

买入

2025 年 03 月 25 日

规模高质增长，业绩量利双升

- 规模效益显现及运营提效：**公司 24F 业绩大超预期，收入 993.2 亿港元（下同），同比增长 25.7%，整体毛利率 15.7%，同比下降 1.6pcts，主要为显示业务毛利率下降影响，费用端控制良好，销售和行政费用率分别同比下降 1pcts 和 0.9pcts，股东净利润 17.6 亿港元，同比大增 136.6%（经调整股东利润 16.1 亿港元，同比增长 100%），拟派年度股息 31.80 港仙每股，派息比例保持在 50%。
- TV 业务表现引领行业：**公司全年 TV 全球出货量同比增长 14.8%至 2900 万台，大幅跑赢行业整体水平，MiniLED 实现翻倍出货，产品结构持续优化，TV 业务收入同比大增 23.6%至 601 亿港元。海外市场保持高增速，出货量同比增长 17.6%，带动收入同比增长 25.9%至 410.6 亿港元，毛利率 13.5%保持稳定（已反映质保金影响），国内 TV 出货量逆势增长 5.8%（行业零售量下滑 1.8%），产品结构改善带动收入同比提升 18.9%至 190 亿港元，毛利率同比略降 1.6pcts 至 19.8%，主要因为性价比产品雷鸟出货占比提升影响；中小尺寸产品和智慧商显业务聚焦优势渠道和品类，保持稳健增长，收入分别增长 19.9%及 2.1%至 84.6 亿港元及 8.7 亿港元；互联网业务收入同比减少 4.9%至 26.27 亿港元，主要受国内开机广告整顿影响，其中海外互联网仍保持稳健增长，毛利率 56.2%，保持稳健。
- 创新业务保持高增长趋势：**公司创新业务整体收入同比增长 60.6%至 139.5 亿元，其中光伏业务收入同比大增 104%至 128.7 亿港元，毛利率 9.6%，保持稳定，规模已跻身行业第一梯队，开始拓展海外市场；全品类营销收入同比增长 19.6%至 124.5 亿港元，毛利率 13.9%；智能家居业务收入 16.9 亿港元，同比减少 12.6%，毛利率提升至 22.7%，AR/XR 产品及 AI 家居产品加速推进，有望成为新的增长品类。
- 目标价 11 港元，买入评级：**我们认为公司 TV 业务在全球化及高端化加持下将持续跑赢行业，创新业务聚焦高景气赛道，已经成为新的增长驱动，公司整体业务高质增长趋势有望维持，业绩增长确定性高。我们上调公司 2025-2027 年收入至 1155/1306/1478 亿港元及净利润 19.5/22.5/27.2 亿港元，以反映公司 TV 结构优化对收入的提振以及创新业务收入的超预期增长，给予未来 12 个月目标价 11 港元，对应 2025-2027 年 14/12/10 倍预测市盈率，维持买入评级。
- 风险提示：**1) 国内电视市场竞争格局恶化 2) 海外市场表现不及预期

黄佳杰

+ 852-25321599

Harry.huang@firstshanghai.com.hk

陈晓霞

+ 852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

主要数据

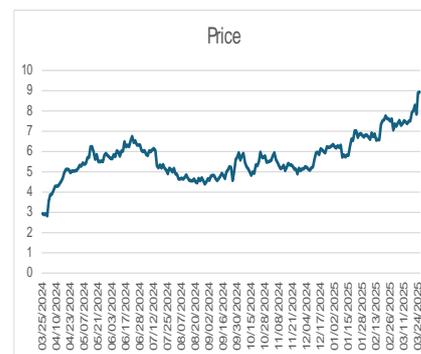
| | |
|---------|--|
| 行业 | 家电 |
| 股价 | 8.90 港元 |
| 目标价 | 11.00 港元 (+23.6%) |
| 股票代码 | 1070 |
| 已发行股本 | 25.21 亿股 |
| 港股市值 | 225.12 亿港元 |
| 52 周高/低 | 9.40 港元/2.81 港元 |
| 每股净资产 | 6.82 港元 |
| 主要股东 | TCL Industrial Holding (54.03%) Zeal Limited (10.97%) |

盈利摘要

| 截止12月31日 | 2023实际 | 2024实际 | 2025预测 | 2026预测 | 2027预测 |
|----------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 营业额 (百万港元) | 78,986 | 99,322 | 115,573 | 130,623 | 147,797 |
| 变动(%) | 10.7 | 25.7 | 16.4 | 13.0 | 13.1 |
| 毛利率 | 17.3% | 15.7% | 15.3% | 15.4% | 15.5% |
| 净利润 | 744 | 1,759 | 1,947 | 2,254 | 2,723 |
| 扣非净利润 (百万港元) | 803 | 1,606 | 1,947 | 2,254 | 2,723 |
| 变动 (%) | 14.0 | 100.1 | 21.2 | 15.8 | 20.8 |
| 扣非后每股基本盈利 (港元) | 0.33 | 0.66 | 0.77 | 0.89 | 1.08 |
| 市盈率@8.90港元 (倍) | 26.9 | 13.5 | 11.5 | 10.0 | 8.2 |
| 每股股息 (港元) | 0.16 | 0.32 | 0.39 | 0.45 | 0.54 |
| 股息现价比率 (%) | 1.8 | 3.6 | 4.3 | 5.0 | 6.1 |

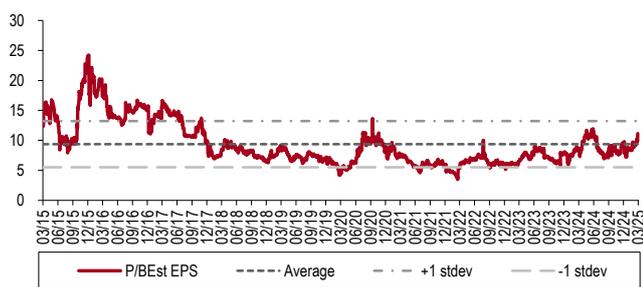
来源：公司资料，第一上海预测

股价表现

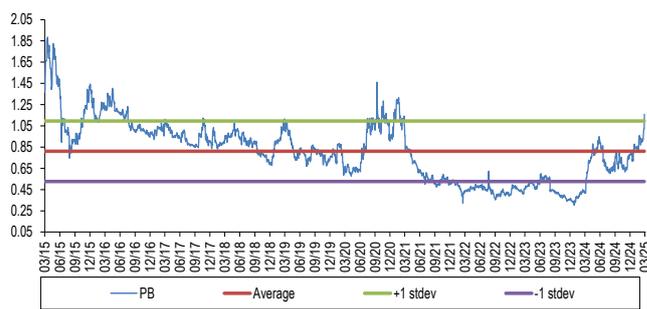


来源：彭博

图表 1: 公司 H 股预期市盈率 (20250324)



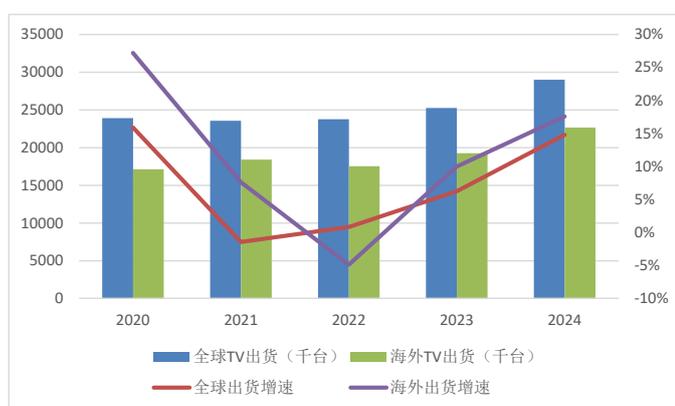
图表 2: 公司 H 股市净率 (20250324)



资料来源: 彭博, 第一上海整理

资料来源: 彭博, 第一上海整理

图表 3: 公司 TV 出货(千台)及同比增速



图表 4: 公司利润 (百万港元) 及同比增速



资料来源: 彭博, 第一上海整理

资料来源: 彭博, 第一上海整理

附录 1：主要财务报表

财务报表摘要

| 损益表 | | | | | | 财务分析 | | | | | |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 百万港元，财务年度截至12月31日 | | | | | | | | | | | |
| | 2023年 实际 | 2024年 预测 | 2025年 预测 | 2026年 预测 | 2027年 预测 | | 2023年 实际 | 2024年 预测 | 2025年 预测 | 2026年 预测 | 2027年 预测 |
| 收入 | 78,986 | 99,322 | 115,573 | 130,623 | 147,797 | 盈利能力 | | | | | |
| 毛利 | 13,674 | 15,554 | 17,677 | 20,052 | 22,926 | 毛利率 (%) | 17.3% | 15.7% | 15.3% | 15.4% | 15.5% |
| 销售费用 | -6,818 | -7,504 | -8,668 | -9,797 | -11,085 | | | | | | |
| 管理及研发费用 | -6,340 | -6,480 | -7,340 | -8,296 | -9,387 | 净利率 (%) | 0.9% | 1.8% | 1.7% | 1.7% | 1.8% |
| 其他收入及收益 | 1,427 | 1,618 | 1,971 | 2,231 | 2,527 | ROE | 4.4% | 10.1% | 10.7% | 11.6% | 13.2% |
| 营业收入 | 1,943 | 3,188 | 3,640 | 4,190 | 4,981 | | | | | | |
| 财务开支 | -885 | -787 | -925 | -1,045 | -1,182 | 营运表现 | | | | | |
| 营业外收支 | 90 | 114 | 114 | 114 | 114 | SG&A/收入 (%) | 16.7% | 14.1% | 13.9% | 13.9% | 13.9% |
| 税前盈利 | 1,148 | 2,515 | 2,830 | 3,259 | 3,913 | 实际税率 (%) | 28% | 26% | 28% | 28% | 28% |
| 所得税 | -321 | -666 | -792 | -912 | -1,095 | 实际股息支付率 (%) | 54% | 46% | 50% | 50% | 50% |
| | | | | | | 库存周转 | 63 | 60 | 62 | 63 | 63 |
| 净利润 | 744 | 1,759 | 1,947 | 2,254 | 2,723 | 应付账款天数 | 94 | 100 | 108 | 109 | 109 |
| 扣非净利润 | 803 | 1,606 | 1,947 | 2,254 | 2,723 | 应收账款天数 | 61 | 70 | 76 | 77 | 77 |
| | | | | | | | | | | | |
| 扣非EPS | 0.31 | 0.72 | 0.77 | 0.89 | 1.08 | 财务状况 | | | | | |
| 增长 | | | | | | 负债/股本 | 2.7 | 3.3 | 3.4 | 3.4 | 3.4 |
| 总收入 (%) | 10.7% | 25.7% | 16.4% | 13.0% | 13.1% | 收入/总资产 | 1.4 | 1.5 | 1.5 | 1.6 | 1.7 |
| | | | | | | 总资产/股本 | 3.6 | 4.1 | 4.2 | 4.2 | 4.2 |
| 扣非EPS (%) | 14.0% | 100.1% | 21.2% | 15.8% | 20.8% | 盈利对利息倍数 | 2.2 | 4.1 | 3.9 | 4.0 | 4.2 |
| | | | | | | | | | | | |
| 资产负债表 | | | | | | 现金流量表 | | | | | |
| 百万港元，财务年度截至12月31日 | | | | | | | | | | | |
| | 2023年 实际 | 2024年 预测 | 2025年 预测 | 2026年 预测 | 2027年 预测 | | 2023年 实际 | 2024年 预测 | 2025年 预测 | 2026年 预测 | 2027年 预测 |
| 现金 | 10,737 | 8,772 | 10,197 | 10,402 | 9,329 | 融资成本 | 885 | 787 | 925 | 1,045 | 1,182 |
| 应收账款 | 29,297 | 36,243 | 39,897 | 43,281 | 47,143 | 营运资金变化 | 1,039 | 4,752 | 1,377 | 1,835 | 977 |
| 存货 | 12,212 | 15,289 | 17,790 | 20,107 | 22,750 | 所得税 | -321 | -666 | -792 | -912 | -1,095 |
| 其他流动资产 | 136 | 817 | 817 | 817 | 817 | 营运现金流 | 1,603 | 4,873 | 1,509 | 1,968 | 1,064 |
| 总流动资产 | 52,382 | 61,121 | 68,702 | 74,607 | 80,039 | | | | | | |
| 固定资产 | 10,514 | 11,009 | 10,327 | 9,969 | 10,836 | 资本开支 | -211 | -212 | 387 | 114 | 112 |
| 投资性资产 | 3,775 | 3,680 | 3,149 | 2,867 | 2,626 | 其他投资活动 | 232 | 105 | 86 | 0 | 0 |
| 其他固定资产 | 6,739 | 7,328 | 7,178 | 7,102 | 8,211 | 投资活动现金流 | 22 | -107 | 473 | 114 | 112 |
| 总资产 | 62,895 | 72,129 | 79,028 | 84,575 | 90,876 | | | | | | |
| | | | | | | 负债变化 | 477 | -1,202 | 1,341 | 295 | 295 |
| 应付帐款 | 39,117 | 51,007 | 55,501 | 59,533 | 64,082 | 股本变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 短期银行贷款 | 4,923 | 4,172 | 5,513 | 5,809 | 6,104 | 股息 | -318 | -802 | -973 | -1,127 | -1,362 |
| 其他短期负债 | 1,235 | 1,459 | 1,459 | 1,459 | 1,459 | 其他融资活动 | -405 | -787 | -925 | -1,045 | -1,182 |
| 总短期负债 | 45,275 | 56,638 | 62,473 | 66,800 | 71,645 | 融资活动现金流 | -246 | -2,790 | -557 | -1,877 | -2,249 |
| 长期银行贷款 | 889 | 438 | 438 | 438 | 438 | | | | | | |
| 其他负债 | 393 | 419 | 419 | 419 | 419 | 现金变化 | 1,379 | 1,975 | 1,425 | 204 | -1,073 |
| 总负债 | 46,557 | 57,495 | 63,330 | 67,657 | 72,502 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 598 | 472 | 563 | 656 | 750 | 期初持有现金 | 9,391 | 10,737 | 12,712 | 10,197 | 10,402 |
| 股东权益 | 17,306 | 17,676 | 18,741 | 19,961 | 21,417 | 外币汇率变动影响 | -33 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 每股账面值(港元) | 7.13 | 7.27 | 7.43 | 7.91 | 8.49 | 期末持有现金 | 10,737 | 12,712 | 10,197 | 10,402 | 9,329 |
| 营运资金 | 7,106 | 4,482 | 6,228 | 7,806 | 8,395 | | | | | | |

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制, 仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可, 就本报告之任何材料、内容或印本, 不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据, 或就其作出要约或要约邀请, 也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素, 自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生, 但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性, 并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性, 不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经, 就本报告所载信息、评论或投资策略, 发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供, 不提供任何形式的保证, 并可随时更改, 恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外, 第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」, 「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下, 任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务, 包括(但不限于)在此档内陈述的内容, 皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区, 分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。