



TCL 电子 (01070.HK)

买入 (维持评级)

港股公司深度研究

证券研究报告

携手索尼，开启全球进击新篇章

投资逻辑

2025 年以来全球电视产业迎来关键转折点：中资品牌在全球高端 TV 市场份额首次与韩系几近持平，打破其长期垄断；三星、LG 电视业务盈利持续恶化，25Q3-Q4 连续亏损，战略收缩压力加大；日系标杆索尼纳入中资运营体系，全球产业话语权加速转移。TCL 电子作为中资黑电出海龙头，正迎来份额与盈利双击的战略窗口期。
全球黑电的竞争格局演变趋势：三重维度下我国黑电产业正在加速缩小与韩系的差距。 供应链端，中国大陆 LCD 面板全球份额近 70%，核心材料国产化率超 70%，产业集群优势下 TCL 单台成本优势较韩系突出；技术端，Mini LED 成为高端破局抓手，25 年全球出货份额较 OLED 领先优势扩大；品牌端，中资连续赞助全球顶级赛事，海外品牌认知度持续提升，复刻三星体育营销路径。

TCL 未来的成长潜力：产品+渠道+品牌发力，携手索尼高端破局。

产品：TCL 在 Mini LED 路线具备先发优势，背靠集团资源，在产业链+技术层面构建较深的护城河。25 年 TCL Mini LED 电视全球出货同比+118%，我们推算其全球出货量已经超过 370w 台，其中国内出货增长 33.6%，海外增长 228%，全球出货量市占率达到 31.1%，稳居全球第一。

渠道：欧美核心渠道突破，结构加速提升。类比三星 2000 年左右通过调整渠道结构实现品牌形象提升，TCL 也在加速渠道转型。北美市场渠道结构向 BBY、Costco 等高端渠道升级，欧洲市场 25 年核心渠道突破后势能强劲，带动海外出货结构升级，65 寸以上占比 22-25 年由 10%提升至 25%，Mini23-25 年占比由 1.6%提升至 10.6%。

品牌：三星曾借体育营销完成全球高端品牌跃迁，TCL 有望复刻三星成长路径。TCL 自 2016 年起逐步搭建分阶段体育营销体系，以北美为支点建立品牌的全球化认知，23 年赞助西班牙、意大利国家队加强欧洲营销，2025 年签约国际奥委会 TOP 计划，迈入全球品牌价值跃升期。

携手索尼：打开高端化天花板，品牌技术双轮跃迁。索尼全球线上均价高于三星，品牌实力雄厚，TCL 有望在采购+制造端实现强赋能。索尼在规模、品牌等方面不输 TVS，参考 TVS 被海信收购后 7 年内盈利能力由-7%跃迁至 7%，我们预计索尼亦有望迎来盈利的快速修复，中长期看有望突破此前盈利高点。

盈利预测、估值和评级

全球黑电格局质变奇点已至，TCL 海外组织架构改革见效，北美、欧洲、新兴市场全面突破，已处于份额与盈利双击的高增长势能通道。与索尼的战略合作进一步拔高成长天花板，27 年出货量有望登顶全球，品牌溢价与技术实力双升。我们预计 2026-2028 年公司实现归母净利润 30.3 亿、35.4 亿、41.4 亿港元，同比分别增长 21.3%、17.0%、17.0%，给予公司 27 年 12x 的目标估值，对应目标价 16.8 港元，维持“买入”评级。

风险提示

面板价格波动；海外需求不及预期；外汇波动；竞争加剧

国金证券研究所

分析师：王刚 (执业 S1130524080001)

wang_g@gjzq.com.cn

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：蔡润泽 (执业 S1130525090001)

cairunze@gjzq.com.cn

市价 (港币)：14.390 元

目标价 (港币)：16.80 元

相关报告：

1. 《TCL 电子 (1070.HK) 事件点评：携手索尼，重塑全球格局》，2026.3.31
2. 《TCL 电子港股公司点评：超额完成激励目标，海外高增亮眼》，2026.3.29
3. 《TCL 电子公司点评：业绩接近预告上限，全球增长动能强劲》，2025.8.23



主要财务指标

项目	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	99,322	114,583	129,414	145,481	164,755
营业收入增长率	25.75%	15.36%	12.94%	12.41%	13.25%
归母净利润(百万元)	1,759	2,495	3,026	3,541	4,143
归母净利润增长率	136.59%	41.82%	21.29%	16.99%	17.02%
摊薄每股收益(元)	0.70	0.99	1.20	1.40	1.64
每股经营性现金流净额	1.04	0.00	-0.73	1.02	1.16
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.23%	13.00%	14.03%	14.10%	14.16%
P/E	9.10	10.49	11.66	9.97	8.52
P/B	0.93	1.36	1.64	1.41	1.21

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1、如何看待全球黑电的竞争格局演变趋势？	5
1.1、三重维度下我国黑电产业正在进一步缩小与韩系的差距，有望在全球竞争中脱颖而出	5
1.2、竞争压力下韩系黑电颓势已现，盈利承压或倒逼战略收缩	8
2、海外市场：产品+渠道+品牌共同发力，携手索尼高端破局	10
2.1、产品：以质价比为根基，Mini LED 高端破局	10
2.2、渠道：欧美核心渠道战略突破，全球化布局再进阶	11
2.3、品牌：体育营销，重走三星之路	15
2.4、索尼合作：品牌+技术双轮跃迁，聚焦高端破局	17
3、国内市场：份额向龙头集中，格局优化下盈利稳步抬升	20
4、盈利预测	22
4.1、盈利预测	22
4.2、投资建议及估值	24
5、风险提示	24

图表目录

图表 1： 2015-2025 年期间全球电视品牌份额变化	5
图表 2： 全球电视分品牌线上均价（单位：美元）	5
图表 3： 2024 年以来高端市场中韩系的份额已经出现明显下滑	5
图表 4： 中资厂商已经牢牢掌握面板定价权	6
图表 5： 面板制造的核心材料国产化程度高	6
图表 6： 我国电视产业的集群效应突出	6
图表 7： 推算三星、LG 的单台电视平均成本远高于 TCL、海信	6
图表 8： Mini LED 的全球出货份额较 OLED 的领先优势扩大	7
图表 9： 洛图科技预计 25 年我国 Mini LED 背光出货规模已占据全球的 60%	7
图表 10： TCL、海信 Mini LED 电视全球出货量较三星优势扩大（单位：万台）	7
图表 11： TCL SQD-Mini LED 的特色在于超级量子点膜	8
图表 12： 海信 RGB-Mini LED 的特色在于光源芯片	8
图表 13： 三星通过体育营销扩大品牌影响力（单位：百万美元）	8
图表 14： 2025 年 TCL 成为奥林匹克全球合作伙伴	8
图表 15： 三星电视所在部门 Q3 OPM 转负、Q4 压力进一步增大	9
图表 16： LG 电视所在部门 Q3 OPM 环比进一步降至-6.5%	9
图表 17： 24 年电视所在部门营业利润仅占三星集团的 5%左右、25 年陷入亏损	9



图表 18:	三星 25Q3 年度展望中提及扩大中低端销量的计划	10
图表 19:	25Q4 年度展望中将“扩大中低端销量”的表述删除	10
图表 20:	TCL 打通了全产业链环节, 能够提供软硬件一体化的解决方案	10
图表 21:	25 年 TCL 电子 Mini LED 出货量同比增长 118%	11
图表 22:	25 年 TCL 电子 Mini LED 全球出货量份额 31.1%, 位居第一	11
图表 23:	北美市场 TCL QM8K 质价比领先三星、LG 竞品	11
图表 24:	欧洲市场 TCL C6K 质价比领先三星、LG 竞品	11
图表 25:	2023-2025 年 TCL 电视海内外出货规模及增速对比 (单位: 万台, %)	12
图表 26:	TCL 海外出货结构已实现初步改善	12
图表 27:	2024 年 TCL 在北美市场 75 寸及以上 TV 出货量同比增速远超整体	12
图表 28:	2025 年 TCL 北美大屏及 Mini LED TV 出货量占比显著提升	12
图表 29:	TCL 电视在北美的线上均价与行业均值的差距不断缩小	13
图表 30:	TCL 品牌在北美的认知度加速提升	13
图表 31:	北美电视渠道销售结构	13
图表 32:	TCL 欧洲出货份额已经达到 10% 左右, 较 24 年初提升 3pct 以上	14
图表 33:	2024 年 TCL 在欧洲市场 75 寸及以上 TV 出货量同比增速远超整体	14
图表 34:	2025 年 TCL 欧洲大屏及 Mini LED TV 出货量占比显著提升	14
图表 35:	TCL 在西欧的均价持续提升, 与行业平均价格的差距显著收敛	15
图表 36:	2016 年 TCL 赞助明尼苏达森林狼队	15
图表 37:	2018 年 TCL 和国际篮联 (FIBA 首次签约)	15
图表 38:	2019 年 TCL 成为巴西美洲杯赞助商	16
图表 39:	2023 年 TCL 和 NFL 的合作展位	16
图表 40:	2024 年 TCL 与国际篮联 (FIBA) 续签多年合同	16
图表 41:	2025 年 TCL 成为奥运会官方合作伙伴	16
图表 42:	TCL 2016-2025 年体育营销举措与全球品牌战略演进表	17
图表 43:	索尼 BRAVIA 家庭娱乐产品阵容	17
图表 44:	索尼马来西亚制造子公司 (SOME)	17
图表 45:	2025 年索尼电视全球出货量份额在 2% 左右	18
图表 46:	索尼电视销售均价显著高于三星 (单位: 美元)	18
图表 47:	群智预测 27 年 TCL+Sony 出货额将超过三星登顶全球	18
图表 48:	Sony 电视的优势区域是亚太、北美和西欧, 能够较好的补充 TCL 的弱势渠道	18
图表 49:	索尼 ET&S 部门 2024 年营收拆解	19
图表 50:	家庭音响市场约占全球音响市场的 30%	19
图表 51:	2018 年至今东芝 TVS 净利率由 -6.6% 修复至 7.0%	19
图表 52:	索尼 2023-2025 年税前利润 (单位: 亿日元)	20



图表 53:	2021 年至今国内电视销售尺寸平均每年提升 2 英寸以上.....	20
图表 54:	24、25 年 75 寸电视已成为国内销售的核心尺寸.....	20
图表 55:	以海信视像为例, 其盈利能力 (右轴) 变化与我国彩电总需求变化关联度并不高.....	21
图表 56:	以海信视像为例, 其盈利能力 (右轴) 变化与小米电视销量增速呈现明显反向关系.....	21
图表 57:	国内 MiniLED 渗透率快速提升	21
图表 58:	24 年至 25 年末电视线上零售均价显著提升.....	21
图表 59:	2020 年以来小米电视出货量增长停滞.....	22
图表 60:	24 年以来小米注重电视出货的结构提升.....	22
图表 61:	24 年以来小米 Mini LED 电视线上份额流失严重.....	22
图表 62:	分业务盈利预测	23
图表 63:	可比公司估值	24

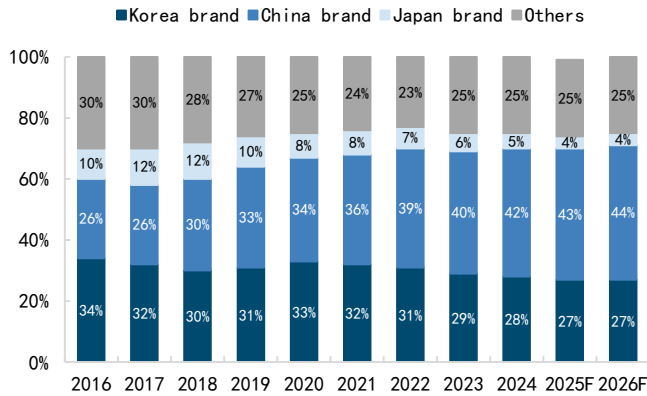


1、如何看待全球黑电的竞争格局演变趋势？

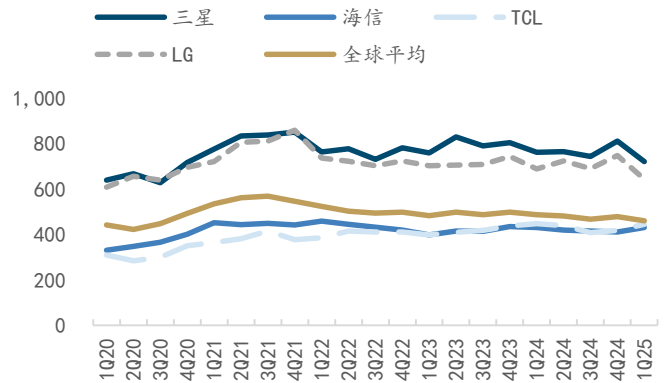
1.1、三重维度下我国黑电产业正在进一步缩小与韩系的差距，有望在全球竞争中脱颖而出

近十年以来中资黑电的品牌出海成绩斐然，出货量维度已跃居全球首位。2015-2025年，以TCL、海信为代表的中资品牌全球电视出货量份额由10%提升至近30%，实现翻倍以上增长。但出货结构尚存短板，2024年三星+LG销量份额虽降至30%以下，线上均价却较中资品牌高出200-300美元，因此未来中资与韩系的竞争将聚焦在中高端市场。

图表1：2015-2025年期间全球电视品牌份额变化



图表2：全球电视分品牌线上均价（单位：美元）

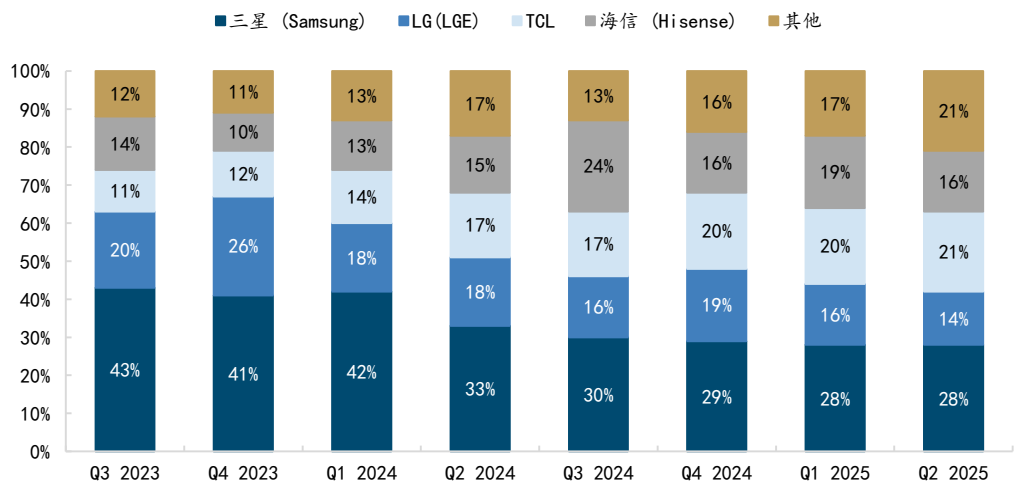


来源：AVC Revo, 国金证券研究所

来源：Omdia, 国金证券研究所

产品+渠道+品牌三维竞争下，韩系中高端阵地正在失守。高端市场是三星、LG的战略腹地，二者长期占据半数以上份额。但2024年以来格局已现松动，据Counterpoint Research，2024年以来，韩系在全球电视的高端市场的出货额出现明显下滑，而TCL+海信份额则实现了明显提升。我们认为这一转变意味深远，黑电的全球叙事已在发生改变，黑电全球叙事正在重构，格局变局或已临近。

图表3：2024年以来高端市场中韩系的份额已经出现明显下滑



来源：Counterpoint Research, 国金证券研究所

分析背后的原因，我们认为这一转变源于供应链-技术-品牌的全面追赶，我国黑电产业的正在全面缩小与韩系的差距，并在某些关键环节开始实现领先。

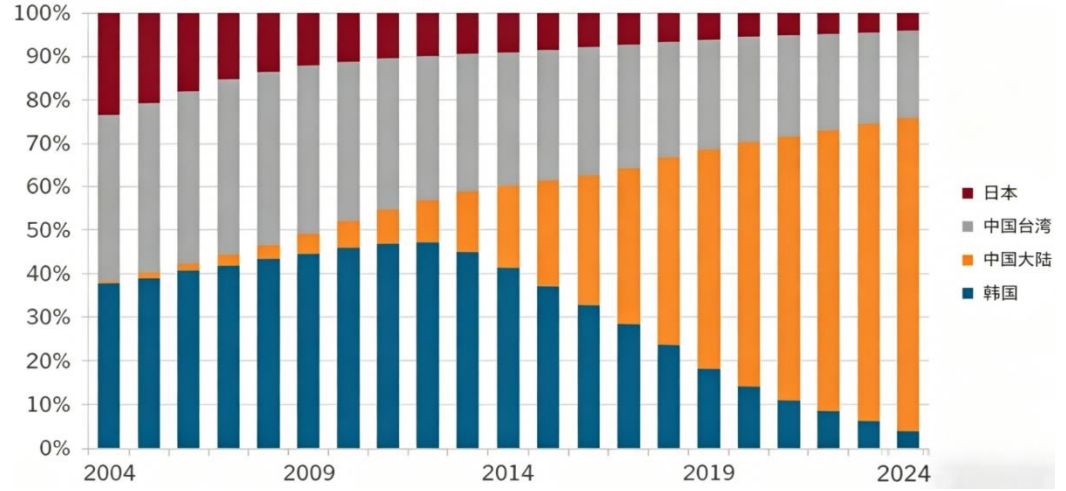
供应链端：LCD面板自主可控，成本优势筑牢根基。

面板占液晶电视成本50%-70%，是竞争力核心变量。LCD面板作为液晶电视中成本占比50%-70%的重要环节，其制造的成本与效率，是构成我国黑电品牌全球竞争力的基石。2010年以来，京东方、华星光电通过逆周期投资高世代线，2015年投产的10.5/11代线以更高切割效率持续挤压日韩份额。截至2025年，中国大陆面板厂全球LCD份额已近70%，掌



握定价权，规模效应与成本优势形成正反馈。

图表4：中资厂商已经牢牢掌握面板定价权



来源：《How Innovative Is China in the Display Industry?》，国金证券研究所

图表5：面板制造的核心材料国产化程度高

面板核心材料	国产化率
背光模组	25Q1 全球出货中我国大陆前五厂商合计市占率达到 52.2%
彩色滤光片	中国大陆 CF 国产化率已从 2018 年的不足 30% 提升至 2024 年的 65%
玻璃基板	高强度玻璃基板为例，国产化率由 2024 年的 58.3% 提升至 2025 年的 61.7%
驱动 IC	26 年全球 LCD DDIC 出货中我国约占 32%
偏光片	2025 年中国偏光片厂商产能占据全球偏光片总产能的 65%
液晶材料	液晶材料的国产化率已近 90%

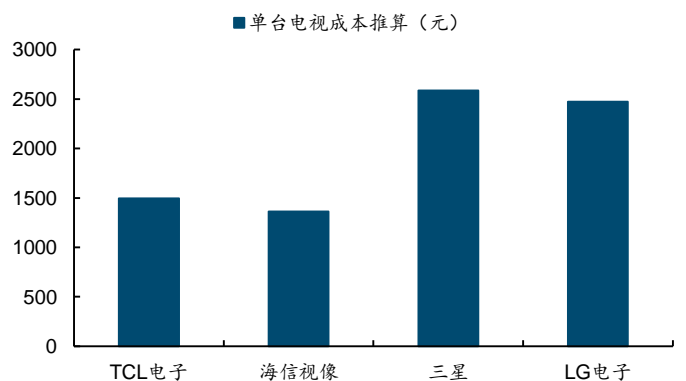
来源：《2026-2030 中国背光模组行业运行状况及需求规模预测报告》、赛迪顾问、夸克财经、DISCIEN、菁云资本、显示世界、国金证券研究所

我国产业集群优势显著，效率与成本双重碾压。国内面板产线、电视工厂、背光模组厂等地理集聚，如国内主要面板产线集中在合肥/深圳/惠州，电视工厂主要集中在青岛/惠州/佛山等地，运输周期短、损耗低，所需仓库备货量少、仓储费用更低。反观韩系，三星、LG 缺乏高效产能，低端委外代工成本高于中资自制，高端海外自组则承担面板跨境运输及存储费用，成本结构全面被动。

图表6：我国电视产业的集群效应突出

环节	产业中心城市	典型企业
面板制造 (LCD/AMOLED)	深圳、广州、武汉、成都、合肥、重庆	BOE、TCL华星、天马、维信诺
玻璃基板	合肥、芜湖、武汉	康宁、旭硝子、彩虹
偏光片	合肥、芜湖、深圳	三利谱、盛波
OLED 发光材料	上海、合肥、苏州	宇亮、永乾、力勤
背光模组	东莞、深圳	瑞仪、峰尚
喷墨打印设备	合肥、苏州	国创科、精测电子
检测设备	武汉、苏州、深圳	精测电子、运泰利
模组厂	深圳、惠州、东莞	华星模组、京东方模组、蓝思科技
终端品牌	深圳、上海	华为、小米、联想、TCL、创维

图表7：推算三星、LG 的单台电视平均成本远高于 TCL、海信





来源：显示与机器人，国金证券研究所

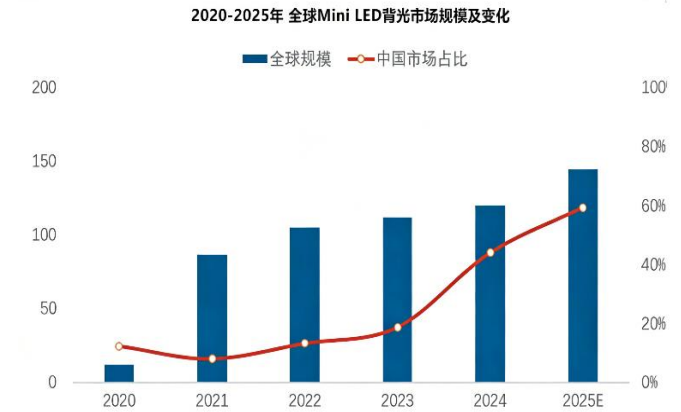
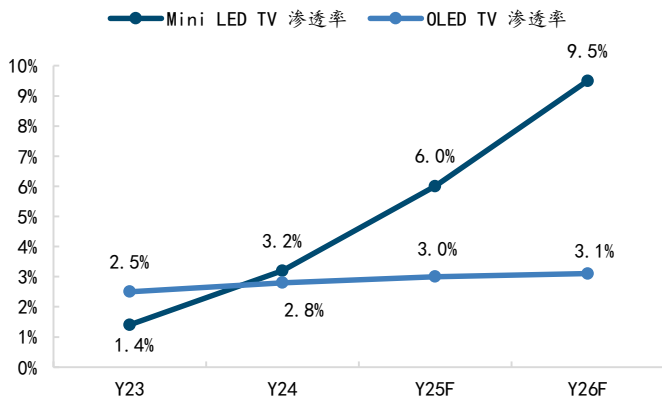
来源：各公司 24 年财报，国金证券研究所 注：三星、LG 未披露电视业务毛利率，采用电视所在部门 opm 加回期间费用率的方式推算，其中由于三星半导体业务占比较高，其电视部门研发费用率以家电占比更高的 LG 电子研发费用率替代

技术端：Mini LED 成为高端破局抓手，中资已确立领先优势。

Mini LED 在实质上提高了 LCD 显示效果的天花板，在色域、对比度等核心指标实现突破，并在价格和效果之间达到了更好的平衡，全球渗透率快速攀升。据 Sigmaintell，2025 年全球 Mini LED 电视出货量为 1318 万台，同比+86.7%，2026 年预计达 2073 万台，同比+57.3%，渗透率提升至 9.5%。该技术路线已成为中资品牌高端化的关键跳板。

图表8：Mini LED 的全球出货份额较 OLED 的领先优势扩大

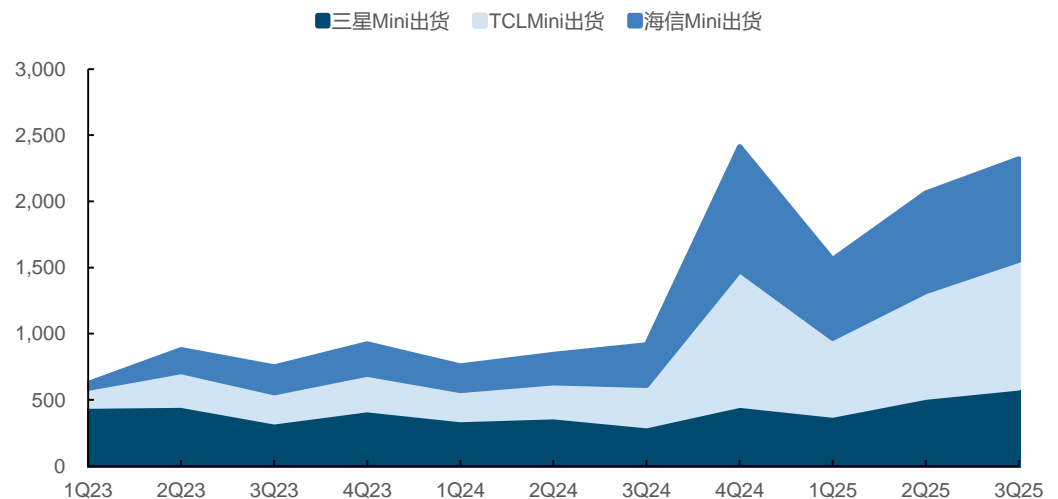
图表9：洛图科技预计 25 年我国 Mini LED 背光出货规模已占据全球的 60%



来源：Sigmaintell，国金证券研究所

来源：洛图科技，国金证券研究所

图表10：TCL、海信 Mini LED 电视全球出货量较三星优势扩大 (单位：万台)



来源：Omdia，国金证券研究所

技术迭代持续加速，TCL、海信双轨并进抬升显示天花板。当前 Mini LED 升级呈现两大路径：

1) TCL: SQD-Mini LED 路线，在既有 QD-Mini LED 架构之上进一步升级背光分区架构、量子点光致转换效率与面板光学匹配特性，通过背光、光学、画质算法的深度协同，达成亮度、色准、对比度与可视角度的综合优化。

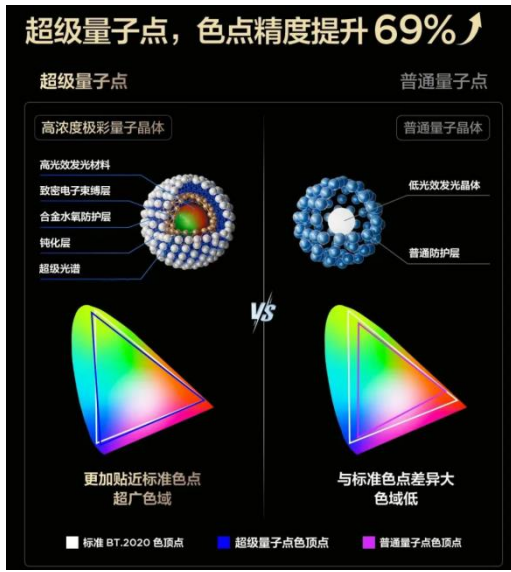
2) 海信: RGB-Mini LED 路线，通过红、绿、蓝三色 LED 芯片直发光，跳过了传统“白光→滤色片”的损耗环节，实现了从“单一控光”到“光色同控”的跨越，在色彩表现、高



亮色容量及能效方面具备潜在优势。

图表11: TCL SQD-Mini LED 的特色在于超级量子点膜

图表12: 海信 RGB-Mini LED 的特色在于光源芯片



来源: TCL 投资者关系公众号, 国金证券研究所

来源: 海信视像公众号, 国金证券研究所

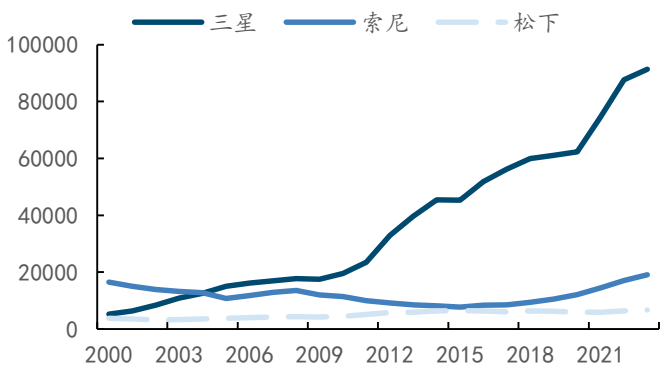
品牌端: 借势全球顶级赛事, 复刻三星奥运营销路径。

三星 1988-2000 年连续赞助 4 届奥运, Interbrand 全球品牌价值排名由第 93 位跃升至第 43 位, 2005 年跃升至第 20 位, 品牌价值提升验证奥运营销路径有效性。

类比三星以奥运赞助撬动全球影响力, TCL、海信持续绑定世界杯、欧洲杯、奥运会等国际顶级 IP, 以赛事背书快速抬升海外品牌认知, 营销打法与崛起轨迹高度相似。据 TCL 电子年报, 2019-2023 年连续赞助美洲杯、欧洲杯等, 海外品牌认知度快速提升。

图表13: 三星通过体育营销扩大品牌影响力 (单位: 百万美元)

图表14: 2025 年 TCL 成为奥林匹克全球合作伙伴



来源: Interbrand, 国金证券研究所

来源: TCL 投资者关系公众号, 国金证券研究所

1.2、竞争压力下韩系黑电颓势已现, 盈利承压或倒逼战略收缩

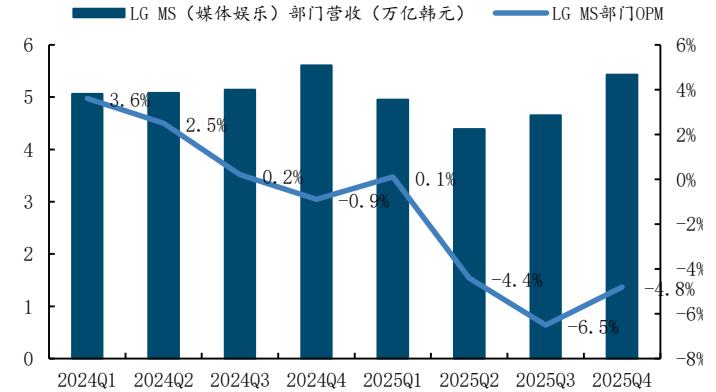
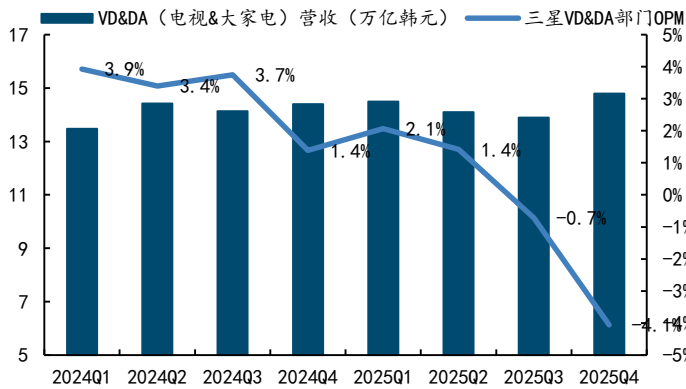
23 年以来韩系面临整体+中高端份额流失的双重压力。参考上文奥维睿沃数据, 2016-2022 年以来韩系份额稳定在 30% 以上, 但 23 年以来三星、LG 全球电视份额开始加速流失, 24 年中资又凭借 Mini LED 产品在中高端市场加大竞争, 倒逼三星、LG 降价应对。

规模效应减弱+价格竞争压力下, 2025 年以来, 三星、LG 电视业务盈利能力逐季恶化。25Q3 三星 VD&DA 部门 OPM 转负至 -0.7% (同比 -4.3pct, 环比 -2.1pct), LG MS 部门 OPM 降至 -6.5% (同比 -6.7pct, 环比 -2.1pct), 25Q4 韩系在北美黑五期间价格策略激进, 导致三星 VD&DA 部门 OPM 进一步下探至 -4.1%, LG 在裁员费用较同期大幅减少的情况下 OPM 依然持续承压。



图表15: 三星电视所在部门 Q3 OPM 转负、Q4 压力进一步增大

图表16: LG 电视所在部门 Q3 OPM 环比进一步降至-6.5%



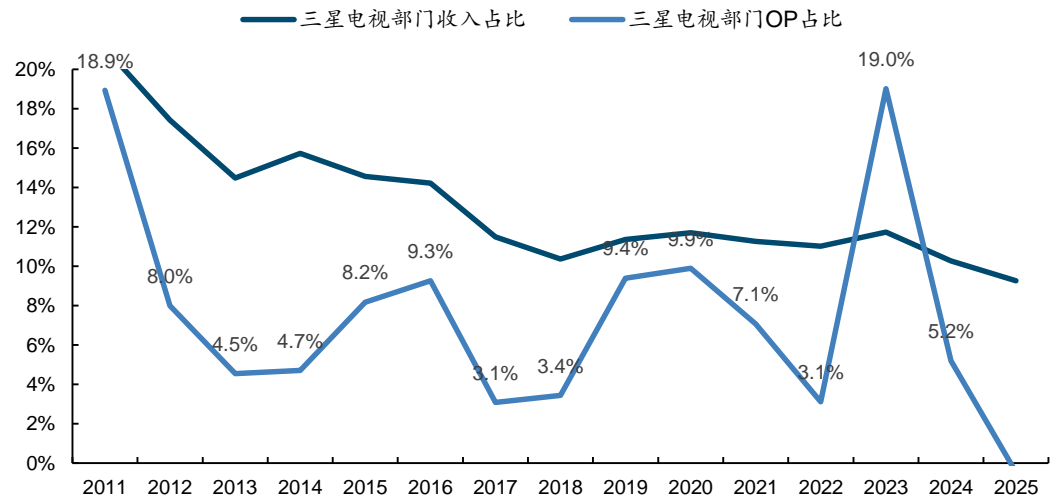
来源: 三星公告, 国金证券研究所

来源: LG 电子公告, 国金证券研究所

价格策略效果并不理想, 25Q4 三星电视部门收入同比仅+2.3%, 但利润侵蚀明显, 其电视部门在 26 年度展望中删除了此前“扩大中低端产品销售以加强收入表现”表述。

盈利承压或倒逼战略收缩。24 年三星电视业务占集团收入仅 10%、营业利润仅 5%, 25 年收入占比下降至 9%、营业利润负贡献。从中长期来看, 电视作为成熟品类成长性有限, 投入产出比明显小于其他业务。据 OLEDindustry, 三星或已在 VD 部门的启动裁员及结构重组, 综合考虑下我们预计三星未来对电视业务的利润及现金流的诉求或更强。

图表17: 24 年电视所在部门营业利润仅占三星集团的 5%左右、25 年陷入亏损

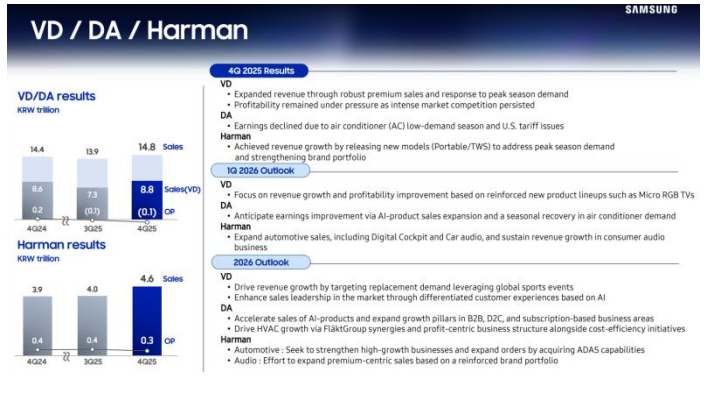
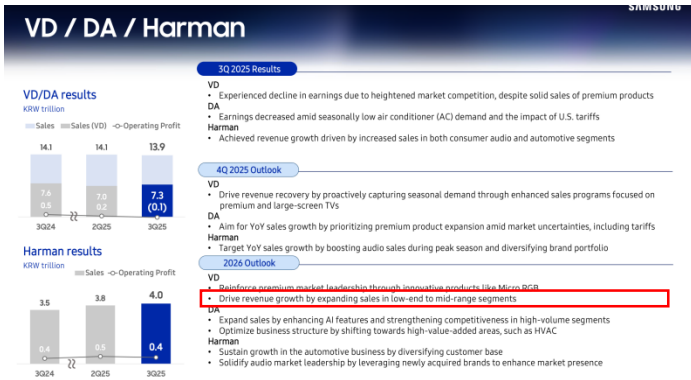


来源: 三星电子公告, 国金证券研究所



图表18: 三星 25Q3 年度展望中提及扩大中低端销量的计划

图表19: 25Q4 年度展望中将“扩大中低端销量”的表述删除



来源：三星电子公告，国金证券研究所

来源：三星电子公告，国金证券研究所

2、海外市场：产品+渠道+品牌共同发力，携手索尼高端破局

2.1、产品：以质价比为根基，Mini LED 高端破局

TCL 在 Mini LED 路线具备先发优势，商业化落地进程领先。TCL 是全球最早一批参与 Mini LED 路线的电视企业，2018 年在柏林 IFA 展推出了全球首款 Mini LED 原型机，2019 年 Mini LED 电视 X10 实现量产，商业化落地进程领先三星 2 年以上。2021 年，TCL 投建盘古实验室，汇聚了全球顶尖的显示人才，专研 LED 芯片、量子点材料、光学设计等多个领域。

背靠集团资源，TCL 电子在产业链+技术层面的护城河深厚。TCL 华星与 TCL 实业的泛智屏研发中心保持高频协同，通过技术联调会同步研发进程及需求，实现软硬件一体化的解决方案。2025 年 12 月 TCL 华星收购兆元光电 80% 股权，正式进入 LED 芯片领域，为开发 RGB 三色 Mini LED 背光电视提供核心芯片支持，叠加全球领先的面板资源及技术优势，打通了从发光芯片-面板-背光模组-终端产品的全链条。

图表20: TCL 打通了全产业链环节，能够提供软硬件一体化的解决方案

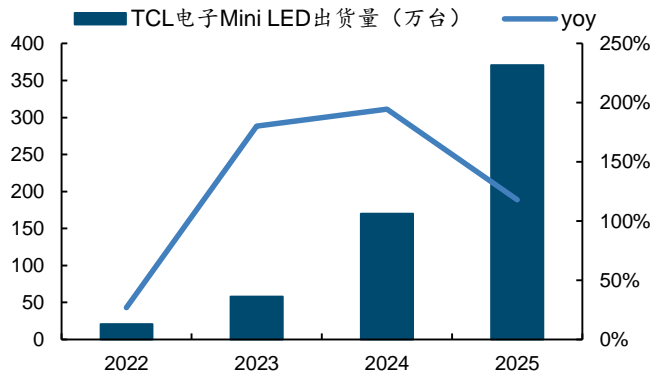


来源：科技 PRO，国金证券研究所

25 年 TCL Mini LED 出货增速领先，全球优势进一步巩固。据 TCL 电子年报，25 年 TCL Mini LED 电视全球出货同比+118%，我们推算其全球出货量已经超过 370w 台，其中国内出货增长 33.6%，海外增长 228%，全球出货量市占率达到 31.1%，稳居全球第一。

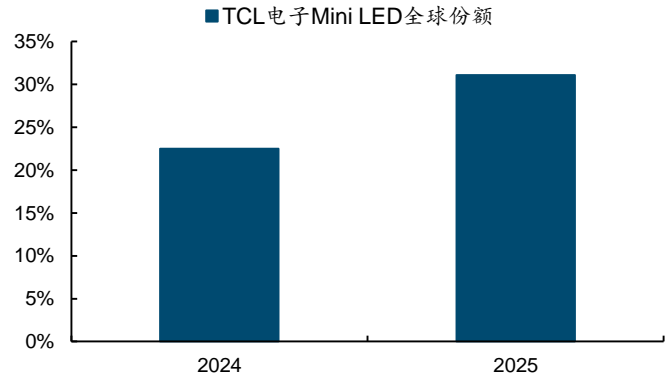


图表21: 25年TCL电子Mini LED出货量同比增长118%



来源: TCL 电子公告, 国金证券研究所测算

图表22: 25年TCL电子Mini LED全球出货量份额31.1%, 位居第一



来源: TCL 电子公告, 国金证券研究所

欧美市场 TCL 以 Mini LED 破局高端赛道。参考美国 Amazon 65 英寸机型数据, TCL QM8K 售价仅\$947.99, 远低于三星 QN90F (\$1,399.99) 与 LG QNED92AUA (\$1,229.99), 同时配置全面领先: 144Hz 原生刷新率, 支持全格式 HDR, 系列峰值亮度最高达 5000nit、背光分区最高 3800。欧洲市场中 TCL 同尺寸配置及价格同样具备优势, 以更好的质价比打破海外品牌高端溢价, 抢占欧美高端市场份额。

图表23: 北美市场 TCL QM8K 质价比领先三星、LG 竞品

图表24: 欧洲市场 TCL C6K 质价比领先三星、LG 竞品

品牌/型号	尺寸	价格	显示技术	原生刷新率	支持的HDR格式
TCL QM8K	65"	\$947.99	QD Mini LED	144Hz	杜比视界、HDR10+、HLG
三星 QN90F	65"	\$1,399.99	Neo QLED	120Hz	HDR10+
LG QNED92AUA	65"	\$1,229.99	QNED	120Hz	杜比视界

品牌/型号	尺寸	价格	显示技术	原生刷新率	支持的HDR格式
TCL C6K	65"	€799	QD Mini LED	144Hz	杜比视界IQ、HDR10+、HLG
三星 QN70F	65"	€819.99	Neo QLED	100Hz	HDR10+、Neo Quantum HDR
LG QNED87	65"	€958.99	QNED	120Hz	杜比视界、HDR10、HLG

来源: Amazon US 官网, 国金证券研究所

来源: MediaMarket DE 官网, 国金证券研究所

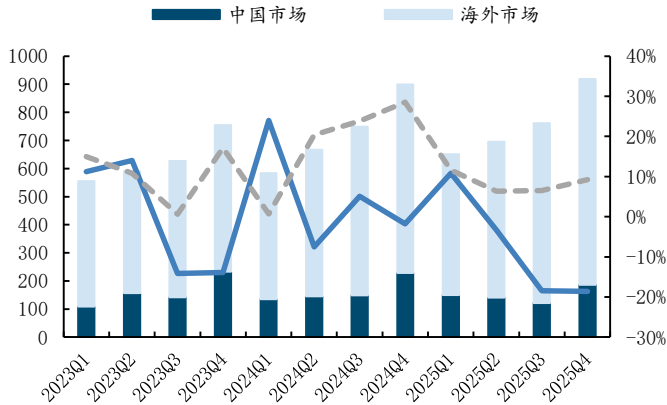
2.2、渠道：欧美核心渠道战略突破，全球化布局再进阶

三星在 2000 年左右主动调整渠道结构以提升品牌调性。1990s 前, 三星的主要以低价竞争的策略为主, 1993 年的“新经营”运动是三星进行品牌升级的起始, 1999 年金炳国作为全球营销运营执行副总裁加入三星, 主导渠道重组战略, 将产品撤出如沃尔玛和 Kmart 的大型连锁商店, 转移至 BestBuy、Sears、Circuit City 以及其它一些高级专业商店进行销售, 与彼时的日本企业开启品牌竞争。

TCL 同样在积极调整海外的渠道及出货结构。TCL 海外市场出货规模则不断攀升, 从 2023Q1 的 446 万台增长至 2025Q4 的 732 万台, 同时在出货结构上已经实现了初步的优化, 65 寸以上的产品占 TCL 海外出货量比重从 22 年的 10% 提升至 25 年的 24%, Mini LED 从 23 年的 1.6% 提升至 10.6%。

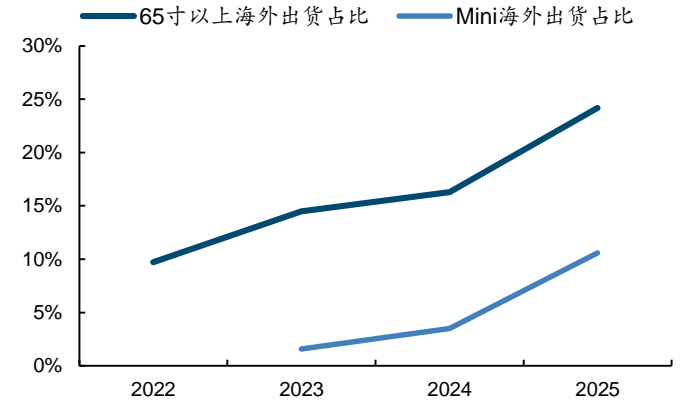


图表25: 2023-2025年TCL电视海内外出货规模及增速对比(单位:万台,%)



来源: TCL 电子年报, 国金证券研究所

图表26: TCL海外出货结构已实现初步改善



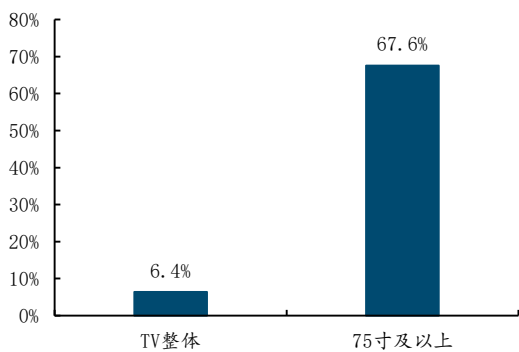
来源: TCL 电子年报, 国金证券研究所

北美市场: 渠道结构升级效果初显, 看好出货结构及盈利能力同步提升

2023年起TCL北美渠道由沃尔玛向BBY、Costco等高端渠道倾斜。参考三星2000年退出沃尔玛、聚焦KA渠道后份额与溢价双升路径,我们认为该战略同样适用于目前北美份额已经接近15%的TCL电子,有望在中长期进一步提升市占率的同时,优化公司在北美市场的出货结构。

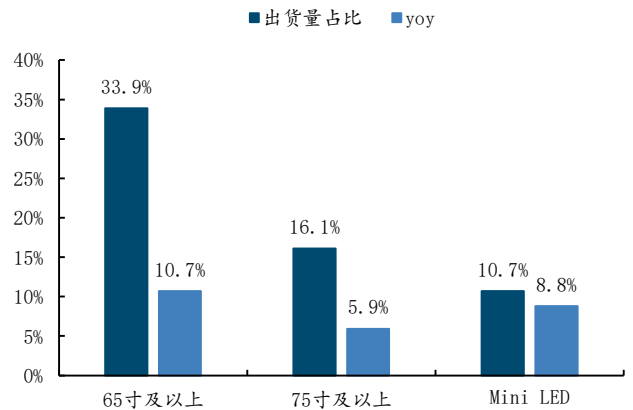
TCL以本地化策略优化产品结构,北美大屏化升级效果初显。公司通过与NFL等本土品牌合作开展体育营销,提升品牌影响力,同时优化渠道布局与产品矩阵,适配北美消费者大屏需求。2024年TCL在北美市场75寸及以上TV出货量同比大增67.6%,显著高于TV整体6.4%的增速;2025年北美65寸及以上、75寸及以上TV占比分别提升10.7、5.9个百分点至33.9%、16.1%,Mini LED TV占比提升8.8个百分点至10.7%,产品结构持续向中高端化升级。

图表27: 2024年TCL在北美市场75寸及以上TV出货量同比增速远超整体



来源: TCL 电子年报, 国金证券研究所

图表28: 2025年TCL北美大屏及Mini LED TV出货量占比显著提升

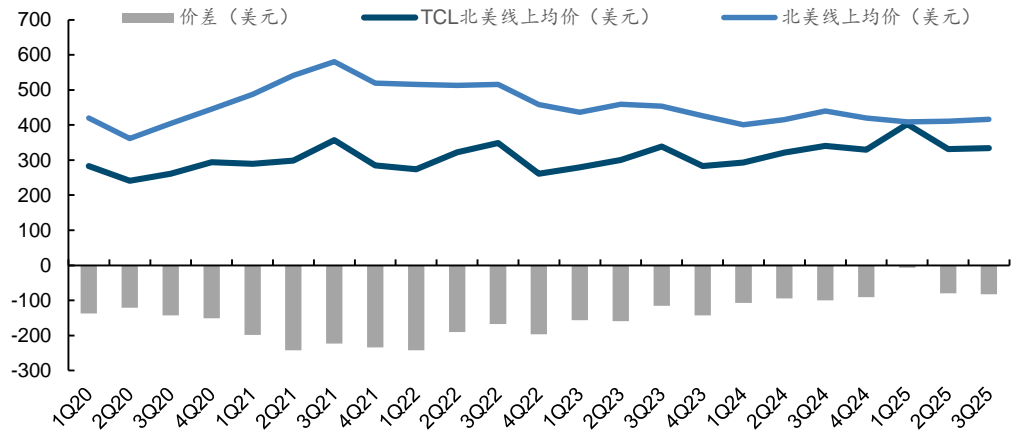


来源: TCL 电子年报, 国金证券研究所

未来TCL在北美盈利中枢提升确定性强。BBY渠道进场费、货架费、返点等战略投入加大致TCL目前在北美的盈利能力显著偏移历史中枢,随着BBY出货规模提升摊薄固定费用,高端占比提高,利润将加速释放,盈利修复的确定性高。



图表29: TCL 电视在北美的线上均价与行业均值的差距不断缩小



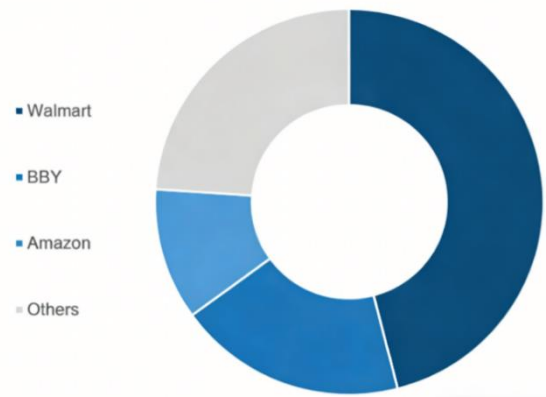
来源: Omdia, 国金证券研究所

图表30: TCL 品牌在北美的认知度加速提升



来源: TCL 发布会, 国金证券研究所

图表31: 北美电视渠道销售结构



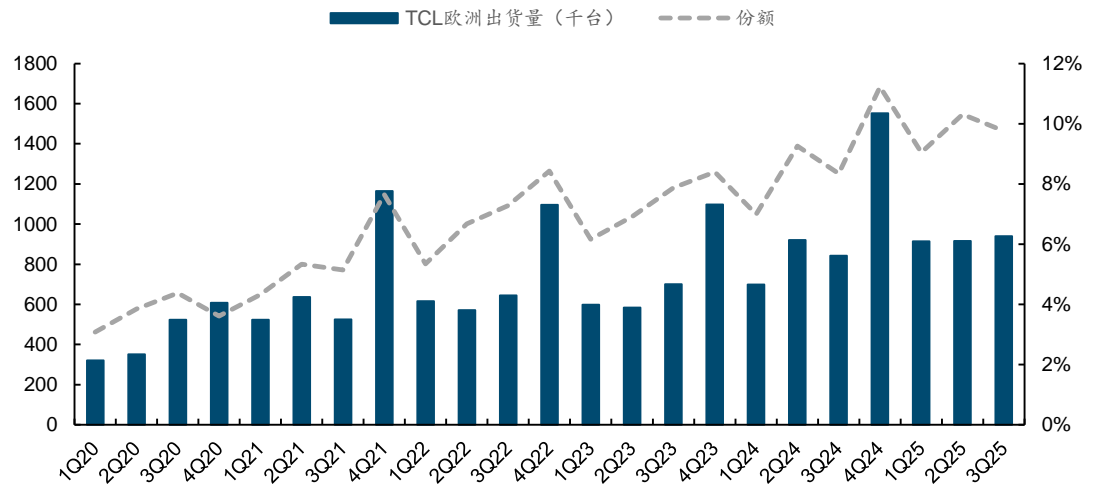
来源: DISCIEN, 国金证券研究所 注: 数据统计于2023年

欧洲市场: TCL 欧洲份额显著低于其在全球的平均水平, 25 年核心渠道实现突破后开始进入高增长期

由于欧洲市场国家众多、渠道高度碎片化, TCL 早期全球化重心偏向北美, 24 年 TCL 在欧洲市场市占率 9.1%, 显著低于其在全球的平均水平。24 年公司在欧洲重点国家、渠道实现突破, 带动 24H1 出货+40%、24 全年+34%。中期来看, 标杆渠道背书效应有望辐射碎片化区域, 高增速有望延续。



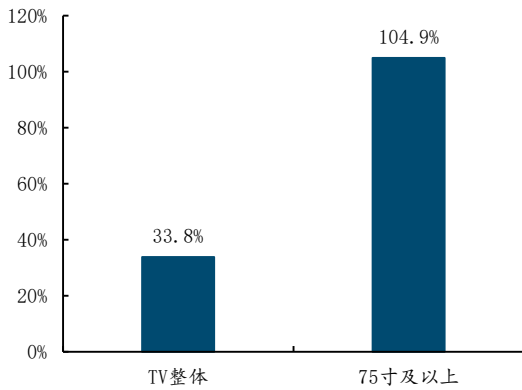
图表32: TCL 欧洲出货份额已经达到 10%左右, 较 24 年初提升 3pct 以上



来源: Omdia, 国金证券研究所

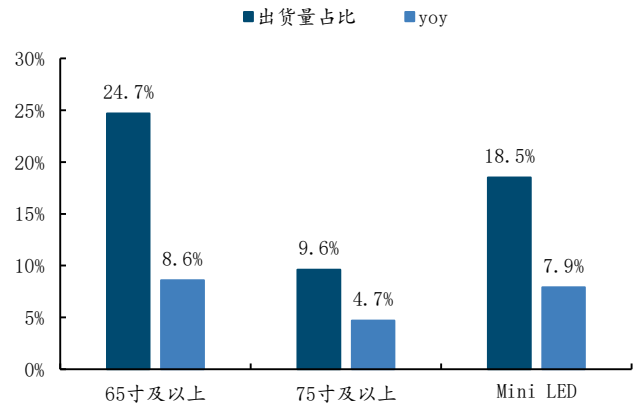
渠道拓展与结构提升并行, TCL 在欧洲进入加速上行期。公司通过拓展渠道、扩张门店, 叠加体育赛事精准营销, 完善中高端产品矩阵, 推动产品向高盈利方向升级。2024 年 TCL 欧洲市场 75 寸及以上 TV 出货量同比大增 104.9%, 远超 TV 整体 33.8% 的增速; 2025 年欧洲 65 寸及以上、75 寸及以上 TV 占比分别提升 8.6、4.7 个百分点至 24.7%、9.6%, Mini LED TV 占比提升 7.9 个百分点至 18.5%, 结构升级成效凸显。

图表33: 2024 年 TCL 在欧洲市场 75 寸及以上 TV 出货量同比增速远超整体



来源: TCL 电子年报, 国金证券研究所

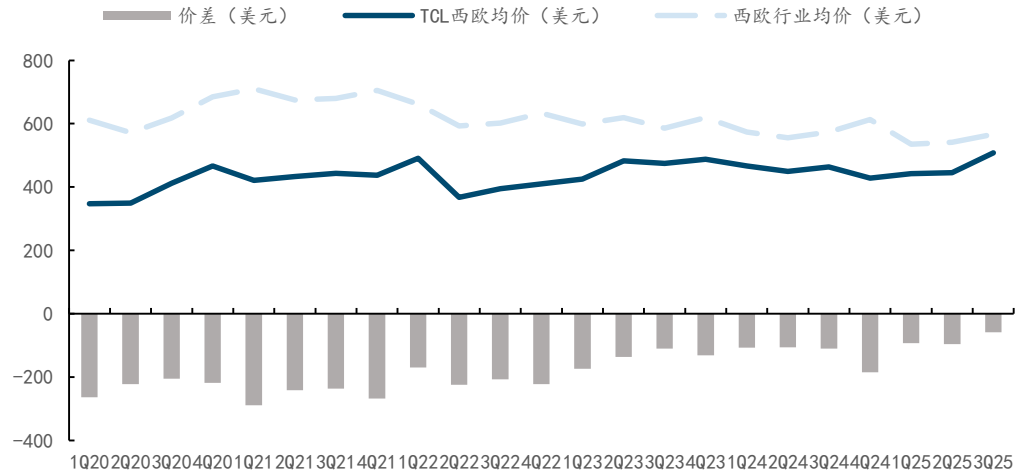
图表34: 2025 年 TCL 欧洲大屏及 Mini LED TV 出货量占比显著提升



来源: TCL 电子年报, 国金证券研究所



图表35: TCL 在 西 欧 的 均 价 持 续 提 升, 与 行 业 平 均 价 格 的 差 距 显 著 收 敛



来源: Omdia, 国金证券研究所

2.3、品牌：体育营销，重走三星之路

体育营销是消费电子品牌全球化的经典路径，三星曾借此完成全球高端品牌跃迁，TCL 有望复刻三星成长路径。依托分层体育赛事布局，TCL 稳步推进全球高端品牌升级。TCL 自 2016 年起逐步搭建分阶段体育营销体系，从北美市场破局、区域市场深耕到顶级 IP 卡位，以多维度赛事布局赋能品牌全球化，逐步实现从区域认知到全球高端品牌的升级。

2016-2018 年，TCL 以北美为支点，初步建立品牌的全球化认知。期间，TCL 通过赞助 NBA 森林狼与山猫队、赞助柏林马拉松、签约 FIBA 全球合作，逐步在北美体育市场建立认知基础，并借助顶级体育媒体与赛事 IP 实现品牌声量的初步突破。

图表36: 2016 年 TCL 赞助明尼苏达森林狼队



图表37: 2018 年 TCL 和国际篮联 (FIBA 首次签约)



来源: TCL 官网, 国金证券研究所

来源: TCL 官网, 国金证券研究所

2019-2023 年，TCL 体育营销进入区域深耕与多项目协同阶段。2019 年，以美洲杯、澳超等足球 IP 实现本土化渗透，同时签约顶级球星传递品牌精神。2023 年，赞助西班牙、意大利国家队，并成为北美橄榄球联盟 (NFL)、澳超联赛等赛事的官方合作伙伴，进一步构建覆盖足球、篮球、橄榄球的全球化体育 IP 矩阵，筑牢全球化品牌战略根基。



图表38: 2019年TCL成为巴西美洲杯赞助商



来源: 美洲杯官网, 国金证券研究所

图表39: 2023年TCL和NFL的合作展位



来源: 华商韬略, 国金证券研究所

2024-2025年, TCL乘势而上, 迈入全球品牌价值跃升期。2024年续约FIBA巩固篮球领域优势, 2025年签约国际奥委会TOP计划, 成为2026米兰冬奥、2028洛杉矶夏奥等赛事官方合作伙伴, 正式跻身全球最高级别体育赞助体系, 复刻三星以顶级体育IP赋能全球品牌的路径, 有望开启从区域突破到全球高端品牌认知的跨越, 持续强化全球市场竞争力。

图表40: 2024年TCL与国际篮联(FIBA)续签多年合同

图表41: 2025年TCL成为奥运会官方合作伙伴



FIBA confirms multi-year renewal with TCL

来源: sports mint, 国金证券研究所



来源: TCL官网, 国金证券研究所



图表42: TCL2016-2025年体育营销举措与全球品牌战略演进表

年份	营销举措	战略意义
2016	赞助 NBA 森林狼、WNBA 山猫队	建立品牌在北美市场的认知基础
2017	赞助柏林马拉松 (Berlin Marathon)	TCL 在欧洲首次体育赞助活动
2018	签约国际篮联 (FIBA) 全球合作	实现品牌全球化战略的关键突破
2019	成为 CONMEBOL 美洲杯区域合作伙伴	针对南美、澳洲等重点市场, 通过足球运动实现品牌本土化渗透
	赞助墨尔本胜利足球俱乐部	
2022	签约四位世界顶级足球运动员担任品牌大使	借助球星影响力实现品牌精神的传播
2023	成为北美橄榄球联盟 (NFL) 官方合作伙伴	构建覆盖足球、篮球、橄榄球的全球化体育 IP 矩阵, 实现多项目、多区域协同
	成为西班牙、意大利国家队的官方合作伙伴	
	成为澳大利亚足球联赛官方合作伙伴	
	成为 CONMEBOL 南美解放者杯官方赞助商	
2024	与 FIBA 续约, 获得其所有赛事的重要商业权益	巩固篮球领域独家合作伙伴地位
2025	签约国际奥委会 TOP 计划, 成为 2026 米兰冬奥、2028 洛杉矶夏奥、2032 布里斯班夏奥官方合作伙伴	跻身全球最高级别体育赞助体系, 深化全球高端品牌认知

来源: TCL 官网、PRNewswire、国际奥委会等, 国金证券研究所

2.4、索尼合作: 品牌+技术双轮跃迁, 聚焦高端破局

2026年3月31日, TCL电子与索尼签署协议, 双方将成立合资公司 (TCL 持股 51%、索尼持股 49%), 全面承接索尼全球家庭娱乐业务, 同时 TTE 全资收购索尼马来西亚制造子公司 SOME100%股权, 预计 2027 年 4 月 1 日合资公司正式运营。

图表43: 索尼 BRAVIA 家庭娱乐产品阵容



图表44: 索尼马来西亚制造子公司 (SOME)



来源: 索尼官网, 国金证券研究所

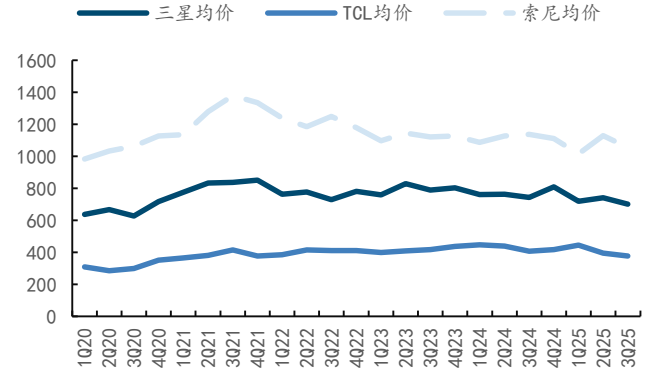
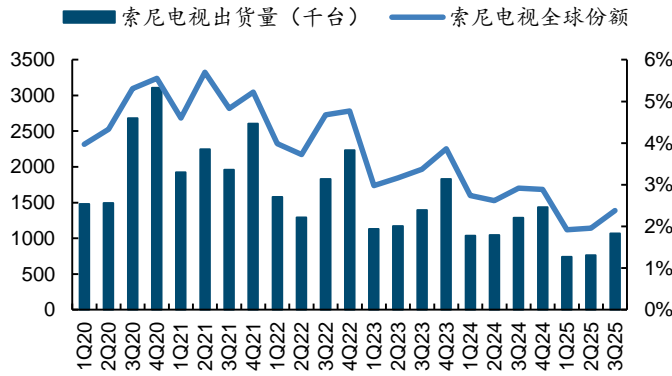
来源: Linked in, 国金证券研究所

索尼电视维持全球最高定位, 品牌价值极高、技术实力行业领先。据 Omdia, 索尼电视全球销量份额约 2%, 品牌溢价能力强, 全球线上均价超 1000 美元, 较三星均价仍有可观溢价。



图表45：2025年索尼电视全球出货量份额在2%左右

图表46：索尼电视销售均价显著高于三星（单位：美元）



来源：Omdia, 国金证券研究所

来源：Omdia, 国金证券研究所

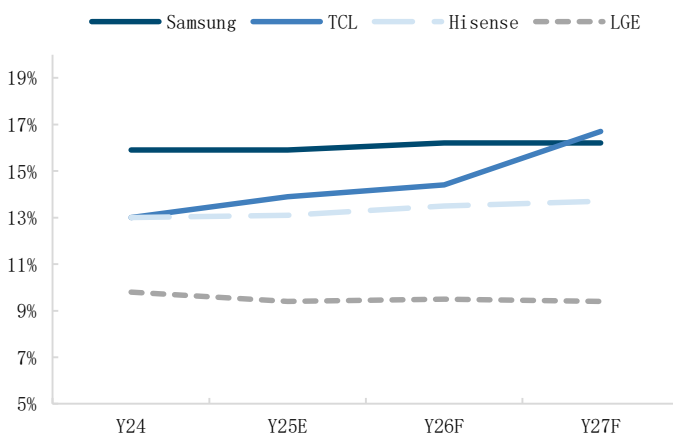
TCL 与索尼合作具备强互补性，双赢局面可期。索尼优势在于画质/音质技术、高端渠道及品牌势能，劣势在于制造与规模。TCL 核心优势在制造，短板在于欧美高端渠道、品牌溢价及顶尖音画技术，双方能力矩阵高度互补。

对 TCL 而言，本次合作有四重战略价值：

- 1) 规模跃升，登顶全球可期。据群智咨询预测，TCL+索尼 27 年出货量有望超越三星，登顶全球第一，规模效应进一步放大。
- 2) 区域与渠道短板补齐。索尼日本、欧洲渠道补足 TCL 弱势市场，北美高端渠道与品牌势能同步补强。
- 3) 音画技术反哺。索尼 XR 芯片及画质调教技术有望导入 TCL 产品，参考海信合并 TVS 后获得 REGZA 画质引擎专利及算法团队的路径，技术迁移可期。
- 4) 高端技术路线补齐。索尼在 RGB 背光、OLED 领域积淀深厚，有望补足 TCL 高端显示技术储备，强化高端产品竞争力。

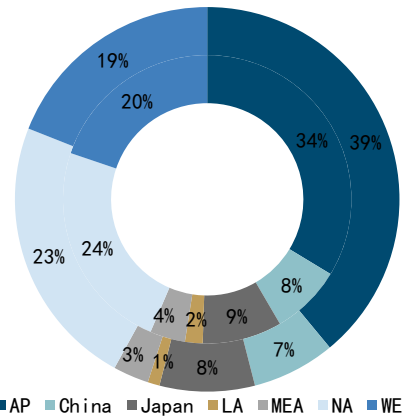
图表47：群智预测 27 年 TCL+Sony 出货额将超过三星登顶全球

图表48：Sony 电视的优势区域是亚太、北美和西欧，能够较好的补充 TCL 的弱势渠道



来源：Sigmaintell, 国金证券研究所注：TCL 预测的出货量中包含索尼

索尼电视出货占比



来源：AVCREvo, 国金证券研究所

根据索尼年报，2024 年电视业务营收规模约 263 亿元左右。家庭音响业务合并并在 Sound 业务中，参考三星 Harman 数据（家庭音响占音响行业 30%），预计业务规模可观。



图表49: 索尼 ET&S 部门 2024 年营收拆解

索尼各部门营收	2024 年 (亿人民币)
Imaging (影像)	324.6
Sound (音频/音响)	127.8
Displays (显示/电视)	263
Network Services (网络服务)	79.1
Other (其他)	245.2
ET&S 部门总营收	1039.6

来源: DISCIEN, 国金证券研究所

图表50: 家庭音响市场约占全球音响市场的 30%

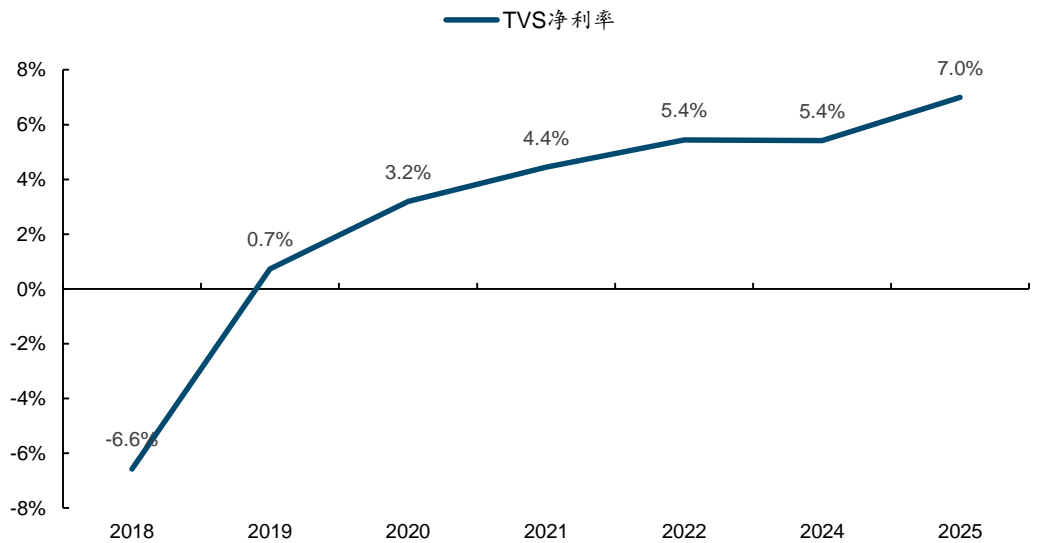


来源: Harman Investor Presentation, 国金证券研究所

海信收购东芝后 7 年时间实现了利润率从-7%到+7%的跃迁。2018 年 2 月海信以 3.55 亿人民币的对价完成 TVS 的收购。收购后 2 年内实现盈利，2019 年净利率 0.7%，2020-2025 年盈利能力持续增厚至 7.3%。

我们认为期间海信主要在以下几方面对 TVS 实现了赋能：1) 采购：将 TVS 的面板、芯片等核心部件采购并入海信的全球采购体系、实现降本，2) 生产：关停 TVS 日本的低效产线，将部分生产转移至成本更低的国内工厂，3) 激励机制优化：优化东芝控股时期的复杂层级体系、以资历为核心的薪酬体系，调整为强绩效挂钩，提高浮薪占比。

图表51: 2018 年至今东芝 TVS 净利率由-6.6%修复至 7.0%



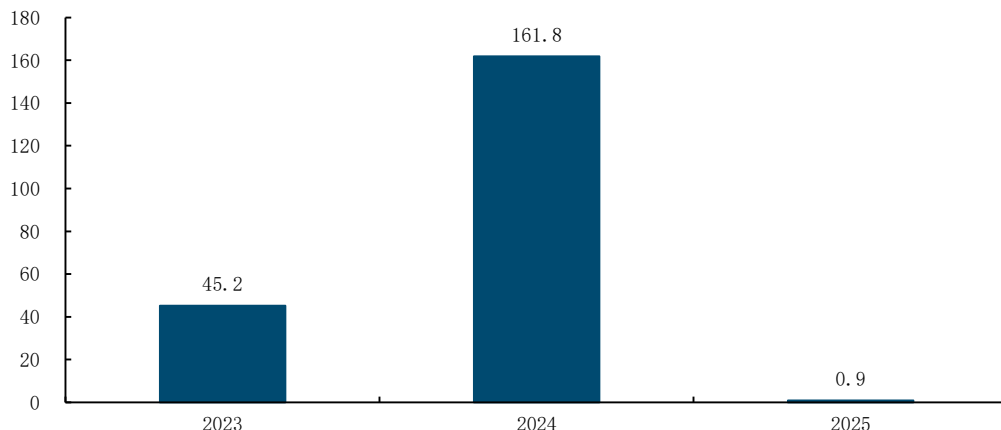
来源: 海信视像年报, 国金证券研究所

对标东芝 TVS 被收购后的表现，预计索尼电视业务利润率亦有望迎来充分修复。据 TCL 电子公告，2024 财年索尼家庭娱乐业务税前净利润 161.8 亿日元，约合 7.7 亿人民币，以上文就按的 300 亿营收推算，整体净利率约为 2.6%。

对比来看，索尼无论是规模还是品牌均优于 TVS，25 年 TVS 收入 42.7 亿元，而索尼电视收入预计超过 200 亿元；区域上来看，日本是东芝 TVS 的强势市场，而索尼在亚太、欧美均有较高的品牌认可度；均价来看，索尼 25 年日本地区均价超过 1300 美元，显著高于东芝 TVS。TCL 同样能够在采购、生产及激励上赋能索尼，我们看好索尼盈利能力未来实现快速修复，中长期盈利中枢有望突破 TVS 盈利高点。



图表52: 索尼 2023-2025 年税前利润 (单位: 亿日元)



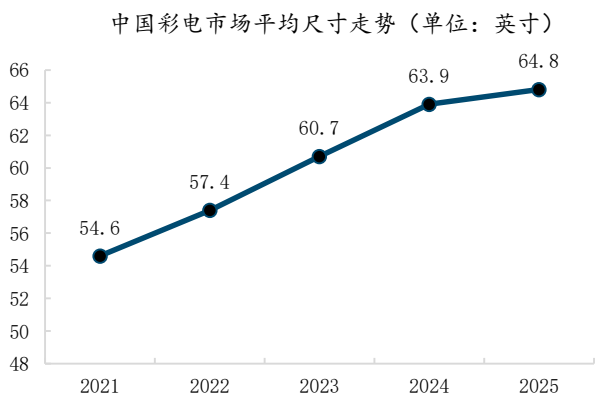
来源: TCL 电子公告, 国金证券研究所注: 2023-2024 年为索尼财年 (4 月至次年 3 月), 2025 年按中国企业会计准则口径 (1 月至 12 月) 列示

3、国内市场: 份额向龙头集中, 格局优化下盈利稳步抬升

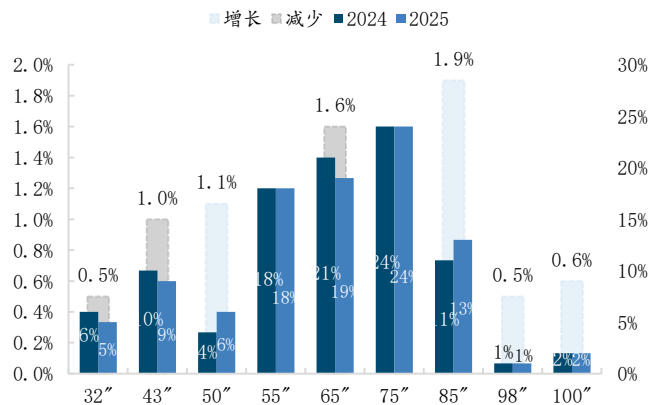
我们认为国内市场的需求景气&格局正在逐步改善。一方面出货量下滑趋势放缓, 需求底部或已夯实; 另一方面销售额韧性超预期, 主要由两大因素驱动:

- 1) 技术升级推升均价。早年间得益于大尺寸、高刷新率等技术, 近两年则由 Mini LED 技术升级主导。

图表53: 2021 年至今国内电视销售尺寸平均每年提升 2 英寸以上



图表54: 24、25 年 75 寸电视已成为国内销售的核心尺寸



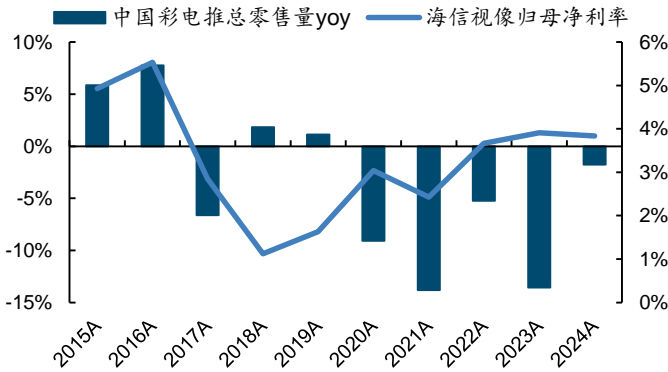
来源: 奥维云网, 国金证券研究所

来源: 奥维云网, 国金证券研究所 注: 左轴为占比增/减比例, 右轴位各尺寸段销售占比

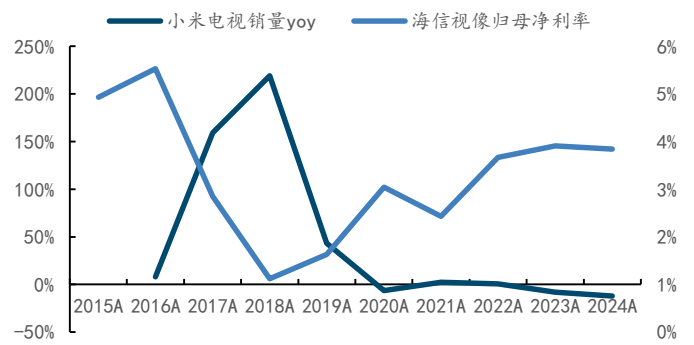
- 2) 低价竞争放缓+格局优化。参考 2016-2019 年, 国内电视销量维持 4500-5000 万台, 但海信视像净利率由 5.5% 降至 1.5%。2022 年以来, 行业出货量虽从 3600 万台下滑至 2700 万台, 但龙头通过子品牌布局实现份额追回, 利润率修复至 3%-4%。可见影响电视品牌国内盈利能力的核心因子是格局, 而随着小米 24 年策略更加偏重利润与品牌溢价诉求, 行业进入良性发展阶段。



图表55: 以海信视像为例, 其盈利能力(右轴)变化与我国彩电总需求变化关联度并不高



图表56: 以海信视像为例, 其盈利能力(右轴)变化与小米电视销量增速呈现明显反向关系



来源: Wind、奥维云网, 国金证券研究所

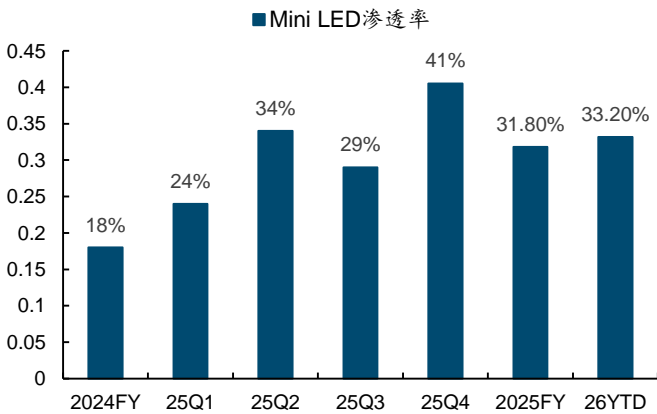
来源: Wind、小米集团年报, 国金证券研究所

“出货结构升级+格局优化”仍将是国内电视市场主旋律。首先, 在出货方面, Mini LED 技术会继续作为结构升级的主导力量。

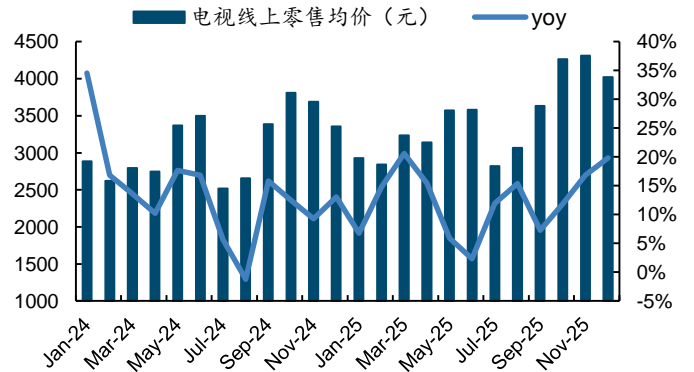
24 年以来 Mini LED 已带动电视线上均价显著提升。24 年以来, Mini LED 凭借“画质+价格”平衡优势, 渗透率由 2024 年初的小个位数提升至目前的 30% 以上, 带动线上均价由年初不足 3000 元提升至 25 年末 4000 元以上。

Mini LED 渗透率天花板尚远, 结构升级红利将持续释放。从技术角度看, 55 寸左右的电视基本是 Mini LED 应用的分界线, 搭载几百分区的背光模组后能实现更好的观感体验, 我们认为 55 寸以上的产品均有升级为 Mini LED 技术的潜力。参考上文奥维数据, 25 年 55 寸以上产品占线上销量 80%, Mini LED 的渗透率还有非常充分的提升空间。

图表57: 国内 MiniLED 渗透率快速提升



图表58: 24 年至 25 年末电视线上零售均价显著提升



来源: 奥维云网, 国金证券研究所

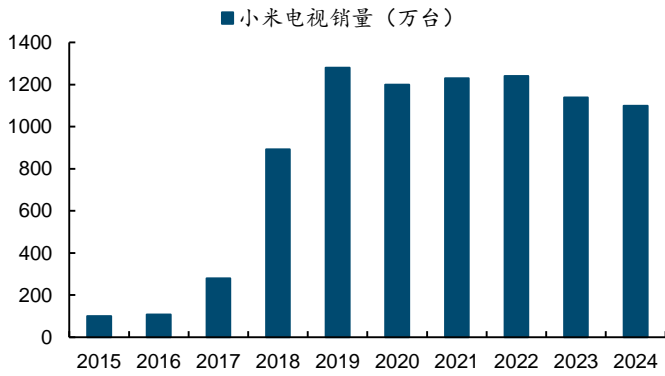
来源: 奥维云网, 国金证券研究所

其次, 竞争格局有望持续优化, 份额向龙头集中。

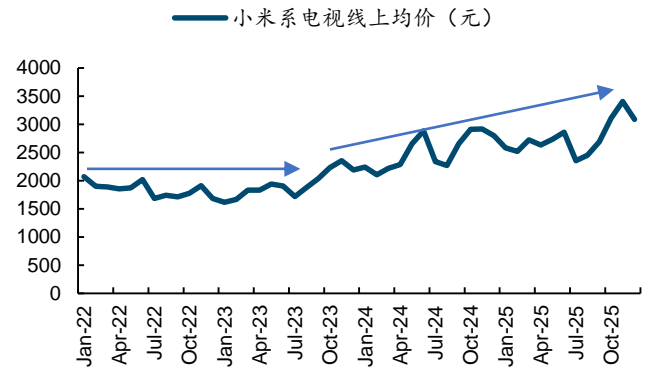
电视从早期“家庭 IoT 核心入口”降级为“人车家”多入口之一, 战略地位下降。早期小米将黑电视为家庭 IoT 的核心入口之一, 投入大量的资源与费用。但目前小米转向了多入口、去中心化的“人车家”全生态战略, 电视业务对小米的战略意义明显下降, 长期来看, 其对利润与现金流诉求将强于规模扩张。从出货和均价上看, 小米电视 2020 年以来出货量增长基本停滞, 在年出货量 1000 万台左右波动。23 年 H2 以来, 2023H2 起通过提升主品牌调性推动结构升级, 均价由 2000 元提升至 3000 元。



图表59：2020年以来小米电视出货量增长停滞



图表60：24年以来小米注重电视出货的结构提升

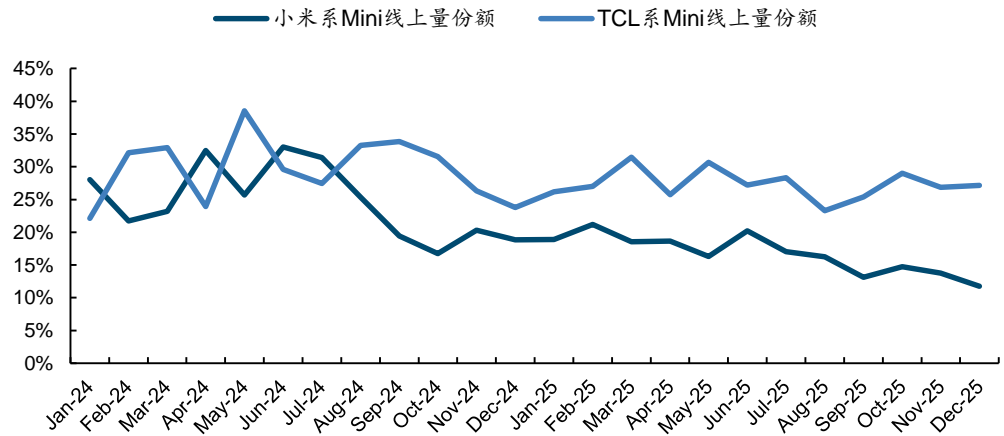


来源：小米集团公告，国金证券研究所

来源：奥维云网，国金证券研究所

此外，小米在 Mini LED 方面的技术储备及产业链基础均明显弱于龙头企业，份额差距拉大。24 年以来小米 Mini LED 线上销量占有率由 20%-30% 下滑至 25 年末的 10%+，主要系 1) Mini 系列产品迭代速度明显慢于 TCL、海信等龙头企业，2) 缺乏产业链优势，在 Mini LED 产品上的价格优势不充分。

图表61：24年以来小米 Mini LED 电视线上份额流失严重



来源：奥维云网，国金证券研究所

4、盈利预测

4.1、盈利预测

4.1.1、收入预测

我们预计 2026-2028 年公司实现营收 1294.1、1454.8、1647.6 亿港元，分别同比+12.9%、+12.4%、+13.2%。

1) 大尺寸显示业务：

营收：公司电视份额持续稳步提升，坚定推进高端化、大屏化战略，2025 收入增长 7.6%。国内市场 Q4 起加大自补力度，销售表现环比改善。海外市场全面发力：欧洲通过 KA 渠道深度拓展，25Q3 增长 30% 以上，Q4 延续高增，北美优化产品与渠道结构，25 年均价提升 20%+；新兴市场 25 年销额增长接近 20%。综上，预计 2026-2028 年大尺寸显示业务收入分别为 712.6、791.1、884.7 亿港元，同比+10.1%、+11.0%、+11.8%。

毛利率：2024 年受面板价格周期波动、国内国补退坡前终端价格竞争影响毛利率承压，2025 年起公司通过产品结构优化对冲面板价格波动，以高端 MiniLED 产品自补对冲国补效应减弱影响，叠加海外各区域盈利能力改善，毛利率同比提升 1pct 以上，预计 2026-2028 年大尺寸显示业务毛利率分别为 16.9%、17.0%、17.2%。



2) 中小尺寸显示业务:

营收: 中小尺寸显示业务主要以手机和平板业务为主, 2025 年收入 100 亿, 同比实现双位数以上增长。近年来公司持续聚焦高盈利平板赛道, 逐步出清亏损业务, 预计 2026-2028 年中小尺寸显示业务收入分别为 109.6、120.6、132.7 亿港元, 同比+10.0%、+10.0%、+10.0%。

毛利率: 2024 年公司主动推进业务结构调整, 盈利修复趋势明确。未来聚焦高盈利平板业务, 进一步优化盈利能力, 预计 2026-2028 年中小尺寸显示业务毛利率分别为 14.5%、14.5%、14.5%。

3) 互联网业务:

营收: 2024 年受国内广电管制影响, 互联网业务收入同比-5%, 降至 26.3 亿港元; 2025 年管制影响消除, 国内业务恢复增长, 海外依托欧洲、新兴市场与 Google 深度合作, 多元变现使营收增速快于出货量, 整体实现双位数增长。预计 2026-2028 年互联网业务收入分别为 34.4、39.5、46.0 亿港元, 同比+10.6%、+15.0%、+16.3%。

毛利率: 海外业务毛利率高于国内, 结构性变化带动整体盈利能力上升, 预计 2026-2028 年毛利率分别为 57.5%、57.7%、57.8%。

4) 光伏业务:

营收: 公司聚焦户用分布式光伏销售与运营业务, 前期渠道铺设成效持续释放, 未来在国内双碳政策持续推进、户用光伏市场需求稳步释放的背景下, 公司渠道扩张红利将持续兑现, 叠加海外市场布局推进, 业务有望保持稳健高增。预计 2026-2028 年光伏业务收入分别为 273.8、328.6、394.3 亿港元, 同比+30.0%、+20.0%、+20.0%。

毛利率: 公司成本主要为电站建设及运维费用, 毛利率相对稳定, 随着业务规模持续扩大, 规模效应逐步释放, 盈利能力有提升, 预计 2026-2028 年光伏业务毛利率分别为 9.0%、9.5%、10.0%。

5) 全品类营销业务:

营收: 公司依托全球成熟的电视渠道网络, 协同 TCL 实业分销白电, 黑白电渠道协同效应持续释放。预计 2026-2028 年全品类营销收入分别为 132.8、143.4、157.7 亿港元, 同比+5.0%、+8.0%、+10.0%。

毛利率: 公司主要负责提供终端渠道资源, 预计在国内市场价格竞争、原材料价格上涨等因素影响下渠道端也将有所让利, 预计 2026-2028 年全品类营销业务毛利率分别为 13.5%、13.2%、12.9%。

6) 智能连接及智能家居业务:

营收: 智能家居业务聚焦智能门锁、安防摄像头等核心品类, 稳步推进渠道扩张。2024 年公司主动优化业务结构, 剥离低毛利、低竞争力产品, 全年收入同比-12.6%, 业务结构出清基本完成, 25 年恢复 13.7% 的增长。未来核心品类规模有望稳步企稳, 整体收入保持持平状态, 预计 2026-2028 年智能连接及智能家居业务收入分别为 19.2、19.2、19.2 亿港元, 同比持平。

毛利率: 结构调整后毛利率保持稳定, 预计 2026-2028 年毛利率维持在 25.0%。

图表62: 分业务盈利预测

单位: 亿港元	分业务预测				
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营收整体	993.2	1145.8	1294.1	1454.8	1647.6
yoy	25.7%	15.4%	12.9%	12.4%	13.2%
毛利率	17.3%	15.6%	15.8%	15.9%	16.0%
大尺寸营收	601.1	647.0	712.6	791.1	884.7
yoy	23.6%	7.6%	10.1%	11.0%	11.8%
毛利率	15.5%	16.8%	16.9%	17.0%	17.2%
中小尺寸营收	84.5	99.7	109.6	120.6	132.7
yoy	19.9%	17.9%	10.0%	10.0%	10.0%



毛利率	15.4%	14.4%	14.5%	14.5%	14.5%
智慧商显营收	8.7	11.2	11.8	12.3	13.0
yoy	2.1%	28.3%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	13.3%	12.8%	13.0%	13.0%	13.0%
互联网营收	26.3	31.1	34.4	39.5	46.0
yoy	-5.0%	18%	10.6%	15.0%	16.3%
毛利率	56.2%	56.4%	57.5%	57.7%	57.8%
光伏营收	128.8	210.6	273.8	328.6	394.3
yoy	104.4%	63.6%	30.0%	20.0%	20.0%
毛利率	9.6%	8.6%	9.0%	9.5%	10.0%
全品类营销营收	124.5	126.5	132.8	143.4	157.7
yoy	19.6%	1.6%	5.0%	8.0%	10.0%
毛利率	13.9%	13.5%	13.2%	12.9%	12.6%
智能连接+智能家居营收	16.9	19.2	19.2	19.2	19.2
yoy	-12.6%	13.7%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	22.7%	24.6%	25.0%	25.0%	25.0%

来源: Wind, 国金证券研究所

4.1.2、费用率预测

公司持续优化公司治理,在精细化控费策略、渠道投放效能提升及组织人员效率的优化下,2022-2025年销售费用率、管理费用率呈下降趋势。考虑到TCL赞助奥运会可能存在一定费用支出,预计2026-2028年销售费用率为6.9%、6.8%、6.8%;管理费用率继续优化,26-28年预计4.0%、3.9%、3.85%;研发费用方面,预计随着MiniLED等新技术路线潜力的进一步发掘,研发费用将有所提升,2025-2027年预计为2.2%、2.3%、2.4%。

4.2、投资建议及估值

我们预计2026-2028年公司实现营收1294.1、1454.8、1647.6亿港元,分别同比+12.9%、+12.4%、+13.2%;归母净利润将达30.3亿、35.4亿、41.4亿港元,同比分别增长21.3%、17.0%、17.0%,当前股价对应PE为12、10、9倍。

我们选取业务相似的黑电企业海信视像、创维集团作为可比公司,可比公司27年PE均值为10.6倍,公司当前股价对应27年估值10.3倍,低于可比公司平均水平。全球黑电格局质变奇点已至,TCL海外组织架构改革见效,北美、欧洲、新兴市场全面突破,已处于份额与盈利双击的高增长势能通道。与索尼的战略合作进一步拔高成长天花板,27年出货量有望登顶全球,品牌溢价与技术实力双升,我们给予公司27年12x的目标估值,对应目标价16.8港元,给予“买入”评级。

图表63: 可比公司估值

证券代码	股票名称	股价 (元)	EPS					PE				
			2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
600060.SH	海信视像	22.15	1.721	1.881	2.122	2.395	2.646	11.58	12.91	10.48	9.39	8.52
0751.HK	创维集团	6.17	0.27	0.21	0.49	0.55	-	11.73	22.39	13.18	11.75	-
	平均		1.00	1.05	1.31	1.47	2.65	11.66	17.65	11.83	10.57	8.52
1070.HK	TCL电子	14.39	0.70	0.99	1.20	1.40	1.64	9.10	10.49	11.99	10.25	8.76

来源: Wind, 国金证券研究所注: 股价为2026年4月8日收盘价; TCL电子、创维集团股价、EPS单位为港元, 海信视像为人民币; 26-28年TCL电子、海信视像EPS为国金证券预测, 创维集团为Wind一致预期

5、风险提示

1) 面板价格波动。面板价格占电视整机成本较高,黑电企业的盈利能力对面板的价格波动较为敏感。



- 2) **海外需求不及预期。**公司的长期成长逻辑与海外市场的需求情况息息相关，地缘政治、贸易保护、经济景气度下滑等因素有可能导致海外需求不及预期。
- 3) **外汇波动。**公司海外收入占比较大，汇兑波动或对利润产生一定影响。
- 4) **竞争加剧。**MiniLED 电视近年发展迅速，国内厂商纷纷入局，竞争加剧下 MiniLED 产品对盈利能力的改善效果可能不及预期。



附录：三张报表预测摘要

损益表(港币 百万)							资产负债表(港币 百万)							
	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E		2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
主营业务收入	78,986	99,322	114,583	129,414	145,481	164,755	货币资金	10,737	8,772	13,522	11,505	15,076	18,628	
增长率	10.7%	25.7%	15.4%	12.9%	12.4%	13.2%	应收账款	27,646	36,368	38,087	45,295	50,918	57,664	
主营业务成本	64,230	83,768	96,683	108,966	122,411	138,412	存货	12,212	15,289	23,088	25,728	28,903	32,681	
%销售收入	81.3%	84.3%	84.4%	84.2%	84.1%	84.0%	其他流动资产	2,918	4,106	3,063	2,436	2,293	2,757	
毛利	14,756	15,554	17,900	20,449	23,070	26,343	流动资产	53,512	64,534	77,761	84,964	97,190	111,730	
%销售收入	18.7%	15.7%	15.6%	15.8%	15.9%	16.0%	%总资产	82.6%	84.5%	84.8%	85.5%	87.2%	88.7%	
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	1,354	1,442	1,564	1,664	1,764	1,864	
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	2,384	2,440	2,776	2,781	2,751	2,690	
销售费用	7,900	7,504	7,995	8,930	9,893	11,203	%总资产	3.7%	3.2%	3.0%	2.8%	2.5%	2.1%	
%销售收入	10.0%	7.6%	7.0%	6.9%	6.8%	6.8%	无形资产	4,947	4,790	6,044	6,311	6,137	5,975	
管理费用	4,013	4,145	4,677	5,177	5,674	6,343	非流动资产	11,264	11,833	13,973	14,365	14,282	14,178	
%销售收入	5.1%	4.2%	4.1%	4.0%	3.9%	3.9%	%总资产	17.4%	15.5%	15.2%	14.5%	12.8%	11.3%	
研发费用	2,327	2,335	2,532	2,847	3,346	3,954	资产总计	64,776	76,367	91,734	99,330	111,471	125,907	
%销售收入	2.9%	2.4%	2.2%	2.2%	2.3%	2.4%	短期借款	4,923	4,172	5,850	5,550	5,350	5,150	
息税前利润 (EBIT)	2,034	3,301	4,095	4,431	5,206	6,026	应付款项	24,008	32,486	44,916	42,981	48,284	54,596	
%销售收入	2.6%	3.3%	3.6%	3.4%	3.6%	3.7%	其他流动负债	16,605	20,471	19,229	26,470	29,781	33,744	
财务费用	885	787	790	7	29	-31	流动负债	45,536	57,129	69,995	75,001	83,415	93,490	
%销售收入	1.1%	0.8%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	长期贷款	889	438	224	274	274	274	
投资收益	58	114	156	30	30	30	其他长期负债	1,046	1,124	1,620	1,620	1,620	1,620	
%税前利润	5.0%	4.5%	4.7%	0.7%	0.6%	0.5%	负债	47,470	58,691	71,839	76,895	85,309	95,384	
营业利润	302	1,228	2,598	3,107	3,721	4,349	普通股股东权益	16,708	17,204	19,198	21,579	25,119	29,263	
营业利润率	0.4%	1.2%	2.3%	2.4%	2.6%	2.6%	其中：股本	2,508	2,521	2,521	2,521	2,521	2,521	
营业外收支							未分配利润	15,061	16,395	16,677	19,058	22,598	26,742	
税前利润	1,148	2,515	3,304	4,425	5,177	6,058	少数股东权益	598	472	697	856	1,043	1,261	
利润率	1.5%	2.5%	2.9%	3.4%	3.6%	3.7%	负债股东权益合计	64,776	76,367	91,734	99,330	111,471	125,907	
所得税	321	666	777	1,239	1,449	1,696	比率分析		2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
所得税率	28.0%	26.5%	23.5%	28.0%	28.0%	28.0%	每股指标							
净利润	827	1,849	2,527	3,186	3,727	4,361	每股收益	0.31	0.72	1.03	1.20	1.40	1.64	
少数股东损益	83	89	32	159	186	218	每股净资产	6.66	6.82	7.62	8.56	9.96	11.61	
归属于母公司的净利润	744	1,759	2,495	3,026	3,541	4,143	每股经营现金净流	0.64	1.04	0.00	-0.73	1.02	1.16	
净利率	0.9%	1.8%	2.2%	2.3%	2.4%	2.5%	每股股利	0.16	0.32	0.50	0.26	0.00	0.00	
现金流量表(港币 百万)							回报率							
净利润							净资产收益率	4.45%	10.23%	13.00%	14.03%	14.10%	14.16%	
少数股东损益							总资产收益率	1.15%	2.30%	2.72%	3.05%	3.18%	3.29%	
非现金支出							投入资本收益率	6.33%	10.89%	12.06%	11.29%	11.79%	12.07%	
非经营收益							增长率							
营运资金变动							主营业务收入增长率	10.70%	25.75%	15.36%	12.94%	12.41%	13.25%	
经营活动现金净流							EBIT 增长率	35.20%	62.34%	24.03%	8.22%	17.48%	15.76%	
资本开支							净利润增长率	66.36%	136.59%	41.82%	21.29%	16.99%	17.02%	
投资							总资产增长率	17.55%	17.89%	20.12%	8.28%	12.22%	12.95%	
其他							资产管理能力							
投资活动现金净流							应收账款周转天数	73.3	83.0	85.1	83.1	85.0	84.7	
股权募资							存货周转天数	61.8	59.1	71.4	80.6	80.3	80.1	
债权募资							应付账款周转天数	120.4	121.4	144.1	145.2	134.2	133.8	
其他							固定资产周转天数	11.7	8.7	8.2	7.7	6.8	5.9	
筹资活动现金净流							偿债能力							
现金净流量							净负债/股东权益	-28.95%	-36.49%	-42.12%	-27.70%	-37.40%	-45.66%	
							EBIT 利息保障倍数	2.3	4.2	5.2	21.2	25.8	30.9	
							资产负债率	73.28%	76.85%	78.31%	77.41%	76.53%	75.76%	

来源：公司年报、国金证券研究所 注：公司现金流量表尚未披露，待完整年报披露后补充



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-80234211	电话: 010-85950438	电话: 0755-86695353
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100005	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址: 北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址: 深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究