



## MiniLED 更新潮，海外市场品牌升级

2025 年 10 月 29 日

### 核心观点

- **公司发布 2025 年三季度报告：**2025Q1-3 营业收入为 428.3 亿元，同比+5.4%；主营业务收入为 399.9 亿元，同比+5.7%；归母净利润 16.3 亿元，同比+24.3%；归母净利率 3.8%，同比+0.6pct。其中，2025Q1/Q2/Q3 营业收入分别为 133.8/138.6/156 亿元，同比+5.3%/+8.6%/+2.7%；归母净利润分别为 5.5/5.7 亿元，同比+18.6%/+36.8%/+20.2%；归母净利率分别为 4.1%/3.6%/3.7%，同比+0.5/+0.7/+0.5pct。公司 2025Q3 营业收入增长较慢，主要受国补退坡影响；公司利润率提升，主要是抓住 MiniLED 带来的销售结构改善。
- **高端化战略稳步推进：**1) 公司依托技术升级持续迭代中高端产品，如 RGB-Mini LED 产品等，带动产品结构升级，2025Q1~3 毛利率达到 15.7%，同比+0.8 pct，25Q3 因季节性因素为 14.4%，同比+0.5 pct。2) Mini LED 出货渗透率提升，内销此前在国补推动下加速渗透；海外市场，Mini LED 渗透率低于内销，但已经呈现快速增长势头。3) 公司加大品牌推广，积极投入顶级体育赛事 IP 以拉高品牌定位，已成为 2026 年世界杯全球官方赞助商。2025Q1~3，销售费用率同比+0.7 pct。4) 受益于产品结构升级，公司国内外彩电零售单价都呈上涨趋势，我们预计 Mini LED 未来两年渗透率将继续大幅提升，ASP 上涨趋势将延续。
- **海外市场增长较好，品牌定位持续提升：**1) 2016 年以来，海信、TCL 为代表的中国彩电品牌持续抢占韩系品牌份额。奥维睿沃统计，2025 年上半年，海信系电视全球出货量市占率为 14.38%，同比+0.57 pct。中国品牌的 Mini LED 产品全球领先，伴随海外渗透率提升，未来将持续拓展份额。2) 海信在海外市场保持较好增长势头。3) 我们对公司 2026 年海外业务预期乐观，通过 RGB-Mini LED 等高端产品替代 OLED 产品，叠加 2026 年世界杯赞助，整体有望保持增长势头，并积极提升品牌定位。此外，公司力推的激光电视海外销售明显提速。
- **国补退坡，内销 9 月起面临的压力：**1) AVC 数据，2024 年 9 月彩电内销受益国补刺激带来高基数，2024 年 9/10/11/12 月线下零售额分别同比+40.6%/+82.1%/+58.1%/+65.8%，线上零售额分别同比+38.3%/+54.9%/+19.8%/+30.1%。2) 25Q3，彩电线上/线下零售额分别同比-9.1%/-3.6%，近四周（9.29-10.26）分别同比-26.4%/-36.5%。其中，海信线上/线下零售额 25Q3 分别同比-5.7%/+2.1%，9 月分别同比-26.8%/-22.5%，导致市场担忧。3) 展望后续，预计公司内销 25Q4 将承受高基数及国补退坡带来的压力。国内市场主要通过均价提升弥补部分需求透支，但我们预计海外的增长将对冲国内市场压力。
- **投资建议：**我们小幅上调盈利预测，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 616/692/759 亿元，分别同比+5.3%/+12.3%/+9.7%，归母净利润 26.8/30.0/34.1 亿元，分别同比+19.2%/+11.9%/+13.9%，EPS 分别为 2.05/2.30/2.62 元/股，当前股价对应 12.0/10.7/9.4 P/E，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**市场需求不足的风险；美国关税的风险。

**海信视像**（股票代码：600060）**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 10 月 29 日

|              |          |
|--------------|----------|
| 股票代码         | 600060   |
| A 股收盘价(元)    | 24.60    |
| 上证指数         | 4,016.33 |
| 总股本(万股)      | 130,497  |
| 实际流通 A 股(万股) | 130,017  |
| 流通 A 股市值(亿元) | 320      |

### 相对沪深 300 表现图

2025 年 10 月 29 日



资料来源：中国银河证券研究院

主要财务指标预测

|            | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)  | 58,530 | 61,641 | 69,213 | 75,926 |
| 收入增长率%     | 9.17   | 5.31   | 12.28  | 9.70   |
| 归母净利润(百万元) | 2,246  | 2,677  | 2,997  | 3,413  |
| 利润增长率%     | 7.17   | 19.20  | 11.93  | 13.88  |
| 摊薄 EPS(元)  | 1.72   | 2.05   | 2.30   | 2.62   |
| PE         | 14.29  | 11.99  | 10.71  | 9.41   |

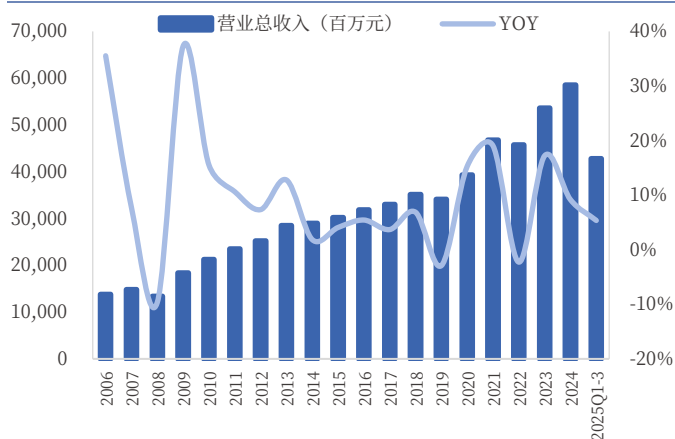
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院（注：收盘价为 2025 年 10 月 29 日）

## 一、公司经营情况

### （一）公司业务拆分

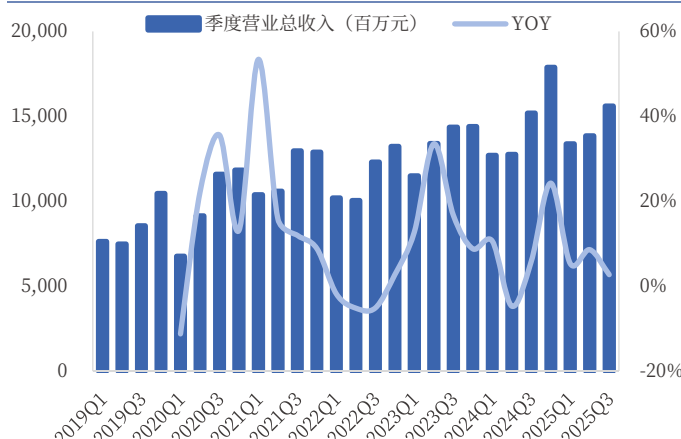
2025Q1-3 公司实现营业收入 428.3 亿元, 同比+5.4%; 主营业务收入 399.9 亿元, 同比+5.7%。其中, 2025Q1/Q2/Q3 营业收入分别为 133.8/138.6/156 亿元, 同比+5.3%/+8.6%/+2.7%。

图1: 公司营业总收入及 YOY



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图2: 公司营业总收入及 YOY (季度)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

表 1: 公司营业收入分品类拆分

|            | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | 2024H1 | 2024H2 | 2025H1 |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 46,801 | 45,738 | 53,616 | 58,530 | 25,461 | 33,069 | 27,231 |
| 主营业务收入     | 43,118 | 40,549 | 48,389 | 49,366 | 23,733 | 25,633 | 24,920 |
| 智慧显示终端     | 37,806 | 35,259 | 41,257 | 46,634 | 20,146 | 26,488 | 21,300 |
| 新显示新业务     | 4,601  | 4,635  | 6,517  | 6,771  | 3,362  | 3,409  | 3,434  |
| 其他主营业务     | 711    | 655    | 616    | 515    | 225    | 290    | 186    |
| 其他业务       | 3,683  | 5,189  | 5,226  | 4,610  | 1,729  | 2,882  | 2,311  |
| 营业收入增长率    | 20%    | 1%     | 8%     | 9%     | 2%     | 15%    | 7%     |
| 主营业务收入     | 13%    | -1%    | 6%     | 9%     | 7%     | -2%    | 5%     |
| 智慧显示终端     | 21%    | -7%    | 17%    | 13%    | 6%     | 19%    | 6%     |
| 新显示新业务     | 41%    | 1%     | 41%    | 4%     | 15%    | -5%    | 7%     |
| 其他主营业务     | -14%   | -8%    | -6%    | -16%   | -16%   | -17%   | -17%   |
| 其他业务       | -7%    | 41%    | 1%     | -12%   | -37%   | 15%    | 34%    |
| 毛利率        | 15.8%  | 18.2%  | 16.2%  | 15.7%  | 15.4%  | 15.9%  | 16.4%  |
| 主营业务收入     | 16%    | 20%    | 18%    | 17%    |        |        |        |
| 智慧显示终端     | 13.9%  | 17.4%  | 16.0%  | 14.4%  |        |        |        |
| 新显示新业务     | 34%    | 38%    | 32%    | 30%    |        |        |        |
| 其他主营业务     | 37%    | 25%    | 25%    | 29%    |        |        |        |

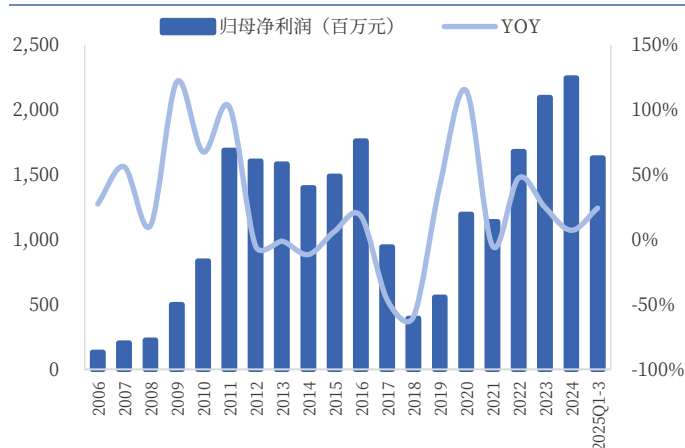
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院 (注: 2025H1 主营业务收入、智慧显示终端收入信息来自于公司业绩交流会议, 其他主营业务及其他业务为轧差计算得出。毛利率以合并调整口径计算)

## (二) 公司主要财务

2025Q1-3 公司实现归母净利润 16.3 亿元，同比+24.3%；归母净利率 3.8%，同比+0.6pct。其中，2025Q1/Q2/Q3 归母净利润分别为 5.5/5/5.7 亿元，同比+18.6%/+36.8%/+20.2%；归母净利率分别为 4.1%/3.6%/3.7%，同比+0.5/+0.7/+0.5pct。

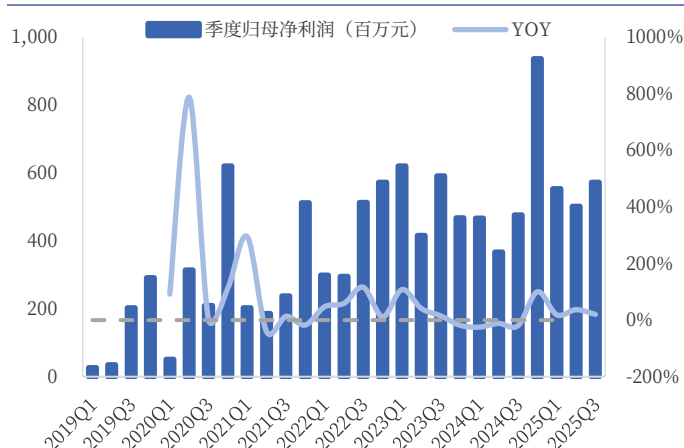
从毛利端和费用端来看，2025Q1-3 公司毛利率为 15.7%，同比+0.8pct；Q3 单季度毛利率为 14.4%，同比+0.5pct。2025Q1-3 公司期间费用率为 12.3%，同比+0.6pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.3%/1.8%/4.1%/0.1%，分别同比+0.7/+0.1/-0.1/-0.1pct；Q3 单季度期间费用率为 10.9%，同比-0.1pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.6%/1.5%/3.6%/0.2%，分别同比+0.3/-0.2/-0.3/0 pct。

图3：公司归母净利润及 YOY



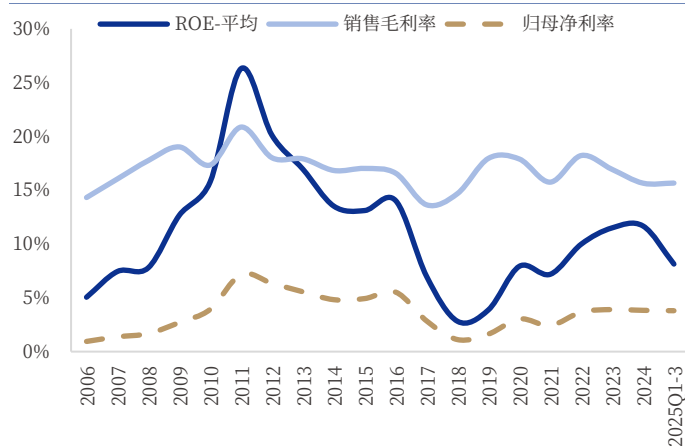
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图4：公司归母净利润及 YOY（季度）



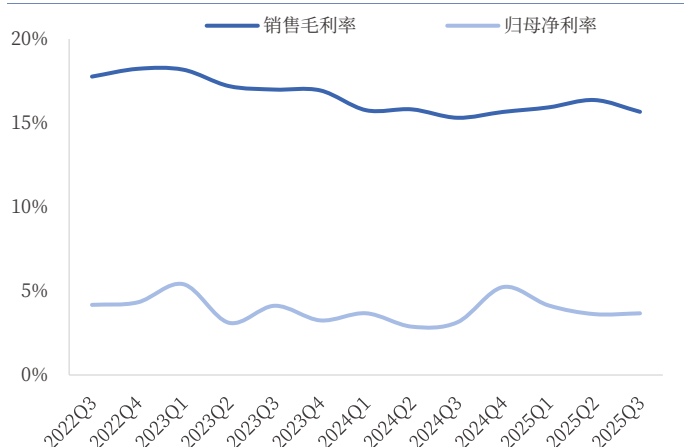
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图5：公司 ROE-平均、销售毛利率、归母净利率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图6：公司销售毛利率、归母净利率（季度）



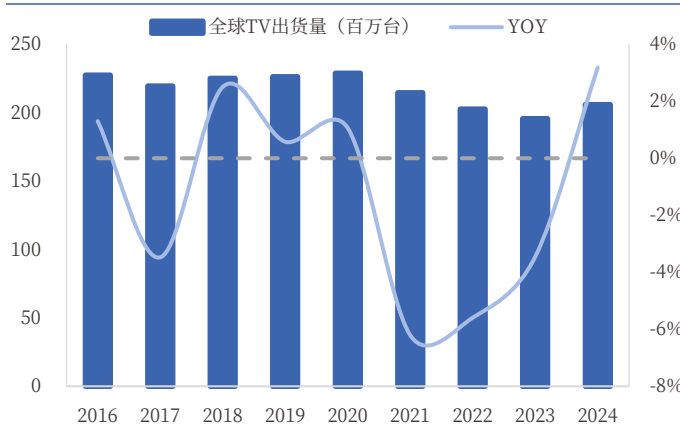
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 二、彩电行业：Mini LED 升级，中国品牌逆势增长

### （一）海外彩电整体市场需求稳定

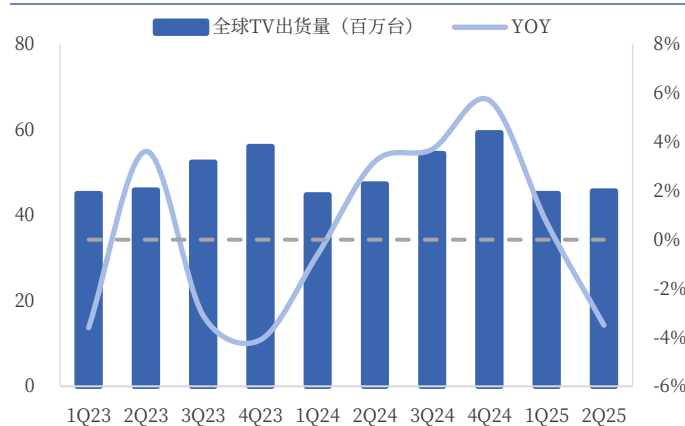
**全球彩电市场处于稳定期。**2009-2012 年平板电视替代 CRT 电视。中国市场是全球彩电销量需求较弱的市场，中国市场零售量的下降导致全球彩电销量小幅下滑。中国市场对彩电内容管控严格，智能手机、平板、电脑等小屏的娱乐化对彩电的功能有所替代。据奥维睿沃，2024 年全球 TV 出货量约 2.1 亿台，同比+3.2%，其中 Q1/Q2/Q3/Q4 分别同比-0.6%/+3.2%/+3.7%/+5.7%。一方面，2024 年为体育大年，年内举办了奥运会、美洲杯、欧洲杯等体育赛事，刺激了全球电视需求；另一方面，中国市场于 24Q3 开始实施以旧换新补贴政策，有力地促进了包括电视在内的家电需求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

图7：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）

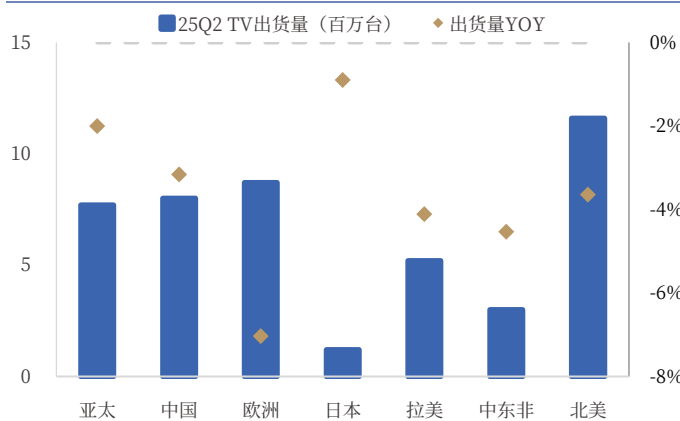
图8：全球 TV 出货量（季度）



资料来源：奥维睿沃，中国银河证券研究院

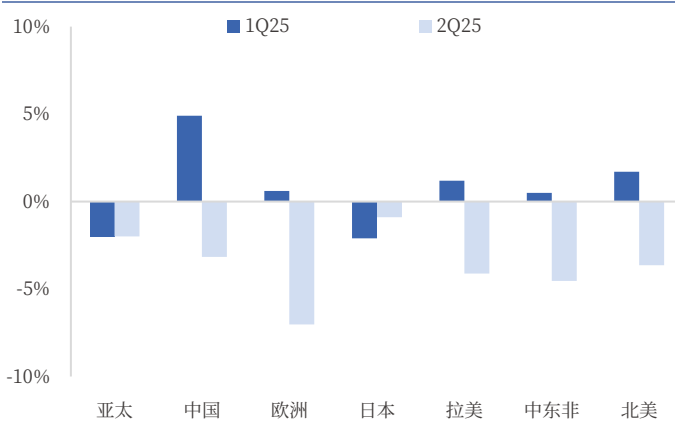
**25Q2 全球电视出货量边际走弱，两大中国品牌逆势增长。**据奥维睿沃，25H1 全球电视出货量为 90.8M，同比-1.5%，其中 25Q1/25Q2 全球 TV 出货量分别为 45.1/45.7M，分别同比+0.7%/-3.5%。根据奥维睿沃，25 年全年全球电视出货量预计同比-1.7%。在全球电视出货边际走弱的背景下，两大中国品牌全球竞争力持续提升，实现逆势增长。2025Q1-3，TCL 全球电视出货量 2108 万台，同比+5.3%。

图9：不同区域电视出货量（25Q2）



资料来源：奥维睿沃，中国银河证券研究院（注：此处亚太不含中国和日本）

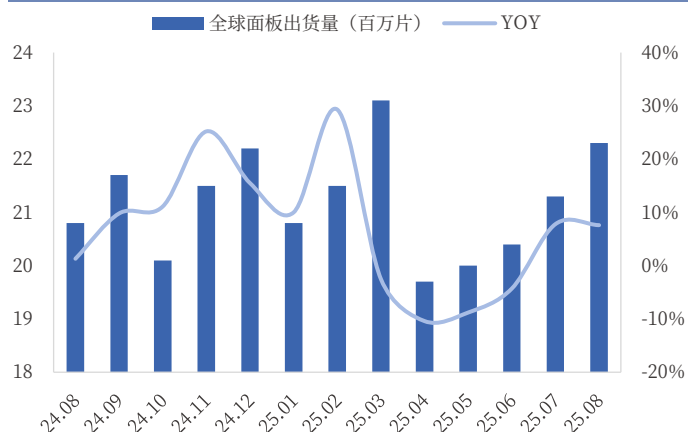
图10：不同区域 25Q1/Q2 电视出货量同比增速对比



资料来源：奥维睿沃，中国银河证券研究院

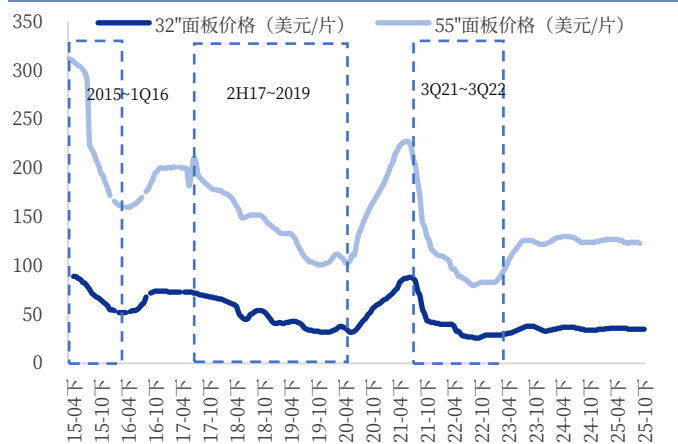
**10月促销旺季提前备货结束，中大尺寸面板价格下调。**25H1韩国品牌销售较差，面板一度大力去库存，影响面板采购需求；Q3去库存结束，全球电视品牌商为海外黑五、圣诞促销旺季积极备货，面板出货量上行；进入10月，旺季备货结束，叠加国内双十一预期偏悲观，面板采购需求走弱，55吋以上中大尺寸产品价格出现下调，根据洛图科技预计，后续价格下行压力或逐渐扩大，小尺寸产品价格预计持平，中大尺寸产品价格或维持一定跌幅。

图11：全球电视面板出货量及 YOY（月度）



资料来源：奥维睿沃，中国银河证券研究院

图12：电视面板价格走势



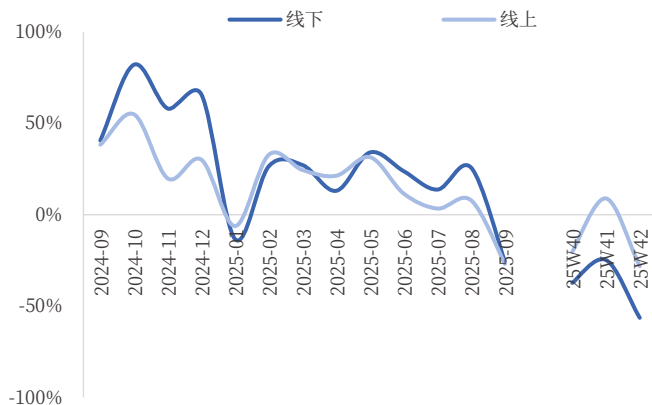
资料来源：集邦，中国银河证券研究院

## （二）25H2 国内彩电受国补退坡影响

**内销受国补退坡影响，下半年面临高基数压力。**根据洛图科技，2025Q1-3中国电视整机出货量2389.5万台，同比-2.5%，其中Q1/Q2/Q3出货量分别为884/778.5/727万台，同比+4.7%/-2.1%/-10.4%。具体来看，Q1受益于渠道补库存；Q2受库存水平偏高影响小幅下滑；Q3同比降幅较Q2扩大，且环比-6.6%，是近五年唯一环比下滑的季度，主要因下半年国补资金力度减弱，各省份出现控制补贴额度支出速度的现象，主要体现为每日补贴限流、减少享受补贴的品类、暂停等各种方式；同时受到去年同期高基数影响。去年9月起大家电国补全面推开，9-12月彩电线上零售额分别同比+38%/+55%/+20%/+30%。AVC零售数据显示，7-8月彩电线上、线下零售开始较上半年降温，线上零售额增速分别为+3.4%/+7.9%，线下零售额增速分别为+13.8%/+25.7%。9月彩电线上/线下零售额开始出现下滑，分别为-26.9%/-25.7%。

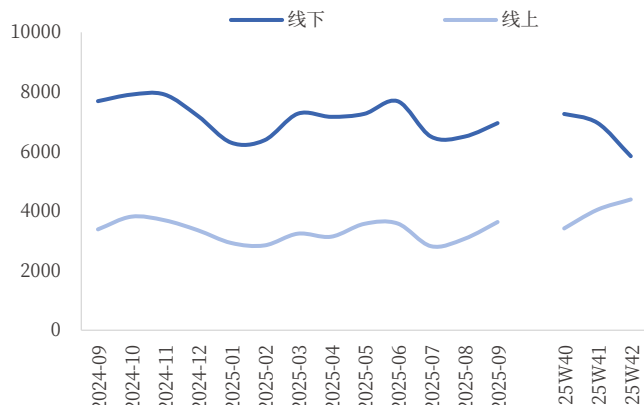
进入10月，彩电零售延续下滑态势。AVC周度数据，今年十一促销期间（25W39-40即9.22-10.5）彩电零售量同比-21.8%，较23年同期-8.2%；零售额同比-22.3%，与23年同期持平。近四周（9.29-10.26）彩电线上零售量/零售额分别同比-32.7%/-26.4%，线下零售量/零售额分别同比-30.5%/-36.5%。

图13: 彩电线上线下零售额 YOY



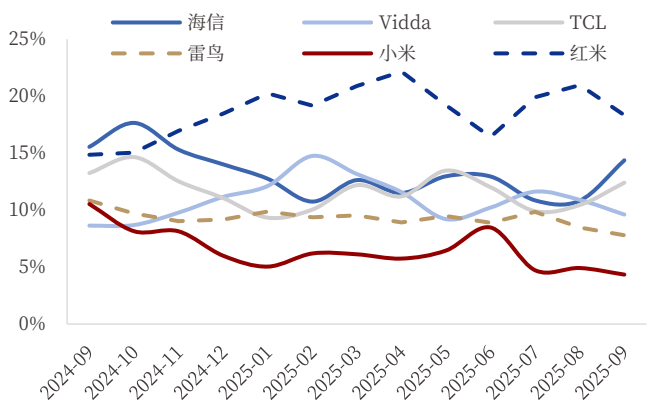
资料来源: AVC, 中国银河证券研究院

图14: 彩电线上线下零售均价



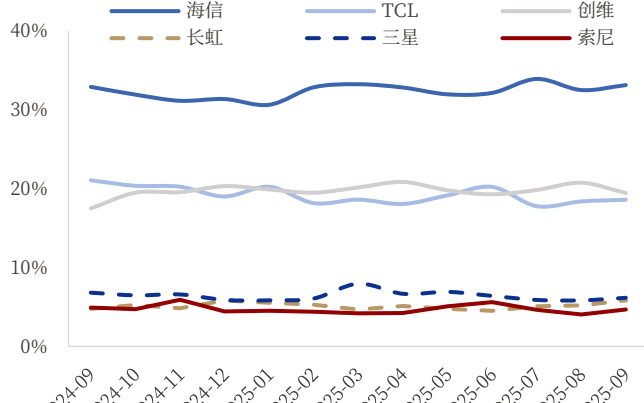
资料来源: AVC, 中国银河证券研究院

图15: 彩电线上市场品牌零售额市场份额



资料来源: AVC, 中国银河证券研究院

图16: 彩电线下市场品牌零售额市场份额



资料来源: AVC, 中国银河证券研究院

### （三）彩电产品结构升级，中国品牌引领 Mini LED 电视发展

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。受限于 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。

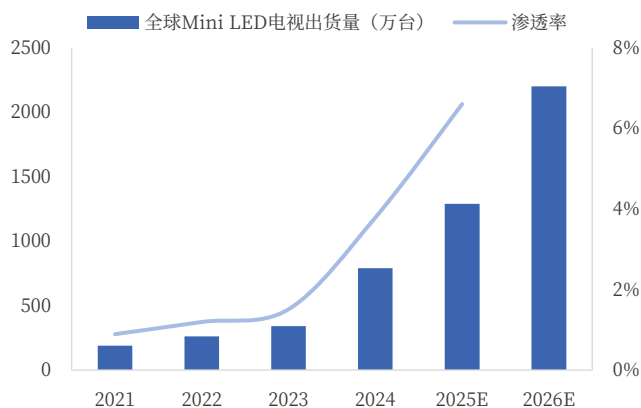
从十一促销期间的表现来看，国内 Mini LED 电视在线上、线下市场渗透率均已超 30%，技术正式进入普及期。AVC 数据，国内 Mini LED 电视的线上/线下零售量渗透率自去年 9 月起持续超过 22%，今年十一促销期间（9.22-10.5），Mini LED 电视的线上渗透率为 31.8%，同比+2.9pct，较 23 年同期+29pct；线下渗透率为 36.9%，同比+5.8pct，较 23 年同期+28.7pct。根据 CINNO 预计，25 年全年，国内 Mini LED 电视的销量渗透率有望增至 35.6%；而 OLED 在国内的渗透率常年在 1% 以下。

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，



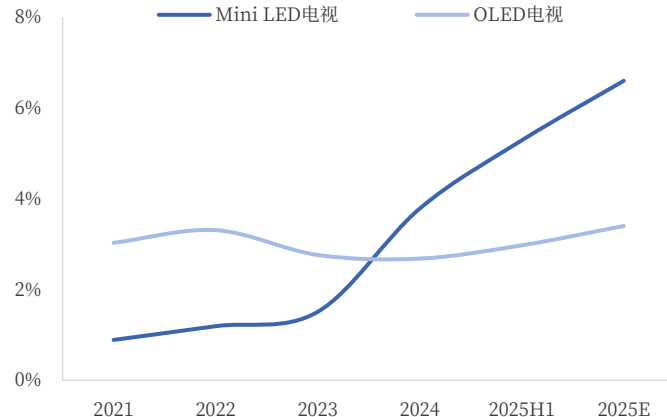
2025 年 Mini LED 电视或成为出货量增长最快的电视细分品类。我们预计 2025 年全球 Mini LED 电视出货量有望达到 1300 万台的规模水平，渗透率或达 6.6%。

图17: 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18: 全球 Mini LED 与 OLED 电视出货量渗透率

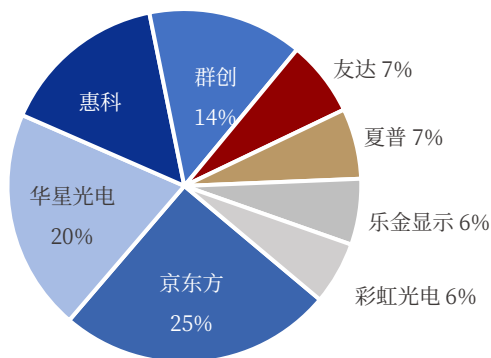


资料来源: 迪显, Omdia, 奥维睿沃, 集邦, 中国银河证券研究院

**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，日本企业在全世界彩电市场基本处于二线梯队。

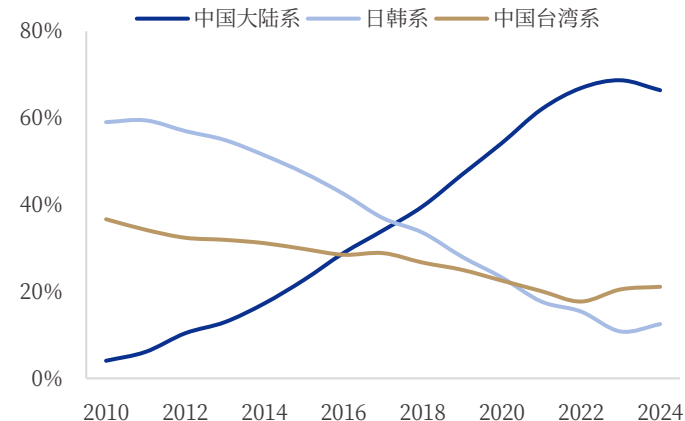
**中国家电企业通过完善的供应链优势、发挥规模效应、营销及产品创新等方式持续提升品牌影响力。**2016 年，中国大陆面板产能超中国台湾地区，2017 年超韩国。这追平了中国彩电企业和韩国企业的产业链差距，并和日本企业拉开差距。根据 RUNTO 数据，2024 年中国大陆 LCD 电视面板产能占全球 66.4%，中国台湾企业占 21.1%，韩国企业占 12.5%。三星、LG 于 2024 年全面退出大尺寸 LCD 面板生产，丧失产业链优势。

图19: 全球液晶电视面板厂出货量市占率（2024 年）



资料来源: RUNTO, 中国银河证券研究院

图20: 2010-2024 全球液晶面板出货量厂商占比

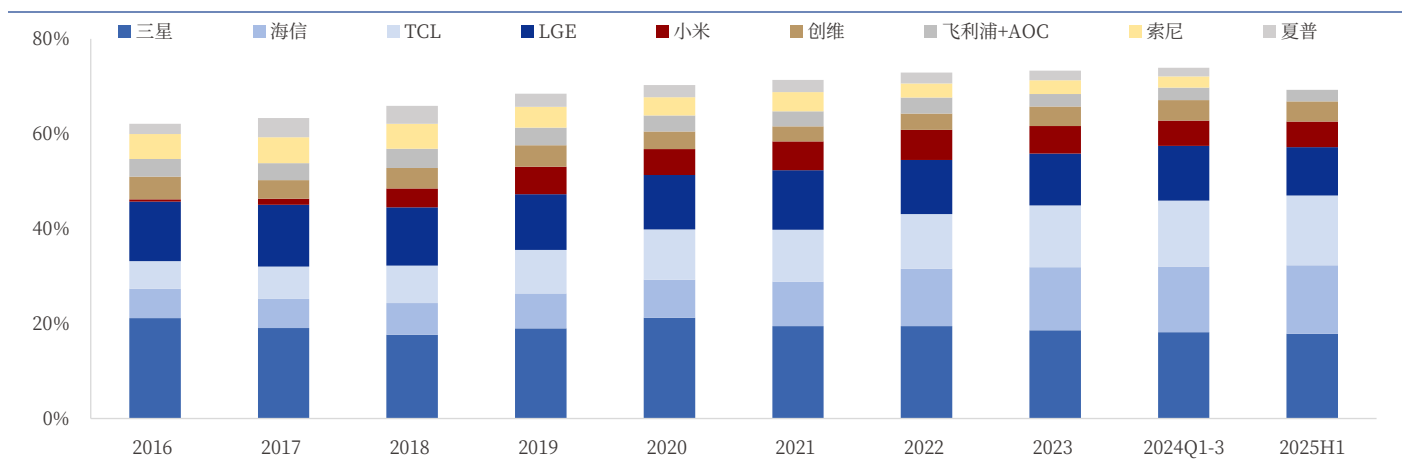


资料来源: IHS, RUNTO, 中国银河证券研究院



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，2016-2025H1，海信全球彩电品牌出货量份额从 6.2% 上升到 14.4%；TCL 从 5.8% 上升到 14.8%。2024 年，TCL 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。

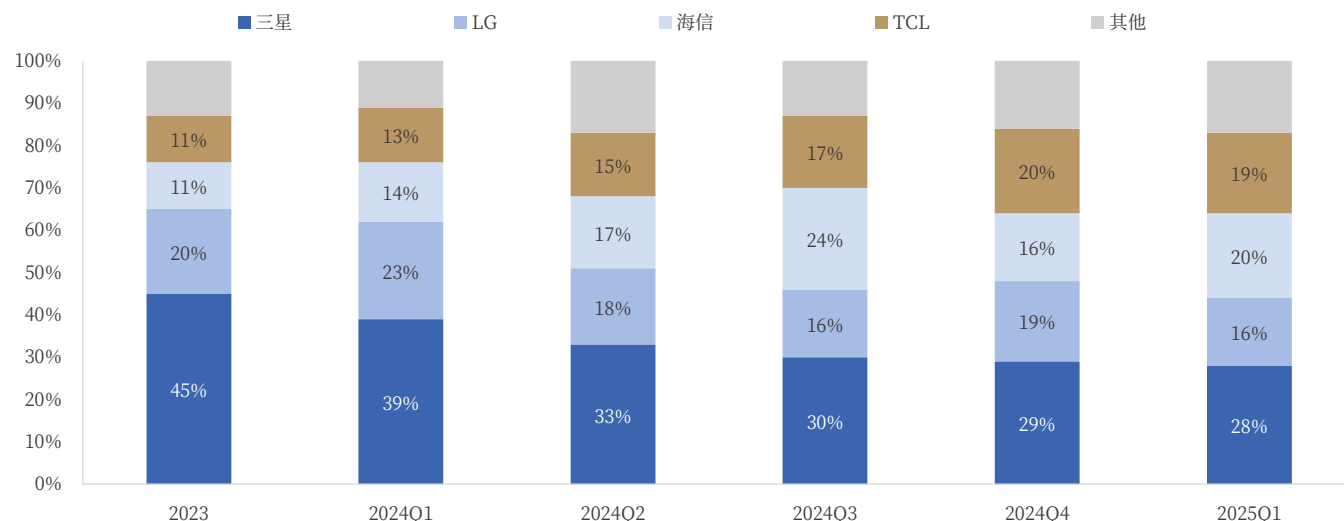
图21：全球彩电市场中国企业品牌出货量份额稳步提升



资料来源：奥维睿沃，中国银河证券研究院

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%。2025H1，海信、TCL 全球 Mini LED 电视出货量高增，分别同比+108%、+176%。我们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。中国企业在 Mini LED 电视领域的快速崛起给三星带来巨大的竞争压力。25Q2 三星电子营业利润跌超 55%，创近六个季度新低，其电视业务部门营业利润预计同比-46%。据集摩咨询，25 年 9 月三星电子负责电视业务的 VD 事业部开始新一轮经营诊断，这是自 2015 年以来三星首次对电视业务重启全面审查。

图22：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

**中国企业引领 Mini LED 电视技术升级，日韩成为“追随者”。**回溯电视行业技术升级迭代历史，从 CRT 到 OLED，日韩企业长期主导高端市场，掌握技术升级话语权，中国企业往往多以追随者和性价比竞争者的角色出现。而自从 Mini LED 电视爆发式兴起，中国企业逐渐掌握技术创新的话语权，日韩企业在 Mini LED 技术上的步伐已落后于中国企业，反而成为“追随者”。

**中国品牌率先实现 RGB Mini LED 电视量产，海信具备先发优势。**目前 RGB Mini LED 是 Mini LED 技术的一大升级方向，将 Mini LED 背光从传统的白光方案升级为 RGB 三色背光，以实现更精准的控光效果、更高亮度表现以及更宽广的色域覆盖。海信作为 RGB Mini LED 电视的业内开创者，先发优势强劲，量产上市时间相较三星、索尼同类产品至少提前一年。中国企业与日韩企业在彩电新品方面的技术发展速度出现扭转。

**1) 海信：**海信于 25 年 1 月率先发布全球首台 10 万元级 116 吋 RGB Mini LED 超旗舰电视 UX，并于 25 年 3 月实现量产上市；25 年 9 月，海信推出更具普及性的 RGB Mini LED 电视新品 U7S Pro 系列，实现了仅 8 个月从旗舰级核心技术到主流市场的落地呈现。

**2) 三星：**三星于 25 年 9 月展示了采用 RGB Mini LED 技术的首款 115 吋 Micro RGB 电视，计划 25 年内量产上市。

**3) 索尼：**索尼于 25 年 3 月推出 General RGB LED 后，于 25 年 9 月展示了 RGB Mini LED 原型机，并计划 2026 年量产。

表1：2025 年海信、TCL 推出多款 RGB Mini LED 电视产品

| 品牌  | 产品型号       | 尺寸（英寸）             | 价格（万元）     | 发布时间   |
|-----|------------|--------------------|------------|--------|
| 海信  | E8S Pro    | 75/85/100          | 2.99~4.99  | 2025.9 |
|     | U7S Pro    | 75/85/100          | 1.69~3.09  | 2025.9 |
|     | UX         | 85/100/116/136/163 | 2.59~79.99 | 2025.1 |
| TCL | Q10M Ultra | 85/98/115          | 2.79~9.99  | 2025.9 |
|     | Q9M        | 65/75/85/78        | 0.79~1.99  | 2025.9 |

资料来源：LEDinside, 天猫, 中国银河证券研究院

此外，中国品牌积极探索 Mini LED 技术的其他升级路径，TCL 通过 SQD Mini LED 冲击高端技术标杆。TCL 在 Mini LED 技术的升级方面实施“双轨战略”。一方面，在 RGB Mini LED 技术上，TCL 于 2018 年就启动预研，于 2019 年 CES 展上展示了 RGB Mini LED 原型机，后于 24 年展出第三代预研 RGB Mini LED 电视。2025 年，TCL 克服 RGB Mini LED 电视量产难题，于 9 月发布 Q10M Ultra 和 Q9M 两款 RGB Mini LED 电视完善高端产品布局。另一方面，TCL 于 25 年 9 月同步发布搭载独家的 SQD Mini LED 技术的旗舰产品 X11L，实现了控光、色域、亮度等方面的颠覆性升级，为全球首款 SQD Mini LED 电视，探索 Mini LED 技术升级的另一路径。

图23：海信领跑 RMB Mini LED 电视



资料来源：海信公众号，中国银河证券研究院

图24：2025 年 9 月 TCL 推出全球首款 SQD Mini LED 电视



资料来源：TCL 电子投资者关系公众号，中国银河证券研究院

### 三、投资建议

我们小幅上调盈利预测，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 616/692/759 亿元，分别同比 +5.3%/+12.3%/+9.7%，归母净利润 26.8/30.0/34.1 亿元，分别同比 +19.2%/+11.9%/+13.9%，EPS 分别为 2.05/2.30/2.62 元每股，当前股价对应 12.0/10.7/9.4 P/E，维持“推荐”评级。

表2：主要财务指标预测

|            | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）  | 58,530 | 61,641 | 69,213 | 75,926 |
| 收入增速%      | 9.17   | 5.31   | 12.28  | 9.70   |
| 归母净利润（百万元） | 2,246  | 2,677  | 2,997  | 3,413  |
| 利润增速%      | 7.17   | 19.20  | 11.93  | 13.88  |
| 摊薄 EPS（元）  | 1.72   | 2.05   | 2.30   | 2.62   |
| PE         | 14.29  | 11.99  | 10.71  | 9.41   |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院（注：收盘价为 2025 年 10 月 29 日）

图25：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

图26：公司历史估值区间（市盈率 预测）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

### 四、风险提示

市场需求不足的风险；美国关税的风险。

## 附录：

公司财务预测表

| 资产负债表(百万元) | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产       | 36,976 | 38,334 | 42,909 | 47,490 |
| 现金         | 2,683  | 3,349  | 5,196  | 7,374  |
| 应收账款       | 6,145  | 5,137  | 5,768  | 6,327  |
| 其它应收款      | 47     | 60     | 67     | 74     |
| 预付账款       | 95     | 0      | 0      | 0      |
| 存货         | 5,647  | 5,597  | 6,269  | 6,849  |
| 其他         | 22,359 | 24,191 | 25,609 | 26,866 |
| 非流动资产      | 9,679  | 9,452  | 9,204  | 8,934  |
| 长期投资       | 784    | 784    | 784    | 784    |
| 固定资产       | 4,470  | 4,615  | 4,398  | 4,133  |
| 无形资产       | 1,074  | 1,114  | 1,149  | 1,180  |
| 其他         | 3,351  | 2,938  | 2,871  | 2,837  |
| 资产总计       | 46,655 | 47,786 | 52,113 | 56,423 |
| 流动负债       | 20,452 | 19,556 | 21,765 | 23,672 |
| 短期借款       | 683    | 683    | 683    | 683    |
| 应付账款       | 8,964  | 7,799  | 8,735  | 9,543  |
| 其他         | 10,805 | 11,074 | 12,347 | 13,447 |
| 非流动负债      | 1,205  | 1,170  | 1,196  | 1,190  |
| 长期借款       | 353    | 353    | 353    | 353    |
| 其他         | 851    | 817    | 842    | 837    |
| 负债总计       | 21,656 | 20,726 | 22,961 | 24,863 |
| 少数股东权益     | 5,421  | 5,809  | 6,243  | 6,737  |
| 归属母公司股东权益  | 19,578 | 21,251 | 22,909 | 24,823 |
| 负债和股东权益    | 46,655 | 47,786 | 52,113 | 56,423 |

| 现金流量表(百万元) | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动现金流    | 3,595  | 1,666  | 2,932  | 3,406  |
| 净利润        | 2,572  | 3,065  | 3,431  | 3,907  |
| 折旧摊销       | 970    | 419    | 437    | 451    |
| 财务费用       | 57     | 39     | 39     | 39     |
| 投资损失       | -448   | -417   | -468   | -514   |
| 营运资金变动     | 376    | -1,259 | -994   | -904   |
| 其他         | 68     | -182   | 487    | 427    |
| 投资活动现金流    | 37     | 217    | 267    | 315    |
| 资本支出       | -912   | -201   | -201   | -199   |
| 长期投资       | 473    | 0      | 0      | 0      |
| 其他         | 476    | 417    | 468    | 514    |
| 筹资活动现金流    | -3,199 | -1,217 | -1,352 | -1,543 |
| 短期借款       | -21    | 0      | 0      | 0      |
| 长期借款       | -284   | 0      | 0      | 0      |
| 其他         | -2,894 | -1,217 | -1,352 | -1,543 |
| 现金净增加额     | 422    | 665    | 1,847  | 2,178  |

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

| 利润表(百万元) | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入    | 58,530 | 61,641 | 69,213 | 75,926 |
| 营业成本     | 49,366 | 51,668 | 57,870 | 63,221 |
| 税金及附加    | 185    | 216    | 242    | 266    |
| 销售费用     | 3,421  | 3,575  | 4,153  | 4,669  |
| 管理费用     | 1,040  | 1,073  | 1,230  | 1,367  |
| 研发费用     | 2,374  | 2,466  | 2,769  | 3,037  |
| 财务费用     | 52     | -15    | -28    | -65    |
| 资产减值损失   | -148   | -9     | -13    | -18    |
| 公允价值变动收益 | 182    | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益及其他  | 738    | 833    | 935    | 1,026  |
| 营业利润     | 2,864  | 3,483  | 3,899  | 4,440  |
| 营业外收入    | 65     | 0      | 0      | 0      |
| 营业外支出    | 46     | 0      | 0      | 0      |
| 利润总额     | 2,884  | 3,483  | 3,899  | 4,440  |
| 所得税      | 312    | 418    | 468    | 533    |
| 净利润      | 2,572  | 3,065  | 3,431  | 3,907  |
| 少数股东损益   | 325    | 388    | 434    | 494    |
| 归属母公司净利润 | 2,246  | 2,677  | 2,997  | 3,413  |
| EBITDA   | 3,906  | 3,888  | 4,308  | 4,826  |
| EPS（元）   | 1.72   | 2.05   | 2.30   | 2.62   |

| 主要财务比率    | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入增长率  | 9.2%  | 5.3%  | 12.3% | 9.7%  |
| 营业利润增长率   | 3.6%  | 21.6% | 11.9% | 13.9% |
| 归母净利润增长率  | 7.2%  | 19.2% | 11.9% | 13.9% |
| 毛利率       | 15.7% | 16.2% | 16.4% | 16.7% |
| 净利率       | 4.4%  | 5.0%  | 5.0%  | 5.1%  |
| ROE       | 11.5% | 12.6% | 13.1% | 13.7% |
| ROIC      | 9.9%  | 10.7% | 11.1% | 11.7% |
| 资产负债率     | 46.4% | 43.4% | 44.1% | 44.1% |
| 净资产负债率    | 86.6% | 76.6% | 78.8% | 78.8% |
| 流动比率      | 1.81  | 1.96  | 1.97  | 2.01  |
| 速动比率      | 1.51  | 1.66  | 1.67  | 1.70  |
| 总资产周转率    | 1.28  | 1.31  | 1.39  | 1.40  |
| 应收账款周转率   | 10.87 | 10.93 | 12.69 | 12.56 |
| 应付账款周转率   | 6.14  | 6.16  | 7.00  | 6.92  |
| 每股收益      | 1.72  | 2.05  | 2.30  | 2.62  |
| 每股经营现金流   | 2.75  | 1.28  | 2.25  | 2.61  |
| 每股净资产     | 15.00 | 16.28 | 17.56 | 19.02 |
| P/E       | 14.29 | 11.99 | 10.71 | 9.41  |
| P/B       | 1.64  | 1.51  | 1.40  | 1.29  |
| EV/EBITDA | 7.93  | 7.76  | 6.57  | 5.42  |
| PS        | 0.55  | 0.52  | 0.46  | 0.42  |

## 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 II China 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，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，并不构成对客户的投资咨询建议，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。 | 超配：   | 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  |
|                                                                                                                                        | 回避：   | 相对基准指数跌幅 5%以上      |

## 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<br>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<br>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<br>褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn       |

公司网址：www.chinastock.com.cn