

买入

2025 年 08 月 26 日

TV 业务持续量利双升

- 上半年业绩持续高增：**25H1 收入 547.8 亿港元（下同），同比大增 20.4%，整毛利率 15.3%，同比下降 0.6pct, 主要由于低毛利率的光伏业务收入占比大幅提升，运营效率持续提升，费用率同比下降 1.3pct，股东净利润 10.9 亿港元，同比大增 67.8%（经调整股东净利润 10.6 亿港元，同比大增 62%），利润表现接近预告上限。
- TV 中高端战略卓有成效：**公司上半年全球 TV 出货 1346 万台，同比增长 7.6%，持续跑赢行业（上半年全球 TV 出货 9457 万台，同比仅增长 0.1%），销量市占率和销售额市占率分别达到 14.2%和 13.2%，TV 产品结构优势凸显，MiniLED TV 出货 137 万台，同比大增 176%，出货占比提升 6.6pct 至 10.8%。分区域看，国内 TV 出货量同比增长 3.5%，优于行业整体表现，出货均价增长 0.8%，带动国内 TV 收入同比增长 4.4%至 87.2 亿港元，中高端品类受国补刺激出货持续高增，其中 MiniLED TV 出货量同比增长 154%，占比提升至 21.2%，国内 TV 毛利率同比提升 1.7pct 至 19.4%。海外逆势跑赢行业，TV 出货同比增长 8.7%（行业出货增速为负 0.4%），其中 MiniLED TV 出货量同比增长 196.8%，占比 7.7%，带动海外收入增长 11.8%至 196.3 亿港元，毛利率 14.4%，同比持平。
- 创新业务已成第二增长曲线：**创新业务收入 198.8 亿港元，同比增长 42.4%，其中光伏业务收入达到 111.4 亿港元，同比大增 111.3%，毛利贡献同比增长 98.5%至 10.7 亿港元，目前累计经销商渠道已超过 2380 家，累计签约农户近 28 万和工商业光伏项目 290 个，业务体量持续高增长；全品类营销收入 78.4 亿元，同比增长 1.2%，保持稳健，依靠 TCL 品牌多年深耕的品牌力和渠道布局，我们预计 TCL 品牌白电业务在海外市场会有持续的规模增长。
- 上调目标价至 13 港元，买入评级：**我们看好公司 TV 业务海外份额持续提升以及结构优化带来量利双升，公司有望持续兑现主业及新业务双轮驱动下高质量增长，我们上调公司 2025-2027 年收入至 1199/1356/1539 亿港元及净利润 22.6/26.1/31.8 亿港元, 上调未来 12 个月目标价至 13 港元，对应 2025-2027 年 15/13/10 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

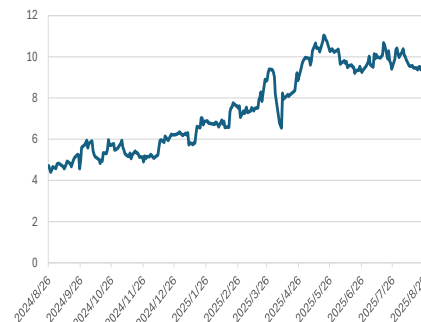
行业	家电
股价	9.70 港元
目标价	13.00 港元 (+34.0%)
股票代码	1070
已发行股本	25.21 亿股
港股市值	244.5 亿港元
52 周高/低	11.22 港元/4.35 港元
每股净资产	6.83 港元
主要股东	TCL Industrial Holding (54.03%)

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	119,907	135,684	153,961
变动(%)	10.7	25.7	20.7	13.2	13.5
毛利率	17.3%	15.7%	15.3%	15.5%	15.7%
净利润	744	1,759	2,267	2,610	3,186
扣非净利润 (百万港元)	803	1,606	2,267	2,610	3,186
变动 (%)	14.0	100.1	41.2	15.1	22.0
扣非后每股基本盈利 (港元)	0.33	0.66	0.90	1.03	1.26
市盈率@9.70港元 (倍)	29.3	14.7	10.8	9.4	7.7
每股股息 (港元)	0.16	0.32	0.45	0.52	0.63
股息现价比率 (%)	1.6	3.3	4.6	5.3	6.5

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

附录 1：主要财务报表

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 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
收入	78,986	99,322	119,907	135,684	153,961	盈利能力					
毛利	13,674	15,554	18,380	21,002	24,147	毛利率 (%)	17.3%	15.7%	15.3%	15.5%	15.7%
销售费用	-6,818	-7,504	-8,753	-10,041	-11,393						
管理及研发费用	-6,340	-6,480	-7,615	-8,617	-9,778	净利率 (%)	0.9%	1.8%	1.9%	1.9%	2.1%
其他收入及收益	1,427	1,618	2,046	2,318	2,633	ROE	4.4%	10.1%	12.4%	13.4%	15.1%
营业收入	1,943	3,188	4,058	4,662	5,609						
财务开支	-885	-787	-959	-1,085	-1,232	营运表现					
营业外收支	90	114	114	114	114	SG&A/收入 (%)	16.7%	14.1%	13.7%	13.8%	13.8%
税前盈利	1,148	2,515	3,213	3,691	4,491	实际税率 (%)	28%	26%	28%	28%	28%
所得税	-321	-666	-899	-1,033	-1,257	实际股息支付率 (%)	54%	46%	50%	50%	50%
						库存周转	63	60	61	63	63
净利润	744	1,759	2,267	2,610	3,186	应付账款天数	94	100	106	109	109
扣非净利润	803	1,606	2,267	2,610	3,186	应收账款天数	61	70	75	77	77
扣非EPS	0.31	0.72	0.90	1.03	1.26	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%	20.7%	13.2%	13.5%	收入/总资产	1.4	1.5	1.6	1.7	1.8
						总资产/股本	3.6	4.1	4.0	4.1	4.1
扣非EPS (%)	14.0%	100.1%	41.2%	15.1%	22.0%	盈利对利息倍数	2.2	4.1	4.2	4.3	4.6

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 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
现金	10,737	8,772	5,885	6,100	5,059						
应收账款	29,297	36,243	40,872	44,419	48,529	融资成本	885	787	959	1,085	1,232
存货	12,212	15,289	18,457	20,886	23,699	营运资金变化	1,039	2,509	1,273	2,144	1,402
其他流动资产	136	817	817	817	817	所得税	-321	-666	-899	-1,033	-1,257
总流动资产	52,382	61,121	66,031	72,222	78,104	营运现金流	1,603	2,630	1,333	2,196	1,377
固定资产	10,514	11,009	10,327	9,969	10,836						
投资性资产	3,775	3,680	3,149	2,867	2,626	资本开支	-211	-519	387	114	112
其他固定资产	6,739	7,328	7,178	7,102	8,211	其他投资活动	232	-1,655	86	0	0
总资产	62,895	72,129	76,358	82,190	88,940	投资活动现金流	22	-2,174	473	114	112
应付帐款	39,117	51,007	56,656	60,841	65,654	负债变化	477	-1,142	1,341	295	295
短期银行贷款	4,923	4,172	5,513	5,809	6,104	股本变化	0	-200	0	0	0
其他短期负债	1,235	1,459	1,459	1,459	1,459	股息	-318	-558	-1,134	-1,305	-1,593
总短期负债	45,275	56,638	63,628	68,108	73,217	其他融资活动	-405	-439	-959	-1,085	-1,232
长期银行贷款	889	438	438	438	438	融资活动现金流	-246	-2,338	-752	-2,095	-2,529
其他负债	393	419	419	419	419						
总负债	46,557	57,495	64,485	68,965	74,074	现金变化	1,379	-1,882	1,054	214	-1,041
少数股东权益	598	472	518	566	614						
股东权益	17,306	17,676	18,856	20,209	21,850	期初持有现金	9,391	10,737	8,772	5,885	6,100
每股账面值(港元)	7.13	7.27	5.91	6.45	7.10	外币汇率变动影响	-33	-83	0	0	0
营运资金	7,106	4,482	2,403	4,114	4,887	期末持有现金	10,737	8,772	10,197	6,100	5,059

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。