

TCL 电子 (01070.HK)

与索尼达成战略合作，有望加速电视业务全球扩张

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师： 陈伟奇 0755-81982606
证券分析师： 王兆康 0755-81983063
证券分析师： 邹会阳 0755-81981518
证券分析师： 李晶

◆ 家用电器 · 黑色家电

chenweiqi@guosen.com.cn
wangzk@guosen.com.cn
zouhuiyang@guosen.com.cn
lijing29@guosen.com.cn

◆ 投资评级：优于大市(首次)

执证编码：S0980520110004
执证编码：S0980520120004
执证编码：S0980523020001
执证编码：S0980525080003

事项：

公司发布公告，公司与索尼于1月20日订立不具法律约束力的意向备忘录，拟在全球范围内成立一家合资公司，承接索尼电视、家庭音响等家庭娱乐产品的开发、制造、销售及客户服务全流程。合资公司将由TCL电子持股51%，索尼持股49%。双方还将就专利、技术及品牌授权达成未来安排。

国信家电观点：

TCL 电子与索尼合作，有望实现优势互补，加速索尼及 TCL 电视业务在海外市场发展。TCL 与索尼合资公司有望结合索尼在音视频领域的先进技术、品牌价值，和 TCL 电子在先进显示技术、全球化规模优势、产业链上下游布局、高效制造等方面的积累，有助于优化索尼电视的生产制造成本，提升索尼电视在全球的运营质量。同时，Sony 及 BRAVIA 品牌定位中高端，海外影响力大，与 TCL 品牌互补性强，结合双方在渠道上的优势，有助于推动双方电视业务发展更进一步。

TCL 电子：进击全球电视龙头。TCL 电子是我国电视行业龙头，业务涵盖电视等显示业务、互联网业务和光伏及家电全品类营销等创新业务。公司2024年电视出货量位居全球第二，Mini LED 电视出货量位居全球第一。公司2016-2024年营收复合增长14.5%至993亿港元，归母利润复合增长32.7%至18亿港元。公司营收以电视为主，2024年占比超60%；公司美欧及海外新兴市场均有布局，2024年海外收入占比58%。

电视迎迭代机遇期，国内电视产业加速出海。当前全球电视销售规模虽然进入稳定期，但在面板供给逐步走向集中推动面板价格稳定的背景下，叠加电视大屏化、Mini LED 等结构升级，电视均价有望进入上涨通道。头部品牌凭借规模优势逐步强化产品技术优势和产业链地位，攫取更多份额，全球电视出货量CR4从2018年44.5%提升至2024年56.2%，行业格局出现改善。我国电视龙头 TCL 及海信视像凭借领先的产品竞争力，在渠道和营销的持续强化之下，近年来在全球主要电视市场的市占率均明显提升，出货量份额跃居全球前三。

TCL 电子：技术及供应链布局领先，发力全球市场。公司深耕 Mini LED 等新技术研发，持续投入，成为全球 Mini LED 电视引领者，2025年发布的 SQD-Mini LED 技术，实现100% BT.2020 全局高色域和高亮度、高对比度，引领行业发展。产业链端，TCL 已布局从 LED 芯片到面板到整机的全链条垂直产业链，双方协同空间大，有望助推先进技术的突破和应用。品牌端，公司打造全球化品牌建设与营销体系，坚持体育营销战略和区域 IP 营销赞助，配合“TCL+雷鸟”双品牌战略，助力全球品牌影响力的提升。渠道端，公司在全球深化渠道建设，借助供应链优势和品牌影响力，在全球近20个国家电视行业排名稳居前三。此外，公司积极拓展第二增长曲线、布局新增长点，在光伏业务、全品类营销及 AI 眼镜、智能家居等领域重点发力。

盈利预测与估值：预计 TCL 电子 2025-2027 年营收 1125.1/1265.4/1381.4 亿港元，同比分别增长 13.3%/12.5%/9.2%；归母净利润分别为 24.1/28.2/32.5 亿港元，同比增长 37.2%/16.8%/15.3%；对应 EPS 为 0.96/1.12/1.29 港元，对应 PE 为 12.8/11.0/9.6 倍。**综合绝对估值和相对估值，我们认为公司股票合理估值区间为 15.29-17.64 港元/股，对应 2026 年 PE 为 13.7-15.8 倍，首次覆盖，给予“优于大市”评级。**

风险提示：行业竞争加剧；下游需求不及预期；国际贸易环境不确定性；原材料及汇率大幅波动；收购进展不及预期。

评论：

TCL 电子：进击全球电视龙头

TCL 为 “The Creative Life” 三个单词的首字母缩写，意为 “创意感动生活”，TCL 电子业务涵盖电视等显示业务、互联网业务和光伏及家电全品类营销等创新业务，并在智能眼镜、智能家居等领域进行布局。公司深耕海外市场超过 20 年，通过全球化渠道布局、垂直一体化全球供应链体系、持续的技术研发和产品创新，已成为全球电视行业头部企业。Omdia 数据显示，2024 年公司全球电视出货量达到 2900 万台，出货量市占率同比提升 1.4pct 至 13.9%，位居全球电视行业第二；其中，公司 Mini LED 电视出货量突破 170 万台，市占率提升 4.3pct 至 28.8%，位列全球第一。

图1: TCL 电子业务涵盖显示业务及互联网业务、光伏等创新业务等

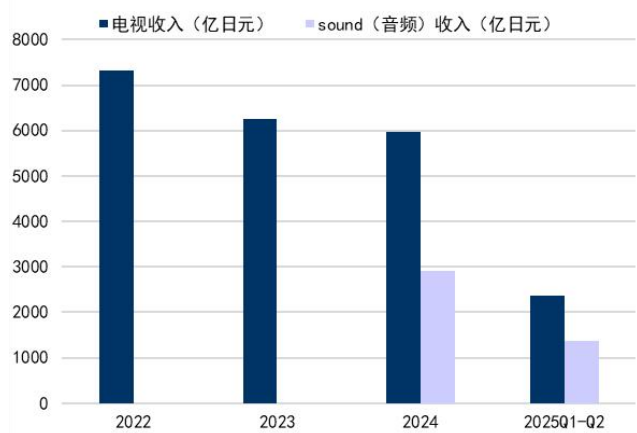


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

此次 TCL 电子与索尼达成合作，有望结合双方优势，共同推动 Sony 品牌电视等家庭娱乐业务在全球市场的发展。合资公司有望充分发挥双方在品牌、技术研发、供应链、生产制造及销售全维度的优势，结合索尼在音视频领域的先进技术、品牌价值，和 TCL 电子在先进显示技术、全球化规模优势、产业链上下游布局、高效制造等方面的积累，共同推动 Sony 和旗下高端电视子品牌 BRAVIA 在全球的发展。合资公司预计将由索尼提供品牌和专利技术，TCL 电子负责产品开发、制造和销售，有助于优化索尼电视的生产制造成本；Sony 及 BRAVIA 品牌定位偏中高端，海外影响力大，与 TCL 品牌互补性强，结合双方在渠道上的优势，有助于推动双方电视业务发展更进一步。

索尼家庭娱乐业务规模预计超 300 亿元，盈利能力良好。索尼财报显示，2024 年索尼电视等显示业务收入约 5978 亿日元（约合人民币 262 亿元），sound（耳机/音响等）收入 2905 亿日元（约合人民币 127 亿元），假设 sound 收入中约一半为家庭音响等家庭娱乐产品，预计合资公司承接的索尼业务收入体量在 300 亿元以上。索尼电视、家庭音响业务归入 ET&S（娱乐、技术和服务）分部，该分部 2022-2024 年营业利润率分别为 7.4%/7.8%/8.1%，盈利较为稳定，预计电视、家庭音响等业务具备良好的盈利能力。

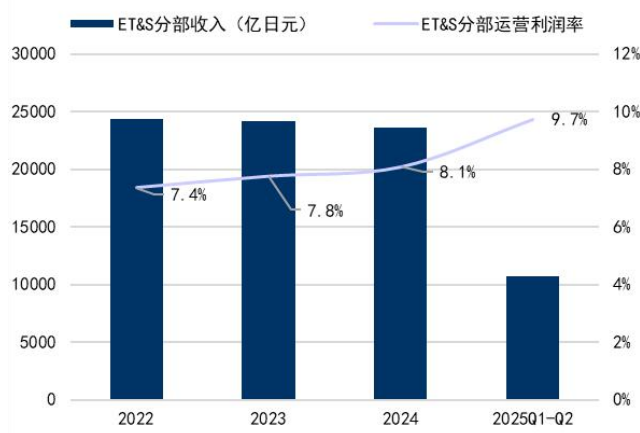
图2: 索尼 2024 年电视及家庭音响收入预计超 300 亿元人民币



资料来源:索尼官网, 国信证券经济研究所整理

注: 公司 2024 年口径有调整, 电视业务归入 Displays (显示) 分部, 此前为 Televisions (电视) 分部

图3: 索尼 ET&S 分部具备良好的盈利能力

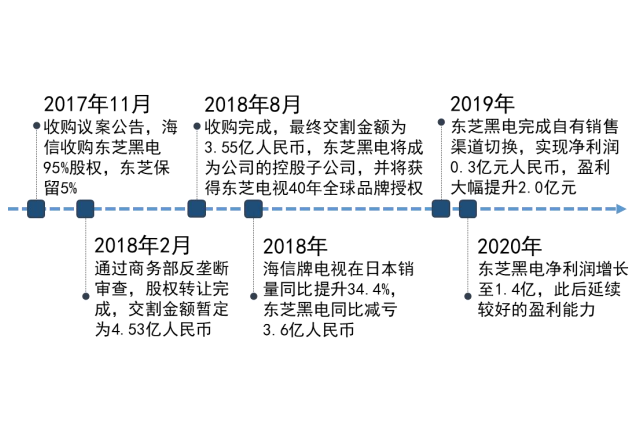


资料来源:索尼官网, 国信证券经济研究所整理

注: 公司 ET&S 全称为 Entertainment, Technology & Services

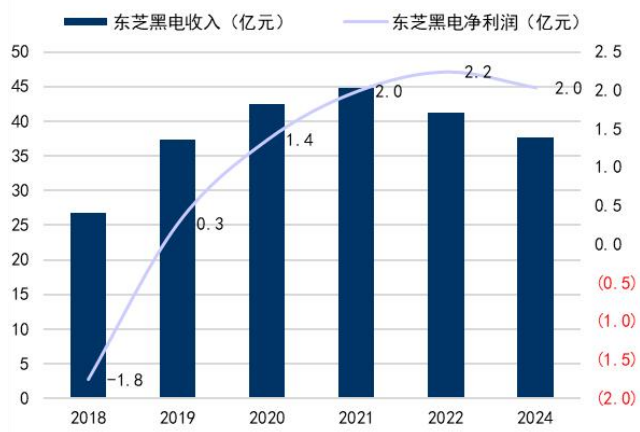
复盘海信视像收购东芝黑电业务, 双方通过供应链、技术及渠道端等多方面的协同, 成功让东芝电视扭亏为盈、焕发增长活力。2018 年海信视像成功收购东芝黑电业务, 海信结合自身的采购和制造的成本优势和规模效应, 与东芝黑电在显示技术、产品制造、渠道和品牌等方面的优势迅速融合。2019 年东芝黑电完成自有销售渠道切换, 通过补齐产品线, 提升产品竞争力, 并自建服务体系, 降低费用的同时提升用户体验, 使得东芝黑电经营大幅改善, 并实现扭亏为盈。2019Q4, 海信及东芝品牌在日本市场销量跃居到第一位, 创造中国品牌在日本市场的最佳表现。预计索尼的品牌及渠道也有望为 TCL 提供较好的互补性, 双方在供应链、显示技术、运营管理和销售等多方面的协同下, 共同加速索尼和 TCL 电视在全球的发展。

图4: 海信视像收购东芝黑电



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图5: 海信收购东芝黑电后, 东芝黑电盈利能力显著改善



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

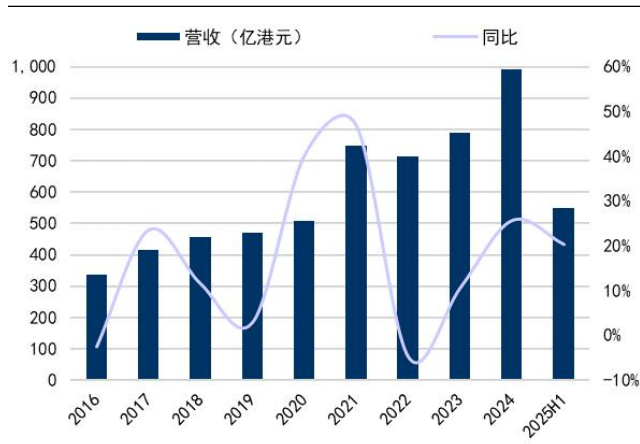
注: 2023 年公司未披露东芝黑电财务情况

TCL 电子收入实现稳步成长, 电视及海外收入占比较高。TCL 电子 2024 年收入 993.2 亿港元, 2016-2024 年复合增长 14.5%, 实现较快增长。2022 年公司收入出现下滑, 主要系面板价格下降导致电视均价下降、海外去库存。分品类, 公司电视收入占比最高, 2024 年占比 60.5%, 但占比持续下滑; 公司全品类营销及光伏收入占比快速提升, 2024 年占比均在 13% 左右; 公司中小尺寸收入占比 8.5%, 其余品类收入占比均不足 3%。分区域, 公司海外收入占比较高, 2024 年来自海外新兴市场/北美/欧洲的收入占比分别为 27.6%/17.4%/13.2%, 海外收入合计占比 58.2%; 国内收入占比 41.8%。

公司净利率有所波动, 2023 年以来净利率实现稳步提升。公司 2024 年实现归母净利润 17.6 亿港元,

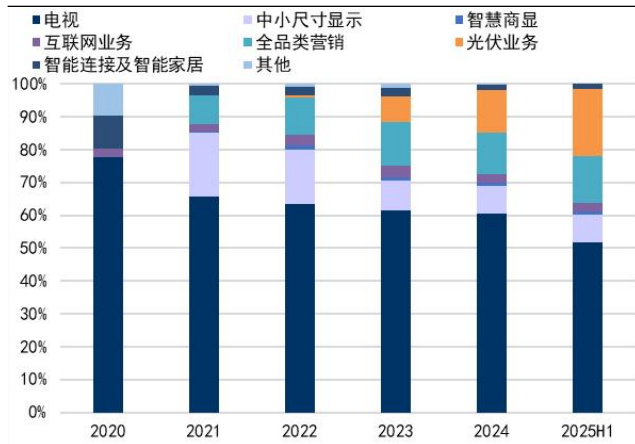
2016-2024 年复合增长 32.7%，增速好于收入增长。公司净利润规模波动较大，2019 年及 2020 年净利润较高，主要受 2019 年雷鸟网络科技集团 44.4% 股权重估产生 7.9 亿港元收益、2020 年出售联营公司晶晨半导体部分权益产生收益等其他收益的影响；同时 2019-2020 年较低的面板价格也提升了公司的毛利率。公司毛利率在 15%-19% 之间，受面板价格影响较大，2019-2020 年及 2022-2023 年，面板价格较低时，公司毛利率基本维持在 18% 左右。2023 年以来，公司通过费用提效，销售、管理及研发费用率持续下降，带动净利率稳步提升，2024 年公司净利率提升 0.8pct 至 1.8%。公司 2025 年业绩盈喜预告显示，公司预计 2025 年经调整归母净利润 23.3-25.7 亿港元，同比增长 45%-60%，预计盈利能力进一步提升。

图6: 公司收入实现较快成长



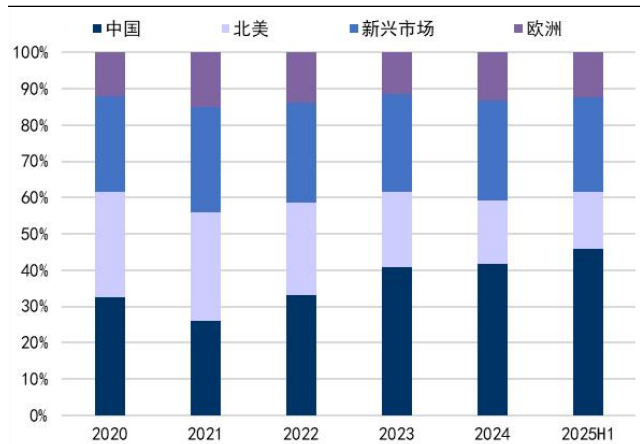
资料来源:wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司以电视收入为主, 光伏、全品类营销收入占比提升



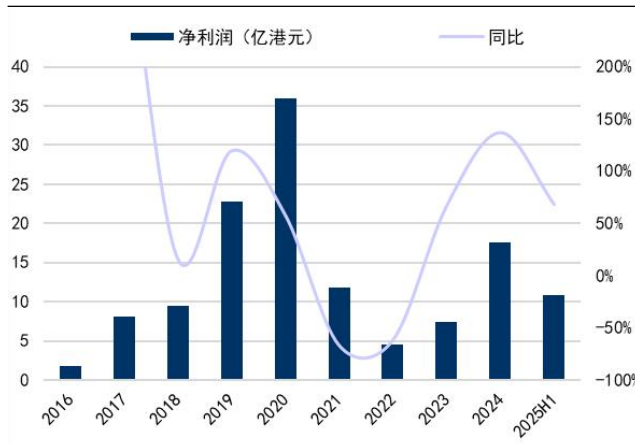
资料来源:wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司收入海外收入占比约 6 成



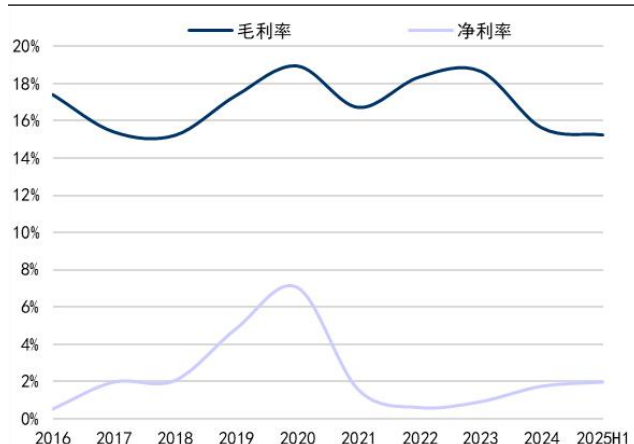
资料来源:wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图9: 公司 2023 年以来净利润实现较快增长



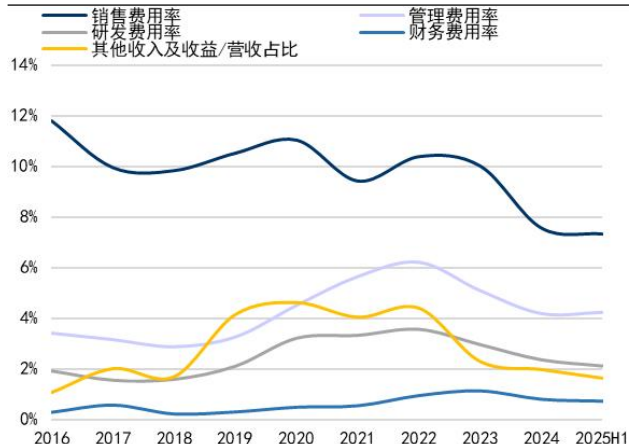
资料来源:wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图10: 公司毛利率有所波动、净利率自 2023 年以来稳步提升



资料来源:wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图11: 公司 2023 年以来费用率持续下降



资料来源:wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

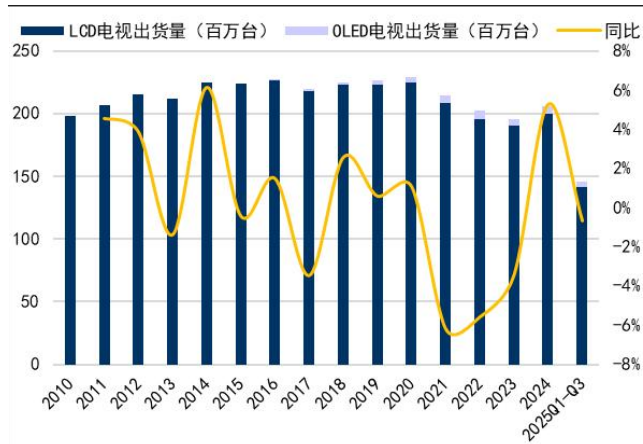
注: 公司利息收入计入其他收入及收益科目, 此处财务费用率仅指融资成本、不包含利息收入

电视迎迭代机遇期，国内电视产业加速出海

全球电视销量趋于稳定，产品迭代升级持续进行

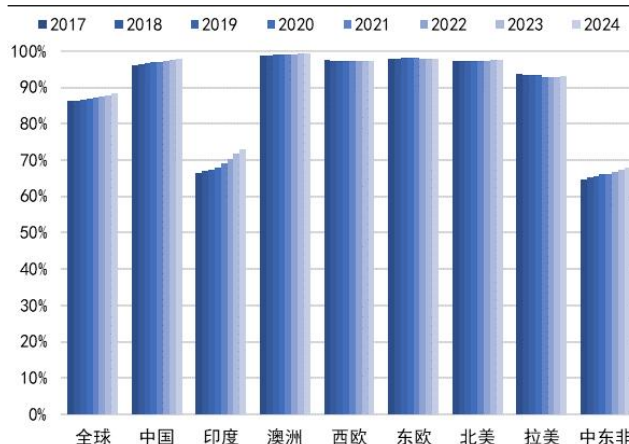
电视作为刚需的家庭娱乐产品，经过多年的渗透，在全球主要市场的保有率在 90%以上，行业销量规模进入稳定期。根据欧睿的数据，2024 年全球主要电视机消费市场，如中国、美国、欧洲、澳洲等，彩电保有率均在 97%以上，基本接近饱和状态；渗透率较低的地区主要在一些发展中国家，如印度及中东非等地区，渗透率在 70%左右。受此影响，全球彩电销量规模较为稳定。奥维睿沃数据显示，2010-2024 年全球电视销量在 2 亿台左右，2025 年前三季度销量同比微降 0.7%至 1.5 亿台。分区域看，2015-2024 年全球主要电视消费市场中，印度、东欧、拉美等发展中地区电视销量复合增速相对较快，中国、西欧等地区电视销量在手机等新娱乐方式的崛起下有所下降。2025 年前三季度，全球各区域电视出货量增速在-3%~+1%之间，波动相对较小，北美 0.7%。

图12: 全球电视出货量规模趋于稳定



资料来源:奥维睿沃, 国信证券经济研究所整理

图13: 全球主要市场电视渗透率趋于饱和



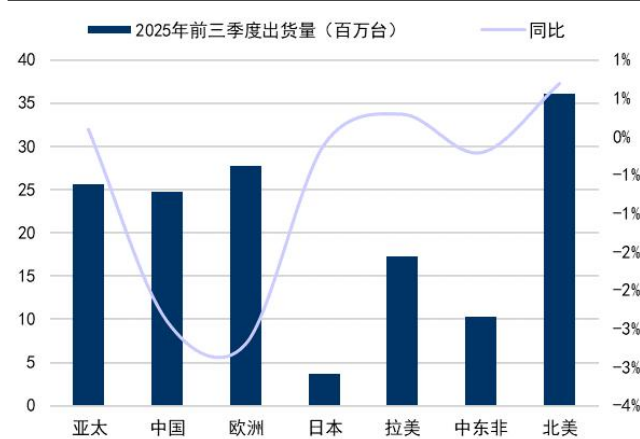
资料来源:欧睿 Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

图14: 全球大部分地区电视销量均无明显增长



资料来源: 欧睿 Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

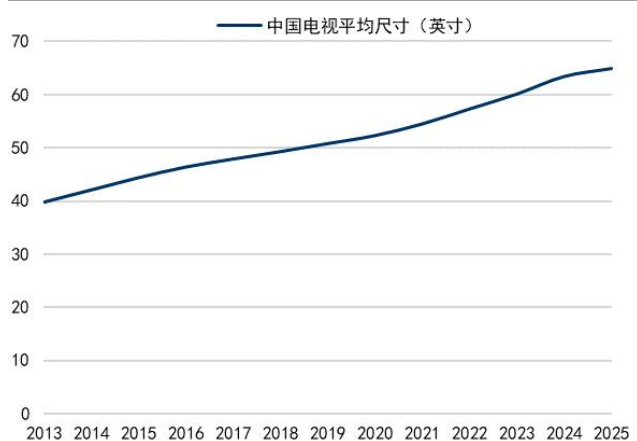
图15: 2025年前三季度全球各区域电视出货量规模波动较小



资料来源: 奥维睿沃, 国信证券经济研究所整理

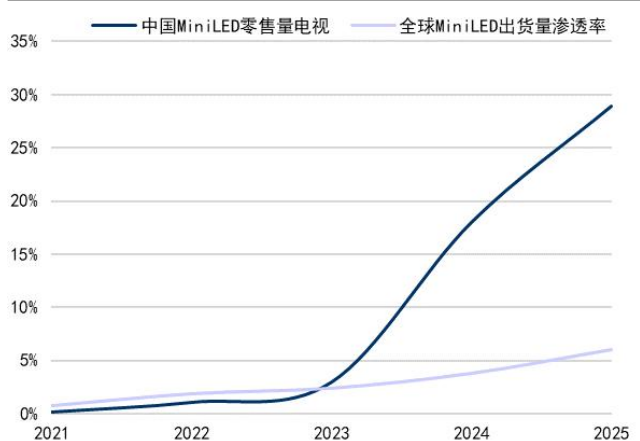
但电视产品的升级迭代从未止步, 从小屏到大屏、从高清到8K、从LCD到Mini LED等, 电视机的活力依然充足, 带动电视产品结构不断优化。洛图科技数据显示, 我国电视市场已全面进入大屏时代, 2025年电视出货平均尺寸接近65吋, 较2016年提升18.5吋; 75吋大电视成为零售量占比第一大尺寸, 85吋及以上零售量占比持续提升。此外, Mini LED、高屏幕刷新率、高电视画质清晰度等升级性能的销量占比也在不断提升。洛图科技数据显示, 2025年, 全球Mini LED电视出货量为1239万台, 同比2024年增长57.8%; 中国Mini LED电视出货量为802万台, 同比增长92.8%。综合奥维睿沃对2025年全球电视出货量下降0.7%的判断, 预计2025年全球Mini LED出货量占比为6.1%, 同比提升2.2pct; 中国Mini LED电视零售量占比28.9%, 同比提升10.9pct。

图16: 全球大部分地区电视销量均无明显增长



资料来源: 国信证券经济研究所整理

图17: 2025年前三季度全球各区域电视出货量规模波动较小



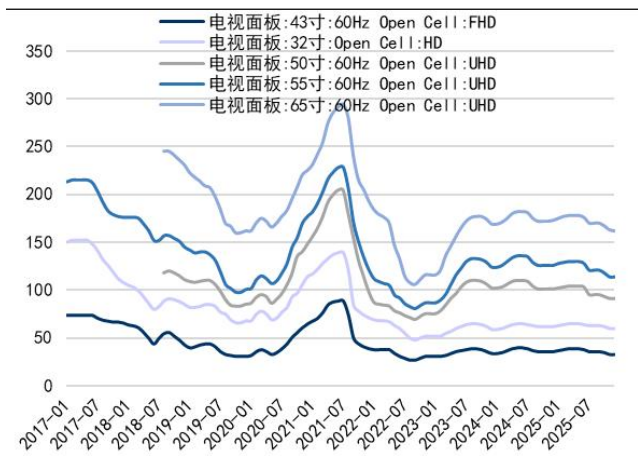
资料来源: 奥维睿沃, 洛图科技, 国信证券经济研究所整理

注: 2024-2025年Mini LED全球电视出货量、及2025年中国电视数据来源于洛图科技, 其余来源于奥维睿沃

在产品升级的支撑下, 电视的价值量实现提升, 价格的走势要好于面板成本的波动。随着技术的升级和面板产线的迭代, 面板呈现出持续降价的趋势。根据wind数据, 以月平均单价来看, 2025年与2017年相比, 32吋液晶电视面板 (Open Cell:HD)、43吋液晶电视面板 (60Hz Open Cell:FHD)、55吋液晶电视面板 (60Hz Open Cell:UHD) 价格分别下降了48.5%、54.0%、38.0%。但电视均价的表现远好于面板价格, 欧睿数据显示, 2015年以来全球电视均价维持在600美元/台左右波动, 2024年电视均价相较2017年仅下降1.3%。国内电视价格则随着Mini LED渗透率的提升走出了一条先降后升的曲线, 奥维云网数据显示, 我国电视零售价格从2010年接近4000元/台陆续下降至2020年2717元/台, 此后则波动回升至2024年

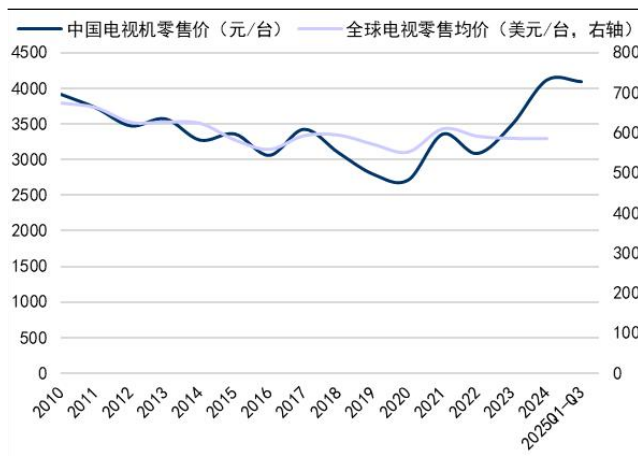
4119 元/台。预计后续随着 Mini LED 等渗透率的持续提升，电视均价有望保持稳中有升的态势。

图18: 电视面板价格长期看波动中有所下降



资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

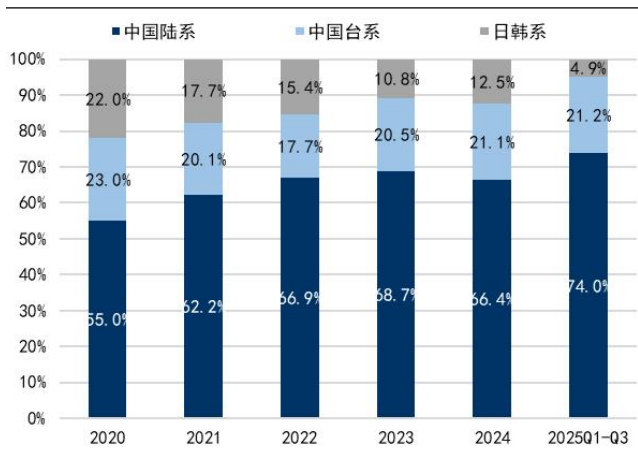
图19: 2023 年以来中国电视均价在升级拉动下有所上涨



资料来源:欧睿 Euromonitor, 奥维睿沃, 国信证券经济研究所整理

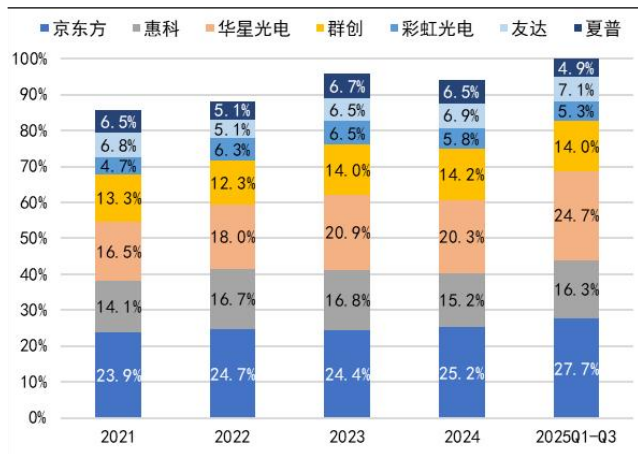
此外，随着全球电视面板产能逐步向我国集中，面板价格的波动逐步收敛，有助于下游电视企业顺价。电视面板价格经历过几轮价格起伏，行业产能逐步集中。2022 年，随着面板价格跌破成本价，日韩系面板企业陆续退出 LCD 产能，三星于 2022 年 6 月全面终止 LCD 面板生产，2024 年 9 月 LG 出售其最后的 LCD 面板产线，松下于 2023 年 8 月宣布将清算 LCD 子公司，转型汽车电子。洛图科技数据显示，2025 年前三季度我国企业（含中国台湾企业）占全球液晶电视面板出货量的 95.2%，同比提升 7.4pct。具体到企业端，2025 年前三季度电视面板企业龙头京东方、华星光电出货量市占率分别为 27.7%/24.7%，CR2 进一步提升至 52.4%，行业集中度持续提升。2023 年底以来，电视面板价格月环比变动已相对趋缓，为电视产品的定价和盈利的稳定性提供了良好的外部条件。

图20: 我国已成为电视面板行业的主导者



资料来源:洛图科技, 国信证券经济研究所整理

图21: 龙头企业在电视面板行业的出货量份额持续提升



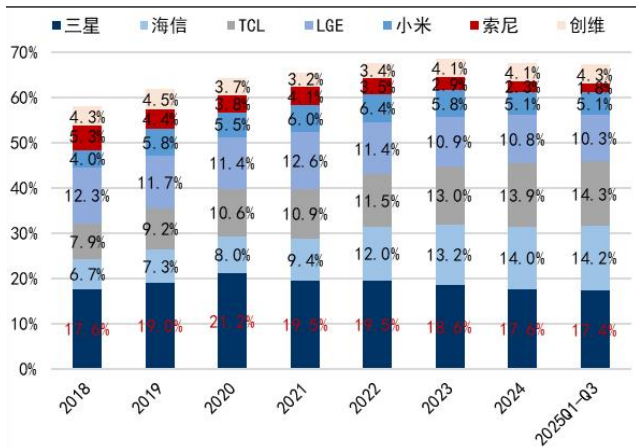
资料来源:洛图科技, 国信证券经济研究所整理

我国电视企业抢占全球份额，行业集中度有所提升

在电视产业链逐步向我国集中的背景下，我国头部电视品牌在全球的份额也在持续提升，国内电视龙头海信、TCL 市占率增幅领先。根据奥维睿沃及 Omdia 的数据，全球电视出货量 CR4 从 2018 年的 44.5% 提升至 2024 年的 56.2%，行业集中度逐年提高。其中三星稳居全球电视行业出货量第一，市占率在 18%-20% 左右，但 2025 年前三季度市占率已回落至 17.4%；国内企业海信及 TCL 市场份额持续追赶，市占率从 2018 年不足 8% 提升到 2024 年接近 14%，2025 年前三季度份额双双突破 14%，位居全球二三位。从行业头部企业的

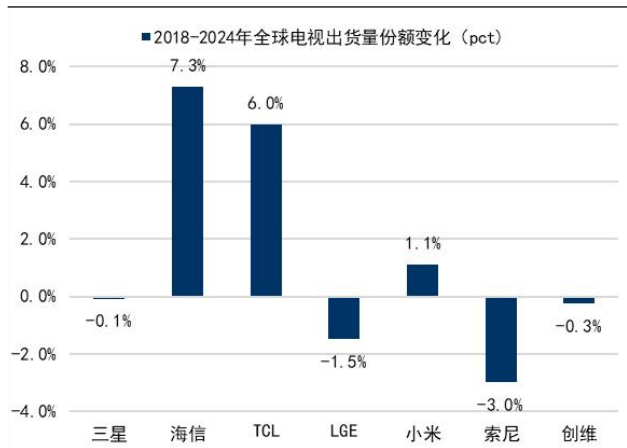
份额提升幅度来看，2018-2024 年国内品牌海信、TCL、小米出货量份额提升幅度最大，分别增加 7.3/6.0/1.1pct，国产品牌在全球电视市场异军突起，话语权日益增加，也为我国电视龙头品牌盈利能力提升打开空间。

图22: 我国企业在全全球电视出货量中的占比持续提升



资料来源:奥维睿沃, Omdia, 国信证券经济研究所整理

图23: 2018-2024 年我国电视龙头品牌份额提升明显

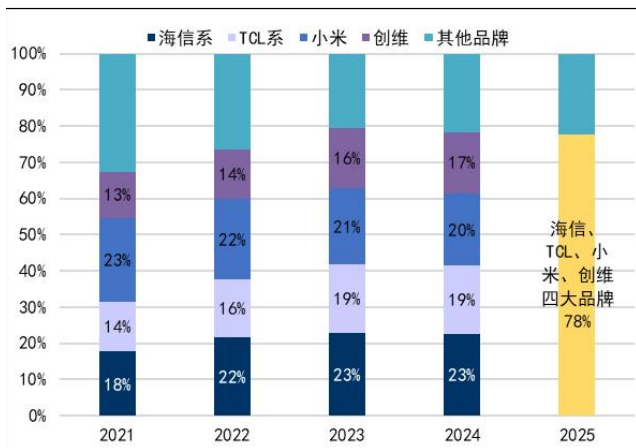


资料来源:奥维睿沃, Omdia, 国信证券经济研究所整理

分区域，我国电视龙头品牌海信、TCL 在国内外市占率均稳中有升。洛图科技数据显示，我国电视出货量呈现出四强争霸格局，海信系、TCL 系、小米系、创维份额均在 20%左右。2025 年四大品牌份额合计 77.8%，较 2021 年提升 10.6pct，海信系、TCL 系及创维出货量份额提升较为明显。

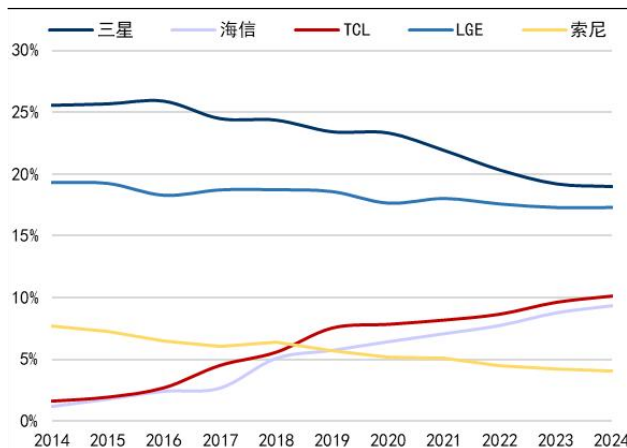
海外电视市场格局同样趋向于集中，我国品牌海信、TCL 在海外市场的市占率持续提升。随着全球电视面板产能逐步向我国集中，我国电视品牌在电视产业链、制造成本上的优势日益显现，伴随着渠道不断拓展、营销投入加大，我国电视头部企业的产品及品牌逐步得到海外认可，市场份额持续提升。根据欧睿的数据，2024 年我国电视品牌海信、TCL 在除中国外的海外市场零售量份额已提升至 9%-10%，合计占比接近 20%，而在 2014 年两家市占率合计不足 3%。海外电视龙头三星、LG 在海外市场的销量市占率则有所下降，2014-2024 年销量份额分别下降 6.5/2.0pct。

图24: 我国电视出货量格局：头部四大品牌份额提升



资料来源:洛图科技, 国信证券经济研究所整理

图25: TCL 及海信品牌在海外市场的电视零售量份额持续上升



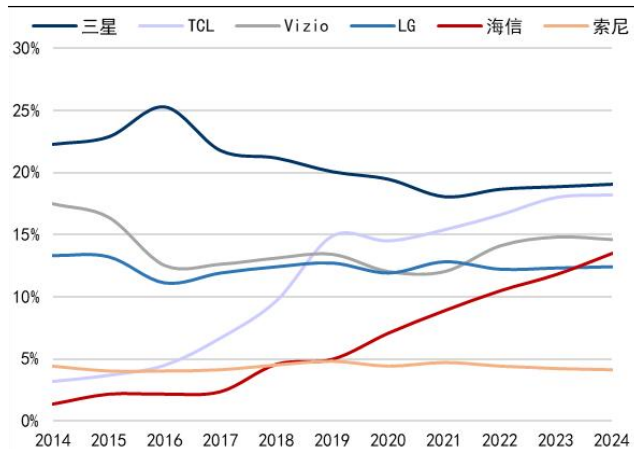
资料来源:欧睿 Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

注: 海信视像的份额包含东芝电视品牌, 下同

北美电视行业多强争霸，TCL 及海信份额提升最多。根据欧睿的数据，2024 年北美电视行业前五品牌零售量份额均在 10%-20%之间，排名第 6 的品牌市占率不足 5%，行业形成五强争霸格局。其中三星位居首位，2024 年零售量份额为 19.1%；其次为 TCL，份额达到 18.2%；Vizio、LG 和海信市占率分别为 14.6%、12.4%

和 13.5%，位列 3-5 名。从变化趋势上看，2014-2024 年，TCL 和海信零售量市占率分别提升 15.0%和 12.1%，份额提升幅度遥遥领先。

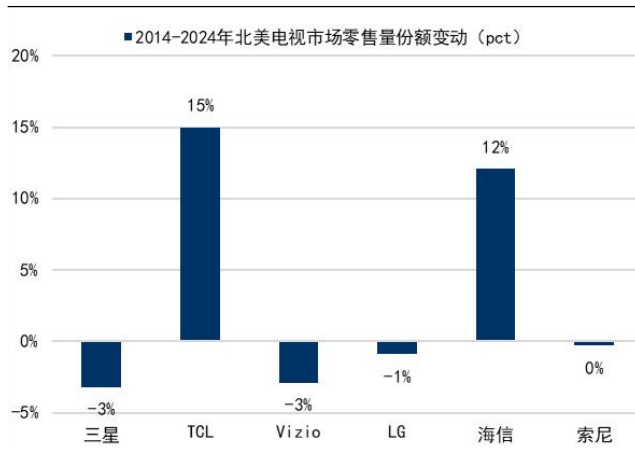
图26: TCL 及海信在北美市场的份额快速提升（零售量占比）



资料来源:欧睿 Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

注:海信视像的份额包含东芝电视品牌,下同

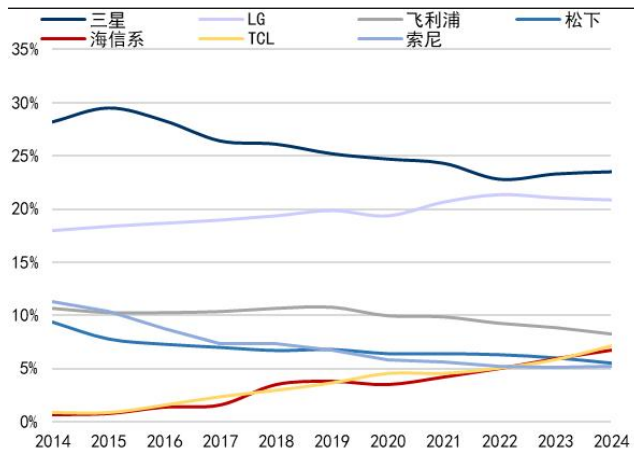
图27: 2014-2024 年 TCL 及海信在北美电视市场份额提升居前



资料来源:欧睿 Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

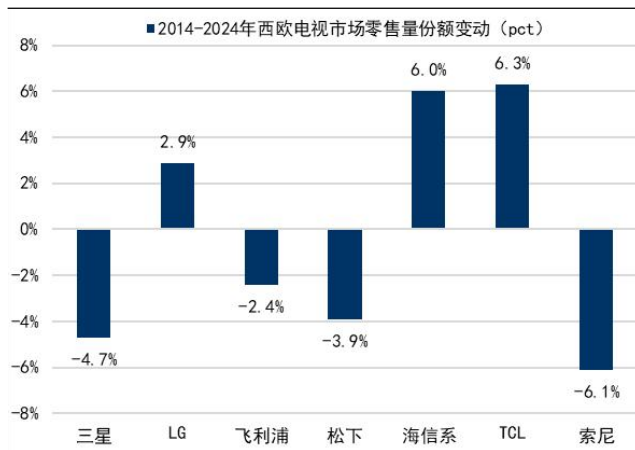
西欧电视市场格局较为集中，三星及 LG 双龙头市占率超 20%，海信及 TCL 份额提升快但占比有待进一步提升。欧睿数据显示，2024 年西欧电视行业三星和 LG 份额居前，零售量市占率分别达到 23.5%和 20.9%，其余品牌市占率均不足 10%，呈现双强格局。海信及 TCL 市占率达到 6.7%和 7.2%，位居行业前五。从份额提升幅度来看，海信及 TCL 市占率提升幅度最为靠前。2014-2024 年，海信、TCL 在西欧电视零售量市占率分别提升 6.0/6.3pct。

图28: 西欧电视行业呈现双强格局（零售量占比）



资料来源:欧睿 Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

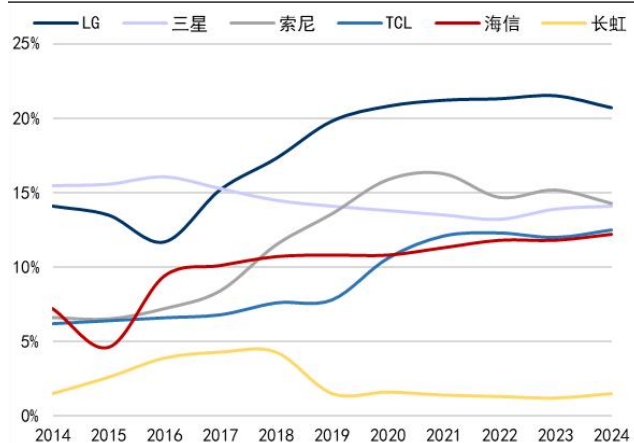
图29: 2014-2024 年 TCL 及海信在西欧电视市场份额提升居前



资料来源:欧睿 Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

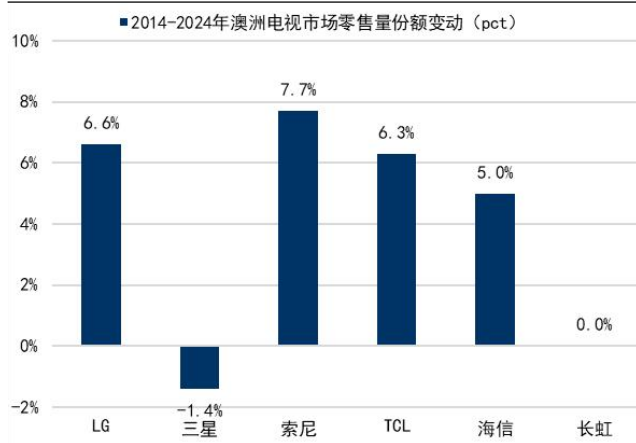
澳洲电视市场集中度相对较高，销量 CR5 超过 70%，头部企业强者恒强。欧睿数据显示，澳洲电视市场头部份额相对集中，2024 年零售量 CR5 达到 73.8%，头部 5 家的市占率均在 10%以上，其余品牌市占率则仅有小个位数。其中 LG/三星/索尼/TCL/海信零售量市占率分别为 20.7%/14.1%/14.3%/12.5%/12.2%，位列行业前五。从份额变化来看，2014-2024 年澳洲前五家电视品牌零售量市占率普遍有所提升，LG/索尼/TCL/海信份额分别提升 6.6/7.7/6.3/5.0pct，三星份额则有 1.4pct 的下降。

图30: 澳洲电视行业头部品牌市占率相对集中（零售量占比）



资料来源: 欧睿 Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

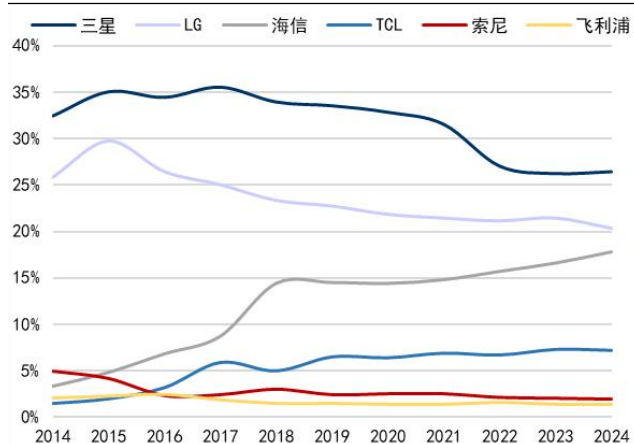
图31: 2014-2024 年澳洲电视市场头部品牌的份额均有所提升



资料来源: 欧睿 Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

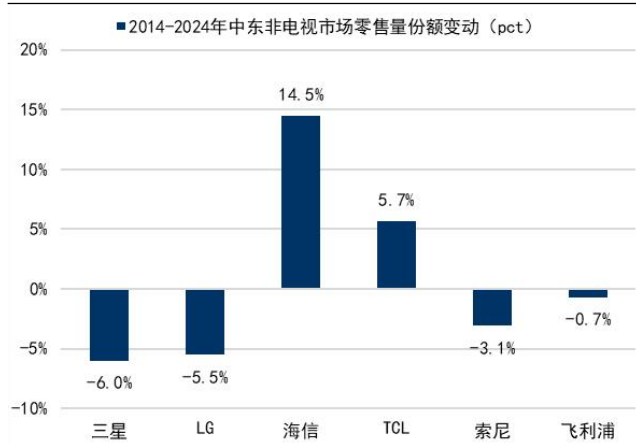
中东非电视行业格局同样较为集中，销量 CR3 超过 70%，龙头占比较高，国内企业海信、TCL 市占率快速提升。欧睿数据显示，中东非电视市场龙头市占率相对较高，2024 年三星零售量市占率达到 26.4%，其次为 LG 占比 20.3%，海信占比达到 17.8%，CR3 合计达到 70.5%，行业集中度高于其他主要市场。从份额变动来看，海信、TCL 在中东非的市占率明显提升，2014-2024 年海信零售量市占率累计提升 14.5pct，TCL 市占率提升 5.7pct。

图32: 中东非电视行业头部品牌市占率较高（零售量占比）



资料来源: 欧睿 Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

图33: 2014-2024 年中东非电视市场海信及 TCL 份额明显提升



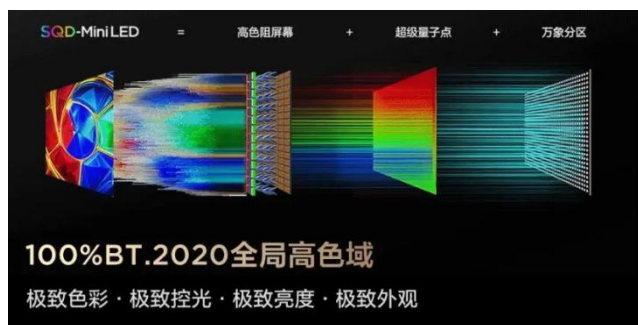
资料来源: 欧睿 Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

在全球电视面板产能不断向国内集中的背景下，我国头部电视品牌有望凭借领先的全产业链布局和 Mini LED 等技术的丰富积累，通过持续的赛事营销，抢占全球更多的市场份额。电视机作为一个成熟的刚需品类，消费者对电视机的产品力愈发看重，画质、清晰度、耐用性、性价比等成为消费者最为看重的指标。当前我国已占据全球超 90% 的电视面板出货，在 Mini LED 等新兴技术上拥有全球领先的产业链布局，给我 国电视品牌的全球扩张提供了强大的产业链资源支撑。同时，我国电视企业在多年的发展中，不断加大研发投入，在电视的软硬件上均有丰富的技术储备，在大屏、Mini LED、高画质等方面保持领先，打造出优质、产品力领先的电视产品。另一方面，我国头部电视品牌也积极有为，不断开拓并加强与当地市场渠道的合作，强化全球渠道布局，在营销上也积极发力，通过持续赞助世界杯、当地特色体育赛事等形式，推动海外业务的发展。在国内领先的产业链资源、优质的产品力及积极进取的渠道营销支撑下，我国电视头部品牌有望延续份额提升的趋势，抢占全球更多的电视市场。

TCL 电子：技术及供应链布局领先，发力全球市场

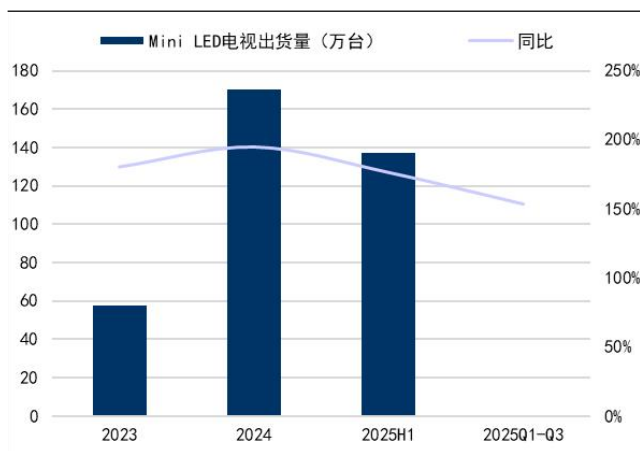
公司深耕 Mini LED 等新技术研发，持续投入，成为全球 Mini LED 电视引领者。公司较早投入 Mini LED 技术预研，依托 TCL 华星面板优势，探索背光技术新路径。2018 年公司推出全球首款 Mini LED 背光电视原型机，2019 年实现全球首款 Mini LED 电视的量产。此后，公司在 Mini LED 电视降本及画质提升上持续发力。一方面，通过技术及规模化降本，Mini LED 电视价格已下探至 3000 元价格带，推动 Mini LED 渗透率的提升；另一方面，公司持续进行技术创新，聚焦华曜屏、万象分区等多项领先技术，通过超高对比度、低反射、超广视角的画质表现不断提升用户体验。2021 年公司推出第三代 QD-Mini LED 技术，2025 年推出 SQD-Mini LED 技术，实现 100% BT.2020 全局高色域和高亮度、高对比度，打破行业色域僵局。2024 年公司 Mini LED 电视全球出货量突破 170 万台，同比增长 194.5%，全球出货量市占率同比提升 4.3pct 至 28.8%，位列全球第一；2025H1 公司 Mini LED 电视出货量同比增长 176.1% 至 137 万台，蝉联全球首位。

图34: TCL 推出 SQD-Mini LED 技术实现电视性能再突破



资料来源:公司官网, 国信证券经济研究所整理

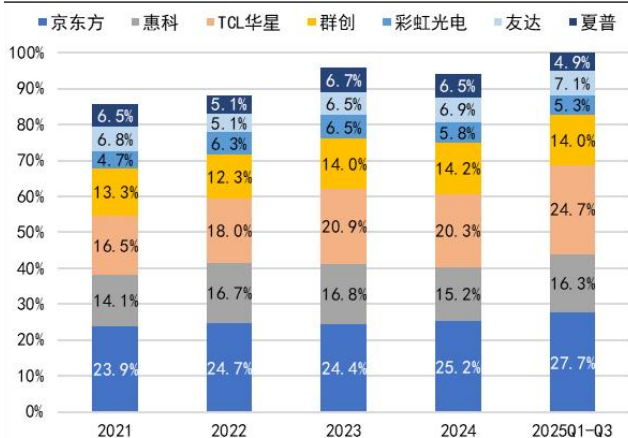
图35: 公司 Mini LED 电视出货量实现快速增长



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

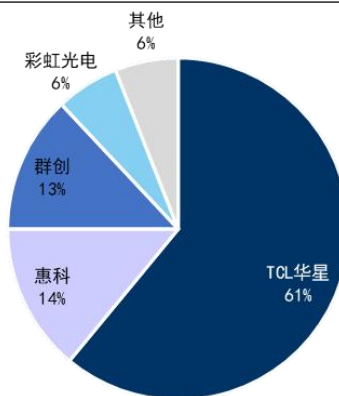
供应链端，TCL 已布局从 LED 芯片到面板到整机的全链条垂直产业链，双方协同空间大，有望助推先进技术的突破和应用。面板作为电视最主要的部件，直接决定电视的画质表现和综合体验，在电视对比度、色彩、亮度、分辨率等方面影响重大。TCL 华星是全球第二大电视面板企业，与 TCL 电子同属 TCL 旗下，双方在研发端协同空间大，有助于彼此技术的研发和应用的快速落地。2025 年 12 月，TCL 科技宣布收购福建兆元光电有限公司 80% 股权，切入 LED 芯片设计与制造环节，打造 LED 芯片到显示模组的全产业链垂直整合。兆元光电拥有完整的 LED 芯片生产线、规模产能和业务基础，在背光、MiniLED 直显、车载照明等高价值领域已达到行业领先水平，有望加速 TCL 华星 Mini/Micro LED 高端显示技术进程及其在高端电视、商用大屏、车载显示等高质量新型显示场景的产业化应用。

图36: TCL 华星是全球头部电视面板企业（按出货量计算）



资料来源:洛图科技, 国信证券经济研究所整理

图37: TCL 电子电视面板采购以 TCL 华星为主



资料来源:DISCIEN, 国信证券经济研究所整理

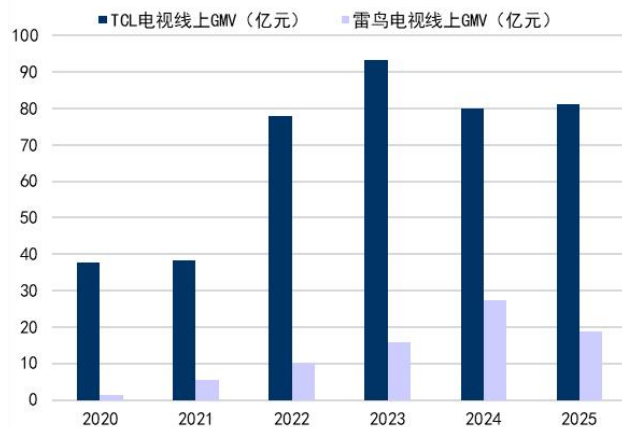
品牌端, 公司打造全球化品牌建设与营销体系, 坚持体育营销战略和区域 IP 营销赞助, 配合 "TCL+雷鸟" 双品牌战略, 助力品牌影响力的提升。公司在品牌营销端持续高效投入, 建立起以奥运为主线的体育营销、以产品为核心的大型展会营销和丰富多元的区域 IP 营销赞助等多层次的营销体系, 品牌价值和国际影响力持续提升, 驱动业务规模快速增长。2025 年 2 月, TCL 正式成为奥林匹克最高级别的全球合作伙伴, 标志着 TCL 品牌实力获得国际最高规格认可, 为公司未来全球市场的拓展打下坚实的品牌基础。公司还和当地知名体育赛事合作, 如欧洲赞助西班牙、意大利、德国等欧洲杯足球队, 在美国赞助橄榄球职业联盟, 在拉美赞助巴西国家足球队、南美解放者杯、美洲杯等, 深度融入当地文化, 提升区域市场渗透。此外, 公司推出子品牌“雷鸟”, 定位年轻化、互联网化, 与 TCL 主品牌形成互补, 在国内线上市场已稳居行业第二阵营, 扩大了用户基础, 有利于主品牌的升级。

图38: TCL 成为奥林匹克全球合作伙伴



资料来源:公司官网, 国信证券经济研究所整理

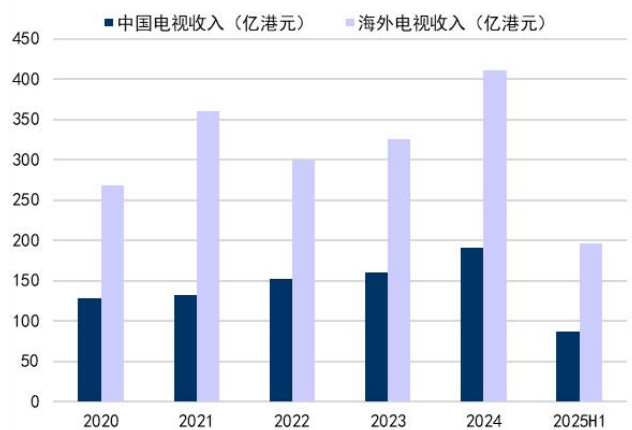
图39: 雷鸟电视在国内线上市场逐步起量



资料来源:久谦中台, 京东, 天猫, 抖音, 国信证券经济研究所整理

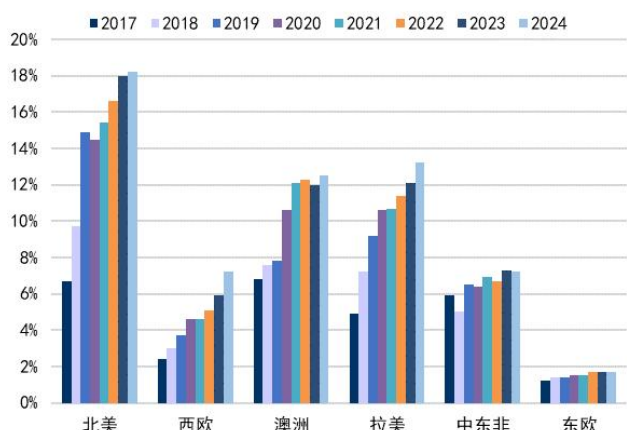
公司在全球深化渠道建设, 借助供应链优势和品牌影响力, 在全球近 20 个国家电视行业排名稳居前三。除在国内市场占据行业前列外, 公司在北美、欧洲、新兴市场等多区域, 持续扩大并深化重点渠道覆盖。在北美市场, 公司聚焦重点渠道布局及产品结构优化, 2025H1 稳居美国电视零售量市占率前二; 在欧洲市场, 公司通过一国一策精准布局区域渠道网络, 在法国及波兰零售量稳居前二; 在新兴市场, 公司持续强化零售渠道建设, 在菲律宾、澳大利亚、沙特、阿根廷及巴基斯坦零售量排名首位。2024 年公司海外电视收入 410.6 亿港元, 占电视收入的 68.3%。

图40: 海外已成为公司电视收入的主要来源



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图41: 公司在海外主要区域电视零售量市占率均有所提升



资料来源:欧睿 Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

在开拓全球渠道的同时,公司也在**积极推进电视整机产能的全球化布局**,已在中国、越南、墨西哥、巴西、波兰及巴基斯坦等多个国家和地区设立生产基地,通过产能分布式布局,实现了供应重心的灵活调配,年产能超3000万台。2025年以来,全球贸易形势发生重大变化,公司提前进行海外产能布局,有望为公司开拓海外市场提供坚实的基础。

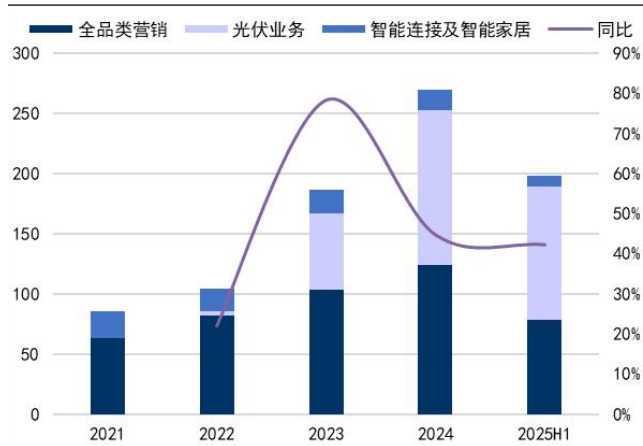
在电视业务之外,公司积极拓展第二增长曲线、布局新增长点,在**光伏业务、全品类营销及AI眼镜、智能家居等领域重点发力**。1)在光伏领域,公司聚焦光伏行业下游的分布式光伏终端市场,持续深化渠道合作,稳步推进创新场景应用落地及产品迭代更新;并不断探索包括零碳园区、光储充方案及高端别墅在内的新场景,通过产品技术创新适应不断变化的市场需求。海外光伏业务发展也在逐步推进,公司积极探索光储一体化业务,并在欧洲实现了相应的产品及业务落地。截至2025H1,公司光伏业务在中国市场累计工商签约项目超290个、累计经销商渠道超2380家,累计签约农户近28万户。

2)全品类营销方面,凭借公司电视业务多年积累的**全球品牌影响力及跨地域渠道布局**,公司将TCL旗下空调、冰箱、洗衣机等智能产品分销向全球。2024年,公司全品类营销业务收入同比增长19.6%至124.5亿港元;其中海外收入同比增长51.5%至70.2亿港元,海外增长靓丽。

3)AR眼镜领域,公司坚持发展AR与XR赛道,内部孵化的雷鸟创新2024年以35.6%的市占率位列中国消费级AR眼镜第一。2025年,雷鸟创新相继推出可随身携带的轻量级私人影院的Air 3s Pro XR眼镜、随时随地记录生活的智能助手V3 Slim AI拍摄眼镜、全彩AR+AI深度融合的个人信息终端X3 Pro AI眼镜等新品,销量在行业保持领先。

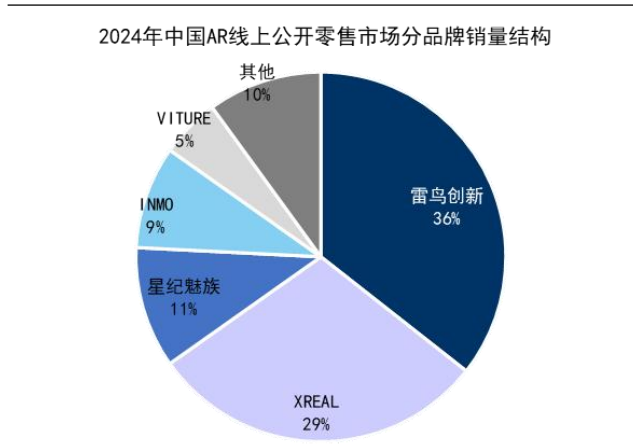
4)智能家居领域,公司持续研发创新,2025年在CES发布了全球首款分体式智能家居陪伴机器人TCL AiMe,该产品集成了AI、物联网控制中枢和家庭陪伴机器人的功能,后续有望成为智能家居控制的载体进而成为家庭的标配,发展潜力大。

图42: 公司新兴业务实现快速增长



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图43: 雷鸟创新 2024 年蝉联 AR 眼镜线上销售第一



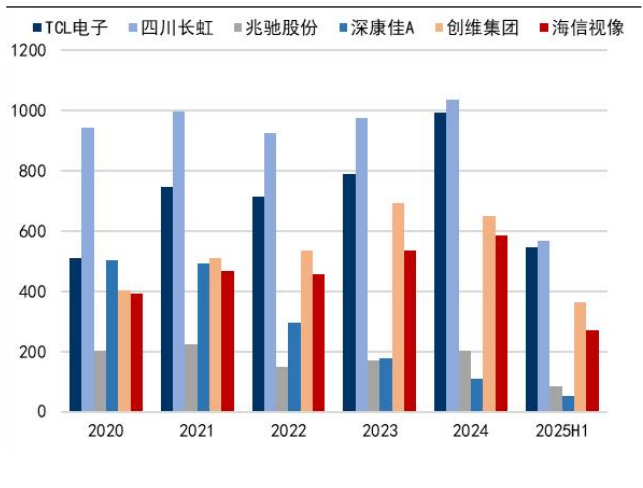
资料来源:洛图科技, 国信证券经济研究所整理

财务分析

成长性分析

公司收入规模位居行业头部，增速相对较快。我们选取具有以电视机业务为主的海信视像、四川长虹、兆驰股份、深康佳 A、创维集团作为可比公司，2024 年公司收入规模 993.2 亿港元，在可比公司中营收规模仅次于四川长虹。从收入增速看，公司收入增速在可比公司中实现领先，2020-2024 年的收入复合增速达到 18.2%。

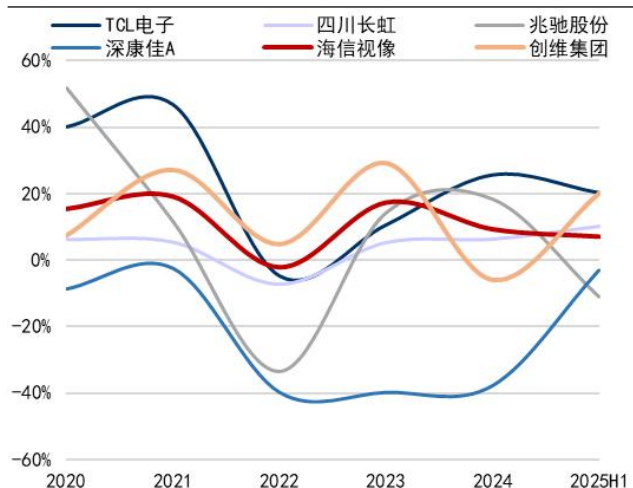
图44: 公司收入规模在可比公司中处于行业头部水平 (亿元)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 港股公司 TCL 电子及创维集团营收单位为亿港元

图45: 公司收入增速相对较快

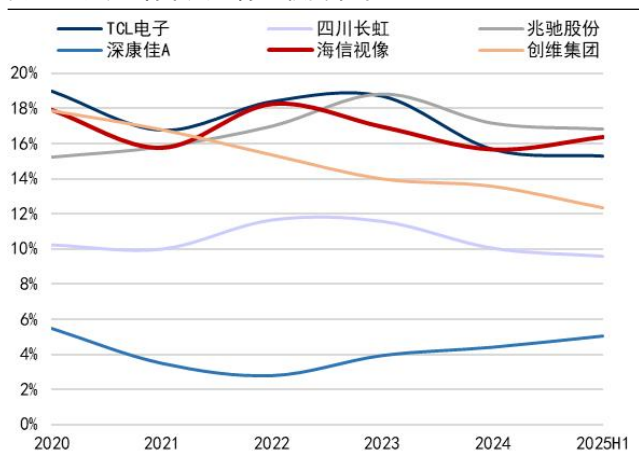


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

盈利能力分析

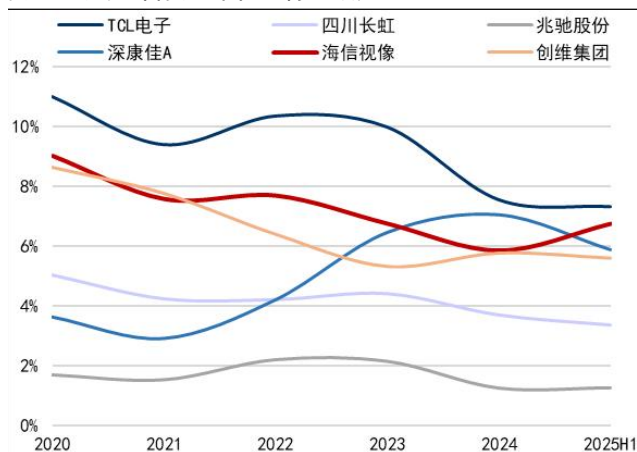
公司毛利率处于行业靠前水平，营销及管理费用投入较大。公司 2019-2024 年毛利率平均为 17.7%，与可比公司相比，公司毛利率处于行业第一阵营。费用方面，公司研发费用控制较好，销售及管理投入力度相对较大。

图46: 公司毛利率处于行业较高水平



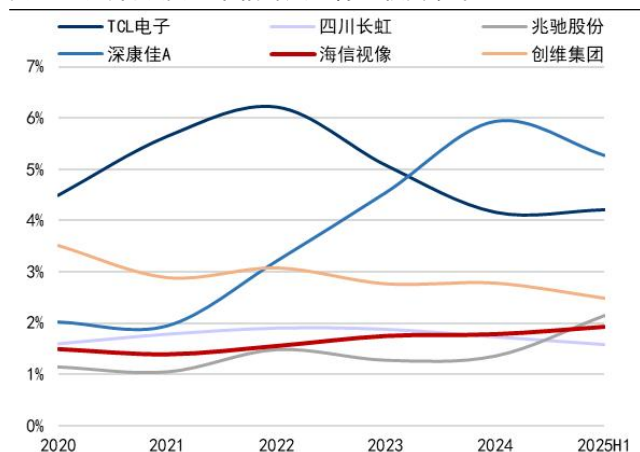
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图47: 公司销售费用率位于行业领先



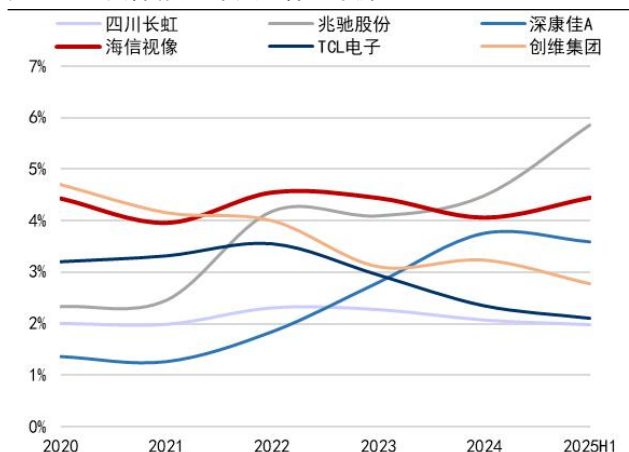
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图48: 公司管理费用率相对处于行业较高水平



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图49: 公司研发费用率处于行业中游



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

公司盈利能力有待提升。公司 2019-2024 年净利率平均为 2.5%，在行业中处于偏低水平。以摊薄 ROE 来看，公司 ROE 有所提升，2024 年以来已位于行业靠前水平。

图50: 公司净利率处于行业中上水平

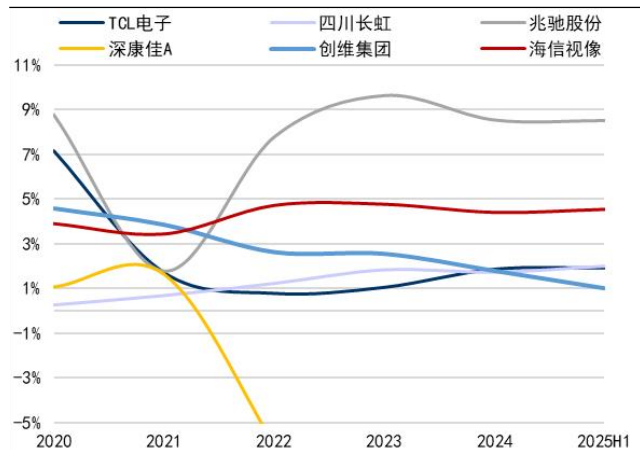
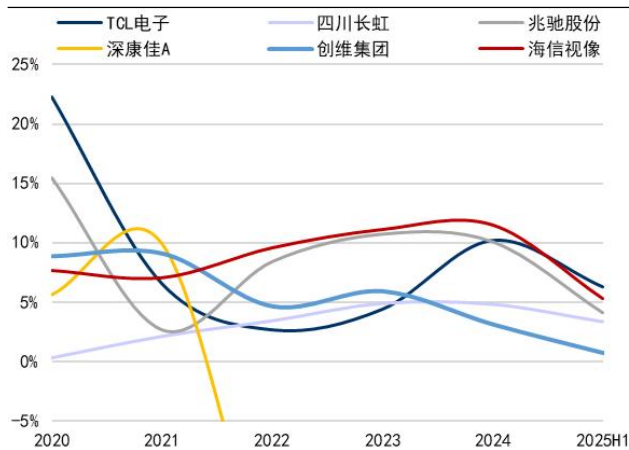


图51: 2021 年之后公司 ROE 位于行业领先水平



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

大尺寸显示业务：公司大尺寸显示业务主要为电视，海外收入占比更高。考虑到公司在国内市占率稳中有升，在海外采取积极的扩市场战略，叠加 2026 年美加墨世界杯的拉动，预计海外电视收入有望保持一定的增长。预计公司大尺寸显示业务收入 2025-2027 年分别增长 7.7%/9.9%/7.3%。毛利率方面，2024 年面板价格企稳回升导致公司电视业务毛利率有所下降，进入 2025 年，预计随着电视产品售价逐步反应面板价格的影响，预计面板价格的影响逐步减弱。同时，在国内国补政策的拉动下，我国大尺寸、Mini LED 电视占比快速提升，预计公司毛利率有望稳步提高。我们假设 2025-2027 年公司大尺寸显示毛利率分别为 15.8%/15.9%/16.0%。

中小尺寸显示业务：公司中小尺寸显示包含手机、平板等业务，以稳健经营为主，预计增长较缓，假设 2025-2027 年收入均增长 2%；毛利率保持 15.5%。

智慧商显业务：公司智慧商显业务系为智慧教育、智慧会议、智慧商业等多场景提供高效的产品解决方案。考虑到 B 端渠道开拓需要时间，假设该业务 2025-2027 年收入分别增长 10%/5%/5%；毛利率随着规模的增长而有所上升，假设 2025-2027 年毛利率分别为 13.6%/14.0%/14.0%。

互联网业务：公司互联网业务为电视衍生的电视系统及观影软件等服务，结合公司电视销量增长情况及国内外政策和业务发展情况，假设该业务 2025-2027 年收入分别增长 5.0%/10.0%/9.2%。随着海外收入占比的提升，预计该业务毛利率有所提升，2025-2027 年分别为 56.5%/57.0%/57.3%。

创新业务：公司创新业务包含光伏、全品类营销、智能连接及智能家居业务，考虑到业务的成长性及过去较快的增速，我们预计光伏、全品类营销业务均有望保持较快的增速。假设该业务 2025-2027 年收入分别增长 30.1%/20.2%/14.0%，毛利率分别为 12.5%/12.5%/12.5%。

表1: TCL 电子业务拆分

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
显示业务						
收入（亿港元）	579.1	565.4	694.4	743.4	809.8	863.8
增速	-9.4%	-2.4%	22.8%	7.1%	8.9%	6.7%
毛利率	18.2%	18.3%	15.5%	15.8%	15.8%	15.9%
大尺寸显示						
收入（亿港元）	451.9	486.3	601.1	647.6	711.7	763.4
增速	-8.3%	7.6%	23.6%	7.7%	9.9%	7.3%
毛利率	18.8%	17.9%	15.5%	15.8%	15.9%	16.0%
中小尺寸显示						
收入（亿港元）	118.0	70.5	84.6	86.3	88.0	89.8
增速	-17.9%	-40.2%	19.9%	2.0%	2.0%	2.0%
毛利率	15.9%	22.2%	15.4%	15.5%	15.5%	15.5%
智慧商显						
收入（亿港元）	9.1	8.6	8.7	9.6	10.1	10.6
增速	196.7%	-6.1%	2.1%	10.0%	5.0%	5.0%
毛利率	17.3%	12.0%	13.3%	13.6%	14.0%	14.0%
互联网业务						
收入（亿港元）	23.0	27.6	26.3	27.6	30.4	33.1
增速	24.3%	20.2%	-4.9%	5.0%	10.0%	9.2%

毛利率	50.5%	55.1%	56.2%	56.5%	57.0%	57.3%
创新业务						
收入（亿港元）	104.4	186.4	270.1	351.5	422.6	481.8
增速	22.2%	78.5%	44.9%	30.1%	20.2%	14.0%
毛利率	13.5%	14.7%	12.4%	12.5%	12.5%	12.5%
全品类营销						
收入（亿港元）	82.4	104.1	124.5	140.6	161.7	182.8
增速	29.4%	26.3%	19.6%	13.0%	15.0%	13.0%
毛利率	13.2%	16.7%	13.9%	14.5%	15.0%	15.0%
光伏业务						
收入（亿港元）	3.3	63.0	128.7	193.1	241.4	277.6
增速	0.0%	1820.4%	104.4%	50.0%	25.0%	15.0%
毛利率	15.9%	8.1%	9.6%	10.0%	10.0%	10.0%
智能连接及智能家居						
收入（亿港元）	18.7	19.3	16.9	17.7	19.5	21.5
增速	-13.8%	3.2%	-12.6%	5.0%	10.0%	10.0%
毛利率	14.4%	25.4%	22.7%	23.0%	23.0%	23.0%
其他						
收入（亿港元）	7.0	10.4	2.5	2.5	2.6	2.7
增速	39.6%	48.6%	-76.4%	3.0%	3.0%	3.0%
毛利率	0.3%	14.0%	-0.4%	5.0%	5.0%	5.0%
合计						
收入（亿港元）	713.5	789.9	993.2	1125.1	1265.4	1381.4
增速	-4.7%	10.7%	25.7%	13.3%	12.5%	9.2%
毛利率	18.4%	18.7%	15.7%	15.7%	15.7%	15.7%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计公司 2025-2027 年营收 1125.1/1265.4/1381.4 亿港元，同比分别增长 13.3%/12.5%/9.2%，毛利率分别为 15.7%/15.7%/15.7%。

费用及其他收益假设：

销售费用：公司近年来持续提升营销效率，2024 年销售费用率降至 7.6%，考虑到公司相较可比公司营销费用率较高，我们假设公司销售费用率仍有所下降，假设 2025-2027 年销售费用率为 6.9%/6.8%/6.8%。

管理费用：公司管理费用率在可比公司中偏高、但近年来已有明显改善，假设此后管理费用率小幅优化，预计 2025-2027 年管理费用率为 6.5%/6.4%/6.4%。

研发费用：公司 2023 年以来研发提效，研发费用率有所下降，假设研发费用率保持下降后的水平，2025-2027 年均为 2.4%。

未来 3 年业绩预测

根据上述假设，我们预计公司 2025-2027 年营收 1125.1/1265.4/1381.4 亿港元，同比分别增长 13.3%/12.5%/9.2%；归母净利润分别为 24.1/28.2/32.5 亿港元，同比增长 37.2%/16.8%/15.3%；对应 EPS 为 0.96/1.12/1.29 港元。

表2：公司盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万港元）	78,986	99,322	112,506	126,543	138,145
同比	10.7%	25.7%	13.3%	12.5%	9.2%
归母净利润（百万港元）	744	1759	2414	2819	3250
同比	66.4%	136.6%	37.2%	16.8%	15.3%
EPS（港元）	0.29	0.70	0.96	1.12	1.29
ROE	4.5%	10.2%	13.1%	14.2%	15.2%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：以 FCFF 方法得到合理股价估值为 13.62-17.64 港元/股

未来 10 年估值假设条件见下表：

表3: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
营业收入增长率	10.7%	25.7%	13.3%	12.5%	9.2%	8.3%	7.4%	6.7%	6.0%	5.4%	4.9%	4.4%
毛利率	18.7%	15.7%	15.7%	15.7%	15.7%	15.7%	15.7%	15.7%	15.7%	15.7%	15.7%	15.7%
管理费用/营业收入	8.0%	6.5%	6.5%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%
销售费用/销售收入	10.0%	7.6%	6.9%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%
所得税税率	28.0%	26.5%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
股利分配比率	50.0%	50.0%	50.0%	60.0%	60.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表4: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.1	T	25.00%
无风险利率	2.00%	Ka	9.15%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.31
公司股价 (元)	12.29	Ke	10.49%
发行在外股数 (百万)	2521	E/(D+E)	80.06%
股票市值 (E, 百万元)	30982	D/(D+E)	19.94%
债务总额 (D, 百万元)	7714	WACC	8.84%
Kd	3.00%	永续增长率 (10年后)	2.00%

资料来源：wind，国信证券经济研究所假设

表5: TCL 电子 FCFE 估值表

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	TV
EBIT	1,985.6	2,530.4	2,811.3	3,092.7	3,366.8	3,631.9	3,886.4	4,129.2	4,359.6	4,577.0	
所得税税率	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	
EBIT*(1-所得税税率)	1,489.2	1,897.8	2,108.5	2,319.5	2,525.1	2,723.9	2,914.8	3,096.9	3,269.7	3,432.8	
折旧与摊销	1,015.2	1,036.3	1,059.3	1,082.7	1,105.9	1,129.4	1,153.3	1,178.0	1,203.5	1,230.0	
营运资金的净变动	(145.0)	153.7	111.9	155.9	149.7	141.5	143.0	140.6	137.2	135.0	
资本性投资	(1,100.0)	(890.0)	(850.0)	(845.0)	(912.0)	(885.9)	(955.2)	(1,030.4)	(1,112.2)	(1,201.1)	
FCFF	1,259.4	2,197.8	2,429.7	2,713.1	2,868.8	3,109.0	3,256.0	3,385.0	3,498.1	3,596.7	53,607.0
PV (FCFF)	1,157.0	1,855.2	1,884.3	1,933.1	1,878.0	1,869.8	1,799.1	1,718.5	1,631.6	1,541.3	22,971.9
核心企业价值	40,239.8										
减：净债务	1,564.3										
股票价值	38,675.5										
每股价值	15.34										

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。参考敏感性分析表，得到公司合理的股价区间为 13.62–17.64 港元/股。

表6: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		7.8%	8.3%	8.84%	9.3%	9.8%
永续 增长 率变 化	3.0%	20.85	18.75	17.01	15.54	14.29
	2.5%	19.45	17.64	16.11	14.81	13.68
	2.0%	18.29	16.70	15.34	14.17	13.15
	1.5%	17.32	15.90	14.68	13.62	12.68
	1.0%	16.49	15.21	14.10	13.13	12.27

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对估值: 合理估值为 15.29–19.11 港元/股

选取具有以电视机业务为主的海信视像、四川长虹、兆驰股份、深康佳 A、创维集团作为可比公司。2024 年上述可比公司平均估值(排除负值)为 34.3 倍, 具有 wind 一致预测的三家公司 2025 年平均估值为 20.3 倍, 2026 年平均估值为 17.1 倍, 均高于 TCL 电子的估值水平。我们取 2026 年行业平均估值 17.1 倍作为估值上限, 并以此为基础下降 20%作为公司合理估值的下限, 即给予公司合理股权估值区间为 13.7–17.1 倍, 对应合理股价区间为 15.29–19.11 港元/股。

表7: TCL 及可比公司经营情况、盈利预测对比

公司名称	主营业务	总市值 (亿元)	归母净利润(亿元)				复合增速*	PE				PEG 2025E
			2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E	
海信视像	以电视、激光显示、商用显示、云服务、芯片等为主	323	22.46	25.41	28.51	31.69	11.7%	14.4	12.7	11.3	10.2	1.09
四川长虹	以电视、白电、ICT 产品、机顶盒等产品为主	509	7.04	-	-	-	-	72.3	-	-	-	-
兆驰股份	液晶电视、机顶盒、LED 元器件及组件、网络通讯终端和互联网文娱等	459	16.02	14.26	18.25	22.98	26.9%	28.6	32.2	25.2	20.0	1.19
深康佳 A	从事彩电、白电、厨电, 净水系列、日常生活电器、LED、机顶盒等	93	-32.96	-	-	-	-	-2.8	-	-	-	-
创维集团	以电视、互联网增值服务、智能系统、分布式光伏等产品为主	134	6.13	8.33	9.04	10.24	10.9%	21.9	16.1	14.8	13.1	1.48
							平均	34.3*	20.3	17.1	14.4	1.26
TCL 电子	以电视业务为主, 辅以白电分销、互联网业务等	310	17.59	24.14	28.17	32.43	15.9%	17.6	12.8	11.0	9.6	0.81

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

注: *复合增速为 2025–2027 年复合增速, 除 TCL 电子外其余公司采用 wind 一致预测, TCL 电子及创维集团的货币单位为亿港元; 2024 年可比公司平均 PE 计算排除负值

因此综合绝对估值和相对估值, 得到公司的合理估值为 15.29–17.64 港元/股, 对应 2026 年 PE 为 13.7–15.8 倍。

投资建议: 首次覆盖, 给予“优于大市”评级

预计 TCL 电子 2025–2027 年营收 1125.1/1265.4/1381.4 亿港元, 同比分别增长 13.3%/12.5%/9.2%; 归母净利润分别为 24.1/28.2/32.5 亿港元, 同比增长 37.2%/16.8%/15.3%; 对应 EPS 为 0.96/1.12/1.29 港元, 对应 PE 为 12.8/11.0/9.6 倍。综合绝对估值和相对估值, 我们认为公司股票合理估值区间为 15.29–17.64 港元/股, 对应 2026 年 PE 为 13.7–15.8 倍, 首次覆盖, 给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.0%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面，我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，通过 PE 估值的方式得到公司估值的合理区间，如果市场整体风险偏好发生变化、估值中枢向下调整，公司有可能面临估值下调的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们预计电视行业当中，Mini LED 电视有望保持当前快速崛起的势头，同时随着电视大屏化等升级，电视价格有望实现稳步上涨。
- ◆ 我们预计 TCL 电子未来毛利率随着产品结构升级将迎来小幅提升，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计公司创新业务保持较快增长，可能存在对行业发展判断过于乐观、公司市占率提升展望过于乐观，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

经营风险

下游需求不及预期的风险：若主要电视市场通胀上涨态势未得到有效遏制或宏观经济增长不达预期，可能不同程度影响电视等家电产品消费能力。

国际贸易环境不确定性风险：全球贸易环境受地缘政治波动影响加剧，面临出口关税壁垒升级及局部冲突导致的压力。若贸易环境发生负面变化，可能影响运输成本及关税费用。

汇率波动风险：TCL 电子海外业务占比较高，主要以美元等外汇报价和结算。汇率随着国内外政治、经济形势的变化而波动，具有较大的不确定性，存在对公司经营业绩造成不利影响的风险。

市场竞争加剧的风险：在消费类电子行业，市场、技术开发、营销等方面需要面对来自国内外对手的竞争压力，且随着智能终端产品的融合与发展，未来还会有更多的品牌以不同的商业模式进入消费类电子行业，尤其是互联网电视行业，内容、软件、硬件以及运营、人才、渠道等环节的竞争将更为激烈；在 LED 产业链，伴随更多定位显示领域品牌方、面板厂、集成厂商加入，产业链整合加速，行业格局变化已现雏形，产业链竞争加剧。

原材料价格波动风险：电视制造成本受面板等上游原材料价格影响较大，若主要原材料供需产生大幅波动，可能一定程度上影响公司的成本预测及管控。

人力资源风险：随着业务规模的扩大、技术更新速度加快及市场需求不断攀升，对人才的素质提出了更高的要求，优秀的技术、营销、管理等方面的专业人员是企业未来持续稳定发展、保持竞争优势

势的重要基础。如果企业未来不能吸进或留住优秀人才，可能面临人才短缺问题，对企业保持创新性和成长性造成不利影响。

相关研究报告：

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	10737	8772	12701	12778	12555	营业收入	78986	99322	112506	126543	138145
应收款项	27646	36368	40045	45225	49453	营业成本	64230	83768	94846	106710	116500
存货净额	12212	15289	17339	19590	21362	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	205	692	627	703	787	销售费用	7900	7504	7763	8605	9394
流动资产合计	53512	64534	74125	82392	89072	管理费用	6881	6999	7912	8698	9440
固定资产	2384	2440	2723	2736	2675	财务费用	886	787	754	755	663
无形资产及其他	4947	4790	4591	4433	4284	投资收益	58	114	87	86	96
投资性房地产	1710	2139	2139	2139	2139	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	2223	2465	2737	2856	3018	其他收入	2112	2137	2115	2136	2332
资产总计	64776	76367	86315	94556	101188	营业利润	1260	2515	3433	3998	4576
短期借款及交易性金融负债	4923	4172	7277	6590	5568	营业外净收支	(111)	0	(56)	(56)	(37)
应付款项	24191	32819	36296	40987	44815	利润总额	1148	2515	3378	3942	4539
其他流动负债	16421	20138	22079	24926	27194	所得税费用	321	666	844	986	1135
流动负债合计	45536	57129	65652	72503	77578	少数股东损益	83	89	120	140	161
长期借款及应付债券	889	438	438	438	438	归属于母公司净利润	744	1759	2414	2817	3243
其他长期负债	1046	1124	1222	1345	1445						
长期负债合计	1935	1562	1660	1783	1883	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	47470	58691	67312	74286	79460	净利润	744	1759	2414	2817	3243
少数股东权益	598	472	592	732	892	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	16708	17204	18411	19538	20835	折旧摊销	947	902	1015	1036	1059
负债和股东权益总计	64776	76367	86315	94556	101188	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	886	787	754	755	663
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(178)	(293)	(145)	154	112
每股收益	0.29	0.70	0.96	1.12	1.29	其它	83	89	120	140	161
每股红利	0.00	0.00	0.48	0.67	0.77	经营活动现金流	1596	2458	3404	4147	4576
每股净资产	6.63	6.82	7.30	7.75	8.26	资本开支	0	(438)	(1100)	(890)	(850)
ROIC	2%	6%	10%	11%	13%	其它投资现金流	364	(701)	0	(683)	(819)
ROE	4%	10%	13%	14%	16%	投资活动现金流	556	(1380)	(1372)	(1692)	(1831)
毛利率	19%	16%	16%	16%	16%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-0%	1%	2%	2%	2%	负债净变化	(141)	(451)	0	0	0
EBITDA Margin	1%	2%	3%	3%	3%	支付股利、利息	0	0	(1207)	(1690)	(1946)
收入增长	11%	26%	13%	12%	9%	其它融资现金流	(525)	(2140)	3104	(687)	(1022)
净利润增长率	66%	137%	37%	17%	15%	融资活动现金流	(806)	(3042)	1897	(2377)	(2968)
资产负债率	74%	77%	79%	79%	79%	现金净变动	1346	(1965)	3929	78	(224)
息率	0.0%	0.0%	3.9%	5.5%	6.3%	货币资金的期初余额	9391	10737	8772	12701	12778
P/E	38.8	16.4	12.8	11.0	9.6	货币资金的期末余额	10737	8772	12701	12778	12555
P/B	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4	企业自由现金流	0	944	1259	2198	2430
EV/EBITDA	85	46	33	30	29	权益自由现金流	0	(2226)	4173	1283	1211

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032