TCL 智家(002668)

报告日期：2025 年 05 月 12 日

冰箱 ODM 出口龙头，有望受益于冰箱出口景气延续

——TCL 智家点评

投资要点

- **一句话逻辑**

  公司是我国冰箱 ODM 出口龙头，冰箱行业出口景气延续，有望驱动公司业绩超预期。

- **超预期逻辑**

  市场认为：公司 2024 年受益于冰箱行业出口浪潮，业绩快速增长，2025 年由于海外补库完毕、北美关税及需求压力等影响，可能使得业绩增速明显放缓，从而造成 2025 年 1 月 8 日-5 月 12 日公司股价累计跌幅-17%。

  我们认为：Q1 我国冰箱出口增速延续较好表现，显示海外需求仍然强劲，公司出口主要面向欧洲及新兴国家市场，有望充分受益。根据海关总署数据，Q1 我国冰箱出口量累计同比+11.8%，出口金额累计同比+11.3%。细分来看，1）Q1 我国冰箱对欧洲出口量同比+7%。截至 2025 年 4 月，欧元区工业信心指数为-10.1，仍处于 2023 年以来的底部区间；按 2021 年 12 月=100 计算，截至 4 月，欧盟 27 国能源 PPI 指数为 111，明显高于美国能源 PPI 指数，显示欧洲本土能源价格仍相对高企。预计其本土生产仍可能继续处于相对低迷状态，驱动冰箱对欧出口维持景气；2）另一方面，拉美市场作为冰箱渗透率较低的新兴市场，预计本土冰箱市场需求仍有望延续高增，Q1 我国对拉美冰箱出口量同比+43%。3）此外，公司冰箱出口以欧洲市场为主，其次为亚太、中东非、拉美，2024 年公司出口美国的收入占公司总收入不到 5%，对美敞口小，基本不受北美关税及需求波动影响。综上，我们看好冰箱非美出口的较优表现驱动公司营收增长，从而驱动公司业绩超预期。

- **检验的指标与催化剂**

  检验指标：冰箱对欧洲和拉美出口量额增速

  催化剂：欧洲能源价格仍保持相对高位；欧洲工业信心指数下行；冰箱行业出口量额超预期

- **盈利预测与估值**

  预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 204.04/223.44/241.08 亿元，同比分别+11.13%/+9.50%/+7.90%，归母净利润分别为 11.47/12.73/13.90 亿元，同比分别+12.56%/+10.96%/+9.19%，对应 EPS 分别为 1.06/1.17/1.28 元，对应当前 PE 分别为 10X/9X/8X，公司是低估值的冰箱出口龙头，我们维持“买入”评级。

- **风险提示**

  欧洲工业信心指数表现超预期，能源价格下降超预期，下游需求不及预期风险

投资评级：买入(维持)

分析师：张云添
执业证书号：S1230524020006
zhangyuntian@stocke.com.cn

分析师：芦家宁
执业证书号：S1230525030003
lujianing@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	￥10.76
总市值(百万元)	11,665.04
总股本(百万股)	1,084.11

股票走势图

相关报告

1 《出口延续景气表现，经营提效驱动盈利提升》 2025.03.10
2 《Q1 收入和利润符合预期，冰箱出口大幅增长》 2024.04.27
3 《制冷电器出口隐形冠军，TCL 入主开启新时代》 2024.03.17

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	18360.80	20404.24	22343.55	24108.32
(+/-) (%)	20.96%	11.13%	9.50%	7.90%
归母净利润	1019.25	1147.24	1272.94	1389.93
(+/-) (%)	29.58%	12.56%	10.96%	9.19%
每股收益(元)	0.94	1.06	1.17	1.28
P/E	11.44	10.17	9.16	8.39

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	11517	14760	18005	21629
现金	2502	5337	8171	11364
交易性金融资产	799	799	799	799
应收账项	4190	4527	4771	4988
其它应收款	201	185	207	235
预付账款	99	134	132	142
存货	1773	1995	2143	2320
其他	1953	1782	1782	1782
非流动资产	3375	3396	3497	3480
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	2268	2335	2357	2333
无形资产	266	286	313	325
在建工程	314	319	323	326
其他	528	457	504	496
资产总计	14892	18156	21502	25109
流动负债	10983	12114	13021	13975
短期借款	597	597	597	597
应付款项	8892	10102	10801	11718
预收账款	0	0	0	0
其他	1494	1415	1624	1661
非流动负债	367	315	330	337
长期借款	113	113	113	113
其他	253	202	217	224
负债合计	11350	12429	13351	14313
少数股东权益	1126	2163	3314	4570
归属母公司股东权益	2416	3564	4837	6227
负债和股东权益	14892	18156	21502	25109

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2247	2885	3054	3431
净利润	1941	2184	2424	2646
折旧摊销	298	321	367	413
财务费用	(155)	(142)	(130)	(105)
投资损失	(63)	(63)	(63)	(63)
营运资金变动	(464)	571	468	509
其它	690	15	(13)	30
投资活动现金流	(1019)	(179)	(358)	(342)
资本支出	(494)	(385)	(385)	(385)
长期投资	0	0	0	0
其他	(525)	206	27	43
筹资活动现金流	(1050)	128	137	104
短期借款	(22)	0	0	0
长期借款	(99)	0	0	0
其他	(928)	128	137	104
现金净增加额	178	2835	2834	3193

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	18361	20404	22344	24108
营业成本	14133	15439	16830	18082
营业税金及附加	85	95	104	112
营业费用	640	771	844	911
管理费用	720	888	976	1051
研发费用	643	760	832	898
财务费用	(155)	(142)	(130)	(105)
资产减值损失	160	178	195	210
公允价值变动损益	12	12	12	12
投资净收益	63	63	63	63
其他经营收益	36	36	36	36
营业利润	2246	2527	2803	3060
营业外收支	(7)	(7)	(7)	(7)
利润总额	2239	2520	2796	3053
所得税	298	336	372	406
净利润	1941	2184	2424	2646
少数股东损益	921	1037	1151	1256
归属母公司净利润	1019	1147	1273	1390
EBITDA	2535	2823	3104	3362
EPS（最新摊薄）	0.94	1.06	1.17	1.28

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	20.96%	11.13%	9.50%	7.90%
营业利润	25.66%	12.52%	10.93%	9.17%
归属母公司净利润	29.58%	12.56%	10.96%	9.19%
获利能力				
毛利率	23.03%	24.33%	24.68%	25.00%
净利率	10.57%	10.71%	10.85%	10.98%
ROE	53.22%	24.75%	18.35%	14.67%
ROIC	49.06%	48.57%	41.28%	35.79%
偿债能力				
资产负债率	76.21%	68.46%	62.09%	57.00%
净负债比率	7.01%	6.17%	5.80%	5.44%
流动比率	1.05	1.22	1.38	1.55
速动比率	0.89	1.05	1.22	1.38
营运能力				
总资产周转率	1.34	1.23	1.13	1.03
应收账款周转率	5.78	5.50	5.49	5.43
应付账款周转率	2.92	2.83	2.80	2.80
每股指标(元)				
每股收益	0.94	1.06	1.17	1.28
每股经营现金	2.07	2.66	2.82	3.16
每股净资产	2.23	3.29	4.46	5.74
估值比率				
P/E	11.44	10.17	9.16	8.39
P/B	4.83	3.27	2.41	1.87
EV/EBITDA	5.12	3.04	2.23	1.48

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.买 入： 相对于沪深 300 指数表现 + 20％以上；
2.增 持： 相对于沪深 300 指数表现 + 10％ ~ + 20％；
3.中 性： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％ ~ + 10％之间波动；
4.减 持： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％以下。

行业的投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.看 好： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10%以上；
2.中 性： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
3.看 淡： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下。
我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。
建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。
本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。
本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层
北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层
深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层
上海总部邮政编码：200127
上海总部电话：(8621) 80108518
上海总部传真：(8621) 80106010
浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn