



聚焦 MiniLED 电视高端化，全球品牌力提升

2025 年 07 月 28 日

核心观点

- TCL 是全球黑电龙头之一，2024 年以来智能电视销售量价齐升。**公司在海外市场战略实现重大转型，从过去以性价比为主的份额抢占策略，转向高端化产品布局，重点推大尺寸 MiniLED 产品线。2024 年以来，重要竞争对手高端力推 OLED 电视。我们预计，未来全球彩电升级主要方向是 MiniLED 电视，这一趋势将助 TCL 全球品牌定位未来三年明显提升，三星优势下降。基于当前发展态势，我们预测三年后公司全球品牌销量有望超越行业龙头三星。
- 公司于 2024-2025 年连续推出股权激励计划，设定了具有挑战性的业绩增长目标：**1) 2024 年公司经调整归母净利润 16.06 亿港元，同比+100.1%，大幅超 2024 年 1 月发布的股权激励目标 40%。2) 2025 年 4 月公司再推高挑战的股权激励目标，向 860 名管理层及核心骨干授予约 9149.8 万股（占现有股本 3.6%）限制性股票。以 2024 年经调整归母净利润（约 16.1 亿港元）为基数，2025-2027 年净利润增长目标分别为 45%、75%、100%（对应净利润分别约 23.28 亿港元、28.10 亿港元、32.12 亿港元）。
- 全球黑电产业格局变化有利中国品牌：**2016 年，中国大陆面板产能超中国台湾地区，2017 年超韩国。这追平了中国彩电企业和韩国企业的产业链差距，并和日本企业拉开差距。自 2016 年开始，中国彩电品牌开始在海外市场凭借性价比提升份额。奥维睿沃数据，2016-2025Q1，海信全球彩电品牌出货量份额从 6.2%上升到 14.1%；TCL 从 5.8%上升到 14.8%。对应的，日本彩电企业从全球二线的位置迅速衰退。但在这一期间，TCL 因产品结构偏中低端导致盈利能力欠佳，股市表现平淡。
- 2024 年以来 TCL 业绩加速改善：**1) 2024 年 TCL 彩电品牌销量 2899 万台，同比+14.8%；彩电销售 ASP 同比+7.7%。在产品高端化战略下，公司 TV 销售开始量价齐升。2) 大尺寸 MiniLED 渗透率持续提升，推动全球彩电市场消费升级，成为中国企业高端化的主要抓手。3) 韩国品牌衰退，三星、LG 于 2024 年全面退出大尺寸 LCD 面板生产，丧失产业链优势。韩企在高端市场主推 OLED TV 和 Micro LED TV，产品方向偏差导致高端市场影响力下滑。2025 年以来，三星在欧美高端市场份额与产品均价双双下跌。
- 投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入 1148/1285/1422 亿港元，同比+15.6%/+11.9%/+10.7%；归母净利润 23.8/28.8/34.6 亿港元，同比+35.2%/+21.1%/+20.3%；EPS 分别为 0.94/1.14/1.37 港元。**首次覆盖，给予“推荐”评级。**
- 风险提示：**市场竞争加剧的风险；美国关税政策的风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万港元）	99,322	114,834	128,495	142,249
收入增长率（%）	25.7%	15.6%	11.9%	10.7%
归母净利润（百万港元）	1,759	2,378	2,878	3,463
利润增速（%）	136.6%	35.2%	21.1%	20.3%
EPS（港元）	0.70	0.94	1.14	1.37

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院（注：收盘价为 2025 年 7 月 25 日）

TCL 电子（股票代码：1070.HK）

推荐 首次评级

分析师

何伟

☎：021-20257811

✉：hewei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525010001

陆思源

✉：lusiyuan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525060001

刘立思

✉：liulisi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524070002

杨策

✉：yangce_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520050005

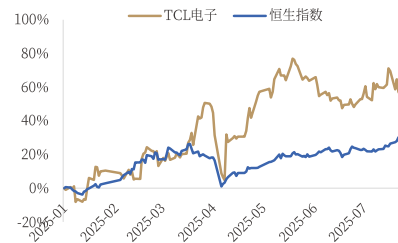
市场数据

2025 年 07 月 25 日

股票代码	1070.HK
收盘价(港元)	9.41
恒生指数	25,388.35
总股本(万股)	252,094
总市值(亿港元)	237

相对恒生指数表现图

2025 年 07 月 25 日



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

目录

Catalog

一、 TCL 电子：聚焦电视高端化，全球品牌力提升	3
（一） TCL 电子为 TCL 集团品牌显示终端业务平台	3
（二） 彩电业务贡献公司主要收入	5
（三） 2023 年以来彩电盈利能力快速提升	6
（四） 2024 年开始设定高股权激励目标	8
二、 彩电市场需求稳定，产品结构呈升级趋势	9
（一） 全球彩电市场需求整体稳定	9
（二） Mini LED 爆发式增长	10
（三） 大屏化成为主流趋势	12
（四） 高刷电视渗透率提升	12
（五） 韩企退出液晶面板产业链，中国产业链优势明显	13
三、 公司具备彩电产业链优势，品牌定位稳步提升	15
（一） 聚焦 “中高端” 与 “大屏化”，彩电出货量价齐升	15
（二） 预计未来三年 TCL 全球品牌定位明显提升，三星、LG 竞争优势下降	17
（三） 全球化产能布局，美国关税影响弱	19
四、 孵化雷鸟 AI 眼镜，未来发展前景广阔	20
（一） 2025 年或为 AI 眼镜市场爆发元年	20
（二） 雷鸟在 AR/AI 眼镜领域市占率第一	21
五、 盈利预测及估值	22
（一） 盈利预测	22
（二） 杜邦分析	22
（三） 相对估值：股价合理区间在 12.26~13.21 港元	23
（四） 绝对估值：股价合理区间在 12.3~13.34 港元	24
六、 风险提示	25
附录	26

一、TCL 电子：聚焦电视高端化，全球品牌力提升

（一）TCL 电子为 TCL 集团品牌显示终端业务平台

TCL 集团前身 TTK 家庭电器（惠州）有限公司成立于 1981 年，TCL 品牌于 1985 年正式问世，最初从事磁带的生产制造，到布局智能终端产品以及新能源等领域，业务范围不断拓展。

2019 年，TCL 集团完成资产重组，拆分为 TCL 科技和 TCL 实业。其中，TCL 实业聚焦智能终端产品及服务，旗下主要包括 2 家上市公司 TCL 电子和 TCL 智家（2021 年收购奥马电器后，为集团的冰洗业务平台）、TCL 空调（未上市），以及主营声学产品和智能产品的通力股份（2023 年 3 月提交深交所上市申请）等。TCL 科技以半导体显示及材料业务为核心，旗下 TCL 华星是 TCL 电子的重要供应商，形成黑电产业链一体化优势；此外收购中环光伏。

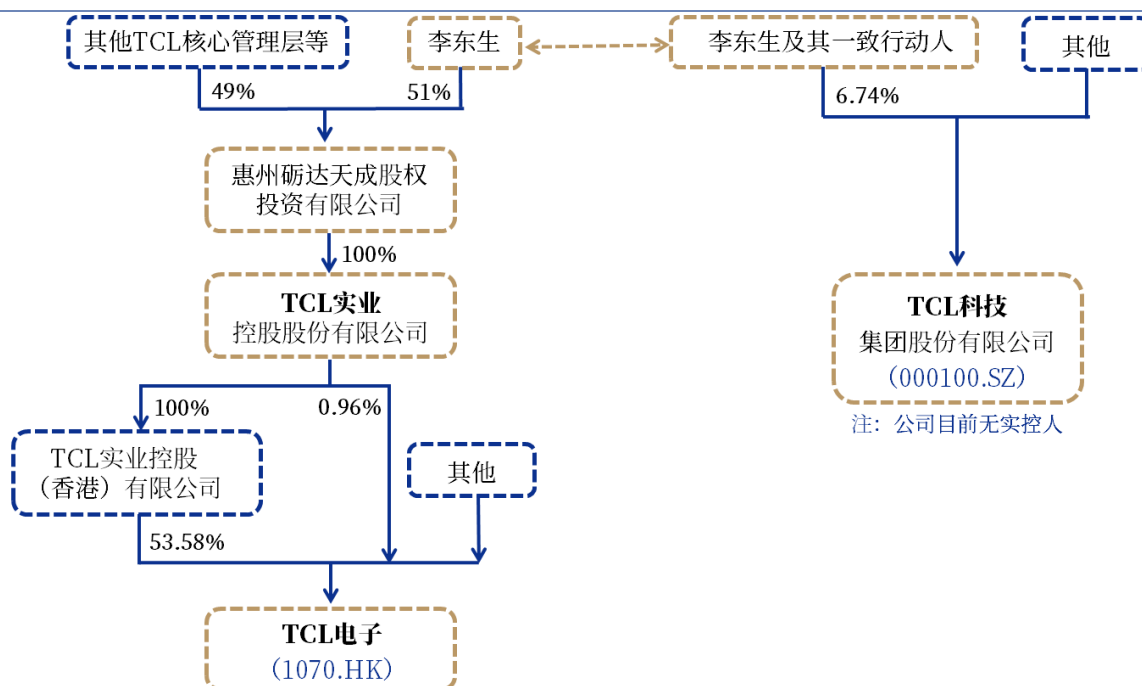
图1：TCL 系业务架构

TCL实业							TCL科技 (000100.SZ)								
智能终端业务群							半导体显示		新能源光伏及 半导体材料		产业金融		其他		
TCL电子 (1070.HK)				TCL空调		TCL智家 (002668.SZ)		TCL 华星	茂佳科技	中环光伏	中环领先	TCL 财司	TCL 资本	翰林汇	天津普林
大显示	智能连接	智能家居	光伏科技	TCL 空调	TCL 冰洗	奥马冰箱									
其他业务															
通力股份			环保科技		TCL产业园										
格创东智			TCL金服												

资料来源：TCL 实业年报，TCL 科技年报，中国银河证券研究院

TCL 电子 H 股权结构较为集中。公司第一大股东为 TCL 实业控股股份有限公司，直接持股 0.96%，通过 TCL 实业控股（香港）有限公司持股 53.58%，合计持股比例为 54.54%。李东生先生为公司实控人。

图2: TCL 系股权结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

TCL 电子(1070.HK)于1999年在港交所上市，原为A股TCL集团控股子公司。2019年TCL集团分拆。2021年起，TCL 电子业务主要包括显示、互联网和创新业务三部分协同运行（公司营业收入拆分详见附录表5）。

1) 显示业务：包含大尺寸显示（彩电）和中小尺寸显示（包括手机和平板等）。

2017年，公司推出互联网电视品牌“雷鸟”，此后在大尺寸显示（彩电）业务形成“TCL 主品牌+雷鸟性价比品牌”的战略格局。近年公司在彩电业务上展示出较强的成长潜力，2024年彩电业务实现收入601亿元，同比+23.6%；毛利率25.88%，同比-4.46pct。

中小尺寸显示业务主要包括手机和平板，其中手机业务自2020年9月起并表，形成了TCL、阿尔卡特、palm、黑莓等多品牌矩阵。近年公司中小尺寸显示业务正经历产品结构化改革，并抢占海外市场份额，2024年实现收入85亿港元，同比+19.9%，其中手机/平板分别实现收入54/31亿港元，同比+14.3%/+31.1%；毛利率为15.4%，同比-6.8pct。

2) 互联网业务：公司互联网业务收入来自视频平台会员付费分成、垂直类内容收入，以及海外电视系统服务商收入（如谷歌，Netflix）分成等。2024年互联网业务实现收入26亿港元，同比-4.9%；毛利率56.2%，同比+1.3pct。

3) 创新业务：包含全品类营销、光伏业务和智能连接及智能家居（包括智能门锁、智能摄像头、AR/VR眼镜等）。2024年创新业务实现收入270亿港元，同比+44.9%；毛利率12.4%，同比-2.3pct。其中，公司自2022Q2正式运营光伏业务，聚焦户用光伏、工商业光伏和智慧能源三大板块；彩电企业推广农村分布式光伏具有渠道和品牌优势；公司也有计划拓展海外光伏市场。2024年光伏业务实现收入129亿港元，在创新业务中的占比达48%。

图3: TCL 电子业务架构

主 营 业 务	显示业务		互联网业务	
	大尺寸显示	中小尺寸显示		
	· “TCL+雷鸟” 双品牌 · 主要聚焦中高端市场 · 收入占比最大	· 专注于欧美市场	· 配套显示业务 · 专注海外市场 · 可持续稳定增长	  
创 新 业 务	光伏业务	全品类营销	AR/AI 眼镜	
	· 国内加速发展 · 寻求海外突破	· 稳定增长 · 细分市场协同发展	· 中国龙头产品 · 提前进行技术积累 · 未来具备增长潜力	 

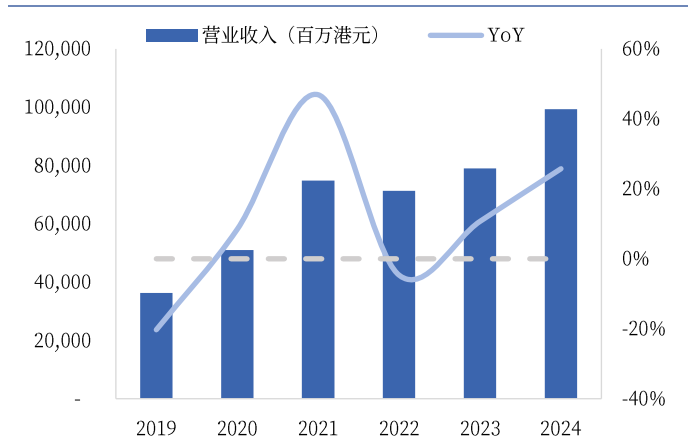
资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

（二）彩电业务贡献公司主要收入

2024 年公司实现营业收入 993 亿港元，同比增长 25.7%，受欧洲杯、奥运会等大型赛事拉动，显示业务收入稳定增长；其中 H1/H2 分别实现营业收入 455/538 亿港元，分别同比+30.3%/+22.1%。2022 年，受公共卫生事件、地缘政治冲突、能源危机和全球通胀等因素影响，公司营业收入同比有所下滑，此后 2023-2024 年恢复上涨。

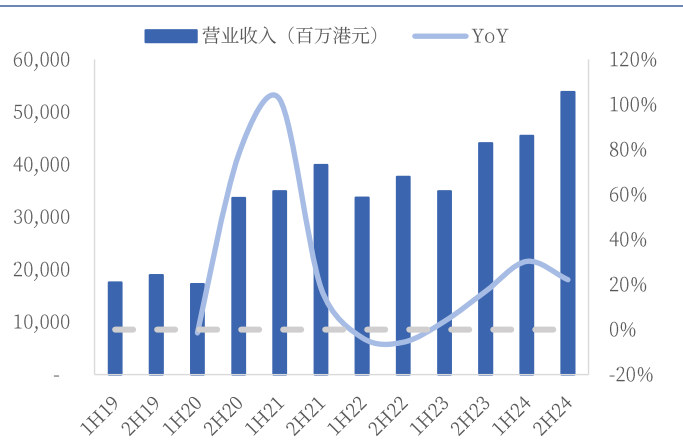
2025H1 公司彩电全球出货量 1346 万台，同比+7.6%，居全球第二；其中，中国/海外市场出货量分别同比+3.5%/+8.7%。公司彩电业务持续深化“中高端+大屏化”战略与“TCL+雷鸟”双品牌战略，产品及渠道结构显著改善。

图4: 公司营业收入及 YOY



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

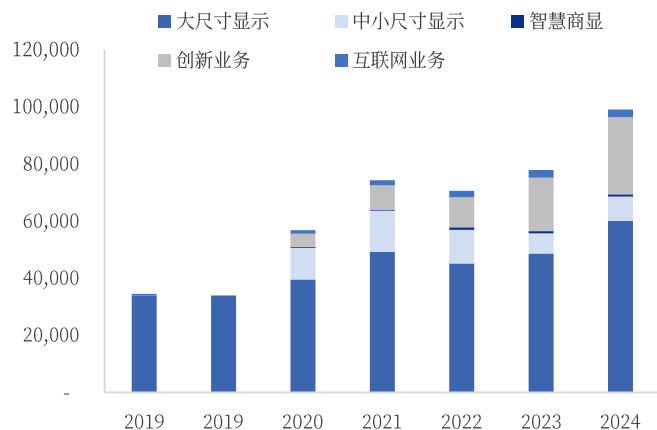
图5: 公司营业收入及 YOY (半年度)



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

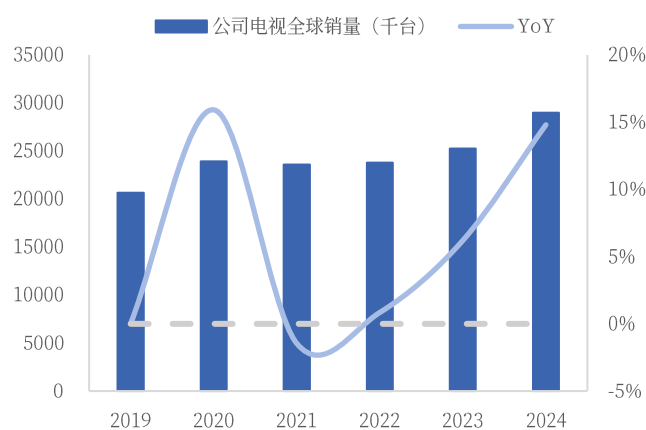
分产品来看，大尺寸显示（彩电）业务贡献公司主要收入，2024 年实现收入 601 亿港元，同比+23.6%，占总营收的 60.5%；中小尺寸显示实现收入 85 亿港元，同比+19.9%；智慧商显实现收入 8 亿港元，同比+2.3%，公司智慧商显业务于 2022 年打入海外商显产业链，拉动整体收入和毛利快速增长，此后增速趋于平稳；创新业务实现收入 270 亿港元，同比+44.9%；互联网业务实现业务收入 26 亿港元，同比-4.9%，主要系国内大屏内容运营处于行业阶段性整顿期。

图6：公司营业收入按产品拆分（百万港元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

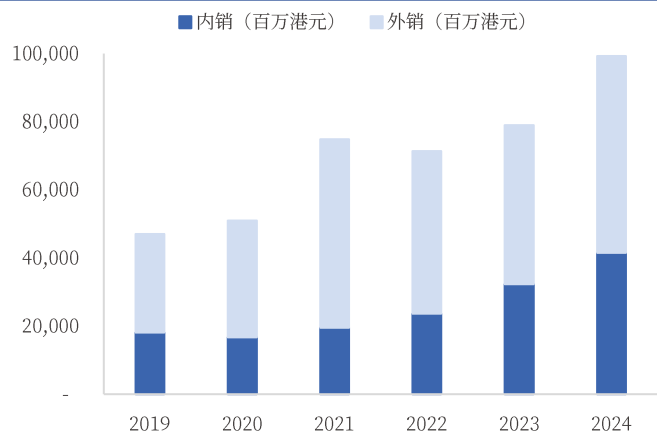
图7：公司彩电销量及 YOY



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

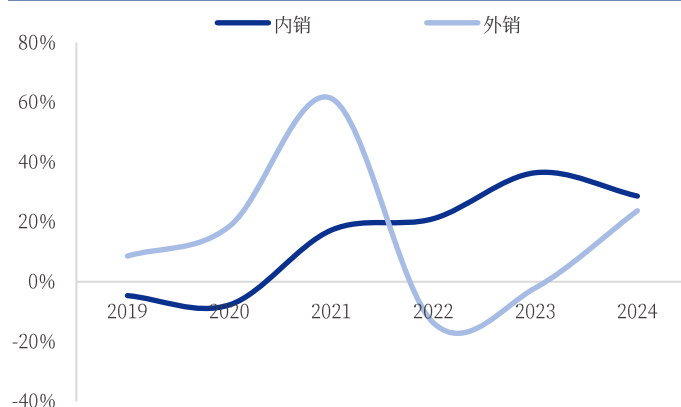
分区域来看，内销方面，2024年公司国内实现收入414亿港元，同比+29%，占总营收的42%，主要得益于国补政策刺激市场需求释放，以及光伏业务快速增长等。外销方面，2022年受公共卫生事件、通胀、地缘政治等因素影响，国际市场终端需求相对疲软，公司彩电外销量价均同比下跌，使得公司整体外销收入同比-14%。此后公司在海外市场积极推动大屏化和高端化策略成效显著，2023-2024年外销规模恢复稳定增长，2024年国外收入为578亿港元，同比+24%，占总营收的58%。

图8：公司营业收入按区域拆分



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图9：公司营业收入按区域 YOY



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（三）2023 年以来彩电盈利能力快速提升

历史上，公司经历多轮发展周期：

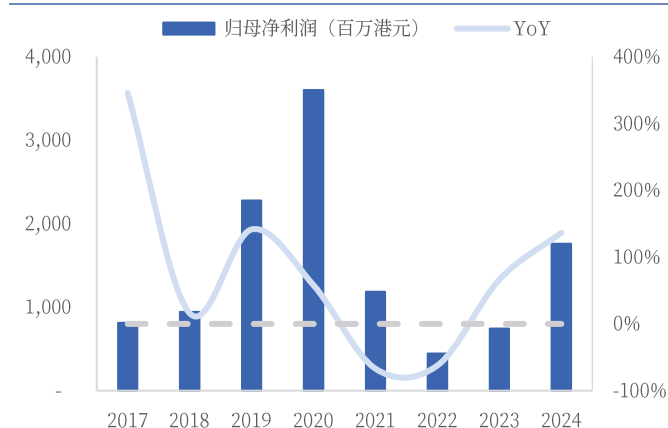
（1）2014-2020 年：2014 年是 TCL 集团“双+”战略转型元年，2018 年 TCL 多媒体正式更名为 TCL 电子，显示了公司由传统彩电制造企业多元化转型的决心。2019-2020 年，公司归母净利润快速增长，于 2020 年达到 36 亿港元的高峰，主要受益于大尺寸面板涨价，TCL 华星业绩大幅增长，并通过黑电产业链一体化优势降低 TCL 电子采购成本；TCL 电子彩电业务在海外市场自主品牌战略成效显著；以及以“雷鸟”为代表的互联网业务在国内外强势崛起等。

（2）2021-2023 年：公司处于业务调整期，2020 年 7 月公司剥离电视代工业务（将茂佳国际出售给 TCL 实业），并入 TCL 通讯拖累公司整体业绩。同时受到彩电行业层面影响，在公共卫生

事件、地缘政治冲突、能源危机和全球通胀等因素的影响下，期间全球彩电需求萎缩，出货量呈下行态势。

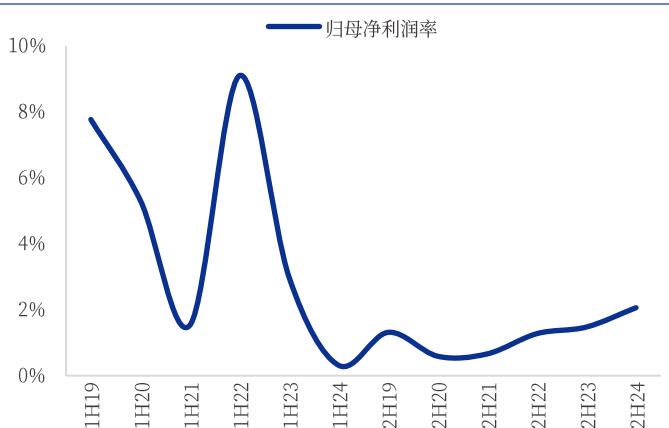
(3) 2024 年以来：公司业绩加速改善。2024 年公司归母净利润 17.6 亿港元，同比+137%；其中 H1/H2 归母净利润分别为 6.5/11.1 亿港元，同比+131%/146%。根据公司 2025 年中报业绩预告，预计 2025H1 公司经调整归母净利润约 9.5-10.8 亿港元，同比增长 45-65%。

图10：公司归母净利润及 YOY



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院（注：归母净利润为香港财报准则计量的未调整数据）

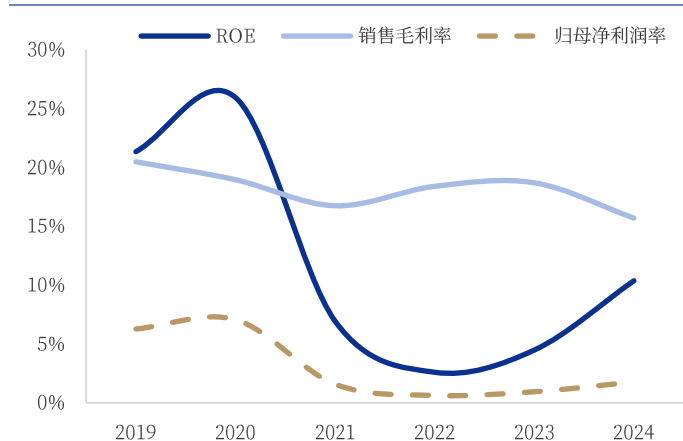
图11：公司归母净利率（半年度）



资料来源：中国银河证券研究院（注：归母净利润为香港财报准则计量的未调整数据）

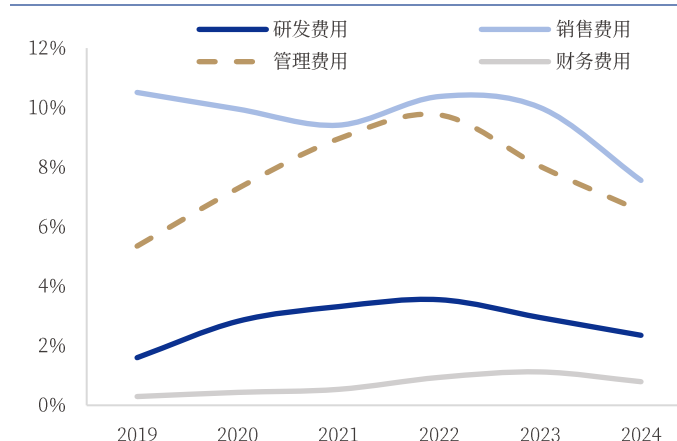
彩电业务盈利能力提升为 2024 年公司业绩加速改善的核心驱动力。从毛利率来看，2024 年公司毛利率为 15.7%，同比-3pct，下滑的原因包括（1）彩电业务毛利率自 2022 年以来呈现下行趋势，主要系行业竞争加剧、低毛利的雷鸟品牌占比提升等；（2）内销方面低毛利的光伏业务占比提升；（3）通讯业务毛利率下降等。（4）但费用率的下降更为明显，2024 年公司研发/销售/管理/财务费用率分别为 2.4%/7.6%/6.5%/0.8%，分别同比-0.6/-2.5/-1.6/-2.3pct，使得公司整体业绩改善。

图12：公司 ROE-平均、销售毛利率、归母净利率



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图13：公司研发费用、销售费用、管理费用、财务费用率



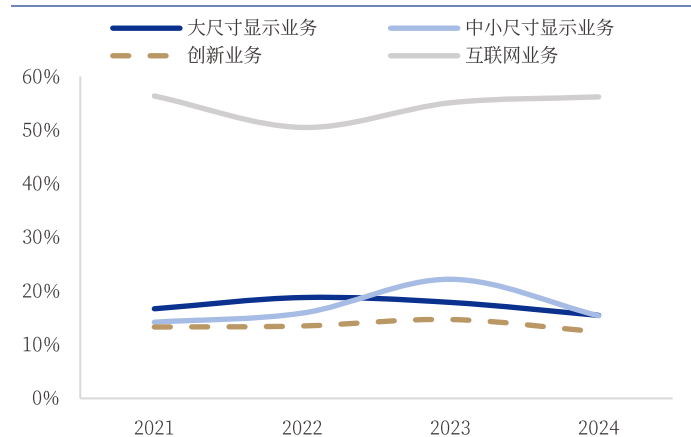
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

分区域来看，内销方面，由于低毛利的光伏业务占比提升（占公司总营收的比重自 2022 年的 0.5%提升至 2024 年的 13%），导致公司整体内销毛利率呈现下行。

外销方面，我们持续看好公司海外彩电业务收入规模稳定增长及盈利提升潜力。从美国销售渠

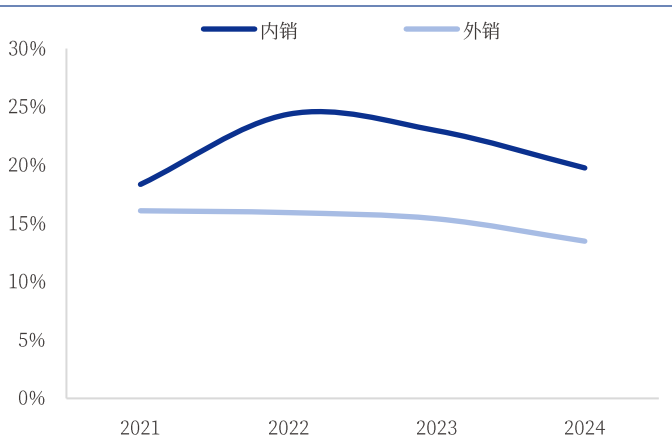
道来看，公司布局美国市场时间较早，2011 年起不断开拓渠道，2011 年入驻亚马逊并达成深入合作；2014 年进入沃尔玛店面；2015 年与 Costco, Sam's Club, Bestbuy 等主力渠道合作，现已实现全渠道覆盖。未来产品结构更好的 Bestbuy 和 Costco 渠道占比有望提升。

图14：公司各业务板块毛利率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图15：公司彩电业务内外销毛利率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（四）2024 年开始设定高股权激励目标

2024 年第一轮股权激励目标超当时预期，且 2024 年度实际业绩最终超股权激励目标。公司 2024 年 1 月发布的股权激励目标为以 2023 年经调整归母净利润（8.03 亿港元）为基数，2024 年净利润增长目标 40%。而 2024 年公司实际实现经调整归母净利润 16.06 亿港元，同比+100.1%，大幅超股权激励目标。

2025 年新一轮股权激励上调考核目标，彰显管理层对未来信心。2025 年 4 月公司再推高挑战的股权激励目标，向 860 名管理层及核心骨干授约 9149.8 万股（占现有股本 3.6%）限制性股票。以 2024 年经调整归母净利润（16.06 亿港元）为基数，2025-2027 年净利润增长目标分别为 45%、75%、100%（对应净利润分别约 23.28 亿港元、28.10 亿港元、32.12 亿港元）。

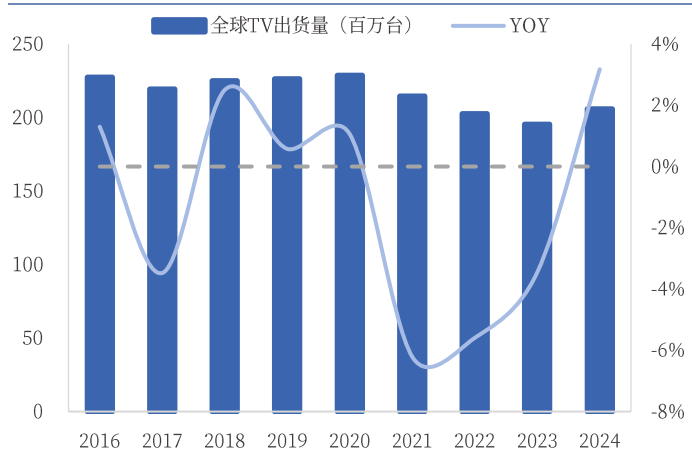
二、彩电市场需求稳定，产品结构呈升级趋势

（一）全球彩电市场需求整体稳定

全球电视需求整体稳定，2024 年出货量止跌回升。全球彩电市场处于稳定期，2009-2012 年平板电视替代 CRT 电视。中国市场是全球彩电销量需求较弱的市场，中国市场零售量的下降导致全球彩电销量小幅下滑。中国市场对彩电内容管控严格，智能手机、平板、电脑等小屏的娱乐化对彩电的功能有所替代。据奥维睿沃数据，2024 年全球 TV 出货量约 2.1 亿台，同比+3.2%，其中 Q1/Q2/Q3/Q4 分别同比-0.6%/+3.2%/+3.7%/+5.7%。一方面，2024 年为体育大年，年内举办了奥运会、美洲杯、欧洲杯等体育赛事，刺激了全球电视需求；另一方面，中国市场于 24Q3 开始实施以旧换新补贴政策，有力地促进了包括电视在内的家电需求释放。

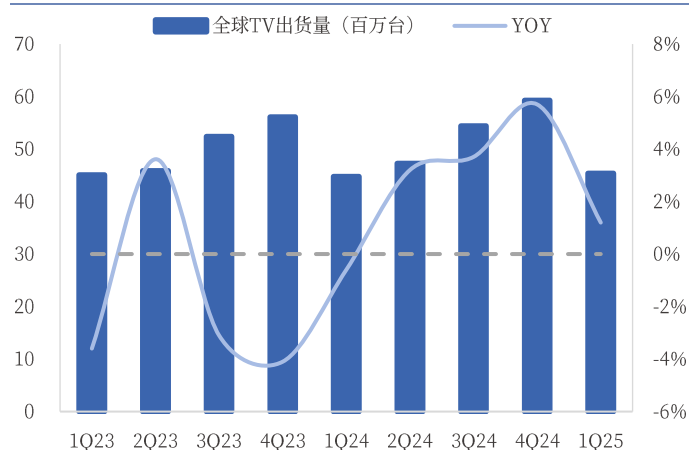
2025 年全球电视需求预计持平，中国和北美为两大关键市场。根据 Omdia，2025Q1 全球电视出货量达 4750 万台，同比+2.4%；预计 2025 年全球电视出货量基本持平，达 2.087 亿台，同比微跌 0.1%，其中北美/中国市场或逆势增长，出货量预计将达 4990 万台/3830 万台，同比+1.6%/+3.2%。

图16：全球 TV 出货量（年度）



资料来源：奥维睿沃，中国银河证券研究院（注：2024 年全年数据使用季度数据汇总得到，年度增速使用季度增速计算得到）

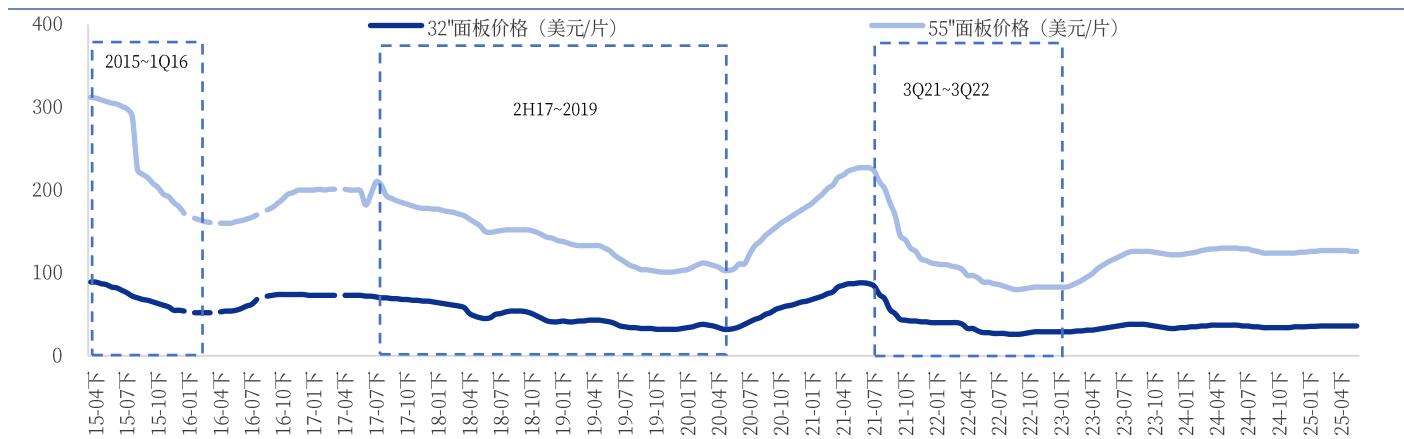
图17：全球 TV 出货量（季度）



资料来源：奥维睿沃，中国银河证券研究院

面板价格历史上经历多轮涨跌周期，受供需格局、经济周期等共同影响。例如 2016-2017H1 面板供不应求，迎来上涨周期；2017H2-2019 面板产能逐步释放，新产线投产带动产能较快增长，价格走跌；2020-2021H1 海外终端零售需求恢复，备货需求走强带动面板价格上行；2021Q3-2022Q3 市场需求疲软，价格下跌；以及 2023 年以来面板价格在小幅上涨后，基本处于小幅震荡平稳阶段。我们预计 2025H2，面板供给略大于需求，价格或呈现小幅下降趋势。

图18: 面板出货价格

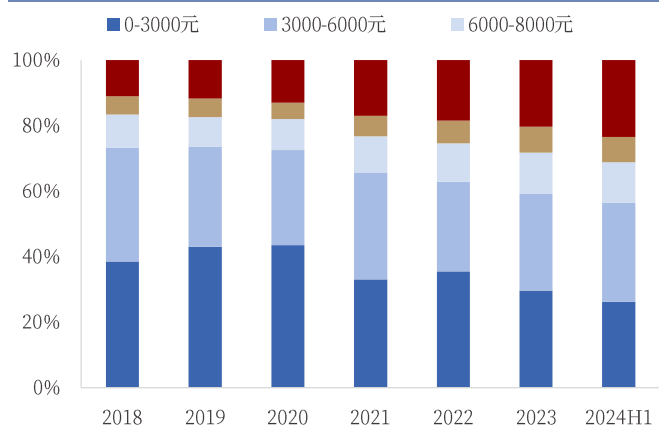


资料来源: 集邦 Display, 中国银河证券研究院

彩电的销售结构变化较为频繁。例如近些年呈现高清、4K、8K 超高清技术演进，除液晶电视外, 还有 Mini LED、OLED 等新型显示技术路线。当前产品结构优化主要体现为大尺寸、Mini LED、高刷产品渗透率快速提升。此外 OLED 渗透率也有一定提升，但受限于 OLED 应用于大屏时的技术缺陷等，我们认为未来前景不大。

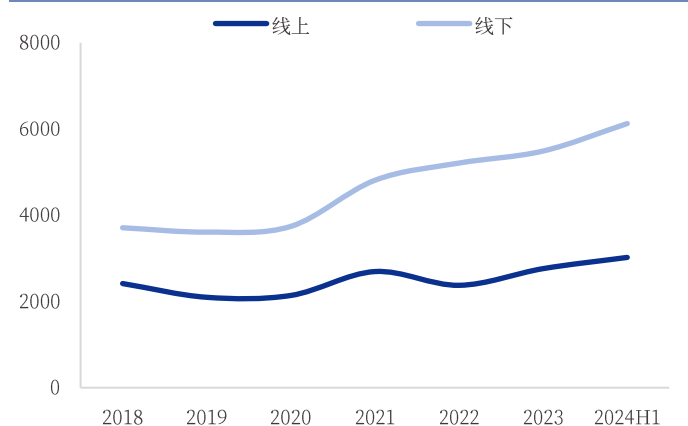
受上述技术升级带来的产品升级影响，彩电销售均价呈现提升趋势。近年我国彩电市场线上线下销售均价均呈现上行走势，从价格带分布来看，根据奥维云网，2024H1 我国彩电低端产品（0-3k 价格段）销售额份额为 26.2%；中端产品（3k-1w 价格段）销售额份额为 50.3%；高端产品（1w 以上价格段）销售额份额为 23.5%，同比+3.2pct，自 2018 年以来保持提升趋势。

图19: 历年中国彩电市场价格段销售额份额变化



资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

图20: 历年中国彩电市场分渠道均价走势（元）



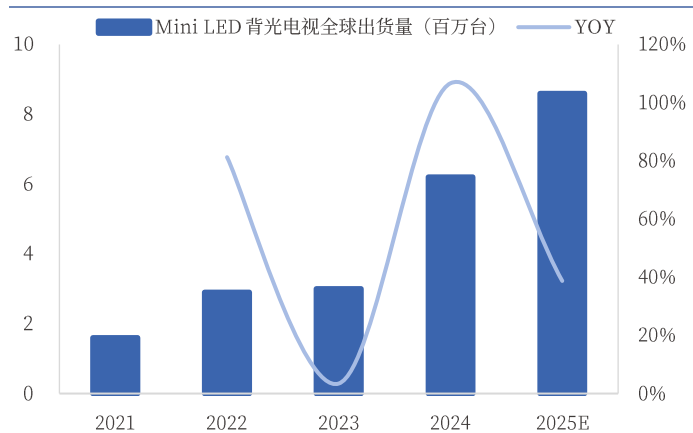
资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

（二）Mini LED 爆发式增长

Mini LED 产品爆发式增长，中国品牌引领市场发展。在显示技术创新驱动下，Mini LED 电视愈发受到消费者青睐。根据群智咨询，2024 年全球 Mini LED 背光电视出货量达到 620 万台，同比+106.7%，主要受益于中国品牌积极策略以及中国“能效补贴”政策，预计 2025 年将达 860 万台，同比+40%，未来 3 年复合增长率达 17.9%。中国品牌坚定 Mini LED 布局实现领先，Top4 品牌 2024 年发布相关新品达到 62 款，国际品牌趋于积极。未来伴随技术下沉终端，Mini LED 电视

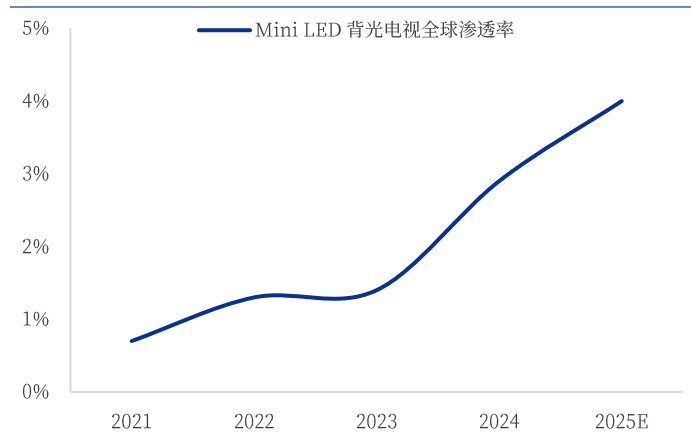
价格门槛降低，预计渗透率将快速提升。根据 Omdia 最新预计，2025 年全球 Mini LED 电视出货量有望同比增长 82.9%，或为出货量增长最快的电视细分品类。

图21: Mini LED 背光电视市场全球出货量



资料来源：群智咨询，中国银河证券研究院

图22: Mini LED 背光电视全球渗透率



资料来源：群智咨询，中国银河证券研究院

对比 OLED，MiniLED 技术更符合大尺寸趋势。Mini LED 在亮度、色彩和大尺寸可变性等方面表现出色，同时结合 8K 和量子点技术，能达到 OLED 的画质，在可靠性和成本方面占据优势。由于使用更小尺寸的 LED 背光源，Mini LED 能实现更精细的控制，提供更好的亮度和更高的对比度。OLED 屏幕的优势在于能够显示真正的黑色和无限对比度，但由于“烧屏”问题，不适合用于大屏。Mini-LED 凭借其高亮度、较高对比度以及成本效益，更适用于大屏幕和 HDR 内容展示。

2025 年，Mini LED 电视渗透率大概率超过 OLED 电视。根据 Omdia，过去十年间，OLED 电视显示面板出货量一直领先于 Mini LED 背光显示面板，但这一趋势预计将从 2025 年开始改变。2024 年全球 OLED 电视和 Mini LED 背光电视出货量分别约为 709 万台和 620 万台，以全球电视出货量 2.08 亿台测算，渗透率分别约为 3.4%和 3%；而到 2025 年，Mini LED 背光电视预计出货量将达到 930 万台，首次超过预计 750 万台出货量的 OLED 电视。

表1: Mini LED & OLED 优缺点对比

	Mini LED	OLED
亮度	1000-5000nits	400-800nits
色域	157%	129%
清晰度	轻松达到 8K 超高分辨率	做到超高 8K 分辨率及其困难
对比度	超过人眼可识别的最大对比度	超过人眼可识别的最大对比度
大尺寸	超大尺寸成本更低	大尺寸成本高
寿命	6 万小时不褪色	三万小时后灼屏
柔性	不可柔性	可柔性
厚度	7.9-27.9mm	4.9-9.9mm
色视角	110°	170°
优点总结	亮度高、色域广、寿命长、清晰度更高、画面层次更好	柔性、曲面应用场景丰富、视角更广、更薄、响应速度更快
缺点总结	柔性不足、未来应用场景也许会受限、响应速度偏差	寿命短、烧屏、大尺寸良率低、相同分辨率清晰度差
适用场景	大尺寸电视、显示器、广告牌、显示屏等	手机、显示器等小尺寸

资料来源：TCL 官网，百姓家电网，中国银河证券研究院

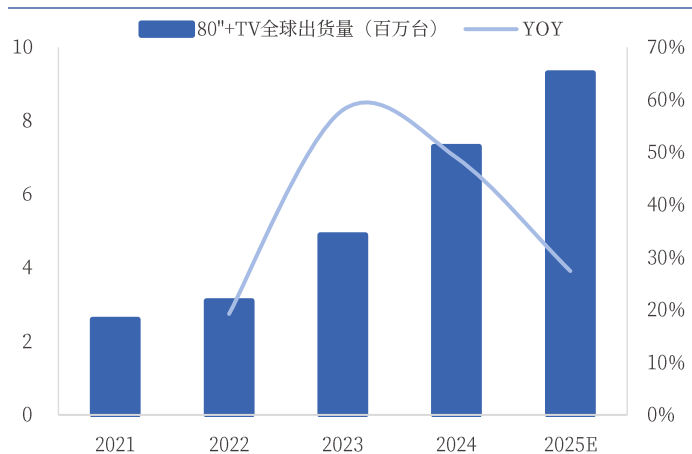
（三）大屏化成为主流趋势

大尺寸产品需求增加，全球电视平均尺寸持续增长。群智咨询数据，2024 年全球电视平均尺寸 52.4 英寸，较 2023 年增长 1.1 英寸；80 英寸以上的电视销量为 730 万台，渗透率 3.4%，预计 2025 年将达到 930 万台，同比+27.4%。此外根据 Omdia，预计 2025 年全球 90 英寸及以上、80-89 英寸、75-79 英寸电视出货量同比增速或达+57.4%、+26.5%和+12.3%。

从品牌的产品布局来看，国际品牌及 TCL 坚守 85"/98"，其他中国品牌则主推 85"和 100"。同时，头部品牌竞相争夺 100"+巨幕市场。在 CES 2025 展会上，三星展出了 115"的 Neo QLED 产品以及 100"新品，海信则推出 116"的 RGB Mini LED 电视。

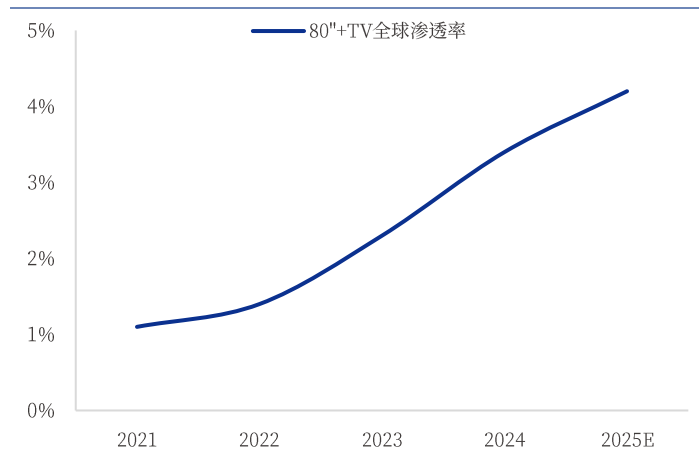
此前大屏电视的痛点之一在于因其宽度高难以通过标准电梯运输、配送安装流程不够透明化和标准化、送装环节分离等，导致包装和屏幕破损率较高。而目前包装运输方案的突破使得大屏电视可进标准电梯。例如 Redmi 推出“梯不拦”包装，一方面，运用纸箱钻石切角（折角）设计，使得产品包装进入电梯时避免剃顶；另一方面，采用具备优越缓冲防护性能的 EPP 材料，最大限度减薄包装，极致利用空间。

图23：80 寸以上超大尺寸电视全球出货量



资料来源：群智咨询，中国银河证券研究院

图24：80 寸以上超大尺寸电视全球渗透率

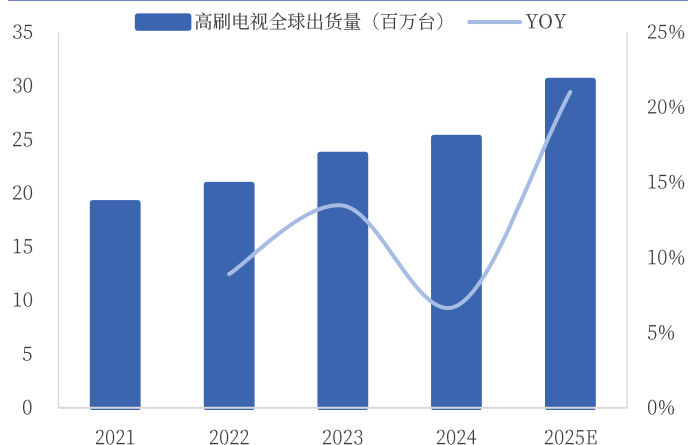


资料来源：群智咨询，中国银河证券研究院

（四）高刷电视渗透率提升

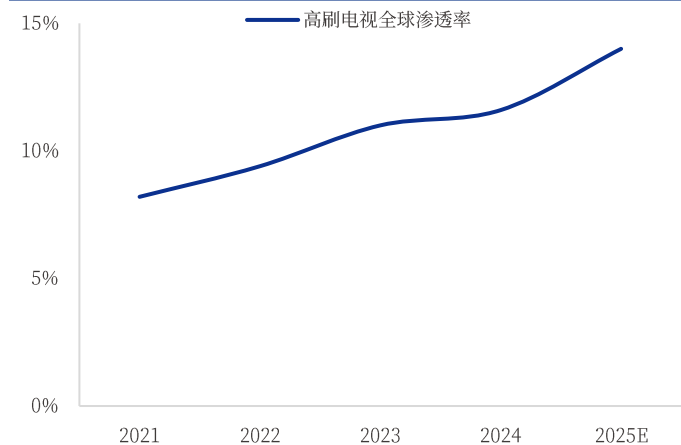
高刷电视渗透率快速提升。市场上 144Hz 刷新率的 LCD 电视层出不穷，165Hz 电视成为 2025 年部分旗舰产品中的配置，带动高刷电视规格从 120Hz→144Hz→165Hz 演变。据群智咨询，高刷电视的市场份额逐年增长，2024 年全球出货量达到了 2520 万台，同比+6.8%，渗透率达 11.6%，预计 2025 年有望突破 3000 万台，同比+21%，渗透率达 14%，迎来加速增长。

图25：高刷电视市场全球出货量



资料来源：群智咨询，中国银河证券研究院

图26：高刷电视全球渗透率



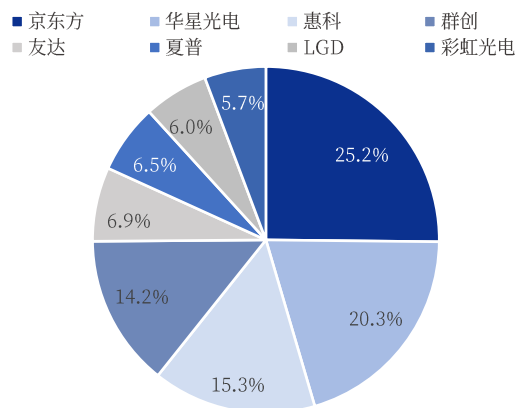
资料来源：群智咨询，中国银河证券研究院

（五）韩企退出液晶面板产业链，中国产业链优势明显

产业链一体化是彩电市场竞争的重要策略。上世纪 70-90 年代，日本彩电是全球领先者，松下是全球第一，索尼、夏普、东芝都全球排名靠前。21 世纪初期，韩国企业凭借面板产业链一体化优势，取代日本品牌成为全球领先者。三星、LG 在全球彩电市场长期排名第一、第二，但面临很大压力。2024 年，LG Display 向 TCL 华星出售广州 LCD 面板工厂；三星显示关闭韩国和中国的 LCD 面板生产线。未来 LG Display 将专注于 OLED，三星显示将发展 QD 量子点面板和 OLED 面板。但 OLED 电视前景不佳，除成本因素外，妨碍 OLED 在电视普及的核心原因是其生命周期与电视生命周期不匹配；其次，OLED 曲面的特点家庭需求不强，数年前的曲面 LCD 电视已销声匿迹。而日本品牌没落由来已久，夏普 2016 年将彩电业务出售给鸿海；东芝 2017 年将彩电业务出售给海信，2018 年完成交易。目前，日本企业在全球彩电市场基本处于二线梯队。

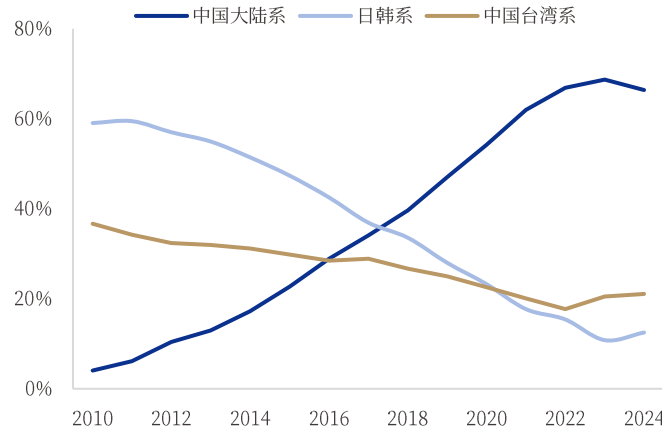
中国家电企业通过完善的供应链优势、发挥规模效应、营销及产品创新等方式持续提升品牌影响力。2016 年，中国大陆面板产能超中国台湾地区，2017 年超韩国。这追平了中国彩电企业和韩国企业的产业链差距，并和日本企业拉开差距。根据 RUNTO 数据，2024 年中国大陆 LCD 电视面板产能占全球 66.4%，中国台湾企业占 21.1%，韩国企业占 12.5%。三星、LG 于 2024 年全面退出大尺寸 LCD 面板生产，丧失产业链优势。

图27：2024 年全球液晶电视面板厂出货量市占率



资料来源：RUNTO，中国银河证券研究院

图28：2010-2024 年全球液晶面板出货量厂商占比

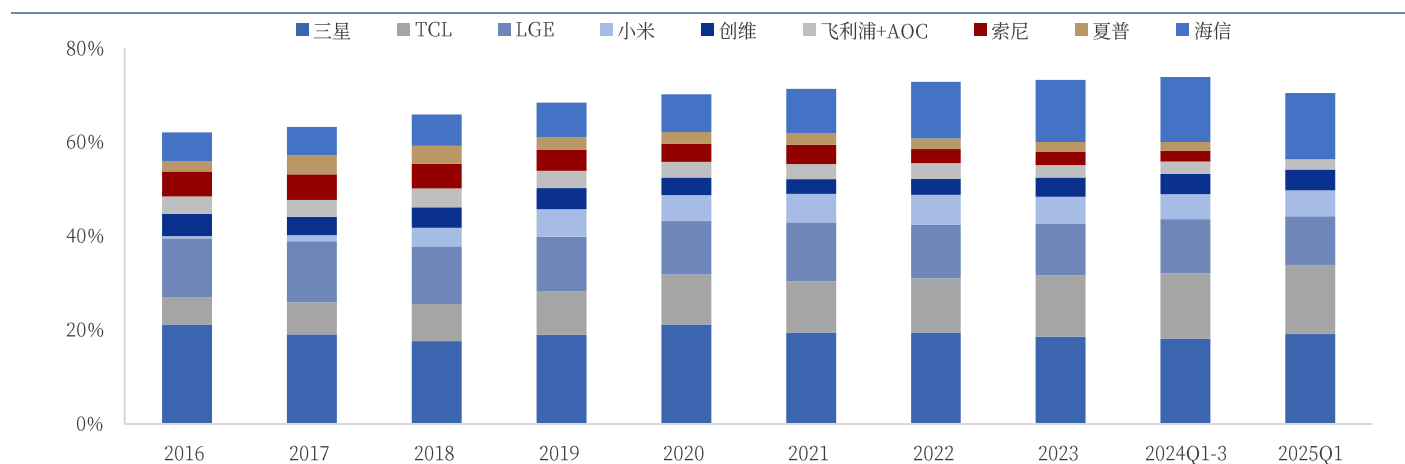


资料来源：IHS，RUNTO，中国银河证券研究院

以海信、TCL 为代表的中国企业在海外市场的品牌份额持续提升中。根据奥维睿沃数据，2016-2025Q1，海信全球彩电品牌出货量份额从 6.2% 上升到 14.1%；TCL 从 5.8% 上升到 14.8%。2024 年，TCL 电子 H 全球彩电出货量 2900 万台，同比+14.8%。GfK 数据显示，2024 年，TCL 电视在澳洲、菲律宾、缅甸、巴基斯坦零售量保持行业第一，在法国、瑞典、巴西、沙特排名第二，在西班牙、波兰、希腊、捷克、阿根廷、越南、泰国、韩国等地排名第三。海信全球彩电品牌出货量和 TCL 在同一水平。日本 BCN 数据显示，2024 年日本市场海信旗下的东芝零售量占比 25.4%（排名第一），海信品牌 15.7%（排名第三），合计 41.1%。美国市场，TCL、海信零售量份额仅次于三星，且大量产能从墨西哥供应。市场或担心美国对进口自墨西哥商品征收 25% 关税，但 TCL、海信都具备供应链全球化能力，在越南等诸多地区有产能。

两大中国品牌在高端市场的成长，蚕食了韩国三星、LG 两大品牌的市场。TCL 和海信都着重发展 Mini LED 电视，而不是韩国厂商更看重的 OLED 电视（特别是 LG）。由于近年大尺寸 Mini LED 电视层出不穷，规格越来越高，技术也愈加成熟，叠加 LCD 面板的提升，使得 OLED 电视在高端市场的地位被削弱。预计未来很长一段时间里，Mini LED 电视将会覆盖低中高乃至旗舰的所有市场，并占据更多的市场份额，而这部分并不是韩国厂商的优势。

图29：全球彩电市场中国企业品牌出货量份额稳步提升



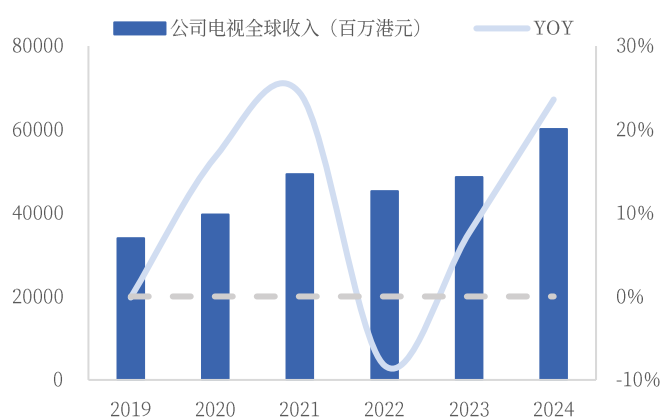
资料来源：奥维睿沃，中国银河证券研究院

三、公司具备彩电产业链优势，品牌定位稳步提升

（一）聚焦“中高端”与“大屏化”，彩电出货量价齐升

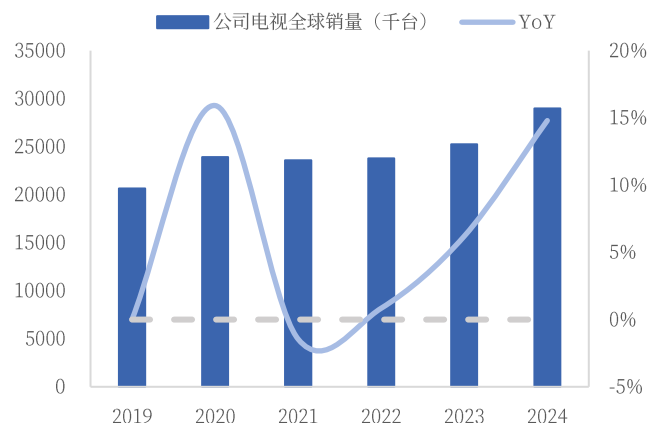
2023年以来公司彩电出货量价齐升。公司凭借“TCL+雷鸟”双品牌定位与“中高端+大屏化”战略，结合 Mini LED、量子点、AI 智能等前沿技术进一步提高彩电产品竞争力。2024 年公司彩电业务实现收入 601 亿港元，同比+23.6%。量价拆分来看，出货量为 2899 万台，同比+14.8%，增速远超行业平均水平；经计算销售均价约 2073 港元/台，同比+7.7%，基本呈现上行走势，主要受益于中高端产品占比的提升。2025H1，公司彩电出货量继续保持增长态势，全球出货量达 1346 万台，同比+7.6%，居全球第二。

图30：公司彩电业务收入及 YOY



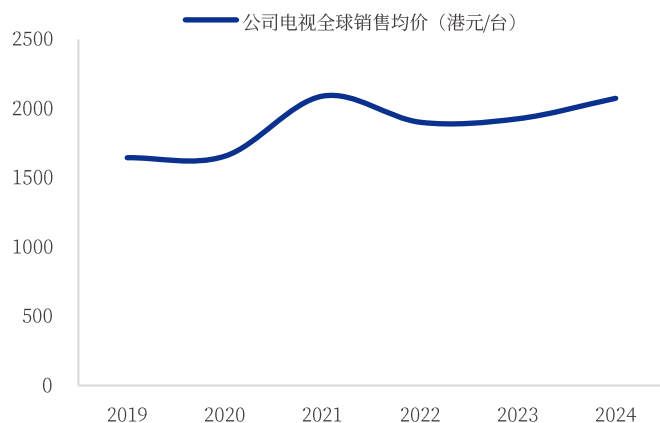
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图31：公司彩电销量及 YOY



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图32：公司彩电销售均价



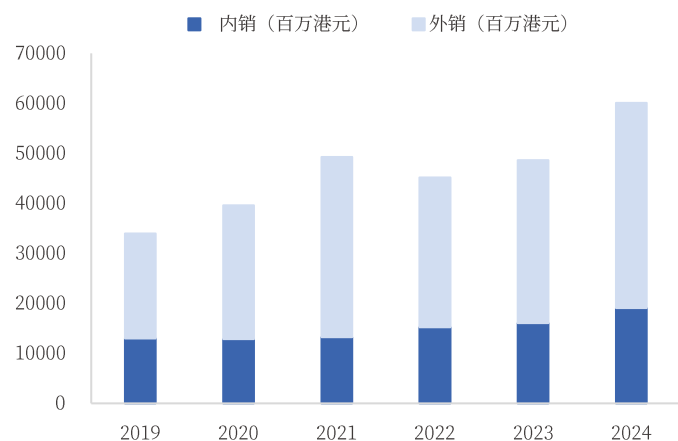
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

在中国市场，公司进行品牌建设和技术引领的产品迭代，产品结构持续改善。2024 年公司彩电在中国市场实现收入 190 亿港元，同比+18.9%；其中出货量为 658 万台，同比+5.8%；经计算每台均价约 2894 港元，同比+12.4%。2025H1，公司彩电在中国市场出货量同比+3.5%，大屏化及中高端化战略成效显著。

在海外市场，公司通过精准布局的体育营销、分区域营销渠道网络的构建等，进一步提升全球品牌知名度与影响力，促进出货表现。2024年公司彩电在海外市场实现收入411亿港元，同比+25.9%；其中出货量为2238万台，同比+17.6%；经计算每台均价约1835港元，同比+7.1%。2025H1，公司彩电在海外市场出货量同比+8.7%。

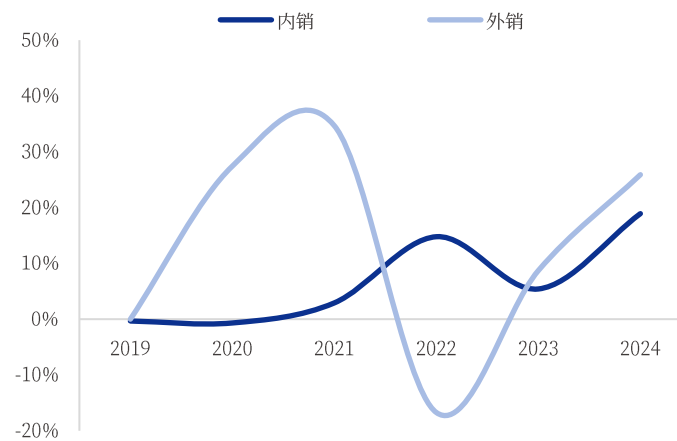
分区域来看，（1）在欧洲市场，公司通过“一国一策”精准布局区域渠道网络，实现快速突破，25Q1出货量同比+15.8%；（2）在北美市场，公司聚焦中高端渠道突破，大屏化趋势显著，TCL品牌在美国彩电市场零售量市占率稳居前二；（3）在新兴国家市场，公司在包含亚太、拉美、中东非在内的市场进一步完善体育营销矩阵，加快终端及零售渠道的提升，25Q1出货量同比+18.8%。

图33：公司彩电业务内外销收入



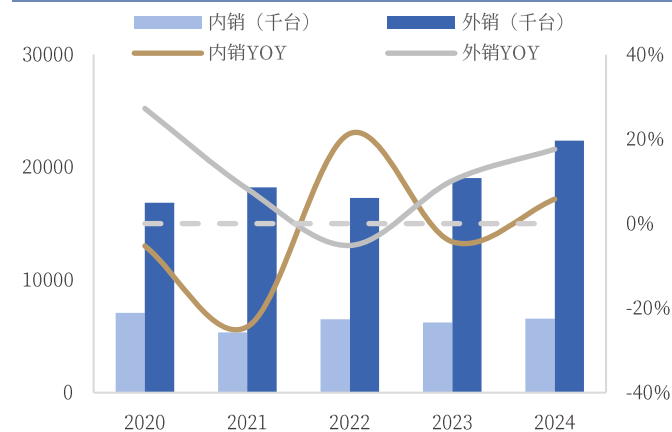
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图34：公司彩电业务内外销收入 YOY



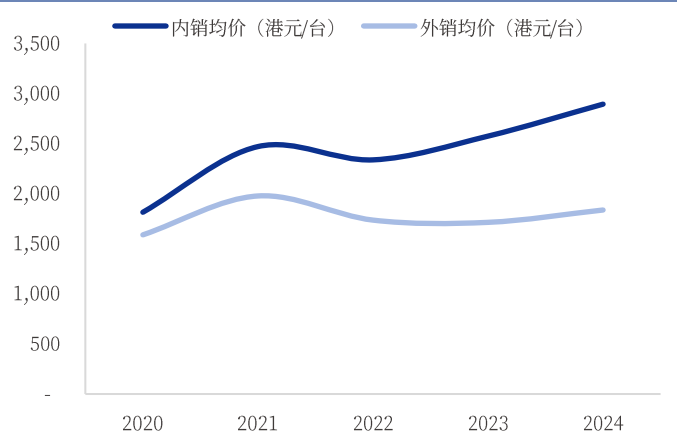
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图35：公司彩电内外销销量及 YOY



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图36：公司彩电内外销销售均价

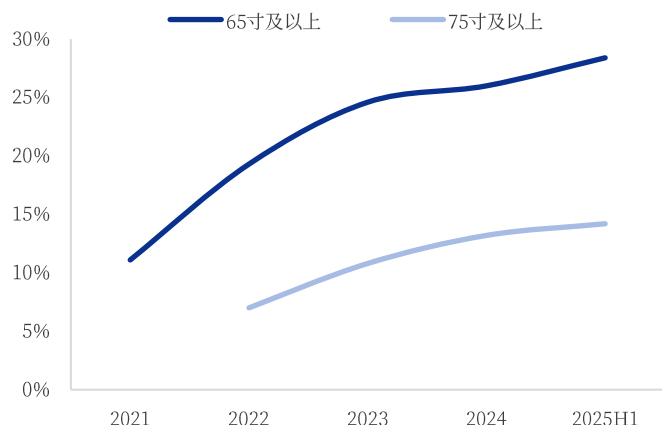


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

大尺寸和 Mini LED 电视占比的提升，是公司彩电产品均价提升的核心驱动力：

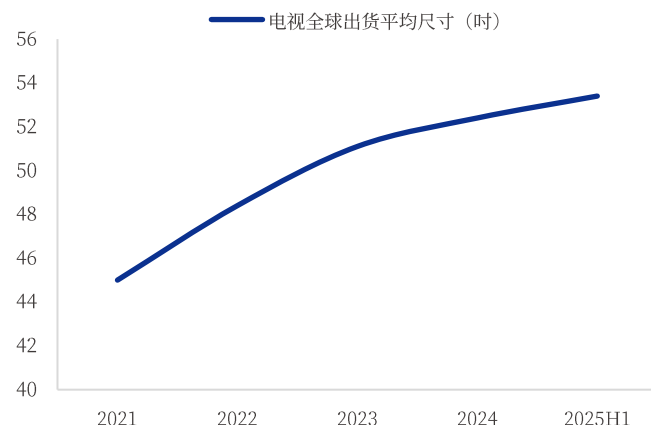
1) 公司内外销彩电产品结构均呈现明显的大屏化趋势。近年公司持续把握全球彩电市场的大屏化趋势，大尺寸彩电出货量维持双位数增长。2025H1 公司电视全球出货平均尺寸 53.4 吋，同比+1.5 吋，较 2021 年的 45 吋提升 8.4 吋。具体来看，2025H1 公司 65 吋及以上电视全球出货量同比+29.7%；其中，中国/海外市场出货量分别同比+11.3%/47.3%。75 吋及以上电视全球出货量同比+29.7%；其中，中国/海外市场出货量分别同比+13.2%/57.9%。

图37：公司 65 寸以上、75 寸以上电视全球出货量占比持续提升



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

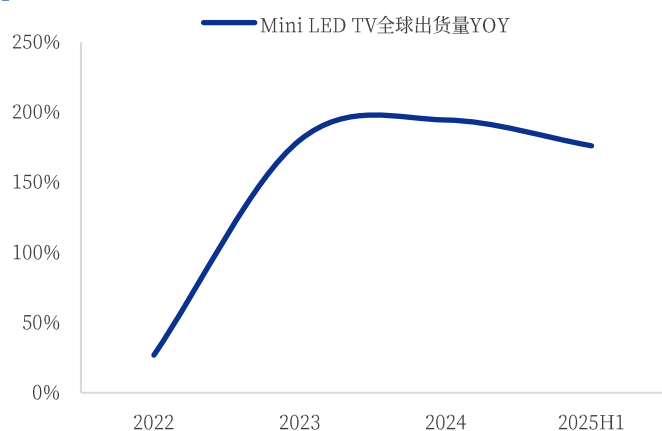
图38：公司电视全球出货平均尺寸（吋）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

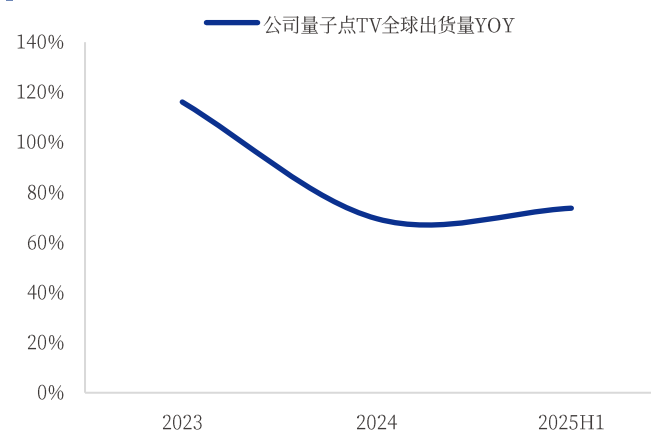
2) 公司 Mini LED 背光技术领先，产品出货量持续高增。2019 年公司推出全球首台 Mini LED 电视并率先实现量产。此后，公司凭借先发优势抢占市场，并持续推陈出新，例如在旗舰系列 Mini LED 电视产品上配置蝶翼华曜屏、万象分区等技术矩阵，实现高对比、低反射、广视角、无黑边，提升用户视觉体验。公司 Mini LED 电视产品受到行业和消费者的广泛认可，销量持续增长，销量占比不断提升，2025H1 全球出货量约 137 万台，同比增幅高达 176.1%；全球销量市占率约 10.8%，其中在中国/海外市场的销量市占率自 2023 年的 4.4%/1.7%快速提升至 25H1 的 20.9%/7.7%。

图39：公司 Mini LED TV 全球出货量 YOY



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图40：公司量子点 TV 全球出货量 YOY

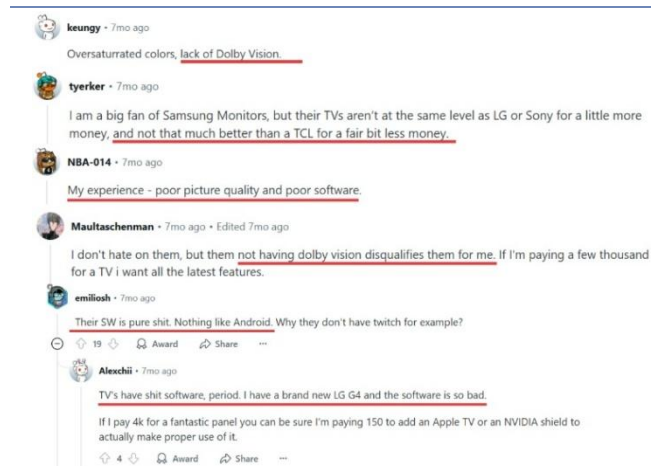


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）预计未来三年 TCL 全球品牌定位明显提升，三星、LG 竞争优势下降

从使用体验来看，三星“高端”属性已开始受到部分海外消费者质疑。由于三星不支持杜比视界，极大地影响了消费者体验，在海外 Reddit 论坛上关于这一点的质疑颇多。同时，由于三星高端产品线主推 OLED，这带来了潜在的烧屏风险，很多消费者表达了对这一潜在问题的担忧。同时，由于 OLED 的成本较高，三星高端产品线的均价较高，而中国品牌海信、TCL 等在质量接近、定位相似的情况下展现出了更高的性价比，三星的销量受到冲击。

图41: Reddit 论坛电视消费板块对三星电视的部分负面评价



资料来源: Reddit, 中国银河证券研究院

图42: 部分科技博主质疑三星电视的高端定位

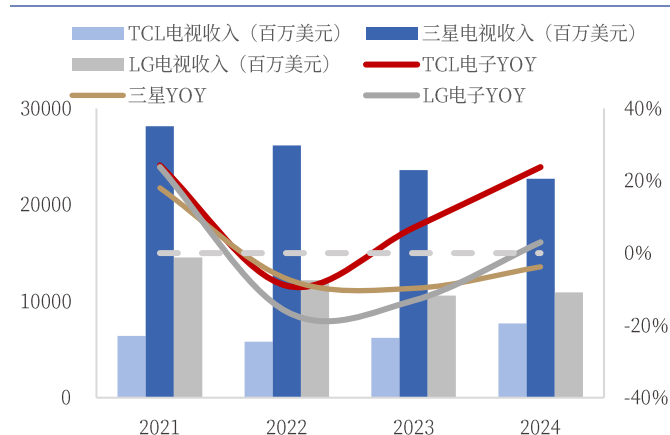


资料来源: Youtube, 中国银河证券研究院

TCL 电子在海外市场战略实现重大转型，从过去以性价比为主的份额抢占策略，转向高端化产品布局，重点推大尺寸 MiniLED 产品线。而 2024 年以来，重要竞争对手韩企全面退出大尺寸 LCD 面板生产，丧失产业链优势；在高端市场主推 OLED TV 和 Micro LED TV，产品方向偏差导致高端市场影响力下滑。我们预计，未来全球彩电升级主要方向是 MiniLED 电视，这一趋势将助 TCL 全球品牌定位未来三年明显提升，三星、LG 的竞争优势下降。

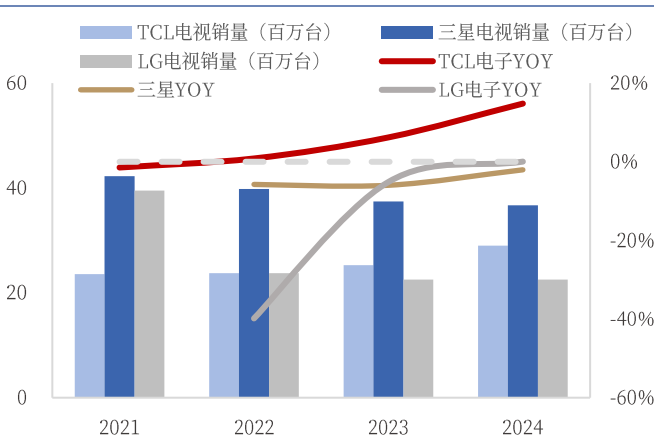
对比当前 TCL 电子、三星、LG 的彩电业务销售情况，2024 年 TCL 电视产品实现收入 77.1 亿美元，同比+23.8%；销量（出货量）为 2899 万台，同比+14.8%；平均售价约 265.8 美元，同比+7.8%，呈现量价齐升态势。2024 年三星、LG 电视产品实现收入 227 亿、109 亿美元，分别同比-3.8%、+3%；根据 Omdia 披露的全球电视销量和市占率数据估算，2024 年三星、LG 电视出货量约为 3670 万台、2255 万台，分别同比-2%、+0.1%；销售均价约为 619 美元、484 美元，分别同比-1.8%、+2.95%。可见在竞争对手方面，尤其是三星电视产品在全球量价均有下行，2025 年以来，三星在欧美高端市场份额与产品均价也出现双双下跌。基于当前发展态势，我们预测三年后公司全球品牌销量有望超越行业龙头三星。

图43: TCL、三星、LG 彩电业务收入及 YOY



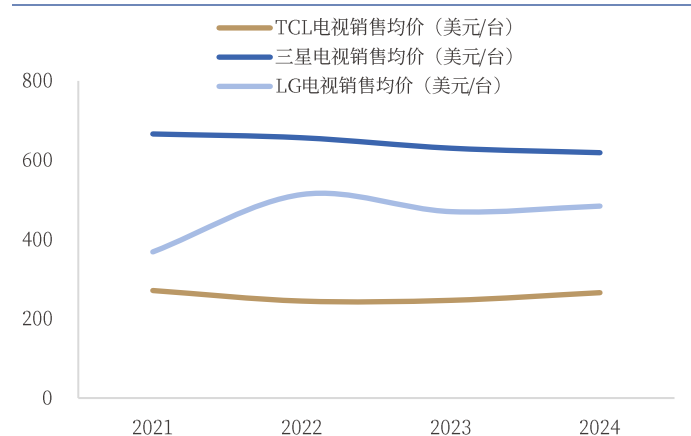
资料来源: TCL 电子、三星电子、LG 电子公司公告, 中国银河证券研究院 (注: 历年美元/韩币汇率使用三星财报记账汇率, 美元/港币汇率使用 TCL 电子财报记账汇率, LG 电子收入美元口径为公司财报披露)

图44: TCL、三星、LG 彩电销量及 YOY



资料来源: TCL 电子公司公告, Omdia, 中国银河证券研究院 (注: 三星、LG 彩电销量使用 Omdia 出货量和市占率数据估算)

图45: TCL、三星、LG 彩电销售均价



资料来源: TCL 电子、三星电子、LG 电子公司公告, 中国银河证券研究院 (注: 三星、LG 彩电均价由“公司财报披露彩电收入/Omdia 估算销量数据”计算得到)

(三) 全球化产能布局, 美国关税影响弱

公司产能在国内主要分布于惠州、成都; 在国外主要分布于墨西哥、越南、波兰和巴西。2024 年公司 TV 整机全球年产能超 3000 万台, 其中墨西哥产能 200 万台。2019 年投资 4500 万美元兴建的越南工厂是 TCL 全球彩电重要生产基地, 电视年产能 700 余万台。

公司对美国市场的出口, 主要由墨西哥和越南工厂供货。在美国关税政策不确定性的风险下, 公司全球化产能布局具备竞争优势, 可通过不同地区的产能调配来平抑关税影响。截至目前, 美国关税对公司的影响较弱。

图46: 公司全球化产能布局



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

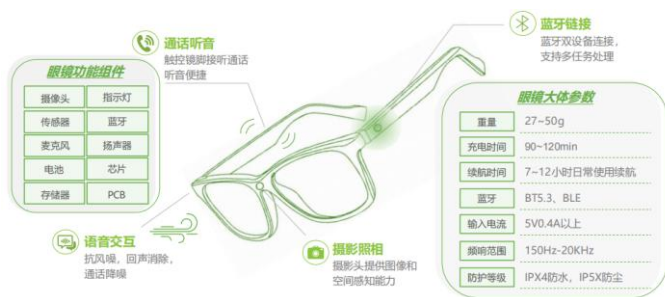
四、孵化雷鸟 AI 眼镜，未来发展前景广阔

（一）2025 年或为 AI 眼镜市场爆发元年

智能眼镜成为 AI 落地的重要载体。伴随 AI 技术的快速发展，智能眼镜在眼镜、相机、墨镜及蓝牙耳机等多重功能的基础上，引入 AI 大模型实现智能化的视觉和交互体验。我们认为，眼镜是最靠近人体嘴、耳、眼三大重要感官的穿戴设备，或将成为 AI 最好的载体。其中，人的视觉信息占人获取的信息的约 80%，而眼镜通过摄像头的嵌入可以实现计算机视觉和人类视觉的完美结合，同步获取视觉信息，并利用 AI 大模型及时反馈、提供智能服务。

AI 眼镜可为用户提供语音助手、识物、翻译、导航等功能。AI 眼镜品牌纷纷同大模型厂商建立合作，为自身新品增加 AI 功能。以雷鸟为例，其同阿里云在 AI 眼镜领域达成独家战略合作，通义系列大模型为雷鸟创新的 AI 眼镜提供独家定制的技术支持。2025 年 1 月 7 日发布的雷鸟 V3 集成了智能对话、物体识别、图像识别、随身记录等多种 AI 功能。

图47：AI 眼镜示意图



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院

图48：AI 眼镜分类

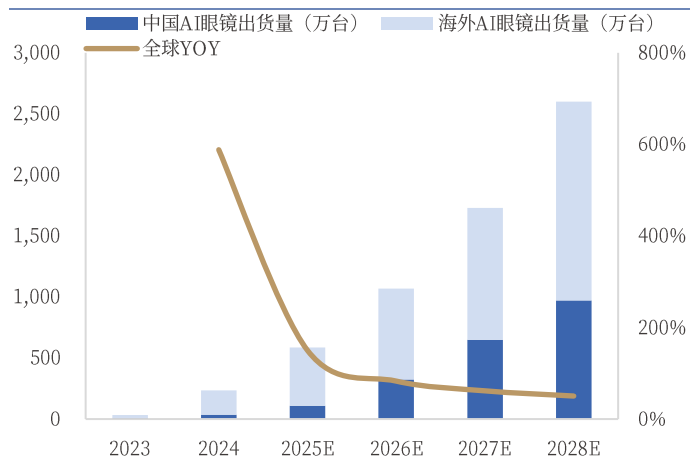


资料来源：WellSenn XR，中国银河证券研究院

AI 眼镜快速发展，Vlogger 用户需求将是 AI 眼镜的重要应用方向。2023 年 9 月，Meta 与雷朋合作推出了 AI 智能眼镜 Ray-Ban Meta，累计出货量已经突破 200 万台，成功开拓 AI 眼镜新赛道。2024 年末以来，国内外多个品牌已陆续推出 AI 智能眼镜新品，共同推动行业发展。据艾瑞咨询，2024 年全球 AI 眼镜出货量达到 234 万台，同比增长 588%，预计将于 2028 年达 2600 万台，2024~2028 CAGR 为 82.6%。其中，中国市场预计将以更高的速度增长，从 2024 年的 36 万台增长至 2028 年的 972 万台，期间 CAGR 为 128%。

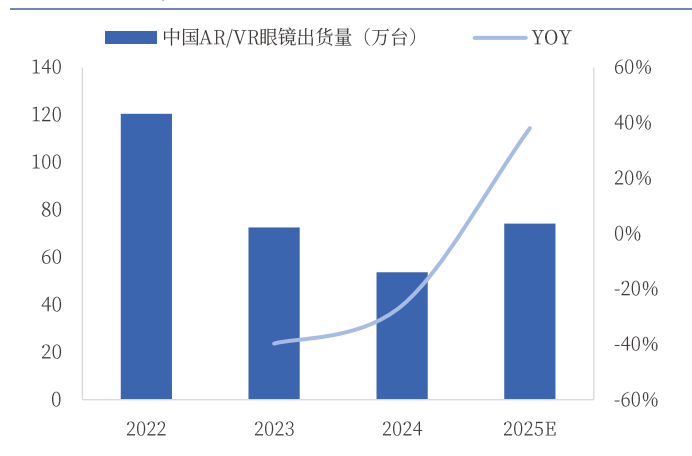
根据 Data Reportal，全球互联网持续渗透，2025 年 2 月全球互联网用户已达到 55.6 亿人，社交媒体用户为 52.4 亿人，分别占全球人口比例的 67.9%、63.9%。而网络视听为互联网用户的重要需求，带动了视频及 Vlog 的创作。AI 眼镜较手机、vlog 云台相机等具备第一人称视角、便捷拍摄、解放双手等优势，我们预计未来 Vlogger 用户需求将成为 AI 眼镜的重要应用方向。

图49：全球 AI 眼镜出货量



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院

图50：中国 AR/VR 眼镜出货量



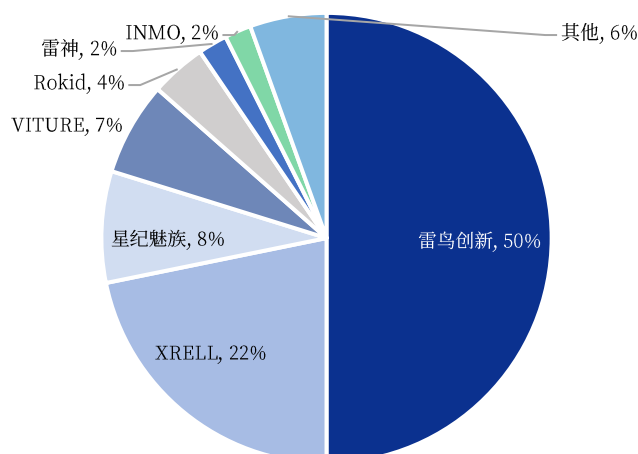
资料来源：IDC，中国银河证券研究院

（二）雷鸟在 AR/AI 眼镜领域市占率第一

雷鸟创新成立于 2021 年，由 TCL 电子孵化，李东生先生为其最大股东，TCL 电子持股比例超过 10%。2021 年初，TCL 及雷鸟团队在海外发布第一款 AR 眼镜（NXTWEAR G），此后持续进行技术攻克，2023 年 10 月发布全球首款消费级真 AR 眼镜雷鸟 X2（业内首款发布和量产的双目全彩 Micro LED+光波导 AR 眼镜）。2025 年 5 月，雷鸟迎来年度旗舰双发（X3 Pro、Air 3S 系列），进一步巩固在 AR/AI 眼镜领域竞争地位。

AR/AI 智能眼镜赛道入局新玩家小米，雷鸟市占率目前领先。根据 RUNTO 洛图科技，2024 年雷鸟创新线上零售市场市占率为 35.6%，蝉联中国消费级 AR 眼镜线上市场第一。2025Q1，雷鸟创新依然为我国 AR/AI 眼镜线上市场第一大品牌，销量市场份额高达 50%；XRELL 和星纪魅族位列第二、三名，销量市场份额分别为 22%和 8%。2025 年 6 月，小米推出 AI 眼镜，销量迅速增长，据电子发烧友网报道，首销 3 天销量或接近 5 万副。

图51：中国 AR 和 AI 拍摄眼镜线上市场品牌份额（2025Q1，按销量）



资料来源：洛图科技，中国银河证券研究院

五、盈利预测及估值

（一）盈利预测

收入：分业务来看，（1）考虑公司近年核心业务彩电出货量价齐升趋势，我们预计 2025/2026/2027 年公司彩电内销收入增速 14%/10%/10%；外销收入增速 13%/9%/7%；（2）预计公司光伏业务收入继续保持较高增长，占比存提升趋势，预计 2025/2026/2027 年收入增速 30%/25%/22%；（3）对于公司智能移动、连接设备及服务业务，以及智慧商显、智能家居及其他业务，我们给予 2025/2026/2027 年约 10%/6%/6%的收入增速；（4）预计公司全品类营销业务 2025/2026/2027 年收入增速 15%/13%/12%。整体来看，我们预计公司 2025/2026/2027 年营业收入分别为 1148/1285/1422 亿港元，分别同比+15.6%/+11.9%/+10.7%。

盈利：我们预计公司 2025/2026/2027 年毛利率分别为 16.5%/16.8%/17%；归母净利润分别为 23.8/28.8/34.6 亿港元，分别同比+35.2%/+21.1%/+20.3%。

表2：公司盈利预测主要指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万港元）	99,322	114,834	128,495	142,249
收入增长率（%）	25.7%	15.6%	11.9%	10.7%
归母净利润（百万港元）	1,759	2,378	2,878	3,463
利润增速（%）	136.6%	35.2%	21.1%	20.3%
EPS（港元）	0.70	0.94	1.14	1.37
PE	13.48	9.98	8.24	6.85

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院（注：收盘价为 2025 年 7 月 25 日）

（二）杜邦分析

我们选取海信视像、康冠科技、兆驰股份、小米集团 H、创维集团 H、康佳、长虹，以及韩国的三星电子、LG 电子作为可比公司。TCL 电子 2024 年 ROE 为 10.4%，处于可比公司中较高水平。拆分来看，公司归母净利率处于可比公司中较低水平，主要源于偏低的毛利率和较高的销售、管理费用率；公司资产周转率较高，2024 年为 1.4 次；权益系数处于可比公司中中等水平，2024 年为 4.2。

图52：2024 年可比公司杜邦分析

		ROE	=	归母净利率	×	资产周转率（次）	×	权益系数
1070.HK	TCL电子	10.4%		1.8%		1.4		4.2
600060.SH	海信视像	11.7%		3.8%		1.3		2.4
001308.SZ	康冠科技	11.4%		5.3%		1.0		2.1
002429.SZ	兆驰股份	10.4%		7.9%		0.7		1.8
1810.HK	小米集团	13.4%		6.5%		1.0		2.1
0751.HK	创维集团	3.1%		0.9%		0.9		3.8
000016.SZ	深康佳A	-82.2%		-29.7%		0.3		8.3
600839.SH	四川长虹	4.9%		0.7%		1.1		6.7
005930.KS	三星电子	9.0%		11.2%		0.6		1.3
066570.KS	LG电子	1.8%		0.4%		1.4		3.1

		毛利率	研发费用率	管理费用率	销售费用率
1070.HK	TCL电子	15.7%	2.4%	6.5%	7.6%
600060.SH	海信视像	15.7%	4.1%	1.8%	5.8%
001308.SZ	康冠科技	12.8%	4.2%	2.2%	2.5%
002429.SZ	兆驰股份	17.2%	4.5%	1.4%	1.3%
1810.HK	小米集团	20.9%	6.6%	-	7.0%
0751.HK	创维集团	13.5%	3.3%	2.8%	5.9%
000016.SZ	深康佳A	4.4%	3.7%	5.9%	7.0%
600839.SH	四川长虹	10.0%	2.1%	1.7%	3.7%
005930.KS	三星电子	38.0%	-	-	-
066570.KS	LG电子	24.4%	6.4%	-	-

资料来源：公司公告，Wind，中国银河证券研究院

（三）相对估值：股价合理区间在 12.26~13.21 港元

以 2025 年 7 月 25 日收盘价为基准，可比公司 2025/2026 年平均 PE 为 16.41/13.46 倍。我们预计公司 2025-2026 年归母净利润为 23.8/28.8 亿港元；EPS 分别为 0.94/1.14 港元；对应 2025/2026 年 PE 为 10/8.2 倍，低于可比公司水平。参照 A 股可比公司估值，我们预计公司估值可恢复到 2025 年 13~14 倍 P/E，对应股价 12.26~13.21 港元，对应市值区间为 309~333 亿港元，涨幅空间约 30~40%，首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

表3：可比公司估值表

公司名称	代码	币种	收盘价 (元)	总市值（百 万元）	营业收入（百万元）		归母净利润（百万元）		PE	
					2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
海信视像	600060.SH	CNY	23.95	31,254	64,184	69,752	2,586	2,917	12.08	10.72
康冠科技	001308.SZ	CNY	23.81	16,682	18,131	20,640	1,029	1,224	16.22	13.63
兆驰股份	002429.SZ	CNY	4.68	21,186	22,436	25,275	1,788	2,119	11.85	10.00
小米集团	1810.HK	HKD	57.4	1,489,696	539,684	678,163	43,227	57,107	34.46	26.09
创维集团	0751.HK	HKD	3.25	6,149	73,940	76,063	824	896	7.46	6.86
算数平均值									16.41	13.46
剔除最高值、最低值的算数平均值									13.38	11.45
TCL 电子	1070.HK	HKD	9.41	23,722	114,834	128,495	2,378	2,878	9.98	8.24

资料来源：Wind，中国银河证券研究院（注：收盘价为 2025 年 7 月 25 日，除 TCL 电子外其余上市公司盈利预测均为 Wind 一致预期）

(四) 绝对估值：股价合理区间在 12.3~13.34 港元

我们采用 FCFF 法分增长期（2025-2027 年）、过渡期（2028-2033 年）、永续增长期（2034 年及以后）三阶段对公司进行绝对估值，主要参数设定及依据如下表所示。以 2025 年 7 月 25 日公司股本为基准，在加权平均资本成本（WACC）为 9.3%、永续增长率（g）为 2%时，公司合理每股价值为 12.79 港元，对应市值 322 亿港元。

在加权平均资本成本（WACC）正负波动 0.2%、永续增长率（g）正负波动 0.2%的情况下，公司合理每股价值区间 12.3~13.34 港元，对应市值区间为 310~336 亿港元，涨幅空间约 31~42%，首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

表4: FCFF 核心假设

指标	数值	说明
无风险利率 Rf	1.7%	取 2025 年 7 月 25 日 10 年期中债国债到期收益率
市场预期收益率 Rm	9.3%	参考恒生指数历史平均收益水平
贝塔值(β)	1.14	取公司近 1 年期间原始 Beta（频率为日度），标的指数为恒生指数
WACC	9.3%	通过公式 $WACC = K_d * W_d * (1 - T) + K_e * (1 - W_d)$ 计算得到
税率 T	26.5%	公司全球经营，适用税率各不相同，参考 2024 年有效税率
永续增长率 g	2%	假设公司永续增长率为 2%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表5: WACC 估值敏感性分析表（港元/股）

	永续增长率 g							
		1.4%	1.6%	1.8%	2.0%	2.2%	2.4%	2.6%
WACC	8.7%	13.19	13.40	13.62	13.86	14.10	14.37	14.65
	8.9%	12.86	13.06	13.26	13.48	13.71	13.95	14.21
	9.1%	12.55	12.73	12.92	13.12	13.34	13.57	13.81
	9.3%	12.25	12.42	12.60	12.79	12.99	13.20	13.42
	9.5%	11.97	12.13	12.30	12.47	12.66	12.86	13.06
	9.7%	11.70	11.85	12.01	12.17	12.35	12.53	12.72
	9.9%	11.45	11.59	11.73	11.89	12.05	12.22	12.40

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

六、风险提示

市场竞争加剧的风险：公司所处行业充分竞争，若行业竞争加剧，则产品存在降价风险，将对规模和盈利造成负面影响。

美国关税政策的风险：美国关税政策的不确定性仍是公司经营短期风险之一。若美国关税政策出现变动，或将影响公司美国市场销售。

附录

表6：公司营业收入拆分

拆分方式	类别	指标	2021	2022	2023	2024
按产品	显示业务	营业收入（百万港元）	63949	57907	56540	69440
		YOY	43.50%	-9.45%	-2.36%	22.82%
		营业成本（百万港元）	53653	47368	46193	58746
		毛利率	16.10%	18.20%	18.30%	15.40%
	——大尺寸显示	营业收入（百万港元）	49267	45194	48634	60,108
		YOY	24.35%	-8.27%	7.61%	23.59%
		营业成本（百万港元）	41039	36698	39934	50809
		毛利率	16.70%	18.80%	17.89%	15.47%
	(1) 中国市场	营业收入（百万港元）	13238	15194	16017	19,046
		YOY	2.92%	14.78%	5.41%	18.91%
		营业成本（百万港元）	10815	11487	12340	15283
		毛利率	18.30%	24.40%	22.96%	19.76%
	(2) 海外市场	营业收入（百万港元）	36029	30000	32617	41,062
		YOY	34.65%	-16.73%	8.72%	25.89%
		营业成本（百万港元）	30228	25230	27594	35526
		毛利率	16.10%	15.90%	15.40%	13.48%
	——中小尺寸显示	营业收入（百万港元）	14375	11802	7053	8,459
		YOY	206.85%	-17.90%	-40.24%	19.93%
		营业成本（百万港元）	12334	9925	5487	7156
		毛利率	14.20%	15.90%	22.20%	15.40%
	——商显	营业收入（百万港元）	307	911	853.423	873
		YOY	18.30%	196.74%	-6.32%	2.29%
		营业成本（百万港元）	260	753	762	757
		毛利率	15.20%	17.30%	10.70%	13.30%
	创新业务	营业收入（百万港元）	8546	10444	18640	27,009
		YOY	86.70%	22.21%	78.48%	44.90%
		营业成本（百万港元）	7409	9034	15900	23660
		毛利率	13.30%	13.50%	14.70%	12.40%
	——全品类营销	营业收入（百万港元）	6372	8244	10409	12,446
		YOY	70.70%	29.38%	26.27%	19.57%
		营业成本（百万港元）	5664	7155	8671	10716
		毛利率	11.10%	13.20%	16.70%	13.90%
	——光伏	营业收入（百万港元）	-	328	6299	12,874
		YOY	-	-	1820.43%	104.38%

		营业成本（百万港元）	-	-	5694	11638
		毛利率	-	-	9.60%	9.60%
	——智能连接及智慧家居	营业收入（百万港元）	2174	1873	1932	1689
		YOY	157.36%	-13.85%	3.15%	-12.58%
		营业成本（百万港元）	-	-	1441	1306
		毛利率	-	-	25.40%	22.70%
	互联网业务	营业收入（百万港元）	1849	2298	2763	2,627
		YOY	49.93%	24.28%	20.20%	-4.91%
		营业成本（百万港元）	807	1138	1240	1151
		毛利率	56.36%	50.50%	55.10%	56.20%
	(1) 中国市场	营业收入（百万港元）	1491	1797	2061	1807
		YOY	63.70%	20.56%	14.69%	-12.32%
	(2) 海外市场	营业收入（百万港元）	359	501	702	820
		YOY	11.20%	39.56%	40.12%	16.83%
	其他业务	营业收入（百万港元）	503	702	1043	246
		YOY	-13.13%	39.56%	48.58%	-76.41%
		营业成本（百万港元）	478	683	882	172
		毛利率	4.93%	2.71%	15.46%	30.20%
按区域	中国	营业收入（百万港元）	19518	23633	32246	41476
		YOY	17.25%	21.08%	36.44%	28.63%
	欧洲	营业收入（百万港元）	11158	9840	8987	13119
		YOY	81.14%	-11.81%	-8.67%	45.99%
	北美	营业收入（百万港元）	22373	18133	16481	17317
		YOY	51.11%	-18.95%	-9.11%	5.07%
	新兴市场	营业收入（百万港元）			21272	27409
		YOY				28.85%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图表目录

图 1: TCL 系业务架构.....	3
图 2: TCL 系股权结构.....	4
图 3: TCL 电子业务架构.....	5
图 4: 公司营业收入及 YOY.....	5
图 5: 公司营业收入及 YOY (半年度)	5
图 6: 公司营业收入按产品拆分 (百万港元)	6
图 7: 公司彩电销量及 YOY.....	6
图 8: 公司营业收入按区域拆分	6
图 9: 公司营业收入按区域 YOY	6
图 10: 公司归母净利润及 YOY.....	7
图 11: 公司归母净利率 (半年度)	7
图 12: 公司 ROE-平均、销售毛利率、归母净利率.....	7
图 13: 公司研发费用、销售费用、管理费用、财务费用率.....	7
图 14: 公司各业务板块毛利率.....	8
图 15: 公司彩电业务内外销毛利率.....	8
图 16: 全球 TV 出货量 (年度)	9
图 17: 全球 TV 出货量 (季度)	9
图 18: 面板出货价格	10
图 19: 历年中国彩电市场价格段销售份额变化	10
图 20: 历年中国彩电市场分渠道均价走势	10
图 21: Mini LED 背光电视市场全球出货量.....	11
图 22: Mini LED 背光电视全球渗透率.....	11
图 23: 80 寸以上超大尺寸电视全球出货量	12
图 24: 80 寸以上超大尺寸电视全球渗透率	12
图 25: 高刷电视市场全球出货量.....	13
图 26: 高刷电视全球渗透率.....	13
图 27: 2024 年全球液晶电视面板厂出货量市占率.....	13
图 28: 2010-2024 年全球液晶面板出货量厂商占比	13
图 29: 全球彩电市场中国企业品牌出货量份额稳步提升.....	14
图 30: 公司彩电业务收入及 YOY.....	15
图 31: 公司彩电销量及 YOY.....	15
图 32: 公司彩电销售均价	15
图 33: 公司彩电业务内外销收入.....	16

图 34: 公司彩电业务内外销收入 YOY	16
图 35: 公司彩电内外销销量及 YOY.....	16
图 36: 公司彩电内外销销售均价.....	16
图 37: 公司 65 寸以上、75 寸以上电视全球出货量占比持续提升.....	17
图 38: 公司电视全球出货平均尺寸 (吋)	17
图 39: 公司 Mini LED TV 全球出货量 YOY	17
图 40: 公司量子点 TV 全球出货量 YOY.....	17
图 41: Reddit 论坛电视消费板块对三星电视的部分负面评价	18
图 42: 部分科技博主质疑三星电视的高端定位	18
图 43: TCL、三星、LG 彩电业务收入及 YOY	18
图 44: TCL、三星、LG 彩电销量及 YOY.....	18
图 45: TCL、三星、LG 彩电销售均价.....	19
图 46: 公司全球化产能布局.....	19
图 47: AI 眼镜示意图.....	20
图 48: AI 眼镜分类	20
图 49: 全球 AI 眼镜出货量	21
图 50: 中国 AR/VR 眼镜出货量	21
图 51: 中国 AR 和 AI 拍摄眼镜线上市场品牌份额 (2025Q1, 按销量)	21
图 52: 2024 年可比公司杜邦分析	23
表 1: Mini LED & OLED 优缺点对比	11
表 2: 公司盈利预测主要指标	22
表 3: 可比公司估值表.....	23
表 4: FCFE 核心假设	24
表 5: WACC 估值敏感性分析表 (港元/股)	24
表 6: 公司营业收入拆分.....	26

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万港元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	64,534	69,263	77,109	85,378
现金及现金等价物	8,772	11,283	11,018	11,859
交易性金融资产	3,413	3,413	3,413	3,413
应收账款及票据	26,770	26,622	30,146	33,767
其它应收款	9,598	11,458	13,000	14,589
存货	15,289	15,730	18,700	20,826
其他流动资产	692	756	833	924
非流动资产	11,833	11,635	11,650	11,598
固定资产净值	2,440	2,425	2,386	2,322
权益性投资	1,442	1,442	1,442	1,442
指定按公允价值计入其他全面收益之权益投资	366	366	366	366
按公允价值计入损益之金融资产	38	38	38	38
按攤餘成本計量的債權工具投资	199	199	199	199
其他长期投资	414	414	414	414
商誉及无形资产	4,447	4,263	4,316	4,329
土地使用权	827	827	827	827
其他非流动资产	1,662	1,662	1,662	1,662
总资产	76,367	80,898	88,759	96,976
流动负债	57,129	60,163	66,389	72,606
应付账款及票据	32,486	32,315	35,736	39,157
应交税金	333	495	554	613
交易性金融负债	353	353	353	353
短期借贷及长期借贷当期到期部分	4,172	4,172	4,172	4,172
其他流动负债	19,785	22,826	25,573	28,310
非流动负债	1,562	1,362	1,162	962
长期借贷	438	238	38	-162
其他非流动负债	1,124	1,124	1,124	1,124
总负债	58,691	61,525	67,551	73,568
少数股东权益	472	593	738	914
归属母公司股东权益	17,204	18,781	20,470	22,494
负债和股东权益	76,367	80,898	88,759	96,976

现金流量表(百万港元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,630	4,319	1,930	3,285
净利润	1,849	2,498	3,024	3,638
折旧与摊销	772	1,004	791	858
营运资本变动	-36	-2,162	-4,555	-3,856
其他非现金调整	45	2,979	2,669	2,645
投资活动现金流	-2,174	-806	-806	-806
资本性支出	893	806	806	806
出售固定资产收到的现金	7	0	0	0
其他投资活动产生的现金流量	1,274	0	0	0
筹资活动现金流	-2,338	-1,002	-1,389	-1,639
债务增加	-1,142	-200	-200	-200
支付股利	403	802	1,189	1,439
其他筹资活动产生的现金流量	793	0	0	0
汇率变动影响	-83	0	0	0
现金及现金等价物净增加额	-1,965	2,512	-265	840

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表(百万港元)	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	99,322	114,834	128,495	142,249
销售成本	83,768	95,833	106,858	118,069
其他收入及收益	1,960	1,960	1,960	1,960
销售及分销支出	7,504	8,957	10,023	10,953
行政支出	4,145	5,053	5,590	6,188
研发费用	2,335	2,871	3,212	3,414
其它业务支出	342	400	400	400
营业利润	3,188	3,680	4,372	5,185
融资成本	787	282	259	236
分占损益：合资公司	6	0	0	0
分占损益：联营公司	108	0	0	0
除税前利润	2,515	3,398	4,114	4,949
所得税	666	900	1,090	1,311
本年度利润	1,849	2,498	3,024	3,638
少数股东权益	89	120	146	175
归属母公司净利润	1,759	2,378	2,878	3,463
非经常性利润	154	0	0	0
经调整归属母公司净利润	1,606	2,378	2,878	3,463
EBITDA	3,287	4,402	4,905	5,807
EPS（港元）	0.70	0.94	1.14	1.37

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	25.7%	15.6%	11.9%	10.7%
营业利润增长率	64.0%	15.5%	18.8%	18.6%
归母净利润增长率	136.6%	35.2%	21.1%	20.3%
毛利率	15.7%	16.5%	16.8%	17.0%
归母净利率	1.8%	2.1%	2.2%	2.4%
ROE	10.2%	12.7%	14.1%	15.4%
ROIC	8.9%	10.8%	12.2%	13.5%
资产负债率	76.9%	76.1%	76.1%	75.9%
净资产负债率	332.0%	317.6%	318.5%	314.3%
流动比率	1.13	1.15	1.16	1.18
总资产周转率	1.41	1.46	1.51	1.53
每股收益	0.70	0.94	1.14	1.37
每股经营现金	1.04	1.71	0.77	1.30
每股净资产	6.82	7.45	8.12	8.92
P/E	13.48	9.98	8.24	6.85
P/B	1.38	1.26	1.16	1.05
PS	0.24	0.21	0.18	0.17

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

何伟，研究所副所长、大消费组组长。上海交通大学理学硕士。2009-2011 入职光大证券研究所担任家电分析师；2012-2024 入职中国国际金融股份有限公司担任家电首席分析师，董事总经理；2025 年加入中国银河证券股份有限公司研究院。2022 年、2023 年荣获 IICChina 机构投资者·财新资本市场分析师成就奖，可选消费行业最佳分析师（大陆&海外综合）第一。《Extel》（原《机构投资者》）2025 年度“亚洲最佳本土券商评选，中国最佳分析师非必需消费品第一；中国香港最佳分析师非必需消费品第一。

陆思源，家电行业分析师。加州大学圣地亚哥分校金融硕士，2023 年加入中国银河证券研究院，从事家电行业研究工作。

刘立思，家电行业分析师。中央财经大学本硕，2022 年加入中国银河证券研究院，主要从事家电行业研究工作。

杨策，家电行业分析师。伦敦国王大学理学硕士，2018 年加入中国银河证券股份有限公司研究院，从事家电行业研究工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	推荐：	相对基准指数涨幅 10%以上
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
	回避：	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐：	相对基准指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
行业评级	回避：	相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	

联系

中国银河证券股份有限公司研究院	机构请致电：	
深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层	深广地区：	程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层	上海地区：	陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦	北京地区：	田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn 褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn
公司网址：www.chinastock.com.cn		