点
雷鸟 X2	23 年 10 月	双目全彩 MicroLED+光波导	消费级真AR眼镜
雷鸟 Air2	23 年 10 月	Micro OLED+BirdBath 光学技术	巨幕式AR眼镜, Switch 绝配黑科技+ 电影级体验
雷鸟 X2 Lite	24 年 1 月	双目全彩 MicroLED+衍射光 波导	搭载大模型语音助 手 Rayneo AI
雷鸟 Air 2s	24 年 5 月	Micro OLED+BirdBath 光学技术	BirdBath 光引擎和 对称式音频系统
雷鸟 Air 3	24 年 10 月	Micro OLED+BirdBath 光学技术	低频护眼屏+专业 色彩调校
雷鸟 V3 AI	25 年 1 月	三色 Micro LED+ 光波导碳化硅版	多模态AI交互能力, 搭载通义大模型

来源: 雷鸟创新公众号, 国金证券研究所

图表66: 雷鸟创新AI+AR眼镜的开拓进展



来源: 雷鸟创新公众号, 国金证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1、盈利预测

5.1.1、收入预测

我们预计 2024-2026 年公司实现营收 981.4、1143.5、1283.3 亿港元, 分别同比+24.3%、+16.5%、+12.2%。

1) 大尺寸显示业务:

营收: 公司份额处于不断提升的过程, 产品端加速推进中高端化, 渠道端持续进驻空白市场, 2024 H1 已呈现量额双增态势, 公司大尺寸显示业务收入同比+21.3%, 其中销量、均价同比+9.2%、+12.8%。分地区看, 公司在欧洲渠道拓展较快, 通过体育赛事营销公司产品认知度快速提升, 2024H1 销量同比+40.1%, 预计后续渠道拓展速度加快; 在新兴市场, 公司规模同样呈现增长趋势, 尤其在拉美、中东非市场, 2024Q1-Q3 销量增速达 12.1%、22.7%, 未来预计以精耕细作的模式逐步打开市场空间; 在北美和国内市场, 价增驱动更强, 渠道结构升级+国补有望拉动营收增长。综上, 预计 2024-2026 年公司大尺寸显示业务收入分别为 594.4、655.1、698.2 亿港元, 分别同比+22.2%、+10.2%、+6.6%。

毛利率: 24 年末以来在国补对终端需求的刺激下, 大尺寸面板价格重回增长通道, 本轮需求主要由国内国补贡献, 海外并无在体育赛事等催化因素, 预计面板价格上涨幅度、空间有限。未来在国内面板厂以销定产的策略下预计面板价格波动幅度减弱, 公司在高端化+大屏化战略下主业毛利率有望提升, 预计 2024-2026 年大尺寸显示业务毛利率为 17.7%、18.0%、18.2%。

2) 中小尺寸显示业务:

营收: 中小尺寸显示业务主要以手机和平板业务为主, 近年在激烈竞争下业务盈利受损, 23 年以来公司主动收缩业务规模, 聚焦与欧美一线运营商合作的合约机产品, 预计 2024-2026 年公司中小尺寸显示业务收入分别为 67.0、63.6、60.4 亿港元, 分别同比-5%、-5%、-5%。

毛利率: 公司主动调整业务结构后毛利率已有所改善, 未来聚焦与欧美一线运营商合作下毛利率有望维持稳定, 预计 2024-2026 年中小尺寸显示业务毛利率为 23.0%、23.0%、23.0%。

3) 互联网业务:



营收：公司不断优化用户体验以提升 ARPU 值，海外业务亦在加速成长阶段，持续深化与头部流媒体平台合作并尝试创新商业模式，变现能力已有所提升，2024H1 互联网收入同比+8.9%，海外业务收入同比+51.2%。预计 2024-2026 年互联网业务收入为 30.4、38.0、46.9 亿港元，分别同比+10.2%、+24.8%、+23.5%。

毛利率：随着毛利率更高的海外业务占比增进，预计毛利率逐步提升，2024-2026 年毛利率预计为 59.5%、60.7%、61.6%。

4) 光伏业务：

营收：公司聚焦户用分布式光伏的销售业务，过去处于渠道铺设前期阶段，今年以来渠道拓展已初见成效，2024 年相较 2022 年已增设 14 个省市网点，2024H1 光伏实现收入 52.7 亿港元，同比+212.7%，未来在国家政策支持及渠道扩张红利释放下，公司光伏业务预计仍然保持较高的成长增速。预计 2024-2026 年光伏业务收入分别为 126.0、189.0、245.7 亿港元，分别同比+100%、+50%、+30%。

毛利率：公司成本主要为电站建设及运维费用，在规模效应逐步释放后，预计盈利能力有所提升，预计 2024-2026 年光伏业务毛利率为 9.0%、10.0%、11.0%。

5) 全品类营销业务：

营收：TCL 实业借助公司渠道分销白电产品，近年进驻的渠道网点持续扩张，未来黑白电预计发挥更强的协同效应，预计 2024-2026 年全品类营销收入达 135.3、169.2、203.0 亿港元，分别同比+30.0%、+25.0%、+20.0%。

毛利率：公司主要负责提供终端渠道资源，盈利相对稳定，预计 2024-2026 年全品类营销业务毛利率为 16.8%、16.8%、16.8%。

6) 智能连接及智能家居业务：

营收：智能连接业务主要包括 TCL 品牌的路由器业务，近年绑定运营商渠道；智能家居业务主要包括智能门锁、安全摄像头业务，渠道扩张稳步推进中，2023 年、2024H1 此项业务收入分别同比+3%、+0.1%，预计未来保持持平略增的增长。预计 2024-2026 年智能连接及智能家居业务收入为 19.5、19.7、19.9 亿港元，分别同比+1.0%、+1.0%、+1.0%。

毛利率：23 年、24 年上半年毛利率均在 20%左右，后续有望维持稳定，预计 2024-2026 年毛利率保持在 20%。

图表67：分业务盈利预测

单位：亿港元	分业务预测				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营收整体	713.5	789.9	981.4	1143.5	1283.3
yoy	-4.7%	10.7%	24.2%	16.5%	12.2%
毛利率	18.4%	18.7%	18.1%	18.2%	18.4%
大尺寸营收	452.0	486.3	594.4	655.1	698.2
yoy	-8.3%	7.6%	22.2%	10.2%	6.6%
毛利率	18.8%	17.9%	17.7%	18.0%	18.2%
中小尺寸营收	118.0	70.5	67.0	63.6	60.4
yoy	-17.9%	-40.3%	-5%	-5%	-5%
毛利率	15.9%	22.2%	23.0%	23.0%	23.0%
智慧商显营收	9.11	8.6	8.8	8.9	9.1
yoy	196.6%	-5.6%	2.0%	2.0%	2.0%
毛利率	17.3%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
互联网营收	23.0	27.6	30.4	38.0	46.9
yoy	24.2%	20.1%	10.2%	24.8%	23.5%
毛利率	50.5%	55.1%	59.5%	60.7%	61.6%
光伏营收	104.4	63.0	126.0	189.0	245.7
yoy	22.2%	1809.1%	100.0%	50.0%	30.0%



毛利率	6.9%	8.0%	9.0%	10.0%	11.0%
全品类营销营收	82.4	104.1	135.3	169.2	203.0
yoy	29.4%	26.3%	30.0%	25.0%	20.0%
毛利率	13.20%	16.7%	16.8%	16.8%	16.8%
智能连接+智能家居营收	18.73	19.3	19.5	19.7	19.9
yoy	-13.7%	3.0%	1.0%	1.0%	1.0%
毛利率	15.3%	20.9%	20.0%	20.0%	20.0%

来源：wind，国金证券研究所

5.1.2、费用率预测

公司持续优化公司治理，在合理控费策略及整体投放效率、人员管理效率的提升下，2022年至今销售费用率、管理费用率呈下降趋势。未来看，销售费用率方面，考虑到高端化战略仍需保持一定费用投入，预计2024-2026年销售费用率维持在9.6%；管理费用率预计在内部提效下有所收窄，2024-2026年预计为4.20%、4.15%、4.10%；研发费用方面，24年以来研发费用较高的中小尺寸业务大幅收缩，24H1研发费用率下降至2.4%，2024-2026年预计为2.50%、2.45%、2.40%。

5.2、投资建议及估值

我们预计2024-2026年公司实现营收981.4、1143.5、1283.3亿港元，分别同比+24.3%、+16.5%、+12.2%，实现归母净利润13.5、16.8、21.4亿港元，分别同比+82.1%、+23.9%、+27.8%，对应EPS为0.54、0.67、0.85港元，当前股价对应PE为11、9、7倍。

我们选取业务相似的黑电企业海信视像、创维数字、兆驰股份作为可比公司，可比公司25年PE均值为13倍。公司作为黑电品牌出海的龙头企业，经营势能不断增强，股权激励计划向市场彰显了发展信心，份额+利润双轮驱动下业绩具备高增长弹性。考虑到港股流动性折价，我们给予公司2025年12x的目标PE估值，对应目标价为8.0港元。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表68：可比公司估值

证券代码	股票名称	股价（元）	EPS					PE				
			2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
600060.SH	海信视像	20.35	1.28	1.61	1.54	1.82	2.11	11	13	13	11	10
000810.SZ	创维数字	12.49	0.72	0.52	0.49	0.65	0.77	19	30	25	19	16
002429.SZ	兆驰股份	5.24	0.25	0.35	0.43	0.52	0.61	14	16	12	10	9
	平均		0.75	0.83	0.82	1.00	1.16	15	20	17	13	11
1070.HK	TCL 电子	5.81	0.18	0.30	0.54	0.67	0.85	18	9	11	9	7

来源：wind，国金证券研究所 注：TCL 电子单位为港币，股价为2025年1月15日收盘价；24-26年海信视像EPS为国金证券预测，其他为wind一致预期

6、风险提示

- 1) 面板价格波动。**面板价格占电视整机成本较高，黑电企业的盈利能力对面板的价格波动较为敏感。
- 2) 海外需求不及预期。**公司的长期成长逻辑与海外市场的需求情况息息相关，地缘政治、贸易保护、经济景气度下滑等因素有可能导致海外需求不及预期。
- 3) 外汇波动。**公司海外收入占比较大，汇兑波动或对利润产生一定影响。
- 4) 竞争加剧。**Mini LED 电视近年发展迅速，国内厂商纷纷入局，竞争加剧下 Mini LED 产品对盈利能力的改善效果可能不及预期。


附录：三张报表预测摘要
损益表(港币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	74,847	71,351	78,986	98,140	114,346	128,328
增长率	46.9%	-4.7%	10.7%	24.2%	16.5%	12.2%
主营业务成本	62,313	58,240	64,230	80,349	93,528	104,724
%销售收入	83.3%	81.6%	81.3%	81.9%	81.8%	81.6%
毛利	12,534	13,112	14,756	17,791	20,818	23,604
%销售收入	16.7%	18.4%	18.7%	18.1%	18.2%	18.4%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	7,043	7,401	7,900	9,421	10,977	12,319
%销售收入	9.4%	10.4%	10.0%	9.6%	9.6%	9.6%
管理费用	4,223	4,429	4,013	4,122	4,745	5,261
%销售收入	5.6%	6.2%	5.1%	4.2%	4.2%	4.1%
研发费用	2,481	2,531	2,327	2,454	2,801	3,080
%销售收入	3.3%	3.5%	2.9%	2.5%	2.5%	2.4%
息税前利润 (EBIT)	1,444	873	1,240	1,965	2,420	3,033
%销售收入	1.9%	1.2%	1.6%	2.0%	2.1%	2.4%
财务费用	-4	38	91	3	-11	-74
%销售收入	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%
投资收益	145	90	58	65	70	74
%税前利润	10.0%	10.8%	5.0%	3.3%	2.9%	2.4%
营业利润	-980	-1,186	427	1,499	1,951	2,558
营业利润率	-1.3%	-1.7%	0.5%	1.5%	1.7%	2.0%
营业外收支						
税前利润	1,448	836	1,148	1,962	2,432	3,107
利润率	1.9%	1.2%	1.5%	2.0%	2.1%	2.4%
所得税	168	282	321	491	608	777
所得税率	11.6%	33.7%	28.0%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	1,279	554	827	1,472	1,824	2,330
少数股东损益	95	107	83	118	146	186
归属于母公司的净利润	1,184	447	744	1,354	1,678	2,144
净利率	1.6%	0.6%	0.9%	1.4%	1.5%	1.7%

现金流量表(港币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,184	447	744	1,354	1,678	2,144
少数股东损益	95	107	83	118	146	186
非现金支出	-1,143	-218	-278	-130	-104	-79
非经营收益						
营运资金变动	-376	-124	-58	-173	1,909	874
经营活动现金净流	796	1,365	1,603	1,535	3,934	3,367
资本开支	-1,372	-959	-575	-50	-100	-150
投资	33	-244	66	-900	-280	-180
其他	516	432	531	521	470	474
投资活动现金净流	-822	-772	22	-429	90	144
股权募资	23	-36	0	0	0	0
债权募资	1,224	-1,496	289	600	-400	-250
其他	-121	-703	-536	-827	-975	-1,174
筹资活动现金净流	1,125	-2,236	-246	-227	-1,375	-1,424
现金净流量	1,124	-2,118	1,346	835	2,604	2,043

资产负债表(港币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	11,509	9,391	10,737	11,572	14,175	16,218
应收款项	20,624	21,136	27,646	31,623	36,527	40,637
存货	13,556	9,837	12,212	14,508	15,588	17,454
其他流动资产	2,163	3,199	2,918	3,759	4,041	4,219
流动资产	47,852	43,564	53,512	61,461	70,332	78,528
%总资产	80.4%	79.1%	82.6%	84.9%	86.8%	88.1%
长期投资	1,682	1,669	1,354	1,454	1,554	1,654
固定资产	3,061	2,739	2,384	2,051	1,893	1,799
%总资产	5.1%	5.0%	3.7%	2.8%	2.3%	2.0%
无形资产	5,063	4,783	4,947	4,845	4,652	4,468
非流动资产	11,683	11,542	11,264	10,947	10,726	10,578
%总资产	19.6%	20.9%	17.4%	15.1%	13.2%	11.9%
资产总计	59,534	55,105	64,776	72,408	81,058	89,106
短期借款	6,387	4,434	4,923	5,923	5,423	5,123
应付款项	19,425	18,947	24,008	26,783	31,436	35,490
其他流动负债	14,128	13,157	16,605	20,021	23,394	26,319
流动负债	39,941	36,538	45,536	52,727	60,253	66,931
长期贷款	493	1,029	889	489	589	639
其他长期负债	728	661	1,046	1,069	1,069	1,069
负债	41,162	38,228	47,470	54,285	61,911	68,639
普通股股东权益	17,958	16,460	16,708	17,407	18,284	19,418
其中：股本	2,480	2,500	2,508	2,508	2,508	2,508
未分配利润	14,460	14,684	15,061	15,761	16,638	17,772
少数股东权益	415	417	598	716	862	1,048
负债股东权益合计	59,534	55,105	64,776	72,408	81,058	89,106

比率分析

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.49	0.19	0.31	0.54	0.67	0.85
每股净资产	7.24	6.58	6.66	6.90	7.25	7.70
每股经营现金净流	0.32	0.55	0.64	0.61	1.56	1.34
每股股利	0.17	0.13	0.16	0.24	0.30	0.38
回报率						
净资产收益率	6.59%	2.72%	4.45%	7.78%	9.18%	11.04%
总资产收益率	1.99%	0.81%	1.15%	1.87%	2.07%	2.41%
投入资本收益率	5.05%	2.59%	3.86%	6.01%	7.22%	8.67%
增长率						
主营业务收入增长率	46.89%	-4.67%	10.70%	24.25%	16.51%	12.23%
EBIT 增长率	-29.42%	-39.54%	41.95%	58.51%	23.19%	25.29%
净利润增长率	-67.11%	-62.25%	66.36%	82.07%	23.93%	27.77%
总资产增长率	13.75%	-7.44%	17.55%	11.78%	11.95%	9.93%
资产管理能力						
应收账款周转天数	65.6	67.5	73.3	74.9	73.8	74.2
存货周转天数	68.1	72.3	61.8	59.9	57.9	56.8
应付账款周转天数	106.6	118.6	120.4	113.8	112.0	115.0
固定资产周转天数	14.0	14.6	11.7	8.1	6.2	5.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-29.85%	-30.30%	-28.95%	-33.22%	-48.18%	-56.76%
EBIT 利息保障倍数	3.6	1.3	1.4	9.0	11.0	14.5
资产负债率	69.14%	69.37%	73.28%	74.97%	76.38%	77.03%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	4	4	11	33
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究