

Mini LED TV 引领，挑战全球龙头宝座

2025 年 08 月 23 日

核心观点

- 公司发布 2025 年中期报告：**2025H1 营业收入 547.8 亿港元，同比+20.4%；归母净利润 10.9 亿港元，同比+67.8%；归母净利率 2.0%，同比+0.5pct；经调整归母净利润 10.6 亿港元，同比+62%。
- 各业务保持快速增长：**1) 显示业务收入 334.2 亿港元，同比+10.9%。其中彩电业务收入 283.5 亿港元，同比+9.4%，占总收入的比为 52%；25H1 彩电业务毛利率为 15.9%，同比+0.5pct，尤其中国市场毛利率有 1.7pct 的较大提升，推动公司整体盈利能力上行。2) 互联网业务实现收入 14.6 亿港元，同比+20.3%，海外市场商业模式突破。3) 创新业务收入 198.8 亿港元，同比+42.4%。其中光伏业务收入 111.4 亿港元，同比+111.3%。由于毛利率水平较低的光伏业务高速增长，占比提升，使得 25H1 公司整体毛利率同比-0.6pct 至 15.3%；但受益于规模效应及提质增效，公司整体费用率同比-1pct 至 11.5%。4) 公司于 AR/XR 智能眼镜及陪伴机器人领域继续快速发展。2025H1，旗下孵化的雷鸟创新推出 Air 3s Pro XR 眼镜、V3 Slim AI 拍摄眼镜、X3 Pro AI 眼镜等三款新品；618 期间，雷鸟智能眼镜获京东及天猫双平台 XR 行业销量冠军。TCL 在 CES 上发布了全球首款分体式智能家居陪伴机器人 TCL AiMe。
- 彩电力推 Mini LED 和大屏，品牌定位提升：**1) 我们预计，2024 年下半年以来，Mini LED 电视在中国市场开始爆发，2025 年开始在欧美市场爆发。受限于 OLED 应用于大屏时的技术缺陷等，我们预计未来全球彩电升级主要方向是 Mini LED 电视。2) Omdia 数据，2025H1，TCL 全球彩电品牌销量 1346 万台，同比+7.6%，中国市场同比+3.5%，海外市场同比+8.7%；市占率同比+0.9pct 至 14.2%；全球排名仅次于三星；均价约 2106 港元/台，同比+1.7%。3) TCL 在 Mini Led 电视市场具备产业链和技术优势。Omdia 数据，2025H1，TCL Mini LED TV 全球出货量同比大幅增长 176.1%至 137 万台，全球第一；出货量占比同比提升 12.6pct 至 21.2%；国际市场出货量占比同比提升 4.9pct 至 7.7%。4) TCL 品牌定位提升。DSCC 数据，TCL 在零售价不低于 600 美元的高端彩电市场的出货量市占率自 2023 年的 11%提升至 2025H1 的 19%。我们预计未来三年 TCL 全球品牌定位将明显提升，三年后公司全球品牌销量有望超越行业龙头三星。
- 投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 23.8/28.9/34.8 亿港元；EPS 为 0.94/1.15/1.38 港元；对应 PE 为 9.9/8.2/6.8 倍，维持“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	117,011	135,343	153,268
YOY	25.7%	17.8%	15.7%	13.2%
归母净利润（百万港元）	1,759	2,381	2,889	3,478
YOY	136.6%	35.3%	21.3%	20.4%
EPS（港元）	0.70	0.94	1.15	1.38

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院（注：收盘价为 2025 年 8 月 22 日）

TCL 电子（股票代码：1070.HK）

推荐 维持评级

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

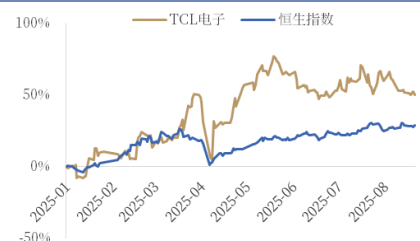
市场数据

2025 年 08 月 22 日

股票代码	1070.HK
收盘价(港元)	9.38
恒生指数	25,339.14
总股本(万股)	252,094
总市值(亿港元)	236

相对恒生指数表现图

2025 年 08 月 22 日



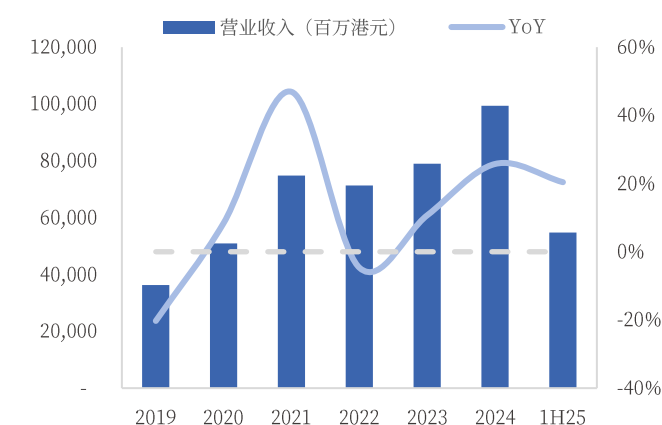
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

一、公司经营情况

（一）公司业务拆分

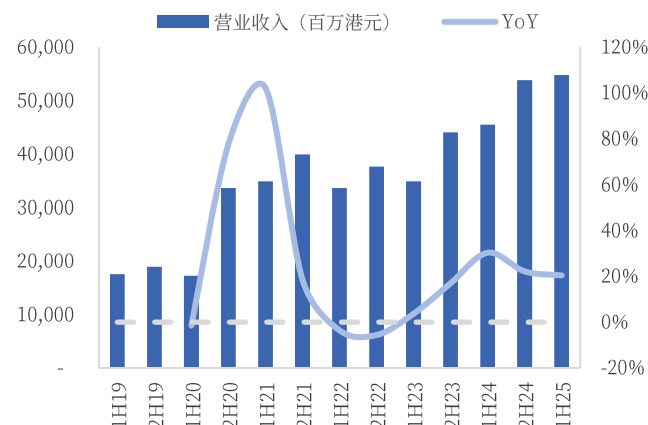
2022 年，受公共卫生事件、地缘政治冲突、能源危机和全球通胀等因素影响，公司营业收入同比有所下滑，此后 2023 年起恢复上涨。2024 年公司实现营业收入 993 亿港元，同比增长 25.7%。2025H1 公司实现营业收入 547.8 亿港元，同比+20.4%。其中，内销收入为 251.3 亿港元，同比+32%，继续受益于国补政策刺激需求；外销收入为 296.5 亿港元，同比+12%，公司中高端化战略成效凸显。

图1：公司营业收入及 YOY



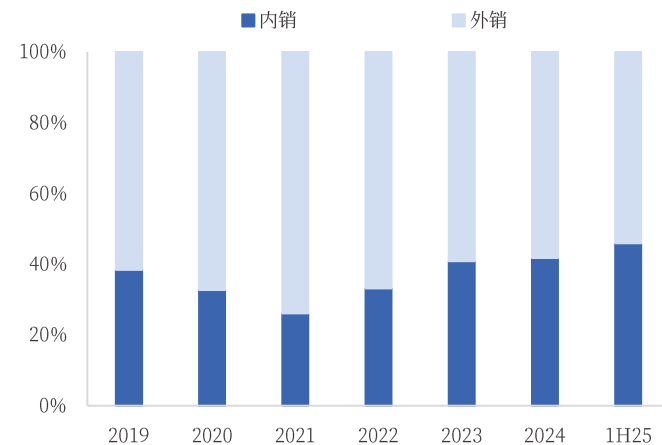
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图2：公司营业收入及 YOY（半年度）



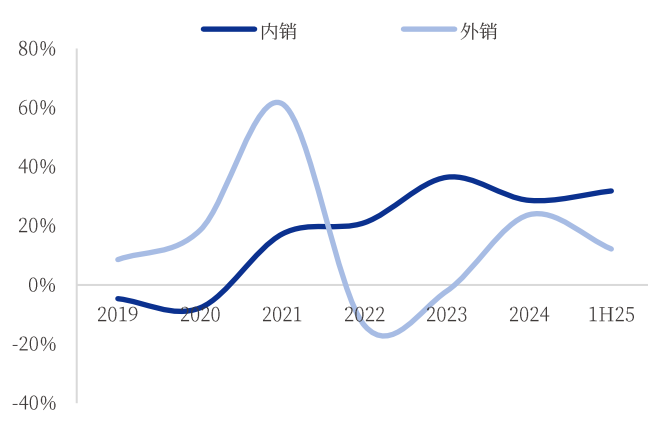
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图3：公司营业收入按区域结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图4：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

公司业务主要包括显示、互联网和创新业务三部分协同运行，彩电业务贡献主要收入。

显示业务方面，2025H1 实现收入 334.2 亿港元，同比+10.9%，占总收入的比为 61%。

1) 核心业务大尺寸显示（彩电）实现收入 283.5 亿港元，同比+9.4%，占总收入的比为 51.8%，中国/海外市场收入分别同比+4.4%/+11.8%；彩电全球出货量 1346 万台，同比+7.6%，居全球第二，中国/海外市场出货量分别同比+3.5%/+8.7%；经计算销售均价约为 2106 港元/台，同比+1.7%。根据 Omdia 数据，2025H1 公司彩电出货量全球市占率约 14.2%，同比+0.9pct；销售额市占率达

13.2%，同比+1.1pct，居全球第三。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，在全球重点推 Mini LED 电视产品线。2025H1，公司 Mini LED 电视全球出货量 137 万台，同比+176.1%，居全球第一。

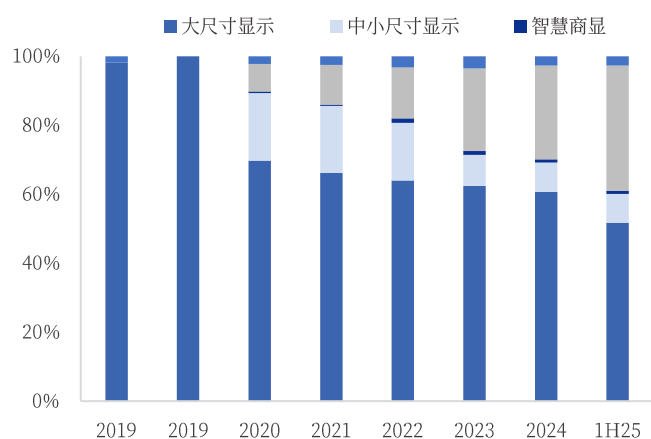
2) 中小尺寸显示业务实现收入 45.6 亿港元，同比+21.3%。其中，手机、平板分别实现收入 28.7、16.9 亿港元，同比+28.8%、+10.4%。

3) 智慧商显业务实现收入 5 亿港元，同比+9.4%，数字标牌国内出货规模跃居第一。

互联网业务方面，2025H1 实现收入 14.6 亿港元，同比+20.3%，其中海外市场商业模式突破推动收入同比增长 46.3%。

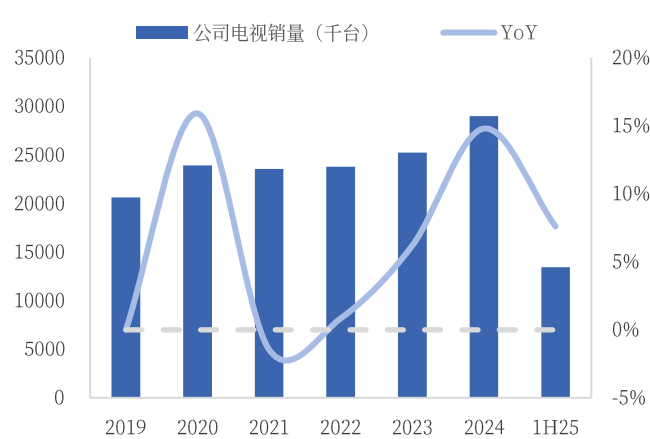
创新业务方面，2025H1 实现收入 198.8 亿港元，同比+42.4%，占总收入的比为 36.3%。其中，光伏业务海外业务稳步推进，盈利能力提升，2025H1 实现收入 111.4 亿港元，同比+111.3%。2025H1 新增装机量达 4.7GW。

图5：公司营业收入按产品结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图6：公司彩电出货量及 YOY



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表1：公司营业收入拆分

业务类别	指标	2021	2022	2023	2024	2025H1
显示业务	营业收入 (百万港元)	63949	57907	56540	69440	33419
	YOY	43.5%	-9.4%	-2.4%	22.8%	10.9%
	毛利率	16.1%	18.2%	18.3%	15.4%	15.6%
大尺寸显示	营业收入 (百万港元)	49267	45194	48634	60,108	28352
	YOY	24.3%	-8.3%	7.6%	23.6%	9.4%
	毛利率	16.7%	18.8%	17.9%	15.5%	15.9%
—— 中国市场	营业收入 (百万港元)	13238	15194	16017	19,046	8720
	YOY	2.9%	14.8%	5.4%	18.9%	4.4%
	毛利率	18.3%	24.4%	23.0%	19.8%	19.4%
—— 海外市场	营业收入 (百万港元)	36029	30000	32617	41,062	19632
	YOY	34.7%	-16.7%	8.7%	25.9%	11.8%
	毛利率	16.1%	15.9%	15.4%	13.5%	14.4%
中小尺寸显示	营业收入 (百万港元)	14375	11802	7053	8,459	4563
	YOY	206.9%	-17.9%	-40.2%	19.9%	21.3%

	毛利率	14.2%	15.9%	22.2%	15.4%	13.7%
商显	营业收入（百万港元）	307	911	853.423	873	504
	YOY	18.3%	196.7%	-6.3%	2.3%	9.6%
	毛利率	15.2%	17.3%	10.7%	13.3%	11.1%
创新业务	营业收入（百万港元）	8546	10444	18640	27,009	19,875
	YOY	86.7%	22.2%	78.5%	44.9%	42.4%
	毛利率	13.3%	13.5%	14.7%	12.4%	11.9%
光伏	营业收入（百万港元）	-	328	6299	12,874	11137
	YOY	-	-	1820.4%	104.4%	111.4%
	毛利率	-	-	9.6%	9.6%	9.6%
全品类营销	营业收入（百万港元）	6372	8244	10409	12,446	7842
	YOY	70.7%	29.4%	26.3%	19.6%	1.2%
	毛利率	11.1%	13.2%	16.7%	13.9%	13.9%
智能连接及智慧家居	营业收入（百万港元）	2174	1873	1932	1689	897
	YOY	157.4%	-13.8%	3.2%	-12.6%	-3.7%
	毛利率	-	-	25.4%	22.7%	23.2%
互联网业务	营业收入（百万港元）	1849	2298	2763	2627	1458
	YOY	49.9%	24.3%	20.2%	-4.9%	20.3%
	毛利率	56.4%	50.5%	55.1%	56.2%	54.4%
其他业务	营业收入（百万港元）	503	702	1043	246	25
	毛利率	4.9%	2.7%	15.5%	30.2%	24.1%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

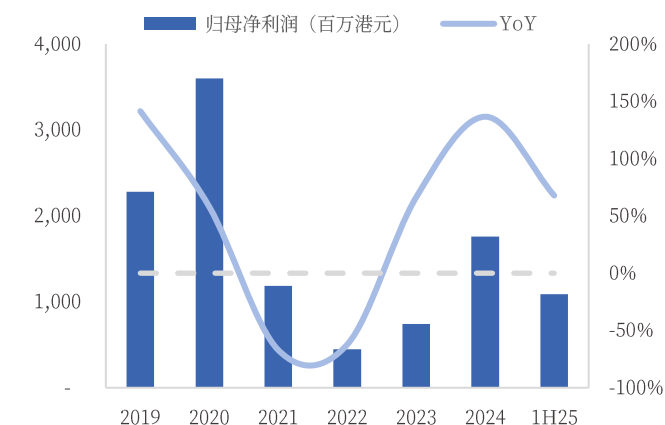
（二）公司主要财务

2024 年以来公司业绩加速改善，彩电业务盈利能力提升是核心驱动力。2024 年公司实现归母净利润 17.6 亿港元，同比+137%。2025H1，公司归母净利润为 10.9 亿港元，同比+67.8%；归母净利率为 2.0%，同比+0.5pct；经调整归母净利润为 10.6 亿港元，同比+62%。2025H1，公司毛利率为 15.3%，同比-0.6pct，主要受毛利率水平较低的光伏业务占比提升影响所致；整体费用率为 11.5%，同比-1pct。

分业务来看，1) 2025H1 显示业务毛利率为 15.6%，同比+0.1pct。其中彩电业务方面，公司中高端战略有效落地带动彩电盈利提升，毛利率为 15.9%，同比+0.5pct，中国/海外毛利率分别同比+1.7/+0.1pct 至 19.4%/14.4%。2) 2025H1 互联网业务毛利率为 54.4%，同比+0.5pct。3) 2025H1 创新业务毛利率 11.9%，同比-1.6pct，毛利率水平较低的光伏业务占比提升。

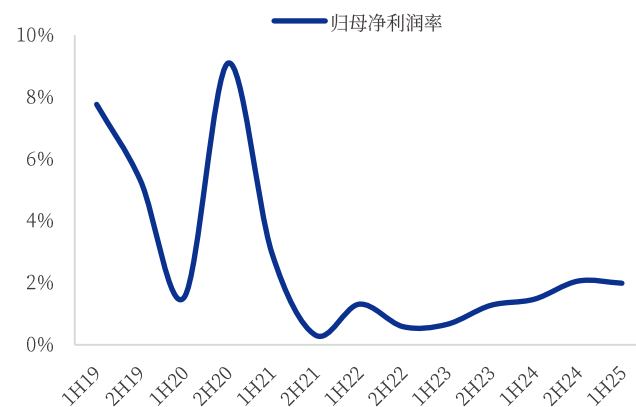
2025 年新一轮股权激励上调考核目标，彰显管理层对未来信心。2025 年 4 月公司再推高挑战的股权激励目标，向 860 名管理层及核心骨干授予约 9149.8 万股（占现有股本 3.6%）限制性股票。以 2024 年经调整归母净利润（16.06 亿港元）为基数，2025-2027 年净利润增长目标分别为 45%、75%、100%（对应净利润分别约 23.28 亿港元、28.10 亿港元、32.12 亿港元）。

图7：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：归母净利润为未经调整数据)

图8：公司归母净利率（半年度）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院
(注：归母净利润为未经调整数据)

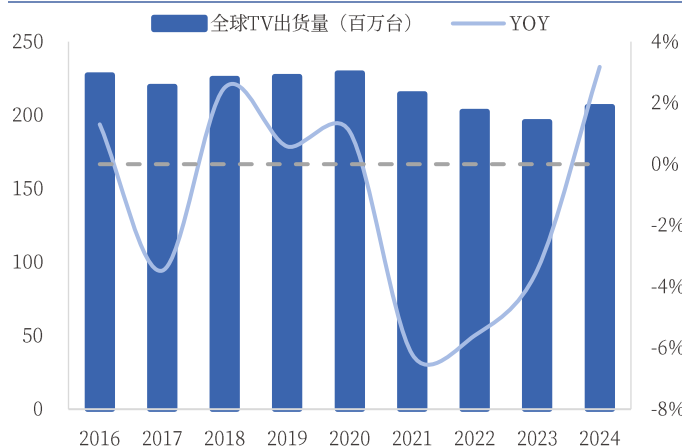
二、彩电市场需求稳定，产品结构呈升级趋势

（一）全球彩电市场需求整体稳定，25H1 出货量基本持平

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。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。

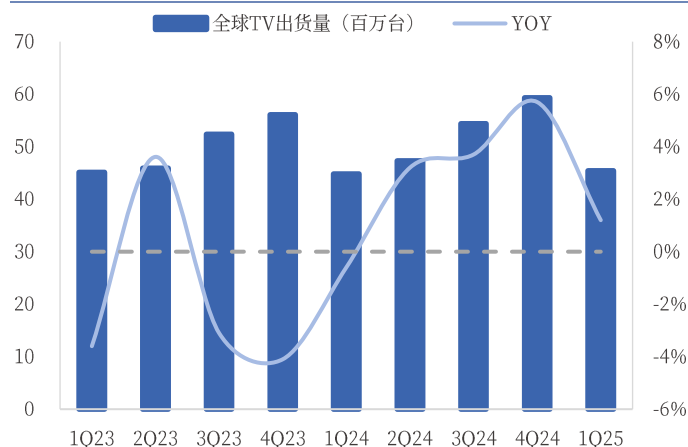
2025 年全球电视需求预计持平，中国和北美为两大关键市场。根据 Omdia，2025H1 全球电视出货量同比微增 0.1%；预计 2025 年全球电视出货量基本持平，达 2.087 亿台，同比微跌 0.1%，其中北美/中国市场或逆势增长，出货量预计将达 4990 万台/3830 万台，同比+1.6%/+3.2%。

图9：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10：全球 TV 出货量（季度）

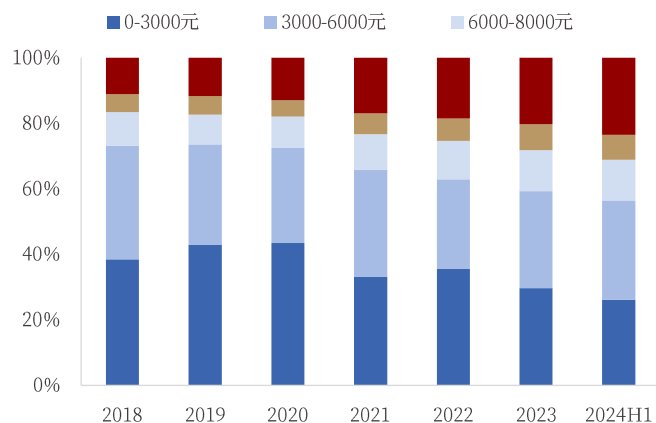


资料来源：奥维睿沃，中国银河证券研究院

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 Mini LED、大尺寸、高刷产品渗透率快速提升等。

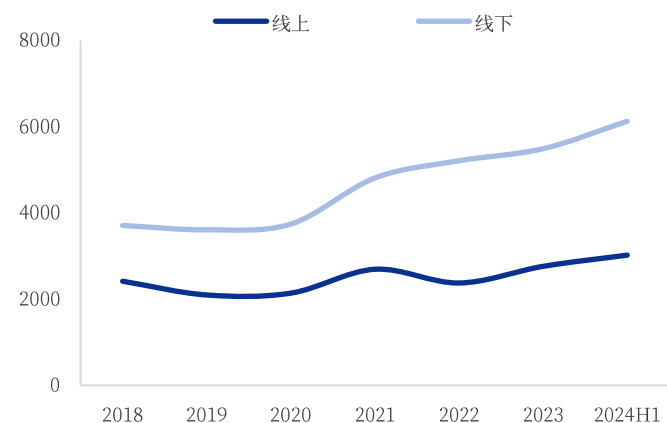
受上述技术升级带来的产品升级影响，彩电销售均价呈现提升趋势。近年我国彩电市场线上线销售均价均呈现上行走势，从价格带分布来看，根据奥维云网，2024H1 我国彩电低端产品（0-3k 价格段）销售份额为 26.2%；中端产品（3k-1w 价格段）销售份额为 50.3%；高端产品（1w 以上价格段）销售份额为 23.5%，同比+3.2pct，自 2018 年以来保持提升趋势。

图11: 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12: 历年中国彩电市场分渠道均价走势 (元)



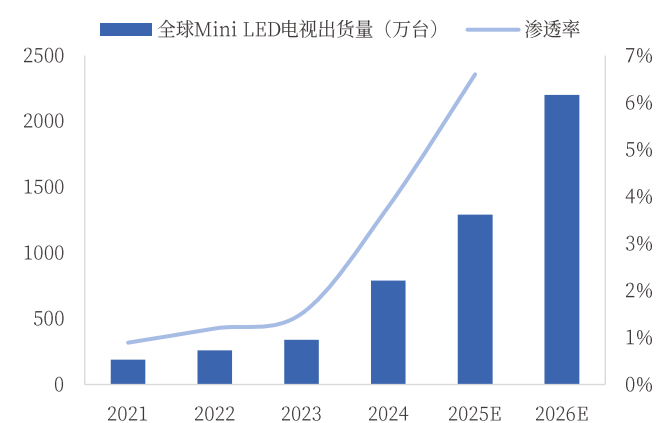
资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

(二) Mini LED 爆发式增长, 渗透率与 OLED 拉开差距

Mini LED 电视爆发式增长, 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。相比 OLED, Mini LED 更适用于大屏显示, 并且具有成本优势。受限 OLED 应用于大屏时的技术缺陷等, 我们认为未来前景不大。根据迪显数据, 2024 年全球 Mini LED 电视渗透率首次超过 OLED 电视, Mini LED 电视全球出货量达 790 万台, 同比+132%, 测算渗透率约为 3.8%; 而 OLED 电视出货量为 560 万台, 同比+7.7%, 测算渗透率约 2.7%, 多年维持在 3% 水平上下波动。2025H1, Mini LED 与 OLED 电视差距继续拉开。根据迪显数据, Mini LED 全球出货量为 640 万台, 同比+141%; 而根据奥维睿沃数据, OLED 全球出货量为 270 万台, 同比增速仅 6.7%, 远低于 Mini LED 电视。

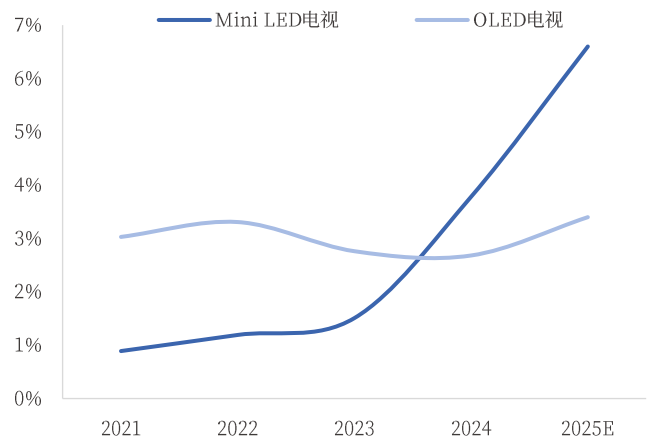
中国品牌坚定 Mini LED 布局实现领先, Top4 品牌 2024 年发布相关新品达到 62 款。未来伴随技术下沉终端, Mini LED 电视价格门槛降低, 预计渗透率将快速提升。根据 Omdia, 2025 年 Mini LED 电视或成为出货量增长最快的电视细分品类。我们预计 2025 年全球 Mini LED 电视出货量有望达到 1300 万台的规模水平, 渗透率或达 6.6%。

图13: Mini LED 电视全球出货量



资料来源: 迪显, Omdia, 奥维睿沃, 集邦, 中国银河证券研究院

图14: 全球 Mini LED 与 OLED 电视出货量渗透率



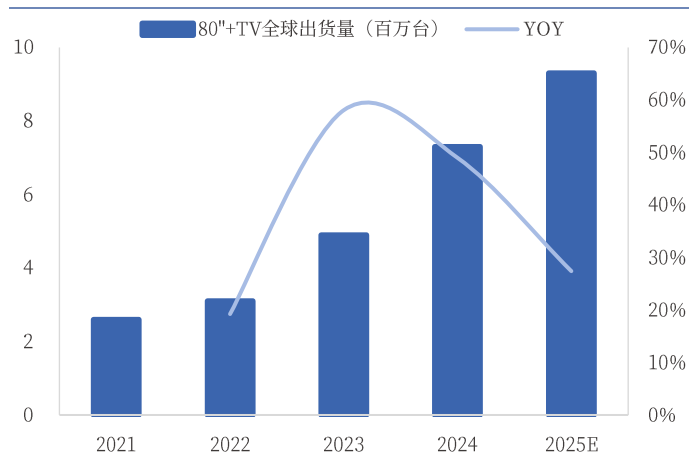
资料来源: 迪显, Omdia, 奥维睿沃, 集邦, 中国银河证券研究院

（三）彩电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%。

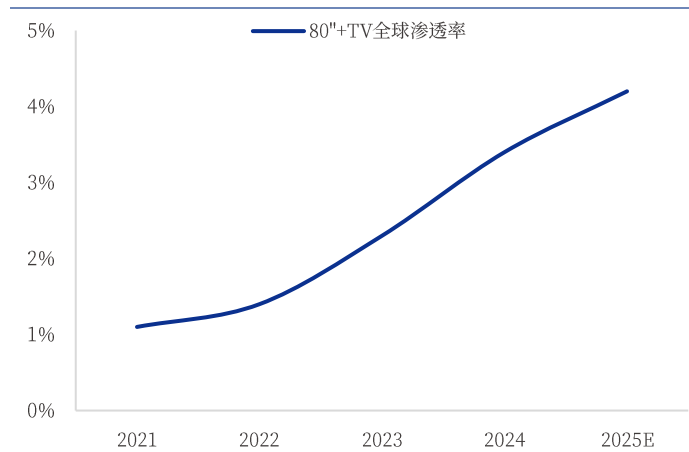
从品牌的产品布局来看，国际品牌及 TCL 坚守 85"/98"，其他中国品牌则主推 85"和 100"。同时，头部品牌竞相争夺 100"+巨幕市场。在 CES 2025 展会上，三星展出了 115"的 Neo QLED 产品以及 100"新品，海信则推出 116"的 RGB Mini LED 电视。

图15：80 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16：80 寸以上超大尺寸电视全球渗透率



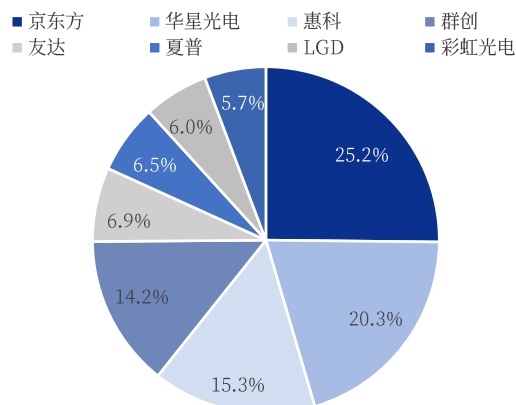
资料来源：群智咨询，中国银河证券研究院

（四）韩企丧失产业链优势，中国品牌在高端市场份额提升

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。

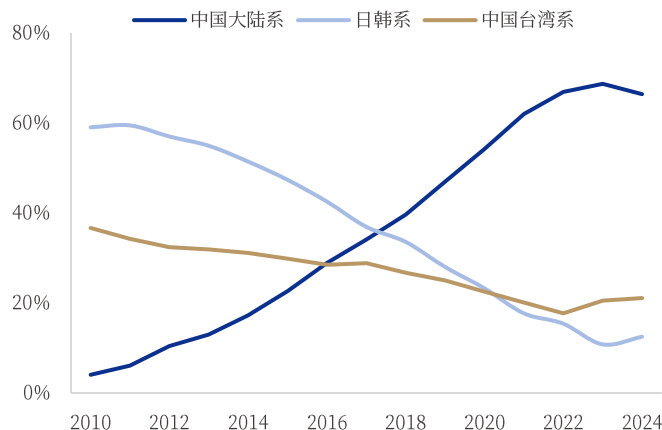
中国家电企业通过完善的供应链优势、发挥规模效应、营销及产品创新等方式持续提升品牌影响力。2016 年，中国大陆面板产能超中国台湾地区，2017 年超韩国。这追平了中国彩电企业和韩国企业的产业链差距，并和日本企业拉开差距。根据 RUNTO 数据，2024 年中国大陆 LCD 电视面板产能占全球 66.4%，中国台湾企业占 21.1%，韩国企业占 12.5%。三星、LG 于 2024 年全面退出大尺寸 LCD 面板生产，丧失产业链优势。

图17: 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18: 2010-2024 年全球液晶面板出货量厂商占比

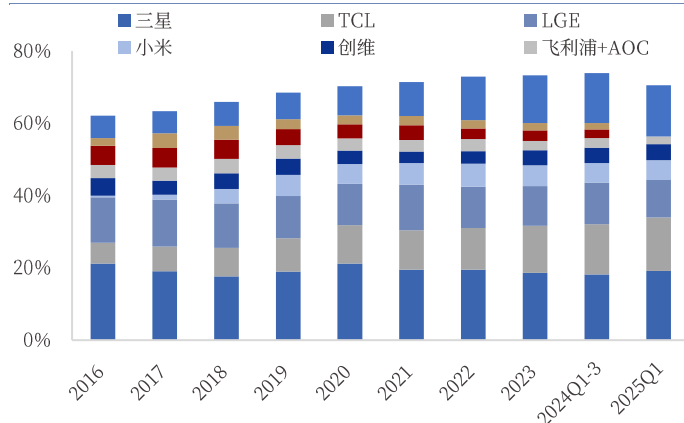


资料来源: IHS, RUNTO, 中国银河证券研究院

以 TCL、海信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。

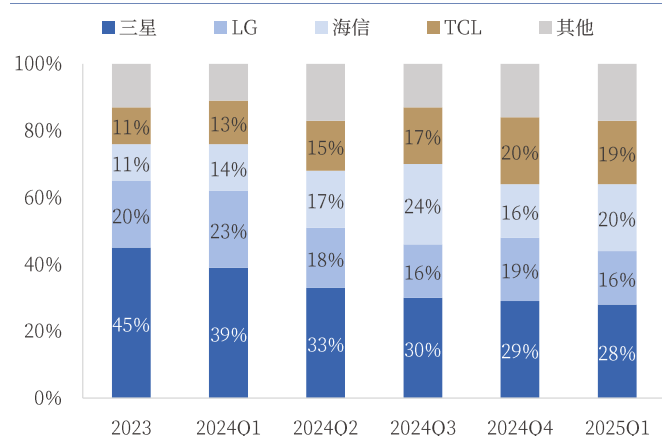
彩电高端市场方面, TCL、海信逐渐蚕食韩国三星、LG 的市场。韩国厂商坚守 OLED 路线, 而中国品牌以 Mini LED 为核心突破口, 例如 TCL 和海信都着重发展 Mini LED 电视。随着近年大尺寸 Mini LED 电视不断推出, 技术日益成熟, 叠加 LCD 面板的提升, 使得 OLED 电视在高端市场的地位被削弱。根据 DSCC 数据, 三星、LG 在零售价不低于 600 美元的全球高端彩电市场的出货量合计份额自 2023 年的 65% 降至 2025Q1 的 44%, 而与此同时 TCL、海信的合计份额自 2023 年的 22% 上升至 2025Q1 的 39%。预计未来很长一段时间里, Mini LED 电视将会覆盖低中高乃至旗舰的所有市场, 占据更多市场份额, 而这部分并非韩国厂商的优势。

图19: 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

图20: 全球高端彩电市场品牌出货量份额



资料来源: Counterpoint Research DSCC, 中国银河证券研究院

三、投资建议

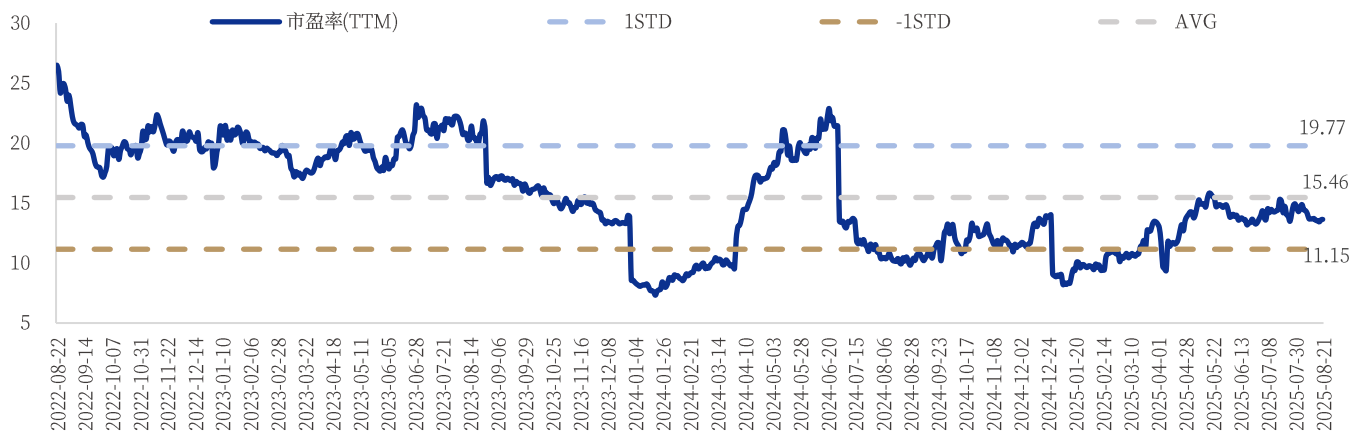
我们预计公司 2025-2027 年营业收入 1170/1353/1533 亿港元，同比+17.8%/+15.7%/+13.2%；归母净利润 23.8/28.9/34.8 亿港元，分别同比+35.3%/+21.3%/+20.4%；EPS 分别为 0.94/1.15/1.38 港元；对应 2025/2026 年 PE 为 9.9/8.2/6.8 倍。

表2：公司主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万港元）	99,322	117,011	135,343	153,268
YOY	25.7%	17.8%	15.7%	13.2%
归母净利润（百万港元）	1,759	2,381	2,889	3,478
YOY	136.6%	35.3%	21.3%	20.4%
EPS（港元）	0.70	0.94	1.15	1.38
PE	13.44	9.93	8.19	6.80

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）

图21：公司历史估值区间（市盈率 TTM）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

四、风险提示

市场竞争加剧的风险；美国关税政策的风险。

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	70,326	80,548	90,864
现金及现金等价物	8,772	11,312	11,059	11,824
交易性金融资产	3,413	3,413	3,413	3,413
应收账款及票据	26,770	27,126	31,752	36,383
其它应收款	9,598	11,675	13,692	15,719
存货	15,289	16,035	19,763	22,539
其他流动资产	692	764	868	986
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	81,962	92,197	102,462
流动负债	57,129	61,224	69,815	78,070
应付账款及票据	32,486	32,940	37,767	42,378
应交税金	333	505	584	661
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	23,253	26,938	30,505
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	62,586	70,977	79,032
少数股东权益	472	593	739	915
归属母公司股东权益	17,204	18,783	20,482	22,515
负债和股东权益	76,367	81,962	92,197	102,462

现金流量表(百万港元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,630	4,348	1,943	3,215
净利润	1,849	2,501	3,035	3,654
折旧与摊销	772	1,004	791	858
营运资本变动	-36	-2,554	-5,465	-4,745
其他非现金调整	45	3,397	3,582	3,448
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	-1,390	-1,644
债务增加	-1,142	-200	-200	-200
支付股利	403	802	1,190	1,444
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	2,541	-253	765

利润表(百万港元)	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	99,322	117,011	135,343	153,268
销售成本	83,768	97,686	112,931	127,781
其他收入及收益	1,960	1,960	1,960	1,960
销售及分销支出	7,504	9,127	10,421	11,648
行政支出	4,145	5,148	5,887	6,591
研发费用	2,335	2,925	3,275	3,602
其它业务支出	342	400	400	400
营业利润	3,188	3,684	4,387	5,206
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	3,402	4,129	4,970
所得税	666	901	1,094	1,316
本年度利润	1,849	2,501	3,035	3,654
少数股东权益	89	121	146	176
归属母公司净利润	1,759	2,381	2,889	3,478
非经常性利润	154	0	0	0
经调整归属母公司净利润	1,606	2,381	2,889	3,478
EBITDA	3,287	4,406	4,920	5,828
EPS（港元）	0.70	0.94	1.15	1.38

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	25.7%	17.8%	15.7%	13.2%
营业利润增长率	64.0%	15.6%	19.1%	18.7%
归母净利润增长率	136.6%	35.3%	21.3%	20.4%
毛利率	15.7%	16.5%	16.6%	16.6%
归母净利率	1.8%	2.0%	2.1%	2.3%
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%	76.4%	77.0%	77.1%
净资产负债率	332.0%	323.0%	334.5%	337.3%
流动比率	1.13	1.15	1.15	1.16
总资产周转率	1.41	1.48	1.55	1.57
每股收益	0.70	0.94	1.15	1.38
每股经营现金	1.04	1.72	0.77	1.28
每股净资产	6.82	7.45	8.12	8.93
P/E	13.44	9.93	8.19	6.80
P/B	1.37	1.26	1.15	1.05
PS	0.24	0.20	0.17	0.15

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

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。

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。

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。

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。

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		