

TCL 电子 (01070.HK) 全年业绩超预期，美国线下渠道结构调整效果显著

2025 年 03 月 25 日

——港股公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

林文隆（分析师）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

linwenlong@kysec.cn

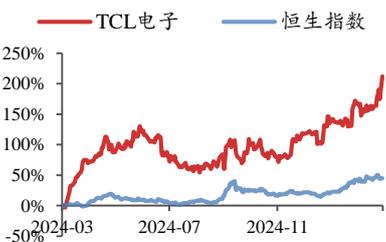
证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790524070004

| | |
|--------------|-------------|
| 日期 | 2025/3/25 |
| 当前股价(港元) | 8.820 |
| 一年最高最低(港元) | 9.400/2.810 |
| 总市值(亿港元) | 222.35 |
| 流通市值(亿港元) | 222.35 |
| 总股本(亿股) | 25.21 |
| 流通港股(亿股) | 25.21 |
| 近 3 个月换手率(%) | 27.12 |

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2024H1 业绩高增，彩电国内外业务量价双升—港股公司信息更新报告》-2024.8.26

《显示业务经营改善+提质增效带动 2024H1 业绩高增—港股公司信息更新报告》-2024.7.17

《2023H2 营收和利润改善，国内外 TV 营收增长稳健—港股公司信息更新报告》-2024.3.30

● **业绩超预期&渠道调整效果显著，继续看好利润率提升，维持“买入”评级**
公司发布 2024 年业绩，2024 年营收 993 亿港元 (+26%)，归母净利润 17.6 亿港元 (+137%)，经调整归母净利润 16.1 亿港元 (+100%)。2024H2 营收 538 亿港元 (+22%)，归母净利润 11.1 亿港元 (+131%)，经调整归母净利润 9.5 亿港元 (+76%)。外销欧洲/新兴市场快速增长&北美市场盈利改善，内销受益政策刺激，我们上调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 21.32/24.74/27.99 亿港元（2025-2026 年原值为 16.35/19.43 亿港元），对应 EPS 分别为 0.8/1.0/1.1 港元，当前股价对应 PE 分别为 10.4/9.0/7.9 倍，伴随海外渠道结构升级及拓展，继续看好公司长期利润率提升，维持“买入”评级。

● **2024 年内外销彩电均量价双升，中小尺寸业务瘦身营收和盈利均有改善**

(1)内销彩电:2024/2024H2 营收分别为 190/107 亿港元,同比分别+19%/+17%。2024 年出货量/均价同比分别+6%/+12%，2024H2 同比分别+6%/+11%。2024 年毛利率 20% (-1.6pct)，预计 H2 降幅较 H1 收窄。(2)国际彩电:2024/2024H2 营收分别为 411/235 亿港元,同比分别+26%/+27%。2024 年出货量/均价同比分别+18%/+7%，2024H2 同比分别+24%/+3%。2024 年毛利率 13.5% (基本持平)，预计 H2 毛利率同比表现较 H1 显著改善。(3)光伏业务:2024/2024H2 营收分别为 129/76 亿港元,同比分别+104%/+65%。2024 年毛利率 9.6% (基本持平)。(4)中小尺寸:2024/2024H2 营收分别为 85/47 亿港元,同比分别+20%/+28%。2024 年毛利率 15.4%。(5)全品类营销:2024/2024H2 营收分别为 124/47 亿港元,同比分别+20%/+8%，海外业务维持高增长。2024 年毛利率 13.9%。盈利端，2024 年毛利率 15.7% (-1.6pct)，或主系结构变化和面板成本扰动，销售/管理/研发/财务费用率同比分别-1.1/-0.9/-0.6/-0.3pct，在内部降本控费以及中小尺寸业务瘦身带动下费用率改善明显，从而带动利润率提升。

● **北美渠道见闻：结构调整收效显著，Bestbuy 渠道高端品线覆盖度明显提升**

2024 年北美彩电以调渠道结构为主，截至目前看线上和线下结构升级明显。线上维度，公司彩电在 Bestbuy 进驻 SKU 数量和高端品线 SKU 数量均有显著提升，75 寸以上为例 MiniLED SKU 数量从 3 款提升至 16 款，SKU 总量从 10 款提升至 28 款。线下渠道类似，公司彩电在 Bestbuy 进驻 SKU 数量和高端 SKU 较 2024 年均有显著提升，沃尔玛产品结构有所升级，Sam's Club 和 Costco 整体变化不大。**长期视角，继续看好彩电业务产品结构升级/渠道拓展+北美渠道结构调整 +光伏业务/中小尺寸业务经营改善等共同驱动公司长期利润率提升。**

● **风险提示：**欧洲市场拓展不及预期；行业竞争加剧；面板价格快速上涨等。

财务摘要和估值指标

| 指标 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万港元) | 78,986 | 99322 | 115303 | 130946 | 145364 |
| YOY(%) | 10.7 | 25.7 | 16.1 | 13.6 | 11.0 |
| 净利润(百万港元) | 744 | 1759 | 2132 | 2474 | 2799 |
| YOY(%) | 66.4 | 136.6 | 21.2 | 16.0 | 13.2 |
| 毛利率(%) | 19.6 | 15.7 | 15.5 | 15.4 | 15.4 |
| 净利率(%) | 0.9 | 1.8 | 1.8 | 1.9 | 1.9 |
| ROE(%) | 4.5 | 10.2 | 11.7 | 11.0 | 10.8 |
| EPS(摊薄/港元) | 0.3 | 0.7 | 0.8 | 1.0 | 1.1 |
| P/E(倍) | 29.9 | 12.6 | 10.4 | 9.0 | 7.9 |
| P/B(倍) | 1.0 | 1.2 | 0.9 | 0.7 | 0.7 |

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

| | |
|--|---|
| 1、 2024 年业绩超预期，内外销彩电业务量价双升..... | 3 |
| 2、 2024 年毛利率受彩电业务扰动，费用率持续改善带动利润率提升..... | 4 |
| 3、 北美渠道见闻更新：渠道结构调整收效明显，Bestbuy 渠道高端品线 SKU 数量显著增加..... | 5 |
| 3.1、 线上渠道：Bestbuy 渠道各尺寸段进驻总 SKU 数量以及高端品线 SKU 数量较 2024 年均不同程度增加..... | 5 |
| 3.2、 线下渠道：Bestbuy 渠道拓展效果明显，沃尔玛预计调整结构为主..... | 6 |
| 3.2.1、 Bestbuy 渠道：公司 SKU 总量和高端品线数量增加幅度高于同行且开始有专区展示旗舰产品..... | 6 |
| 3.2.2、 Walmart 渠道：销售更大尺寸段产品，预计调整结构为主..... | 7 |
| 3.2.3、 Sam's Club 渠道：公司销售情况较 2024 年未有明显变化，VIZIO 进驻数量显著增加&三星/LG 进驻数量减少..... | 8 |
| 4、 盈利预测与投资建议..... | 8 |
| 5、 风险提示..... | 8 |

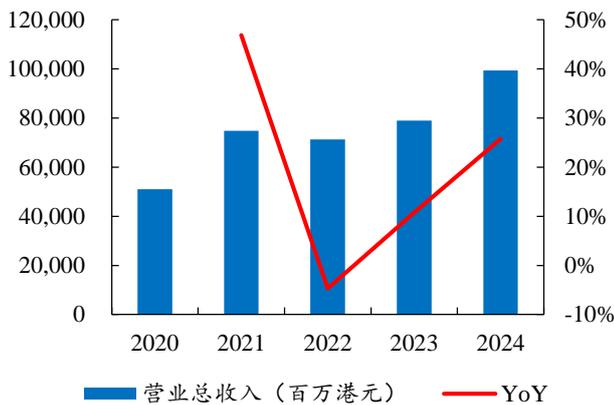
图表目录

| | |
|--|---|
| 图 1： 2024 年公司实现营收 993 亿港元（+26%）..... | 3 |
| 图 2： 2024 年公司实现归母净利润 17.6 亿港元（+137%），经调整归母净利润 16.1 亿港元（+100%）..... | 3 |
| 图 3： 2024 年国内/国际彩电增长提速，中小尺寸业务营收增速显著恢复，全品类营销和光伏业务延续快速增长态势.. | 4 |
| 图 4： 2024 年彩电业务国内和海外市场均实现量价双升，2024H2 海外销量增长提速..... | 4 |
| 图 5： 2024 年销售/管理/研发/财务费用率同比分别-1.1/-0.9/-0.6/-0.3pct，费用率持续改善..... | 5 |
| 图 6： 2024 年公司归母净利率 1.77%（+0.8pct），经调整归母净利率 1.6%（+0.6pct）..... | 5 |
| 图 7： Bestbuy 渠道各尺寸段进驻总 SKU 数量以及高端品线 SKU 数量较 2024 年均不同程度增加（单位：款）..... | 6 |
| 图 8： 相较于 2024 年，公司在 Bestbuy 渠道新增专区展示销售高端品线产品，且线下销售 SKU 数量增加幅度较同行高..... | 7 |
| 图 9： 相较于 2024 年，公司在 Walmart 渠道开始销售更大尺寸段产品，预计在逐步调整结构..... | 7 |
| 图 10： 相较于 2024 年，公司销售情况未有明显变化，VIZIO 进驻数量显著增加&三星/LG 进驻数量减少..... | 8 |

1、2024 年业绩超预期，内外销彩电业务量价双升

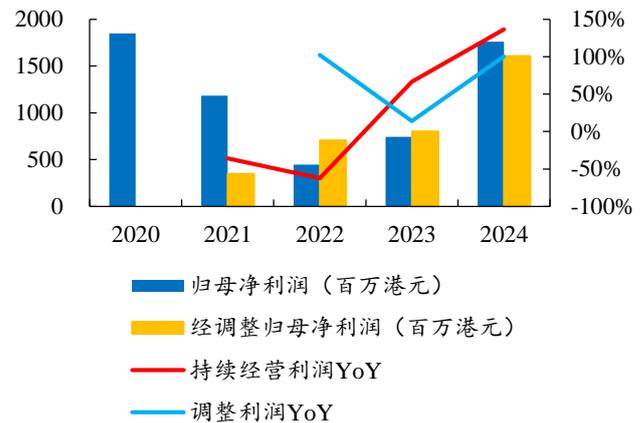
2024 年公司实现营收 993 亿港元 (+26%)，归母净利润 17.6 亿港元 (+137%)，经调整归母净利润 16.1 亿港元 (+100%)。其中 2024H2 营收 538 亿港元 (+22%)，归母净利润 11.1 亿港元 (+131%)，经调整归母净利润 9.5 亿港元 (+76%)。

图1：2024 年公司实现营收 993 亿港元 (+26%)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2024 年公司实现归母净利润 17.6 亿港元(+137%)，经调整归母净利润 16.1 亿港元 (+100%)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

(1) 彩电业务国内外均量价双升：内销彩电 2024/2024H2 营收分别为 190/107 亿港元，同比分别+19%/+17%。2024 年出货量/均价同比分别+6%/+12%，2024H2 同比分别+6%/+11%。**国际彩电 2024/2024H2 营收分别为 411/235 亿港元，同比分别+26%/+27%。**2024 年出货量/均价同比分别+18%/+7%，2024H2 同比分别+24%/+3%。**分区域上看，**2024 年欧洲/北美/新兴市场出货量同比分别+34%/+6%/+13%（2024H1 同比分别+40%/-3%/+4%），其中拉美/中东非出货量同比分别+18%/+40%。国内市场雷鸟品牌出货量同比+39%。

(2) 互联网业务:2024 年营收 26 亿港元(-5%)，2024H2 营收 14 亿港元(-14%)。**分区域上看，**全年国际/国内互联网业务营收同比分别+17%/-12%。

(3) 中小尺寸业务:2024/2024H2 营收分别为 85/47 亿港元，同比分别+20%/+28%。报告期内公司聚焦提质经营、架构精简，进一步巩固欧美一线网络运营商，战略调整后营收增速明显改善。

(4) 全品类营销:2024/2024H2 营收分别为 124/47 亿港元，同比分别+20%/+8%，海外业务维持高双位数增长。

(5) 光伏业务:2024/2024H2 营收分别为 129/76 亿港元，同比分别+104%/+65%。截至 2024H1 期末/2024 年期末，公累计工商签约项目超 150/220 个，累计经销商渠道商超 1200/2110 家，累计签约用户超 7/17 万户。

图3：2024年国内/国际彩电增长提速，中小尺寸业务营收增速显著恢复，全品类营销和光伏业务延续快速增长态势

| | 营收占比 | | | | | | YoY | | | | | |
|------------|------|------|--------|--------|--------|--------|------|-------|--------|--------|--------|--------|
| | 2022 | 2023 | 2023H1 | 2023H2 | 2024H1 | 2024H2 | 2022 | 2023 | 2023H1 | 2023H2 | 2024H1 | 2024H2 |
| TCL智屏-中国市场 | 21% | 20% | 20% | 21% | 18% | 20% | 15% | 5% | 9% | 3% | 21% | 17% |
| TCL智屏-海外市场 | 42% | 41% | 41% | 42% | 39% | 44% | -17% | 9% | 6% | 11% | 24% | 27% |
| 中小尺寸显示业务 | 17% | 9% | 10% | 8% | 8% | 9% | -18% | -40% | -53% | -19% | 11% | 28% |
| 全品类营销 | 12% | 13% | 17% | 10% | 17% | 9% | 29% | 26% | 43% | 9% | 28% | 8% |
| 光伏业务 | 0% | 8% | 5% | 10% | 12% | 14% | | 1820% | 879% | 2861% | 213% | 65% |
| 互联网业务 | 3% | 3% | 3% | 4% | 3% | 3% | 24% | 20% | 18% | 22% | 9% | -14% |

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2024年彩电业务国内和海外市场均实现量价双升，2024H2海外销量增长提速

| 同比 (%) | 2022 | 2023 | 2023H1 | 2023H2 | 2024H1 | 2024H2 |
|----------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 中国市场TV销量 | 21.3% | 14.4% | 12.8% | 14.9% | 5.6% | 6.0% |
| 中国市场TV均价 | 5.4% | 10.3% | 3.2% | 20.7% | 14.7% | 10.7% |
| 海外市场TV销量 | 4.8% | 10.0% | 12.9% | 7.6% | 10.4% | 23.7% |
| 海外市场TV均价 | -12.5% | -1.1% | -6.1% | 3.0% | 12.5% | 2.9% |

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、2024年毛利率受彩电业务扰动，费用率持续改善带动利润率提升

毛利率：2024年毛利率 15.7% (-1.6pct)，或主系结构变化和面板成本扰动。拆分来看：

(1) **彩电业务：**2024年口径调整后国内国外毛利率同比分别-1.6pct/基本持平。国内毛利率下滑主要系品牌结构变化以及面板成本营销。2024H1国内/国外毛利率分别为 19.8%/15.6%，同比分别-2.4/-2.2pct。

(2) **互联网业务：**2024年口径调整后毛利率 56.2% (+1.3pct)。2024H1毛利率 54%，同比基本持平。

(3) **全品类营销：**2024年口径调整后毛利率 2024年毛利率 13.9%。2024H1毛利率 16.3% (+1.1pct)。

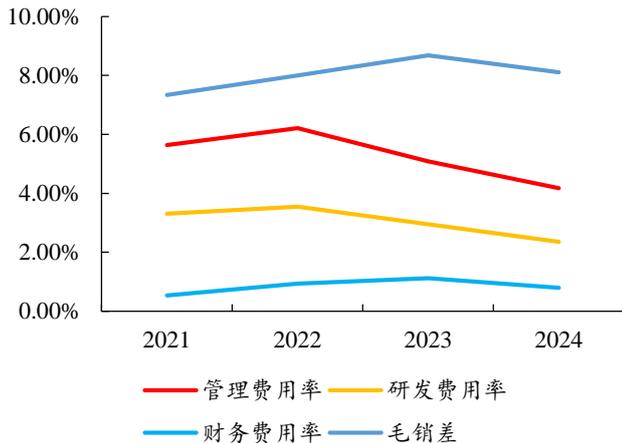
(4) **中小尺寸业务：**2024年口径调整后毛利率 15.4%。2024H1毛利率 16.7% (+0.4pct)。

(5) **光伏业务：**2024年口径调整后毛利率 9.6% (基本持平)。2024H1毛利率 10.3% (+2.7pct)。

费用端：2024 年口径调整后销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.6%/4.2%/2.4%/0.8%，同比分别-1.1/-0.9/-0.6/-0.3pct，在坚持内部降本增效/持续提升运营效率的措施下费用率持续改善。2024H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 9.6%/4.1%/2.4%/1.15%，同比分别-0.9/-1.2/-0.7/-0.1pct。

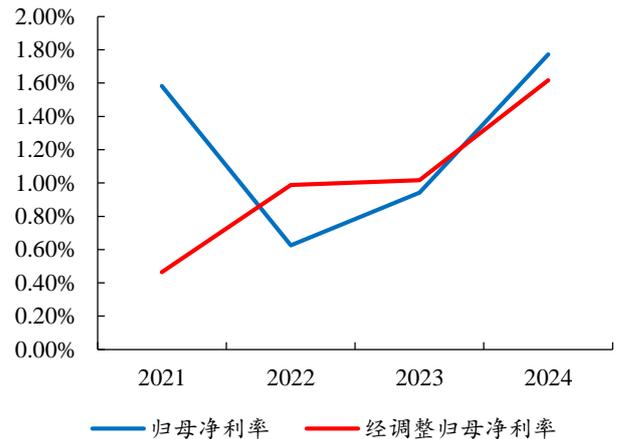
业绩端：综合影响下 2024 年公司归母净利润率 1.77% (+0.8pct)，经调整归母净利润率 1.6% (+0.6pct)。

图5：2024 年销售/管理/研发/财务费用率同比分别 -1.1/-0.9/-0.6/-0.3pct，费用率持续改善



数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：财务费用代指融资成本科目）

图6：2024 年公司归母净利润率 1.77% (+0.8pct)，经调整归母净利润率 1.6% (+0.6pct)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、北美渠道见闻更新：渠道结构调整收效明显，Bestbuy 渠道

高端品线 SKU 数量显著增加

3.1、线上渠道：Bestbuy 渠道各尺寸段进驻总 SKU 数量以及高端品线 SKU 数量较 2024 年均不同程度增加

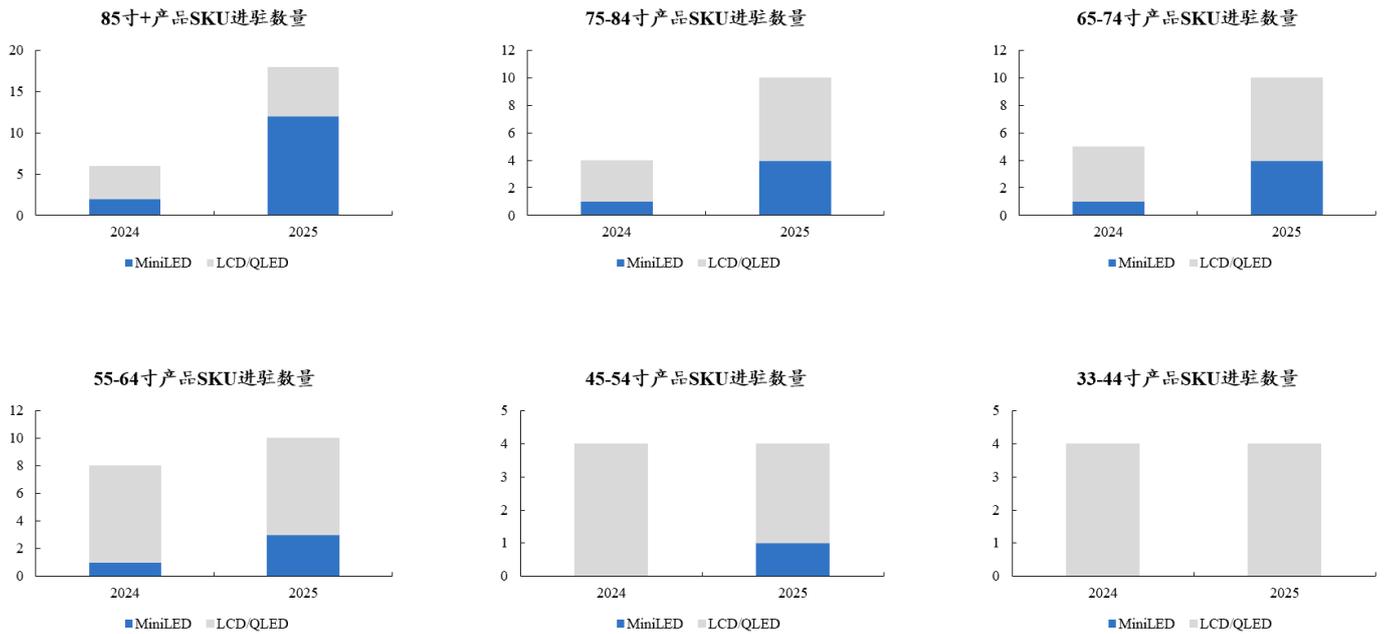
相较于 2024 年，当前公司在 Bestbuy 渠道进驻的 MiniLED 产品 SKU 显著增加且总 SKU 数量亦有增加，2024 年渠道结构调整效果明显。75 寸以上为例，MiniLED SKU 数量从 3 款提升至 16 款，SKU 总量从 10 款提升至 28 款。具体分尺寸段上看：

(1) 85 寸+产品：目前 MiniLED 和 LCD/QLED 进驻 SKU 数量分别为 12/6 款，而 2024 年分别为 2/4 款。大尺寸 MiniLED 电视 SKU 数量显著增加。

(2) 75-84 寸产品：目前 MiniLED 和 LCD/QLED 进驻 SKU 数量分别为 4/6 款，而 2024 年分别为 1/3 款。大尺寸 MiniLED 电视 SKU 数量显著增加。

(3) 65-74 寸产品：目前 MiniLED 和 LCD/QLED 进驻 SKU 数量分别为 4/6 款，而 2024 年分别为 1/4 款。MiniLED 电视 SKU 数量显著增加。

(4) 55-64 寸产品：目前 MiniLED 和 LCD/QLED 进驻 SKU 数量分别为 3/7 款，而 2024 年分别为 1/7 款。MiniLED 电视 SKU 数量显著增加。

图7: Bestbuy 渠道各尺寸段进驻总 SKU 数量以及高端品线 SKU 数量较 2024 年均不同程度增加 (单位: 款)


数据来源: Bestbuy 官网、开源证券研究所

3.2、线下渠道: Bestbuy 渠道拓展效果明显, 沃尔玛预计调整结构为主

3.2.1、Bestbuy 渠道: 公司 SKU 总量和高端品线数量增加幅度高于同行且开始有专区展示旗舰产品

相较于 2024 年, 公司在 Bestbuy 渠道新增专区展示销售高端品线产品, 且线下销售 SKU 数量明显增加。线下有专区展示 QLED 以及 MiniLED 产品, 此外 2024 年有在售 SKU 数量仅 2 款, 而目前在售 SKU 数量增加至 8 款, 其中 QLED/MiniLED 分别有 4/1 款, 因此从趋势上看预计 2025 年 Bestbuy 线下渠道的覆盖率较 2024 年有所提升。

除此之外, 可以看到部分门店开始销售 VIZIO 和 Roku 品牌产品。

图8: 相较于 2024 年, 公司在 Bestbuy 渠道新增专区展示销售高端产品线产品, 且线下销售 SKU 数量增加幅度较同行高

| 线下销售产品 | | 2024年 | | 2025年 | |
|---------|------------|---------|-----|-------|-----|
| Samsung | LCD | 499 | 55寸 | 249 | 40寸 |
| | | / | 65寸 | 269 | 43寸 |
| | QLED | 699 | 55寸 | 629 | 75寸 |
| | | / | 65寸 | 379 | 43寸 |
| | Neo QLED | 1999 | 75寸 | 899 | 75寸 |
| Sony | Mini-LED | \$1,799 | 65寸 | 499 | 43寸 |
| | | \$1,999 | 65寸 | 499 | 43寸 |
| | OLED | \$2,899 | 77寸 | 529 | 50寸 |
| | | | | 679 | 65寸 |
| | | | | 899 | 75寸 |
| LG | LCD | 449 | 65寸 | 269 | 43寸 |
| | QNED | 1099 | 65寸 | 379 | 55寸 |
| | | 999 | 75寸 | 429 | 65寸 |
| | OLED | 1999 | 55寸 | 629 | 75寸 |
| | | 1599 | 65寸 | 499 | 55寸 |
| TCL | | | | 899 | 65寸 |
| | | | | 1199 | 75寸 |
| | QLED | 599 | 65寸 | 209 | 43寸 |
| | | 1099 | 75寸 | 249 | 55寸 |
| | | | | 529 | 75寸 |
| Hisense | QD-MiniLED | 1099 | 65寸 | 199 | 43寸 |
| | Mini-LED | 799 | 75寸 | 999 | 75寸 |
| | | | | 749 | 55寸 |
| | | | | 999 | 65寸 |
| | | | | | |
| Vizio | / | | LCD | 144 | 32寸 |
| Roku | / | | LCD | 199 | 43寸 |
| | | | | 279 | 55寸 |



资料来源: 开源证券研究所 (注: 2024 和 2025 年参考门店有所区别, 因此仅供对比参考各家趋势)

3.2.2、Walmart 渠道: 销售更大尺寸段产品, 预计调整结构为主

相较于 2024 年, 公司在 Walmart 渠道销售 SKU 数量较 2024 年未有明显变化, 增加幅度与其他头部品牌类似。但公司开始有销售更大尺寸 (85 寸) 产品, 而同行尺寸段未发生明显变化。

除此之外, ONN 和 VIZIO 在售 SKU 数量有所减少, 主要是大尺寸段销售数量减少。

图9: 相较于 2024 年, 公司在 Walmart 渠道开始销售更大尺寸段产品, 预计在逐步调整结构

| 线下销售产品 | | 2024年 | | 2025年 | |
|---------|-----|-------|-----|-------|-----|
| Samsung | LCD | \$348 | 50寸 | \$268 | 43寸 |
| | | \$378 | 55寸 | \$328 | 50寸 |
| | | \$628 | 75寸 | \$358 | 55寸 |
| LG | LCD | \$648 | 75寸 | \$378 | 65寸 |
| | | | | \$698 | 65寸 |
| | | | | \$348 | 55寸 |
| TCL | LCD | \$238 | 50寸 | \$248 | 43寸 |
| | | \$248 | 55寸 | \$348 | 55寸 |
| | | \$528 | 75寸 | \$218 | 50寸 |
| Hisense | LCD | \$258 | 50寸 | \$228 | 55寸 |
| | | \$278 | 58寸 | \$748 | 85寸 |
| | | \$498 | 75寸 | \$195 | 43寸 |
| ONN | LCD | \$198 | 50寸 | \$238 | 50寸 |
| | | \$248 | 55寸 | \$248 | 58寸 |
| | | \$498 | 75寸 | \$498 | 75寸 |
| VIZIO | LCD | \$248 | 50寸 | \$178 | 43寸 |
| | | \$314 | 55寸 | \$228 | 55寸 |
| | | \$628 | 75寸 | \$238 | 50寸 |
| | | | | \$264 | 55寸 |



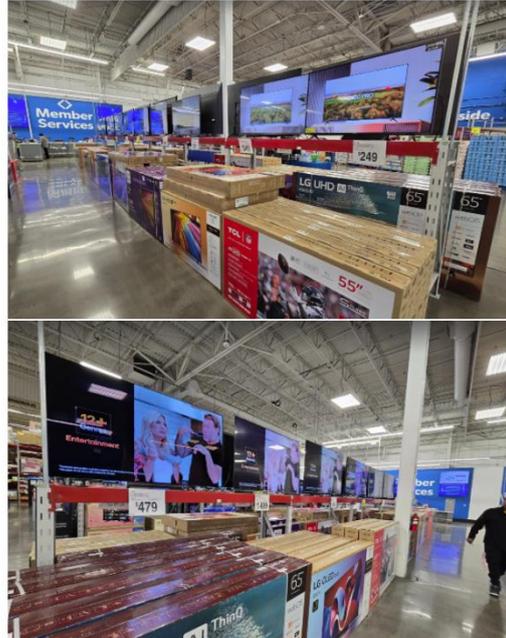
资料来源: 开源证券研究所 (注: 2024 和 2025 年参考门店有所区别, 因此仅供对比参考各家趋势)

3.2.3、Sam's Club 渠道：公司销售情况较 2024 年末有明显变化，VIZIO 进驻数量显著增加&三星/LG 进驻数量减少

作为沃尔玛高端渠道，在沃尔玛收购 VIZIO 后 VIZIO 线下进驻的 SKU 数量有**明显增加**。公司线下进驻 SKU 数量相较于 2024 年末有明显变化，但能够看到 VIZIO 进驻的 SKU 数量有显著增加，从 3 款提升至 6 款且有 QLED 以及 75 寸高端产品销售。反观三星和 LG 销售 SKU 数量有所减少

图10：相较于 2024 年，公司销售情况未有明显变化，VIZIO 进驻数量显著增加&三星/LG 进驻数量减少

| 线下销售产品 | | 2024年 | | 2025年 | |
|---------|------|-------|-----|-------|-----|
| Samsung | LCD | 347 | 50寸 | 267 | 43寸 |
| | | 377 | 55寸 | 327 | 50寸 |
| | | 477 | 65寸 | 357 | 55寸 |
| | QLED | 648 | 75寸 | 467 | 65寸 |
| | | 747 | 65寸 | 697 | 65寸 |
| | | 1597 | 85寸 | 1297 | 65寸 |
| OLED | 1297 | 65寸 | | | |
| 1597 | 65寸 | | | | |
| LG | LCD | 349 | 50寸 | 329 | 43寸 |
| | | 379 | 55寸 | 349 | 55寸 |
| | | 449 | 65寸 | 429 | 65寸 |
| | | 649 | 75寸 | 479 | 65寸 |
| | OLED | 1099 | 86寸 | 599 | 75寸 |
| | | 379 | 55寸 | 1499 | 65寸 |
| | | 1599 | 65寸 | | |
| 2499 | 77寸 | | | | |
| TCL | LCD | 269 | 55寸 | 249 | 55寸 |
| | QLED | 799 | 85寸 | 369 | 65寸 |
| | 599 | 65寸 | 499 | 75寸 | |
| VIZIO | LCD | 249 | 50寸 | 214 | 43寸 |
| | | 399 | 65寸 | 239 | 50寸 |
| | QLED | 179 | 40寸 | 264 | 55寸 |
| | | | | 328 | 65寸 |
| | | | 489 | 75寸 | |
| | | | 449 | 65寸 | |



资料来源：开源证券研究所（注：2024 和 2025 年参考门店有所区别，因此仅供对比参考各家趋势）

4、盈利预测与投资建议

公司发布 2024 年业绩，2024 年营收 993 亿港元（+26%），归母净利润 17.6 亿港元（+137%），经调整归母净利润 16.1 亿港元（+100%）。2024H2 营收 538 亿港元（+22%），归母净利润 11.1 亿港元（+131%），经调整归母净利润 9.5 亿港元（+76%）。外销欧洲/新兴市场快速增长&北美市场盈利改善，内销受益政策刺激，我们上调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 21.32/24.74/27.99 亿港元（2025-2026 年原值为 16.35/19.43 亿港元），对应 EPS 分别为 0.8/1.0/1.1 港元，当前股价对应 PE 分别为 10.4/9.0/7.9 倍，伴随海外渠道结构升级及拓展，继续看好公司长期利润率提升，维持“买入”评级。

5、风险提示

欧洲市场拓展不及预期；行业竞争加剧；面板价格快速上涨等

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|------|------------------|-----------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20%以上； |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%~20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。 |

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn