

TCL 电子 (01070.HK)

索尼战略合作催化价值重估，业绩预告大超预期

公司短期与索尼战略合作催化价值重估，叠加 2025 年业绩超预期增长及 AI 创新业务雷鸟持续领先行业；长期全球高端电视市场份额持续提升，面板一体化及全球产能布局构筑核心壁垒，重申“强烈推荐”投资评级。

- 索尼分拆电视音频控股股权给 TCL 电子。1 月 20 日 TCL 电子和索尼达成战略合作意向 MOU，双方拟成立合资子公司（TCL 电子持股 51%，索尼持股 49%）接管索尼家庭娱乐业务，合资企业将在全球运营、从产品设计、制造、销售、物流和客户服务全流程，具体包括电视和家庭音响设备，双方争取在 2026 年 3 月达成最终约束性协议，预计 2027 年 4 月合资公司进入运营。
- TCL 高端化战略加速落地。首先合资公司结合索尼高质量图像和音频技术、品牌价值和运营经验，同时借助 TCL 先进的显示技术、全球规模优势、端到端成本效率和垂直供应链实力，双方资源互补各取所需。其次合资企业接管索尼家庭娱乐业务，使用索尼和 BRAVIA 品牌，2025 年前三季度索尼全球电视销量 260 万台（奥维睿沃口径）。第三，此次合作快速扩充 TCL+索尼的终端硬件网络，释放更大互联网内容变现潜力。参考海信 2018 年并购东芝电视业务后、实现扭亏为盈改善 TVS 品牌利润率至 5%+，我们按此目标估算，索尼 2024 年电视收入 248 亿元人民币，叠加影音设备收入估计整体规模超 300 亿元，对应潜在远期业绩增厚 15+亿元，并表归母利润增厚接近 8 亿元。
- 2025 年业绩预告超预期。1 月 18 日，公司公告预计 25 年经调整归母净利润在 23.3-25.7 亿港元之间（同比增长 45-60%），超出股权激励目标上限 23.3 亿。考虑公司分红率超过 50%、26 年业绩激励目标 28.1 亿，相较 25 年业绩均值同比增长 15%，对应 26 年估值仅 8.8 倍，动态股息率接近 6%。
- AI 端侧应用落地提振估值，TCL 电子持股雷鸟创新 8%股权。1 月初雷鸟创新完成 10 亿+C 轮融资，得到中国移动/联通等产业资本领投，作为业内领先双目全彩 MicroLED AR 眼镜量产厂商，在核心光学方案全链路垂直一体化布局。25Q3 雷鸟以 24%的市场份额蝉联全球 AR 眼镜销量榜首，供应链建成嘉兴光学智造工厂（年产 105 万套光机模组）及无锡 XR 整机研发总部（年产能 100 万台），目前旗下包括 X 系列（双目全彩+光波导）、Air 系列（观影眼镜）、V 系列（AI 显示眼镜），我们预计雷鸟眼镜 25 年出货量近 30 万台，叠加 AI 端侧落地有望提振估值。
- 米兰冬奥会+美加墨世界杯，AI 端侧落地电视盈利改善确定性强。随着三星 LG 撤出 LCD 面板，23H2 迄今上游面板价格进入窄幅波动，下游 TCL 凭借 MiniLED 电视技术创新、涨价传导能力超市场预期，海外有望凭借冬奥会赞助、世界杯营销，加快获取市场份额增量。TCL 海外电视 9 月份率先集成谷歌 AI 助手 Gemini，后续 AI 端侧应用落地有望强化 TCL 显示家庭入口实力。
- 维持“强烈推荐”投资评级。公司增长主要得益于“高端化+全球化”战略下产品结构优化、创新业务高增以及费用效率提升。我们调整公司 2026/2027 年分别实现归母净利润 28/32 亿港元，对应当前股价 PE 约 9.8x 及 8.5x，维持“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示：索尼交易尚存在不确定，海外贸易摩擦升级，面板价格大幅上涨。

财务数据与估值

强烈推荐（维持）

消费品/家电
目标估值：NA
当前股价：10.89 港元

基础数据

总股本（百万股）	2521
香港股（百万股）	2521
总市值（十亿港元）	27.5
香港股市值（十亿港元）	27.5
每股净资产（港元）	6.8
ROE（TTM）	10.2
资产负债率	78.6%
主要股东	TCL 实业控股股份有限公司
主要股东持股比例	54.5376%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《TCL 电子 (01070) 一中高端战略现成效，创新业务超预期》2025-09-09
- 2、《TCL 电子 (01070) 一业绩增长超预期，核心逻辑持续兑现》2025-07-31
- 3、《TCL 电子 (01070) 一股权激励计划超预期，全球化布局无惧关税风波》2025-04-11

史晋星 S1090522010003

✉ shijinxing@cmschina.com.cn

闫哲坤 S1090523070001

✉ yanzhekun@cmschina.com.cn

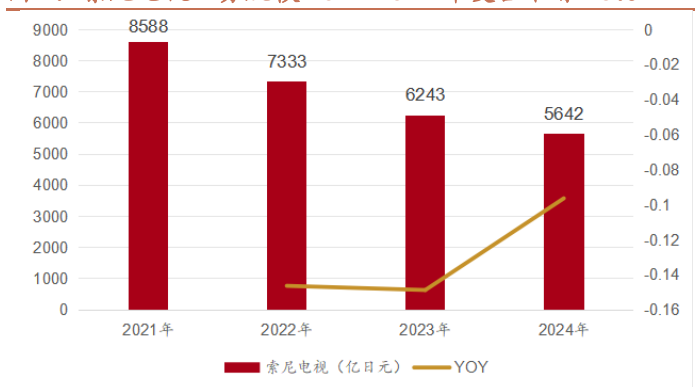
牛侯航 S1090525060005

✉ niuyuhang@cmschina.com.cn

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万港元)	79111	99322	116149	137888	158475
同比增长	11%	26%	17%	19%	15%
营业利润(百万港元)	427	1275	3115	3603	4186
同比增长	-136%	199%	144%	16%	16%
归母净利润(百万港元)	744	1759	2450	2812	3233
同比增长	66%	137%	39%	15%	15%
每股收益(元)	0.30	0.70	0.97	1.12	1.28
PE	36.7	15.6	11.2	9.8	8.5
PB	1.6	1.6	1.5	1.3	1.2

资料来源：公司数据、招商证券

图 1：索尼电视业务规模 2021-2024 年复合下滑 13%



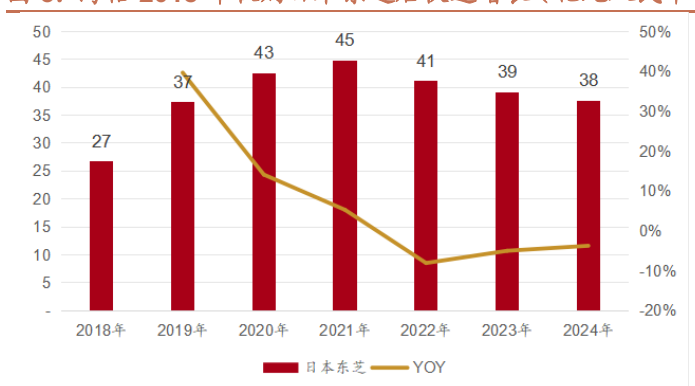
资料来源：Sony 财报、wind、招商证券

图 2：2025 年前三季度全球电视 Sony 排名第十(百万台)



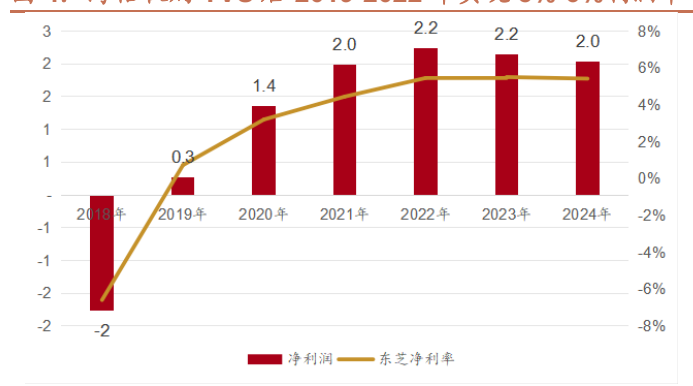
资料来源：奥维睿沃、招商证券

图 3：海信 2018 年收购日本东芝后快速增长 (亿元人民币)



资料来源：公司公告、wind、招商证券

图 4：海信收购 TVS 后 2019-2022 年实现 5%-6%利润率



资料来源：公司公告、wind 招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万港元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	53512	64534	75776	88756	102174
现金及现金等价物	10737	8772	11303	12857	15429
交易性金融资产	1131	3413	3413	3413	3413
其他短期投资	1582	0	0	0	0
应收账款及票据	19006	26770	31313	37178	42731
其它应收款	8640	9598	11228	13330	15322
存货	12212	15289	17709	21016	24174
其他流动资产	205	692	810	961	1105
非流动资产	11264	11833	11620	11512	11458
长期投资	2223	2465	2465	2465	2465
固定资产	2384	2440	2226	2118	2064
无形资产	5417	5274	5274	5274	5274
其他	1240	1656	1656	1656	1656
资产总计	64776	76367	87396	100268	113633
流动负债	45536	57129	66238	77212	88392
应付账款	24008	32486	37630	44655	51366
应交税金	183	333	333	333	333
短期借款	4923	4172	5005	4674	5056
其他	16421	20138	23271	27549	31636
长期负债	1935	1562	1562	1562	1562
长期借款	889	438	438	438	438
其他	1046	1124	1124	1124	1124
负债合计	47470	58691	67800	78774	89954
股本	2508	2521	2521	2521	2521
储备	13960	14200	14683	16332	17919
少数股东权益	598	472	743	1054	1412
归属于母公司所有者权益	16708	17204	18853	20440	22267
负债及权益合计	64776	76367	87396	100268	113633

现金流量表

单位：百万港元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1603	1563	2956	3510	3946
净利润	744	1759	2450	2812	3233
折旧与摊销	1195	1200	1214	1107	1054
营运资本变动	(58)	(199)	(434)	(121)	(49)
其他非现金调整	(278)	(1198)	(274)	(289)	(292)
投资活动现金流	22	(2849)	302	395	449
资本性支出	(575)	(3208)	(1000)	(1000)	(1000)
出售资产和处置现金	39	0	0	0	0
投资增减	251	299	0	0	0
其它	491	1658	1302	1395	1449
筹资活动现金流	(246)	(678)	(727)	(2351)	(1823)
债务增减	289	(451)	833	(331)	382
股本增减	0	0	0	0	0
股利支付	318	637	802	1225	1406
其它筹资	(217)	410	(757)	(795)	(799)
其它调整	(637)	(1274)	(1603)	(2450)	(2812)
现金净增加额	1346	(1965)	2532	1554	2571

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万港元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	79111	99322	116149	137888	158475
主营收入	78986	99126	115951	137667	158232
营业成本	64230	83768	97032	115149	132453
毛利	14756	15358	18919	22518	25779
营业支出	14454	14279	16001	19136	21836
营业利润	427	1275	3115	3603	4186
利息支出	885	787	757	795	799
利息收入	794	773	602	725	849
权益性投资损益	58	114	50	50	50
其他非经营性损益	204	1186	650	620	550
非经常项目损益	551	(48)	0	0	0
除税前利润	1148	2515	3660	4203	4835
所得税	321	666	939	1080	1244
少数股东损益	83	89	271	311	358
归属普通股股东净利润	744	1759	2450	2812	3233
EPS(元)	0.30	0.70	0.97	1.12	1.28

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	11%	26%	17%	19%	15%
营业利润	-136%	199%	144%	16%	16%
净利润	66%	137%	39%	15%	15%
获利能力					
毛利率	18.7%	15.5%	16.3%	16.3%	16.3%
净利率	0.9%	1.8%	2.1%	2.0%	2.0%
ROE	4.5%	10.2%	13.0%	13.8%	14.5%
ROIC	4.5%	10.9%	13.1%	13.9%	14.3%
偿债能力					
资产负债率	73.3%	76.9%	77.6%	78.6%	79.2%
净负债比率	9.0%	6.0%	6.2%	5.1%	4.8%
流动比率	1.2	1.1	1.1	1.1	1.2
速动比率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
营运能力					
资产周转率	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4
存货周转率	5.8	6.1	5.9	5.9	5.9
应收账款周转率	3.2	3.1	2.9	3.0	2.9
应付账款周转率	3.0	3.0	2.8	2.8	2.8
每股资料(元)					
每股收益	0.30	0.70	0.97	1.12	1.28
每股经营现金	0.64	0.62	1.17	1.39	1.57
每股净资产	6.66	6.82	7.48	8.11	8.83
每股股利	0.16	0.32	0.49	0.56	0.64
估值比率					
PE	36.7	15.6	11.2	9.8	8.5
PB	1.6	1.6	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	24.1	14.2	11.5	10.6	9.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。