



公司评级 增持（首次）

报告日期 2025年03月19日

基础数据

03月18日收盘价（港元）	7.92
总市值（亿港元）	199.66
总股本（亿股）	25.21

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

分析师：宋婧茹

S0190520050002  
BQI321  
songjingru@xyzq.com.cn

分析师：陈雅雯

S0190524010001  
请注意：陈雅雯并非香港证券及期货事务  
监察委员会的注册持牌人，不可在香港从  
事受监管的活动。  
chenyawen@xyzq.com.cn

TCL 电子(01070.HK)

港股通（沪、深）

# 黑电龙头，技术升级与需求共振下迎来业绩快速增长长期

投资要点：

- **电视出货量全球第二，创新业务增加抗周期性：**TCL 电子业务分为三部分：显示业务，互联网业务，创新业务。显示业务为核心，截至 2024Q3，TCL 智屏全球出货量市占率达 14.3%，排名全球第二，2024 年 TCL 电视全球出货量同比增长 14.8%，达 2900 万台。互联网业务方面，公司继续深化与 Roku、Google 和 Netflix 等互联网巨头的合作，TCL Channel 累计用户数超过 1,200 万。创新业务方面，公司发展全品类营销、分布式光伏及 AR 等多元化新型业务。公司营收从 2015 年到 2023 年的复合增长率为 10.9%。归母净利润的复合增长率约为 26.2%。
- **全球电视行业未来 10 年市场规模增速预计为高单位数，Mini LED TV 渗透率持续提升：**据 MARKET RESEARCH FUTURE 预测，2024 年电视市场规模估计为 3683.9 亿美元。全球电视行业预计将从 2025 年的 4275.6 亿美元增长到 2034 年的 8358 亿美元，复合年增长率为 7.7%。行家说 Research 数据显示，2024 年全球 Mini LED 电视出货量增长至 820 万台，同比增长 100%；2024 年全球 Mini LED 电视的渗透率由 2023 年的 2% 提高至 3.8%。CINNO Research 数据显示，截至 2024Q3 国内市场 Mini LED TV 销量渗透率接近 20%，截至 2024Q4 国内 Mini LED TV 销量渗透率已突破 30%。群智咨询数据显示，2024 年全球电视平均尺寸 52.4 英寸，同比增长 1.1 英寸，中国市场电视出货平均尺寸 63.5 英寸，同比增长 4.2 英寸， 预计 2025 年中国电视市场出货平均尺寸将突破 65 英寸。
- **技术驱动高端化，MiniLED 电视出货量高速增长：**国补政策、规模效应、上游降本、小尺寸 MiniLED 电视普及等因素，共同驱动 MiniLED 渗透率提升。同时，MiniLED 电视在亮度、对比度、寿命等方面均表现优于 LCD 和 OLED，且价格相较于 OLED 更具性价比。TCL 电子于 2019 年量产全球首台 Mini LED 电视，技术具备领先和先发优势（例如万象分区技术、量子点 Pro 2025），同时公司具备规模效应，成本有望保持领先优势，在 2023-2024 年连续启动四期 Mini LED 产线，年产能突破 500 万台。技术、需求与国补共振下，更高端的 Mini LED 成公司近期收入及利润增长核心引擎，2024 年 Mini LED 电视全球出货量同比增 194.5%，中国市场出货量增速达 264.7%，2024H1 公司归母净利润同比增长 147.3%。同时，TCL 有望凭借产业链一体化、全球渠道布局等，借 Mini LED 发展趋势进一步扩大海外市场份额。
- **大屏化电视占比提升有望带动整体盈利性：**国补政策、上游面板厂扩产推动大尺寸降价同样带动电视大屏化趋势。2024 年 TCL 电子整体全球出货量/65 寸及以上全球出货量/75 寸及以上全球出货量分别同比增加 14.8%/21.3%/39.8%，大屏化电视成为带动整体电视出货量增长的关键因素之一，2024 年 TCL 电子国内 75 寸及以上出货量渗透率提升 5.3 个百分点至 37.7%，占比领先竞争对手；75 寸及以全球出货量渗透率 13.2%，在美国零售量市占率稳居市场前二。大屏电视与小屏电视价差可高达约 10 倍，在成本端技术进步与规模量产后，大屏电视占比增加有望带动公司整体电视利润率向上。
- **AI+产品布局走在前列：**TCL 电子孵化的雷鸟创新，在 CES 期间，正式发布 V3 AI 拍摄眼镜，搭载猎鹰影像系统、通义独家定制大模型等诸多创新技术，对标 Meta 更具性价比，雷鸟 V3 是国内第一款现货发售的 AI 拍摄眼镜。同时，雷鸟预计在 2025Q2 发布 X3 Pro AR 眼镜，在光学设计、显示效果方面有望获得突破。
- **首次给予“增持”评级：**我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 950、1093、1243 亿

港元，分别同比增长 20.2%、15.1%、13.7%。2024-2026 年归母净利润分别为 12.99、16.11、20.11 亿港元，分别同比增长 74.6%、24.0%、24.8%。

- 风险提示：1)市场竞争加剧；2)其他可能影响宏观环境因素；3)新服务研发受阻或市场接受度不及预期；4)负面新闻或产品事件。

### 主要财务指标

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万港元)	78,986	94,966	109,325	124,318
同比增长(%)	10.7	20.2	15.1	13.7
归母净利润(百万港元)	744	1,299	1,611	2,011
同比增长(%)	66.4	74.6	24.0	24.8
毛利率(%)	18.7	18.9	19.0	19.2
净利润率(%)	1.0	1.5	1.6	1.7
净资产收益率(%)	4.3	7.1	8.3	9.6
EPS(港元)	0.31	0.54	0.66	0.83

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

**Company Rating**    **Outperform(Initiate)**
**Report Date**    March 19, 2025

**Basic Data**    **Mar. 18, 2025**

Closing Price(HKD)	7.92
Total market value(100Mn/HKD)	199.66
Total Shares (100Mn)	25.21

**Related Report**
**Analyst: Jingru SONG**

songjingru@xyzq.com.cn

SFC: BQI321

SAC: S0190520050002

**Analyst: Yawen CHEN**

chenyawen@xyzq.com.cn

SAC: S0190524010001

Please note: Yawen CHEN is not a registered licensee of the Securities and Futures Commission of Hong Kong and is not allowed to engage in regulated activities in Hong Kong

TCL Electronics (01070.HK)    Stock Connect (SH/SZ)

# The leader in black-and-white electronics is experiencing a period of rapid performance growth under the resonance of technology upgrades and demand.

## Investment Highlights:

- TV shipments rank second in the world, and innovative businesses increase anti-cyclical capabilities:** TCL's electronic business is divided into three parts: display business, Internet business, and innovative business. With display business as the core, as of Q3 2024, TCL Smart Screen's global shipment market share reached 14.3%, ranking second in the world. In 2024, TCL TV's global shipments increased by 14.8% year-on-year to 29 million units. In terms of Internet business, the company continues to deepen its cooperation with Internet giants such as Roku, Google and Netflix, and the cumulative number of users of TCL Channel exceeds 12 million. In terms of innovative business, the company develops diversified new businesses such as full-category marketing, distributed photovoltaics and AR. The company's revenue has a compound growth rate of 10.9% from 2015 to 2023. The compound growth rate of net profit attributable to the parent is about 26.2%.
- The global TV industry is expected to grow at a high single-digit rate in the next 10 years, and the penetration rate of Mini LED TV continues to increase:** According to MARKET RESEARCH FUTURE's forecast, the TV market size in 2024 is estimated to be US\$368.39 billion. The global TV industry is expected to grow from \$427.56 billion in 2025 to \$835.8 billion in 2034, with a compound annual growth rate of 7.7%. According to the data from the research firm, global Mini LED TV shipments will grow to 8.2 million units in 2024, a year-on-year increase of 100%; the penetration rate of global Mini LED TVs will increase from 2% in 2023 to 3.8% in 2024. According to CINNO Research data, the sales penetration rate of Mini LED TVs in the domestic market is close to 20% as of Q3 2024, and the sales penetration rate of Mini LED TVs in the domestic market has exceeded 30% as of Q4 2024. According to Qunzhi Consulting data, the average size of global TVs in 2024 will be 52.4 inches, a year-on-year increase of 1.1 inches, and the average size of TV shipments in the Chinese market will be 63.5 inches, a year-on-year increase of 4.2 inches. It is expected that the average size of TV shipments in the Chinese market will exceed 65 inches in 2025.
- Technology drives high-end development, and MiniLED TV shipments are growing rapidly:** National subsidy policies, economies of scale, upstream cost reduction, and the popularization of small-size MiniLED TVs have jointly driven the increase in MiniLED penetration. At the same time, MiniLED TVs outperform LCD and OLED in terms of brightness, contrast, and lifespan, and are more cost-effective than OLEDs. TCL Electronics mass-produced the world's first Mini LED TV in 2019. Its technology has leading and first-mover advantages (such as Vientiane zoning technology and Quantum Dot Pro 2025). At the same time, the company has economies of scale, and its costs are expected to maintain a leading advantage. It will start four phases of Mini LED production lines in 2023-2024, with an annual production capacity of more than 5 million units. With the resonance of technology, demand and national subsidies, the higher-end Mini LED has become the core engine of the company's recent revenue and profit growth. In 2024, global shipments of Mini LED TVs increased by 194.5% year-on-year, and shipments in the Chinese market increased by 264.7%; in the first half of 2024, the company's net profit attributable to its parent company increased by 147.3% year-on-year. At the same time, TCL is expected to further expand its overseas market share by leveraging the development trend of Mini LED with the integration of the industrial chain and global

channel layout.

- The increase in the proportion of large-screen TVs is expected to drive overall profitability:** The national subsidy policy and the expansion of upstream panel factories have also driven the trend of large-screen TVs by driving large-size price cuts. In 2024, TCL Electronics' overall global shipments/global shipments of 65 inches and above/global shipments of 75 inches and above will increase by 14.8%/21.3%/39.8% year-on-year, respectively. Large-screen TVs have become one of the key factors driving the growth of overall TV shipments. In 2024, TCL Electronics' domestic 75-inch and above shipment penetration rate increased by 5.3 percentage points to 37.7%, leading its competitors; 75-inch and above global shipment penetration rate is 13.2%, and its retail market share in the United States ranks first and second in the market. The price difference between large-screen TVs and small-screen TVs can be as high as about 10 times. After technological progress and large-scale mass production on the cost side, the increase in the proportion of large-screen TVs is expected to drive the company's overall TV profit margin upward.
- Leading the way in AI+ product layout:** Thunderbird Innovation, incubated by TCL Electronics, officially released V3 AI photography glasses during CES, equipped with many innovative technologies such as Falcon imaging system and Tongyi's exclusive customized large model, which is more cost-effective than Meta. Thunderbird V3 is the first AI photography glasses available for sale in China. At the same time, Thunderbird is expected to release X3 Pro AR glasses in Q2 2025, which is expected to make breakthroughs in optical design and display effects.
- First time giving "overweight" rating:** We expect the company's revenue in 2024-2026 to be HK\$95.0 billion, HK\$109.3 billion and HK\$124.3 billion, up 20.2%, 15.1% and 13.7% year-on-year, respectively. Net profit attributable to shareholders of the parent company in 2024-2026 will be HK\$1.299 billion, HK\$1.611 billion and HK\$2.011 billion, up 74.6%, 24.0% and 24.8% year-on-year, respectively.
- Potential risks :** 1) Intensified market competition; 2) Other factors that may affect the macro-environment; 3) New service development is hindered or market acceptance is lower than expected; 4) Negative news or product events.

### Key Financial Indicators

FY	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue (HKD/Mn)	78,986	94,966	109,325	124,318
YoY(%)	10.7	20.2	15.1	13.7
Net Income (HKD/Mn)	744	1,299	1,611	2,011
YoY(%)	66.4	74.6	24.0	24.8
Gross Margin(%)	18.7	18.9	19.0	19.2
Net Margin(%)	1.0	1.5	1.6	1.7
ROE(%)	4.3	7.1	8.3	9.6
EPS(HKD)	0.31	0.54	0.66	0.83

Source: Wind, Industrial Securities Research Institute

Notes: The EPS was diluted based on the current outstanding shares

## 目录

一、 TCL 电子——显示翘楚，位列三甲 .....	7
(一) 发展史及股权结构 .....	7
(二) 成为中国第一家增量资产股权激励企业 .....	8
(三) 受到 LCD 技术冲击，成立华星光电打通彩电产业链 .....	8
(四) 发展量子点 TV 及 Mini LED TV，实现技术创新 .....	8
二、 显示业务：全球电视龙头，引领行业发展趋势 .....	10
(一) 行业凸显结构性机会，公司大尺寸显示全球销量前二 .....	10
(二) “中高端+大屏”叠加“TCL+雷鸟”策略推动业务稳步扩张 .....	12
(三) 全产业链一体化打造研发与成本优势 .....	15
三、 互联网业务——发展潜力大，盈利性高 .....	17
四、 创新业务——收入占比稳步提升 .....	18
(一) 光伏业务 .....	18
(二) 全品类营销 .....	19
(三) 智能连接及智能家居 .....	19
五、 财务分析 .....	20
六、 盈利预测及投资建议 .....	21
七、 风险提示 .....	22

## 图目录

图 1、 前五大股东（截至 2025 年 1 月 20 日） .....	7
图 2、 TCL 电子主营业务 .....	7
图 3、 公司历史 .....	7
图 4、 TCL 华星 t2 研发中心 .....	8
图 5、 营业收入及 YOY .....	9
图 6、 分期分部门销售额占比 .....	9
图 7、 近五年全球电视出货量（百万台） .....	10
图 8、 中国电视市场品牌出货量（万台）及变化 .....	10
图 9、 全球电视市场规模（十亿美元） .....	10
图 10、 2023 年及 2024 年前三季度全球电视前五品牌出货规模量（百万台） .....	11
图 11、 海信和 TCL 销售毛利率对比（%） .....	11
图 12、 电视业务收入及占比 .....	11
图 13、 TCL 显示业务分地区收入 .....	11
图 14、 TCL TV 全球出货量市占率（%） .....	11
图 15、 2024 年上半年全球 TV 行业出货量及变化 .....	11
图 16、 TCL 电子在各地区收入占比 .....	12
图 17、 海信视像国内外营业收入占比 .....	12
图 18、 2023 年中国电视零售市场销量占比 .....	12
图 19、 显示器面板出货尺寸份额变化 .....	12
图 20、 mini led TV 全球出货量预测 .....	13
图 21、 TCL 电视出货量及大尺寸占比 .....	13
图 22、 2024 年 2 月中国彩电线上市场分尺寸均价及同比 .....	14
图 23、 2023 年中国 mini-LED 电视市场市占率 .....	

图 24、	mini-LED 与 OLED 优缺点对比 .....	15
图 25、	各地区面板厂商市场份额 .....	15
图 26、	2024 年 7 月全球主要大尺寸显示面板厂商出货量市场份额 .....	15
图 27、	显示面板产业链 .....	16
图 28、	互联网业务收入、增速及占比 .....	17
图 29、	TCL 电子各业务收入 .....	18
图 30、	TCL 电子各业务收入占比 .....	18
图 31、	光伏业务收入（亿港元） .....	18
图 32、	全品类营销业务收入及毛利（亿港元） .....	19
图 33、	全品类旗舰产品 .....	19
图 34、	智能连接及智能家居业务收入（亿港元） .....	19
图 35、	智能连接及智能家居 .....	19
图 36、	营业收入及 YOY .....	20
图 37、	归属于母公司的净利润及 YOY .....	20
图 38、	FY2023 收入拆分 .....	20
图 39、	毛利率与净利率（%） .....	20
图 40、	应收账款及存货周转天数 .....	21
图 41、	资产负债率 .....	21
图 42、	ROE（%） .....	21

## 表目录

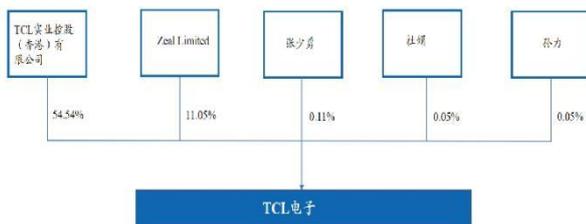
表 1、	2024 年双十一京东 mini-LED 排行榜前十 .....	13
表 2、	最新款旗舰机对比表（2025 年 2 月） .....	14
表 3、	主要财务比率 .....	21
表 4、	行业估值表（截至 2025 年 3 月 18 日） .....	22

## 一、TCL 电子——显示翘楚，位列三甲

### (一) 发展史及股权结构

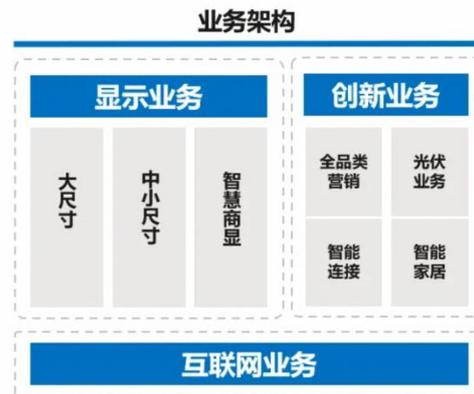
T.C.L.实业控股（香港）有限公司为公司的大股东，背后实际控制人为企业家李东生先生，大股东持有 54.54% 股份，第二大股东为 Zeal Limited（截至 2025 年 1 月 20 日）。

图 1、前五大股东（截至 2025 年 1 月 20 日）



数据来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、TCL 电子主营业务



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

全球领先的电视机企业，业务分为三部分：TCL 电子于 1999 年在港股上市，经过了 20 多年的发展，公司业务分为三部分：显示业务，互联网业务，创新业务。显示业务为核心，截至 2024Q3，TCL 智屏全球出货量市占率达 14.3%，排名全球第二，2024 年 TCL 电视全球出货量同比增长 14.8%，达 2900 万台。互联网业务方面，公司继续深化与 Roku、Google 和 Netflix 等互联网巨头的紧密合作，TCL Channel 已经覆盖北美、欧洲、中南美洲、亚太等地区的 60 个国家，累计用户数已超过 1,200 万。创新业务方面，公司发展全品类营销、分布式光伏及 AR 等多元化新型业务。

图 3、公司历史



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

2024 年 1 月, TCL 电子公告股权激励计划, 激励目标为 2024-2026 年分别较 2023 年调整后归母净利润增长 65%/100%/150%。

## (二) 成为中国第一家增量资产股权激励企业

1997 年, TCL 开始尝试体制改革。李东生做了一个为期 5 年“授权经营, 增量奖股”的企业改制方案, 经营团队在完成考核指标后得到的利益不能立刻兑现, 要转成公司股份。至 2001 年五年的授权经营, TCL 实现了由地方小企业向中国消费电子领先企业的历史跨越。

## (三) 受到 LCD 技术冲击, 成立华星光电打通彩电产业链

2000 年左右, 日本、韩国厂商就已经在研发 LCD 技术。2004 年, 拥有“超薄”、“高清”等卖点的 LCD 电视一经推出, 便迅速占领市场。传统 CRT 厂商遭到严重冲击, 拥有 CRT 技术专利最多的汤姆逊瞬间失去了竞争力, 重金投入该项技术的 TCL 也未能幸免。

2000 年以后, 液晶显示技术兴起, 日本品牌电视在全球的市场份额下降严重, 而韩系企业增长较快。原因是韩企拥有上游的显示屏资源, 整个产业链的利润也主要在上游。彼时, 中国的显示屏几乎都要进口。

2009 年, TCL 与国资背景的深超科技合资成立深圳市华星光电公司: 新建第 8.5 代液晶面板生产线, 从终端业务拓展到核心基础技术。

图 4、TCL 华星 t2 研发中心



数据来源: 腾讯新闻, 兴业证券经济与金融研究院整理

## (四) 发展量子点 TV 及 Mini LED TV, 实现技术创新

2014 年，TCL 电子成功将量子点新技术引进到彩电行业，实现了 100% 的液晶 NTSC 色域性能，为用户带来了更丰富、更鲜艳、更准确的色彩表现，且价格仅为同类 OLED 彩电的三分之一。

2020 年，TCL 电子发布了全球首款 5G 8K 智屏新品，采用了 Mini LED 背光技术，可以提供 8K 视频在线播放、TCL 云游戏生态系统、TCL 大健康生态、5G 通讯视频通话等多个 5G 应用。

TCL 电子于 2021 年推出了多款 Mini-LED 智屏产品进一步提升了产品竞争力，并于 2024 年继续推出三款 Mini-LED 电视新品。

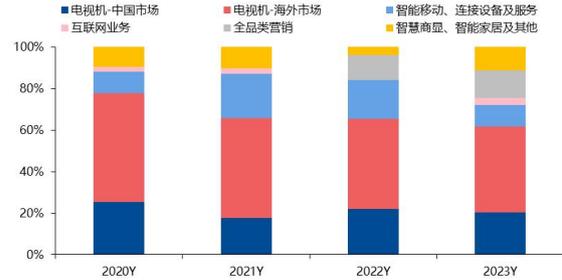
**营收高速增长：**公司 2023 年营业收入为 789.86 亿元，同比增长 10.70%，营收从 2015 年到 2023 年的复合增长率是 10.9%。净利润增长率波动较大，2023 年净利润是 7.436 亿元，从 2015 年到 2023 年归母净利润的复合增长率约是 26.2%。电视机-海外市场业务收入占比最高。

图 5、营业收入及 YOY



数据来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、分期分部门销售额占比



数据来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

## 二、显示业务：全球电视龙头，引领行业发展趋势

### (一) 行业凸显结构性机会，公司大尺寸显示全球销量前二

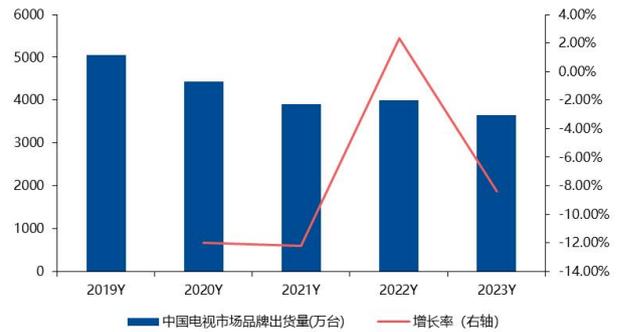
电视需求量主要增长点在海外。除 2022 年外，近五年全球电视出货量相对稳定上升，中国市场需求量小幅递减。

图 7、近五年全球电视出货量（百万台）



数据来源：statista，兴业证券经济与金融研究院整理

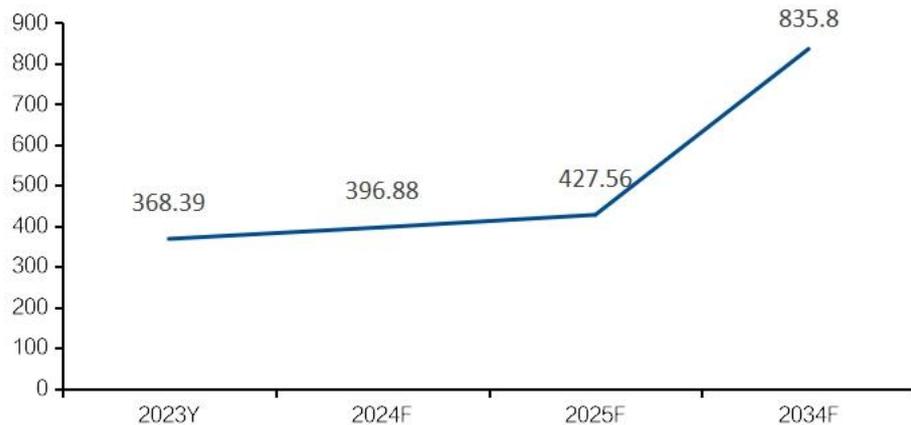
图 8、中国电视市场品牌出货量（万台）及变化



数据来源：网易新闻，兴业证券经济与金融研究院整理

根据 MARKET RESEARCH FUTURE 的预测，2024 年电视市场规模估计为 3683.9 亿美元。电视行业预计将从 2025 年的 4275.6 亿美元增长到 2034 年的 8358 亿美元。在预测期间（2025-2034 年），电视市场的复合年增长率预计将在 7.7% 左右。

图 9、全球电视市场规模（十亿美元）



数据来源：MARKET RESEARCH FUTURE，兴业证券经济与金融研究院整理

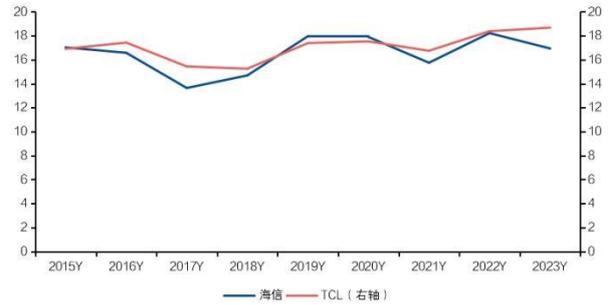
电视行业销量前三：2023 年在全球电视各品牌出货规模中，TCL 排名第三，三星排名第一。2024 年前三季度 TCL 销量已经超越海信。TCL 的销售毛利率平均值 17.08% 略高于海信的 16.52%。

图 10、2023 年及 2024 年前三季度全球电视前五品牌出货规模量（百万台）



数据来源：搜狐，腾讯网新闻，兴业证券经济与金融研究院整理

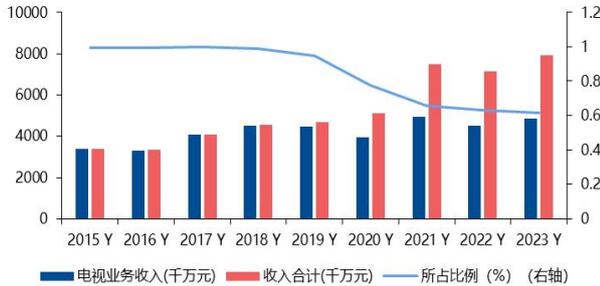
图 11、海信和 TCL 销售毛利率对比（%）



数据来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

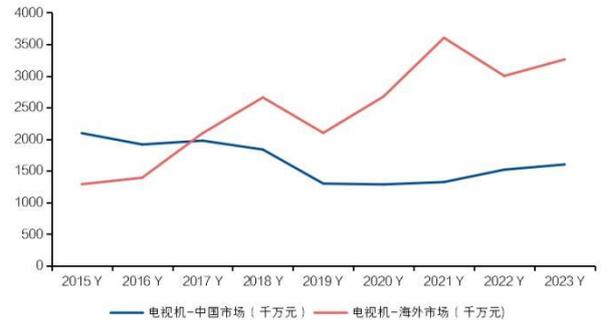
电视业务在公司营业收入中占比最高且长期来看稳定增长，但所占比例呈逐年下降趋势。TCL TV 全球出货量市占率逐步提高，从 2015 年的 5.6% 提高到 2024H1 的 13.3%。虽然在中国市场的电视机业务收入略有下降，但是在海外呈现高速增长。海外市场的电视机营业收入从 2015 年的 128.96 亿元到 2023 年 326.16 亿元，CAGR 是 12%。

图 12、电视业务收入及占比



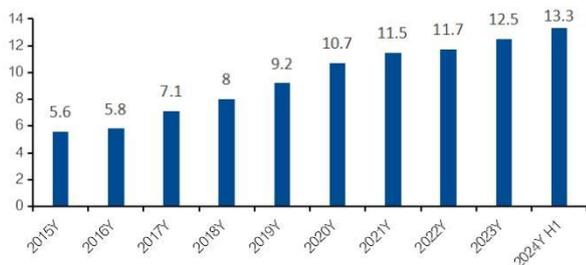
数据来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、TCL 显示业务分地区收入



数据来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、TCL TV 全球出货量市占率（%）



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、2024 年上半年全球 TV 行业出货量及变化



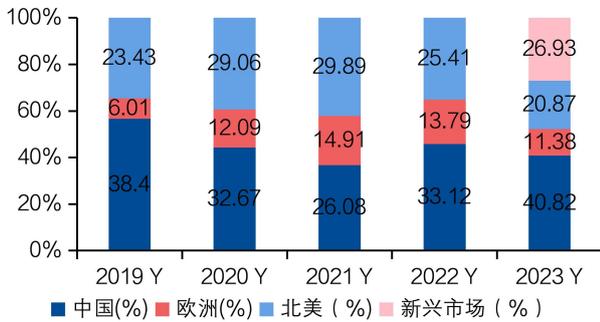
数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

TCL 电子按区域拆分中国 / 北美 / 拉美 / 欧洲 / 亚太 / 中东非六大营销本部。目前 TCL 电子已经成功打通 BestBuy、Walmart、Costco、Target、Amazon 和

Sam's Club 六大渠道，覆盖 90% 以上的北美市场销售渠道；在欧洲市场，TCL 电子基本入驻全部主流渠道，覆盖欧洲 Top50 的渠道中的 48 家；针对新兴市场，TCL 电子聚焦产品营销，大幅提升重点国家渗透率，充分挖掘电商平台，实现渠道突破。

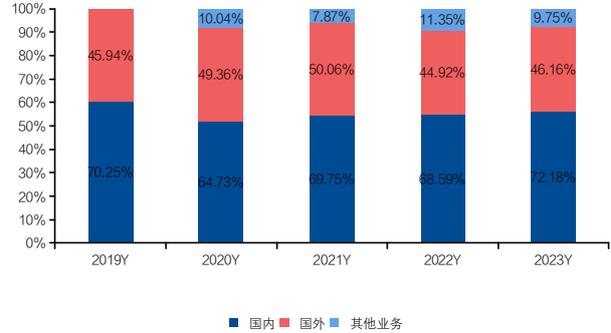
相比海信，TCL 电子在国外收入占比更高。TCL 电子与海信视像在多品牌策略、市场策略（立足国内市场、全球化路线）、产品策略（大屏+高端化趋势，重点 Mini LED）、营销策略（赛事）等方面，均有相似之处，2024 年前三季度 TCL 出货量以微弱优势领先。

图 16、TCL 电子在各地区收入占比



数据来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、海信视像国内外营业收入占比



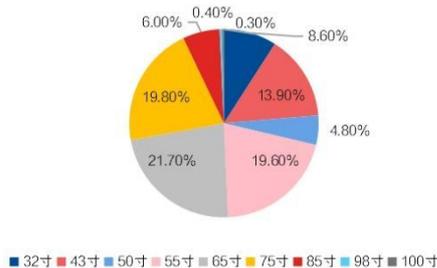
数据来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

## (二) “中高端+大屏”叠加“TCL+雷鸟”策略推动业务稳步扩张

2023 年，中国电视市场 65 寸的销量占比达到 21.7%，超越占比 19.6% 的 55 英寸，成为消费者选择最多的尺寸。而 75 寸紧随其后，销量占比达 19.8%，较 2022 年大幅提升 7.3 个百分点，目前市场主流电视屏幕是 55 寸，65 寸，75 寸。

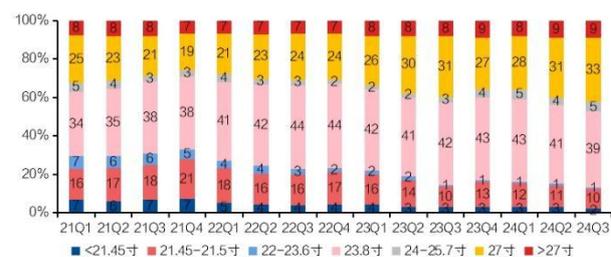
TCL 电视近三年出货量稳步提升，其中 65 吋（英寸）及以上占比由 19.3% 提升到 24.3%，75 吋及以上占比由 7% 提升到 11.8%。

图 18、2023 年中国电视零售市场销量占比



数据来源：网易新闻，兴业证券经济与金融研究院整理

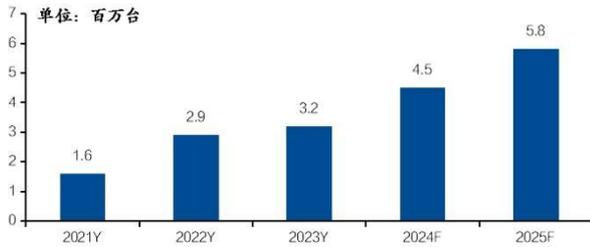
图 19、显示器面板出货尺寸份额变化



数据来源：搜狐，兴业证券经济与金融研究院整理

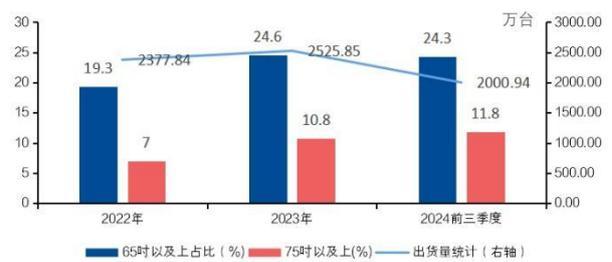
**TCL 电子持续推进“TCL+雷鸟”双品牌战略**；通过 TCL 品牌进行向上突破，雷鸟品牌进行年轻化下沉。公司的中高端产品主打量子点电视和 mini-LED，2024 年前三季度 TCL 量子点电视及 TCL Mini LED 电视全球出货量同比增幅分别为 61.1%及 162.8%，领先优势进一步扩大。2024 年第三季度 TCL Mini LED 电视出货量占比达 15.3%。

图 20、mini led TV 全球出货量预测



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 21、TCL 电视出货量及大尺寸占比



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

京东的 mini LED 电视排行榜中，前十中有三个型号属于 TCL，四个热销属于海信（Vidda 为海信子品牌），剩下则是小米两个，创维一个。销量前十产品的价格为 3000-8000 元。

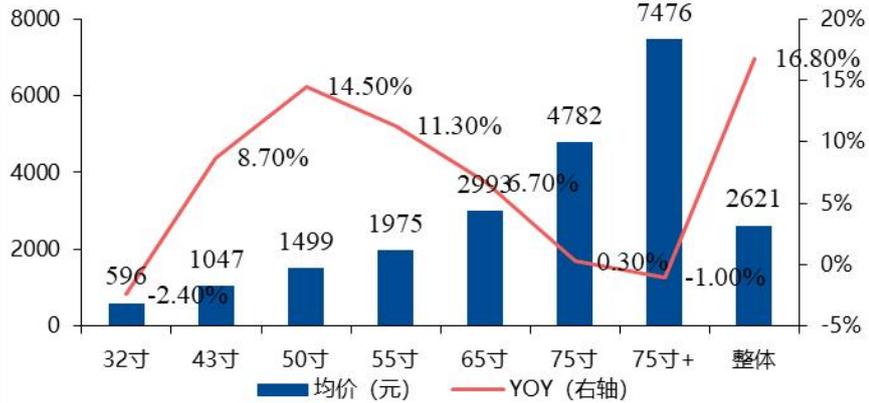
表 1、2024 年双十一京东 mini-LED 排行榜前十

型号	售价 (元)	分区数量 (台)	亮度
小米 S75	3679	512	1200 尼特
Vidda X Mini 75	3199	320	1300 尼特
Vidda 发现 X mini 85	4799	1024	2000 尼特
TCL 85Q9K	6751	1536	2400 尼特
海信 85E7N	7199	2940	3800 尼特
创维 75A5D	4239	392	1500 尼特
TCL 75T6K	3679	640	1300 尼特
小米 S Pro	6799	2880	3200 尼特
海信 75E5N	4239	512	2000 尼特
TCL 75Q10K	6751	2160	3800 尼特

数据来源：雷科技，兴业证券经济与金融研究院整理

**高端产品线为厂商打开利润空间。**根据深圳市半导体行业协会引用的奥维云网推送数据，2024 年 2 月，55/65/75 寸彩电国内线上销售均价仅为 1975/2993/4282 元。而 Mini-LED 电视作为高端产品线，为厂商提供更大的利润空间，2023 前三季度，4K Mini-LED 电视均价为 4K LCD 电视的 1.8-2.3 倍。

图 22、2024 年 2 月中国彩电线上市场分尺寸均价及同比



数据来源：深圳市半导体行业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

**雷鸟科技主打低价策略：**作为 TCL 电子的控股子公司，雷鸟为 TCL 的多媒体运营平台创造硬件基础。雷鸟电视具有开机速度快，开机无广告优势。2022 年红米和 VIDDA 在国内市场的出货量都超过 200 万台，雷鸟的出货量仅在 95 万台左右。2021 年公司单独成立了“雷鸟创新”这一板块，主要发力 AR 产品。

表 2、最新款旗舰机对比表（2025 年 2 月）

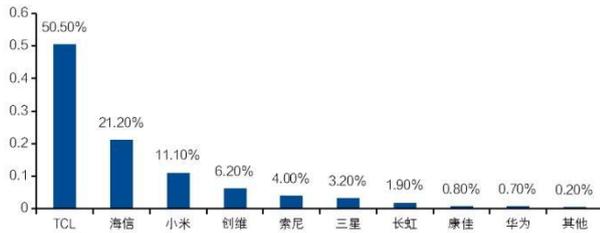
品牌	型号	尺寸	价格(补贴后)	峰值亮度	色域
TCL	98Q 10K Pro	98 英寸	24499 元 (补贴后 21939 元)	5500nits	98% (DCI-P3)
海信	100E8N Ultra	100 英寸	25999 元 (补贴后 23999 元)	6000nits	97% (DCI-P3)
三星	83S90D	83 英寸	48999 元 (补贴后 26799 元)	800-1100 nits	99% (DCI-P3)
小米	S Pro Mini LED	100 英寸	12999 元 (补贴后 10999 元)	3000nits	99% (DCI-P3)
雷鸟	100Max	100 英寸	折后 8497 元 (补贴后 6799 元)	1200nits	95% (DCI-P3)

数据来源：淘宝，兴业证券经济与金融研究院整理

**LCD 显示仍占显示行业主导地位；**Micro-LED 由于其优秀显示特性已经成为目前技术的热点。对比了 LCD、OLED、Mini-LED 和 Micro-LED 显示特性。Micro-LED 在亮度、色彩、大尺寸可变性等方面性能优异。而 Mini-LED 结合 8K 及 QD 技术将达到 OLED 画质，并且可靠性和成本占优势。

**mini LED 具有成本效益：**mini LED 由于使用尺寸更小的 LED 背光源，可以实现更精细的控制，从而具有更好的亮度和更高对比度。OLED（有机发光二极管）技术则采用了自发光的有机材料，每个像素点都可以独立发光。由于不需要背光源，OLED 显示屏能够实现真正的黑色和无限对比度。Mini LED 凭借其高亮度、较高对比度和成本效益，适合大屏幕应用和 HDR 内容显示。而 OLED 以其真正的黑色、高色彩准确度和广视角，适合高端应用和需要极致显示效果的产品。

图 23、2023 年中国 mini-LED 电视市场市占率



数据来源：封面新闻，兴业证券经济与金融研究院整理

图 24、mini-LED 与 OLED 优缺点对比



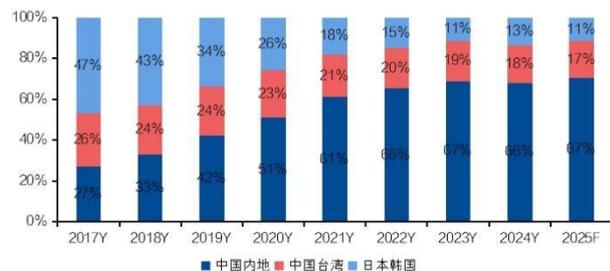
数据来源：电子工程专辑，兴业证券经济与金融研究院整理

### (三) 全产业链一体化打造研发与成本优势

**产业协同优势：**TCL 电子与华星光电（TCL 科技集团股份有限公司控股子公司）一直维持长期关系。

京东方、TCL 华星、惠科三大面板厂掌握了全球液晶电视面板约六七成的产能。2024 年 8 月底，夏普在日本的 10 代液晶面板线正式停产。8 月 1 日，LGD 也公告 TCL 华星已被确定为 LGD 广州 8.5 代液晶面板线的优先竞买方。随着日韩企业在液晶电视面板领域的进一步退出，群智咨询预计，2025 年中国大陆厂商在全球液晶面板供应的份额将达到 72.7%。

图 25、各地区面板厂商市场份额



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 26、2024 年 7 月全球主要大尺寸显示面板厂商出货量市场份额



数据来源：199IT，兴业证券经济与金融研究院整理

电视面板价格具有较强的稳定性: 由于供给侧格局优化和主流厂商按需生产策略, 行业供需关系不断改善, 电视面板价格逐渐回升。近几个季度来看, 电视面板价格波动已逐渐收敛, 围绕合理价格中枢窄幅波动, 具备较强的稳定性。

图 27、显示面板产业链



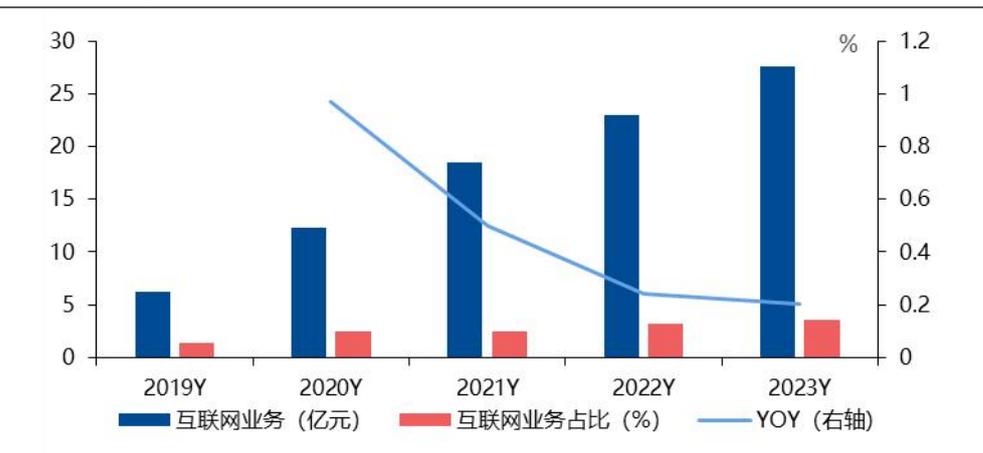
数据来源: 华经情报网, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 三、互联网业务——发展潜力大，盈利性高

**高增长率,高毛利率:** 2023 年 TCL 电子全球互联网业务年内收入同比增长 20.2% 至 27.6 亿港元,毛利率同比增加 4.6 个百分点至 55.1%。互联网业务主要围绕智能电视的互联网服务展开。主要业务内容是提供智能电视的互联网内容和服务,通过视频点播、游戏、广告等实现收入。

**国内外收入拆分:** 2023 年国内营业收入是 20.6 亿港币。同时,国际市场互联网业务 2023 年收入同比大幅增长 40.1%。国际市场上,一方面与 Google、Roku 和 Netflix 等巨头合作,持续提升用户体验。另一方面,雷鸟海外商业模式实现突破,通过合作 OTT 平台(通过公共互联网面向电视终端提供视频等多种服务的平台)触达海外庞大的 TCL 智屏用户,增强变现能力;截至 2023 年 12 月底 TCL Channel 累计用户数超过 2,300 万,已覆盖北美、欧洲、中南美洲、亚太地区等 60 个国家。

图 28、互联网业务收入、增速及占比

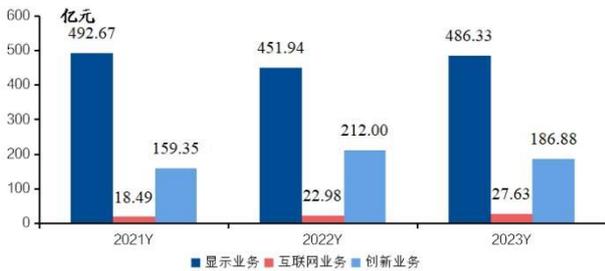


数据来源:同花顺,兴业证券经济与金融研究院整理

#### 四、创新业务——收入占比稳步提升

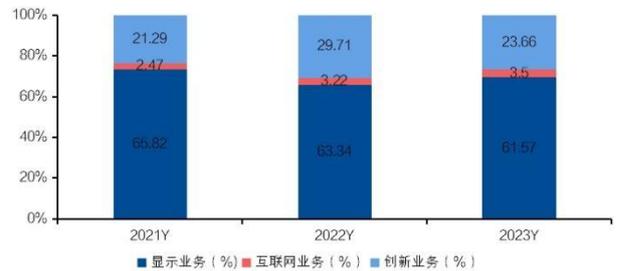
**创新业务收入占比提升：**创新业务收入由 2021 年的 21.29% 提升到 2023 年的 23.66%，由 159.35 亿港元提升到 186.88 亿港元。全品类营销业务规模持续扩大，2023 年的收入同比增长了 26.3%，达到了 104.09 亿港元。智能连接及智能家居业务的收入同比增长了 3.2%，达到了 19.32 亿港元，其中智能连接业务的毛利率同比提升了 11.0 个百分点，达到了 25.4%。光伏业务 2024 年上半年收入 52.7 亿港元，毛利同比大幅上升 322.5% 至 5.4 亿港元，毛利率提高 2.7 个百分点至 10.3%。

图 29、TCL 电子各业务收入



数据来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

图 30、TCL 电子各业务收入占比

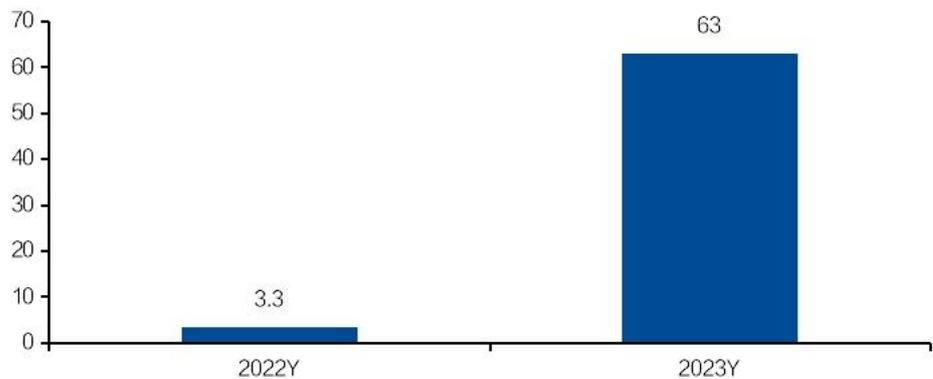


数据来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

#### (一) 光伏业务

**2022 年第二季度以来正式运营光伏业务：**2024 年上半年已覆盖中国 23 个省市，2023 年实现收入同比增长 1820.3%，达到 63 亿港元。2024 年上半年达到 52.7 亿港元，毛利率 10.3%。其运营模式主要分为户用（C 端）及工商业（B 端）。TCL 中环是 TCL 电子的主要供应商。作为光伏制造端龙头企业，TCL 中环布局了硅料、硅片、电池片、组件光伏制造端全链条，形成了垂直一体化发展模式。

图 31、光伏业务收入（亿港元）



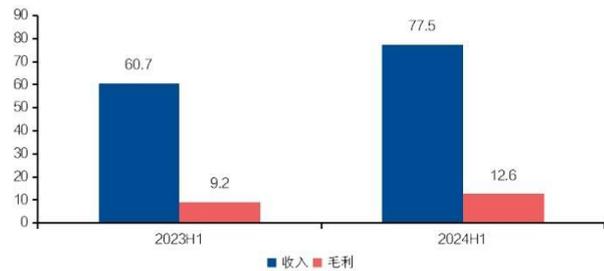
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

## (二) 全品类营销

2023 年，TCL 电子全品类营销业务收入和毛利均有显著增长：收入增幅 26.3%，增至 104.09 亿港元。同时，毛利额也有了大幅提升，同比增长 60.3%，达到了 17.40 亿港元。毛利率也有所提高，同比提升了 3.5 个百分点，达到了 16.7%。

**2023 年推出了多款新产品：**其中包括了集成了“智慧健康”、“节能环保”、“AI 智能”多功能的新风空调小蓝翼 P7。

图 32、全品类营销业务收入及毛利（亿港元）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 33、全品类旗舰产品



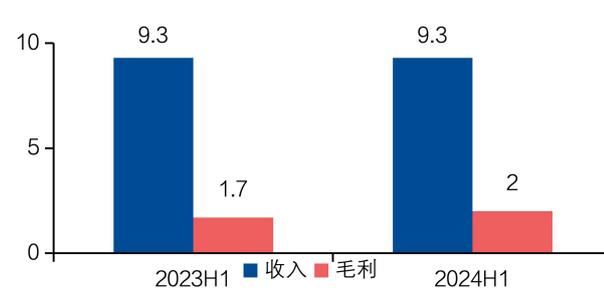
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

## (三) 智能连接及智能家居

2023 年，智能连接和智能家居业务的收入达到了 19.32 亿港元，同比增长了 3.2%。其中，智能家居业务的收入为 7.06 亿港元，而智能连接业务的收入同比增长了 6.3%，达到了 12.26 亿港元。智能连接业务的毛利率同比大幅提升了 11.0 个百分点，达到了 25.4%。

**TCL 电子发展 AR（增强现实）和 XR（扩展现实）智能眼镜领域，**其内部孵化的雷鸟创新在国内推出了消费级 AR 眼镜雷鸟 X2、X2 Lite，以及 XR 眼镜新品雷鸟 Air2 等新产品。截至 2023 年 12 月 31 日，雷鸟创新在国内消费级 AR 眼镜线上市场份额排名连续第一。

图 34、智能连接及智能家居业务收入（亿港元）



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 35、智能连接及智能家居



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**围绕 AI+布局，AI 眼镜走在行业前列：**TCL 电子孵化的雷鸟创新，在 CES 期间，正式发布 V3 AI 拍摄眼镜，搭载猎鹰影像系统、通义独家定制大模型等诸多创新技术，对标 Meta 更具性价比，雷鸟 V3 是国内第一款现货发售的 AI 拍摄眼镜。同时，雷鸟预计在 2025Q2 发布 X3 Pro AR 眼镜，在光学设计、显示效果方面有望获得突破。

## 五、财务分析

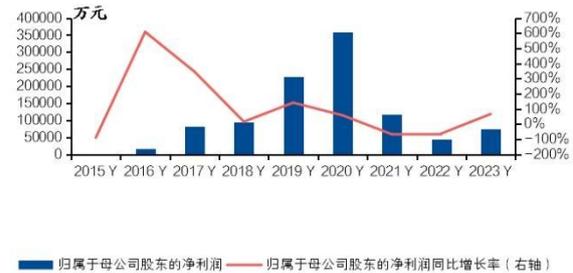
**营收高速增长：**公司 2023 年营业收入为 789.86 亿元，同比增长 10.70%，营收增长率较高，从 2015 年到 2023 年的复合增长率是 11.1%。净利润增长率波动较大，2023 年净利润是 7.436 亿元，2015 年到 2023 年归母净利润的 CAGR 约为 52.2%。

图 36、营业收入及 YOY



数据来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

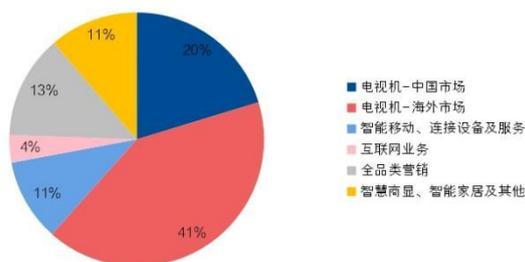
图 37、归属于母公司的净利润及 YOY



数据来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

**销售毛利率较为平稳：**毛利率整体略有提升，2023 年毛利率为 18.7%，较 2022 年增长 0.3 个百分点。毛利率同比增长主要受益于创新业务及互联网业务盈利能力的持续改善。净利率在 2020 年达到最高为 6.31%，2015 年到 2023 年的平均值为 2.15%。

图 38、FY2023 收入拆分



数据来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

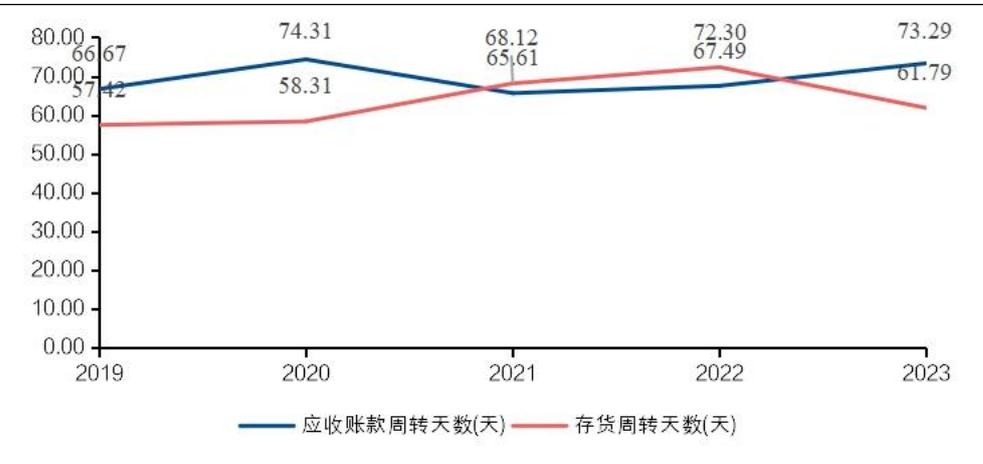
图 39、毛利率与净利率 (%)



数据来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

应收账款和存货周转天数呈现波动变化：2023 年应收账款周转天数为 73.29 天，存货周转天数为 61.79 天。

图 40、应收账款及存货周转天数



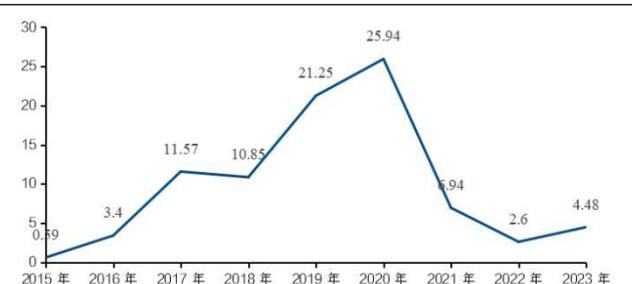
数据来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

图 41、资产负债率



数据来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

图 42、ROE (%)



数据来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

## 六、盈利预测及投资建议

我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 950、1093、1243 亿港元，分别同比增长 20.2%、15.1%、13.7%。2024-2026 年归母净利润分别为 12.99、16.11、20.11 亿港元，分别同比增长 74.6%、24.0%、24.8%。

表 3、主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万港元)	78,986	94,966	109,325	124,318
同比增长(%)	10.7	20.2	15.1	13.7
归母净利润(百万港元)	744	1,299	1,611	2,011
同比增长(%)	66.4	74.6	24.0	24.8
毛利率(%)	18.7	18.9	19.0	19.2
净利润率(%)	1.0	1.5	1.6	1.7
净资产收益率(%)	4.3	7.1	8.3	9.6
EPS(港元)	0.31	0.54	0.66	0.83

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

**表 4、行业估值表（截至 2025 年 3 月 18 日）**

	收盘价	2024 年 一致预 测 EPS	2025 年 一致预 测 EPS	2026 年 一致预 测 EPS	2025 一致预 测 EPS YOY	2026 一致预 测 EPS YOY	2025E PE	2026E PE
四川长虹	11.97	0.19	0.25	0.29	32%	16%	47.9	41.2
创科实业	97.45	4.41	5.50	6.36	25%	16%	17.7	15.3
美的集团	74.98	5.03	5.58	6.12	11%	10%	13.4	12.2
海信视像	22.77	1.59	1.85	2.10	17%	14%	12.3	10.8
海尔智家	27.35	2.23	2.52	2.78	13%	10%	10.9	9.8
TCL 电子	7.92	0.54	0.66	0.83	24%	25%	11.9	9.6
海信家电	27.90	2.56	2.94	3.30	15%	12%	9.5	8.5
格力电器	43.77	5.68	6.13	6.62	8%	8%	7.1	6.6
泉峰控股	19.02	1.88	2.44	2.91	30%	19%	7.8	6.5

数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

注：收盘价和 EPS 单位，港股为港元，A 股为元人民币；海尔智家、海信家电为相应港股估值；一致预期除 TCL 电子外均来源于 WIND，TCL 电子 EPS 使用本报告财务预测值；创科实业 2024 年全年 EPS 已公布，因此使用的是实际值

## 七、风险提示

- 1) 原材料价格波动：面板等购入成本波动将可能导致毛利率不达预期；
- 2) 供应链紧张持续：导致零部件供给不足，供货节奏受阻；
- 3) 通货膨胀加剧：或导致收入及利润增速不及预期；
- 4) 市场竞争加剧：导致市场份额受到侵蚀；
- 5) 其他宏观因素：或导致收入增速不及预期。



## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyjq.com.cn](http://www.xyjq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与 JinJiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、宝应县开发投资有限公司、中泰证券、中泰金融国际有限公司、中泰国际财务英属维尔京群岛有限公司、杭州上城区城市建设投资集团有限公司、湖州市城市投资发展集团有限公司、重庆大足实业发展集团有限公司、江西省金融资产管理股份有限公司、珠海华发集团有限公司、华发投控 2022 年第一期有限公司、海盐县国有资产经营有限公司、海盐海滨有限公司、平安国际融资租赁有限公司、湖北农谷实业集团有限责任公司、湖州经开投资发展集团有限公司、环太湖国际投资有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、Taishan City Investment Co.,Ltd.、益阳市赫山区发展集团有限公司、佛山市高明建设投资集团有限公司、重庆巴洲文化旅游产业集团有限公司、上海中南金石企业管理有限公司、厦门国贸控股集团有限公司、国贸控股（香港）投资有限公司、中国国新控股有限责任公司、国晶资本(BVI)有限公司、中原资产管理有限公司、中原大禹国际(BVI)有限公司、南京溧水经济技术开发区开发有限公司、溧源国际有限公司、成都中法生态园投资发展有限公司、桐庐县国有资产投资经营有限公司、政金金融国际(BVI)有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、江苏省溧阳高新区控股集团有限公司、江苏中关村控股集团（国际）有限公司、连云港港口集团、山海（香港）国际投资有限公司、漳州圆山发展有限公司、镇江交通产业集团有限公司、Higher Key Management Limited、广州产业投资基金管理有限公司、淮安市交通控股集团有限公司、恒源国际发展有限公司、建发国际集团、四海国际投资有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、交运燃气有限公司、中南高科产业集团有限公司、中国景大教育集团控股有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、重庆市万盛工业园区开发建设有限公司、湖北光谷东国有资本投资运营集团有限公司、湖北新铜都城市投资发展集团有限公司、厦门国际投资有限公司、无锡市太湖新城资产经营管理有限公司、江苏句容投资集团有限公司、漳州市九龙江集团有限公司、Yi Bright International Limited、临沂城市建设投资集团有限公司、杭州钱塘新区建设投资集团有限公司、孝感市高创投资有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、济南舜通国际有限公司、济南轨道交通集团有限公司、郴州市福天建设发展有限公司、扬州江淮建设发展有限公司、平潭综合实验区城市发展集团有限公司、陕西榆神能源开发建设集团有限公司、澳门国际银行股份有限公司、升辉清洁集团控股有限公司、BPHL Capital Management LTD、北京建设(控股)有限公司、北京控股集团有限公司、香港一联科技有限公司、镇江国有投资控股集团有限公司、泸州航空发展投资集团有限公司、济南城市建设集团有限公司、Jinan Urban Construction International Investment Co., Limited、龙川海外投资有限公司、宁乡市水务建设投资有限公司、青岛华通国有资本投资运营集团有限公司、四川简州空港农业投资发展集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、金龙山实业(英属维尔京群岛)有限公司、济南章丘控股集团有限公司、Shenghai Investment Co., Limited、青岛军民融合发展集团有限公司、泸州白酒产业发展投资集团有限公司、天风证券、三明市城市建设发展集团有限公司、Zhejiang Anji Construction Development Hong Kong Co Ltd、浙江安吉国控建设发展集团有限公司、陕西金融资产管理股份有限公司、湘潭振湘国有资产经营投资有限公司、曲阜兴达投资发展有限公司、沂晟国际有限公司、临沂市城市建设投资集团有限公司、科学城（广州）投资集团有限公司、海垦国际资本（香港）有限公司、海南省农垦投资控股集团有限公司、阜宁县城发控股集团有限公司、菏泽财金投资集团有限公司、鹤山市公营资产经营有限公司、四川纳兴实业集团有限公司、水发集团有限公司、淮北市公用事业资产运营有限公司、茂名港集团有限公司、江苏荃信生物医药股份有限公司、浙江钱塘江投资开发有限公司、众创（香港）科技有限公司、海通恒信、HAITONG UT BRILLIANT LIMITED、Vertex Capital Investment Limited、五矿地产有限公司、南平武夷集团有限公司、南平武夷发展集团有限公司、洛阳国苑投资控股集团有限公司、南昌金开集团有限公司、JinJiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、福建省晋江市建设投资控股集团有限公司、江苏海晟控股集团有限公司、RONGHE INTERNATIONAL INDUSTRY CO.,LTD.、青岛西海岸新区融合控股集团有限公司、淄博市城市资产运营集团有限公司、威海城市投资集团有限公司、平度市城市开发集团有限公司、舟山普陀城投开发建设有限公司、海纳城投国际控股有限公司、上海浦东发展银行股份有限公司香港分行、新希望集团有限公司、三明市城市建设投资集团、南安市发展投资集团有限公司、宜都市国有资产投资运营控股集团有限公司、淮南建设发展控股(集团)有限公司、济南高新控股集团有限公司、济高国际（开曼）投资发展有限公司、莆田市国有资产投资集团有限责任公司、洛阳国晟投资控股集团有限公司、潍坊市城区西部投资发展集团有限公司、高邮市水务产业投资集团有限公司、上饶创新发展产业投资集团有限公司、泰州东方中国医药城控股集团有限公司、安吉七彩灵峰乡村旅游投资有限公司、乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营（集团）有限公司、福建省晋江市城市建设投资开发集团有限责任公司、上饶投资控股集团有限公司、上饶投资控股国际有限公司、海宁市城市发展投资集团有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、东方资本有限公司、集友银行有限公司、济南历城控股集团有限公司、历城国际发展有限公司、光大银行、漳州市交通发展集团有限公司、中国国际金融股份有限公司、天风国际证券集团有限公司、TFI Overseas Investment

Limited、工商银行、株洲高科集团有限公司、滨州市财金投资集团有限公司、滨州财金国际有限公司、泰兴市港口集团有限公司、南阳交通控股集团有限公司、江苏叠石桥家纺产业集团有限公司、十堰城市运营集团有限公司、宜宾市新兴产业投资集团有限公司、湖州吴兴城市投资发展集团有限公司、WUXING CITY INVESTMENT HK COMPANY LIMITED、Haitian (BVI) International Investment Development Limited、青岛国信(发展)集团有限责任公司、MINGHU INTERNATIONAL (BVI) INVESTMENT DEVELOPMENT CO., LIMITED、济南历下控股集团有限公司、Zhongyuan Zhicheng Co., Ltd.、中原豫资投资控股集团有限公司、福建省晋江建控投资控股集团有限公司、JINJIANG ROAD AND BRIDGE CONSTRUCTION & DEVELOPMENT CO.,LTD、武汉有机控股有限公司、Jinjiang Road and Bridge Construction & Development Co., Ltd.、重庆新双圈城市建设开发有限公司、九江银行、青岛胶州湾发展集团有限公司、无锡市交通产业集团有限公司、海翼(香港)有限公司、保定市国控集团有限责任公司、泉州城建集团有限公司、Coastal Emerald Limited、山东高速集团、赣州建控投资控股集团有限公司、湖南省汨罗江控股集团有限公司、湖南省融资担保集团有限公司、万晟国际(维尔京)有限公司、中原国际发展(BVI)有限公司、河南投资集团有限公司、China Cinda 2020 I Management Ltd、中国信达(香港)控股有限公司、资阳发展投资集团有限公司、重庆兴农融资担保集团有限公司、荆州市城市发展控股集团有限公司、成都空港城市发展集团有限公司、南洋商业银行有限公司、许昌市投资集团有限公司、江苏双湖投资控股集团有限公司、四川西南发展控股集团有限公司、China Great Wall International Holdings III Ltd、中国长城资产(国际)控股有限公司、湖州南浔旅游投资发展集团有限公司、南京银行、武汉地铁集团有限公司、湖北省融资产担保集团有限责任公司、淮北市建设投资有限责任公司、安徽西湖投资控股集团有限公司、淄博高新国有资本投资有限公司、河南省郑州新区建设投资有限公司、湖北浠川国有资本投资运营集团有限公司、江苏钟吾城乡投资发展集团有限公司、诸暨市国有资产经营有限公司、兴业银行股份有限公司香港分行、Soar Wise Limited、Soar Wind Ltd、中航国际融资租赁有限公司、邳州市产业投资控股集团有限公司、巴中发展控股集团有限公司、江苏润鑫城市投资集团有限公司、山东泉汇产业发展有限公司、天府信用增进股份有限公司、农业银行、盐城高新区投资集团有限公司、众森控股(青岛)股份有限公司、潍坊市城市建设发展投资集团有限公司、全椒全瑞投资控股集团有限公司、安徽省兴泰融资担保集团有限公司、东兴启航有限公司、东兴证券、黄石市国有资产经营有限公司、浙江湖州南浔经济建设开发有限公司、湖州南浔新开建设集团有限公司、浦江县国有资本投资集团有限公司、莱州财金国际有限公司、莱州市财金投资有限公司、XD 民生银行、新沂市交通文旅集团有限公司、泰安高新建设集团有限公司、香港国际(青岛)有限公司、青岛城市建设投资(集团)有限责任公司、贵溪市发展投资集团有限公司、湖南瑞鑫产业运营管理有限公司、常德财鑫融资担保有限公司、舟山海城建设投资集团有限公司、赣州城市投资控股集团有限责任公司、江苏中扬清洁能源发展有限公司、黄石产投控股集团有限公司、赤壁城市发展集团有限公司、重庆三峡融资产担保集团股份有限公司、QUAN CHENG FINANCIAL HOLDINGS (BVI) LIMITED、济南金投控股集团有限公司、无锡恒廷实业有限公司、江苏银行、靖江港口集团有限公司、沛县产业投资发展集团有限公司、Taishan Finance International Business Co., Limited、泰安市泰山财金投资集团有限公司、娄底市城市发展控股集团有限公司、湖州市南浔区交通投资集团有限公司、怀远县新型城镇化建设有限公司、徽商银行、JUNFENG INTERNATIONAL CO., LTD、烟台国丰投资控股集团有限公司、长沙金洲新城投资控股集团有限公司、湖州新型城市投资发展集团有限公司、湖州吴兴国有资本投资发展有限公司、荣利营造控股有限公司、Haichuan International Investment Co Ltd、江苏方洋控股有限公司、都江堰智慧城市运营建设发展集团有限公司、洛阳文化旅游投资有限公司、漳州台商投资区资产运营集团有限公司、郑州城建集团投资有限公司、佛山市南海联达投资(控股)有限公司、成都武侯产业发展投资管理集团有限公司、浙江长兴金融控股集团有限公司、宁国市宁阳控股集团有限公司、邹城市城资控股集团有限公司、温州市鹿城区国有控股集团有限公司、山东明水国开发展集团有限公司、Mixin International Trading Co., Limited、宜昌高新投资开发有限公司、中原大禹国际(BVI)有限公司、武汉金融控股(集团)有限公司、威海市环通产业投资集团有限公司、知识城(广州)投资集团有限公司、成都交通投资集团有限公司、福清市国有资产营运投资集团有限公司、滨州市滨城区经济开发投资有限公司、浙江杭海新城控股集团有限公司、YANGSHAN OVERSEAS DEVELOPMENT CO., LTD、湖州莫干山高新集团有限公司、湖州莫干山国有资本控股集团有限公司、郑州地铁集团有限公司、漳州高鑫发展有限公司、宜春市袁州区国投集团有限公司、郑州市金水控股集团有限公司、肇庆市国联投资控股有限公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、建德市国有资产投资控股集团有限公司、建投国际(香港)有限公司、重庆丰都文化旅游集团有限公司、Huafa 2024 I Company Limited、广德市国有资产投资经营有限公司、浙江德盛(BVI)有限公司、杭州富阳交通发展投资集团有限公司、Zibo High-Tech International Investment Co., Limited、成都市羊安新城开发建设有限公司、Lintou Overseas Co., Limited、临沂投资发展集团有限公司、三水国际发展有限公司、江苏姜堰经开集团有限公司、青岛平度控股集团有限公司、河南省铁路建设投资集团有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、唐山国控集团有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、淮北市建投控股集团有限公司、衢州市衢通发展集团有限公司、无锡市广益建设发展集团有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、黄石市新城产业投资集团有限公司、丽水经济技术开发区实业发展集团有限公司、印象大红袍股份有限公司、瓷矿集团(开曼群岛)有限公司、山东能源集团有限公司、淮安市投资控股集团有限公司、南阳城投控股有限公司、科学城(广州)融资租赁有限公司、科学城(广州)投资集团有限公司、稠州国际投资有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、江门高新技术工业园有限公司、林州市城投控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、安徽海螺水泥股份有限公司、脑动力医疗科技有限公司、江苏皋开投资发展集团有限公司、天长市农业发展有限公司、四川省金玉融资担保有限公司、徽商银行股份有限公司、淄博市淄川区财金控股有限公司、晋江市路桥建设开发有限公司、江西省信用融资担保集团股份有限公司、湖北省联合发展投资集团有限公司、岳阳市城市建设投资集团有限公司、萍乡市城市建设投资集团有限公司、沂盛(维尔京)国际有限公司、山东沂蒙产业集团有限公司有投资银行业务关系。

## 使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意

见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过

往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。

## 兴业证券研究

### 上海

地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层  
邮编：200135  
邮箱：research@xyzq.com.cn

### 北京

地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元  
邮编：100020  
邮箱：research@xyzq.com.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼  
邮编：518035  
邮箱：research@xyzq.com.cn

### 香港（兴证国际）

地址：香港德辅道中 199 号无限极广场 32 楼全层  
邮编：518035  
邮箱：ir@xyzq.com.hk