



## 欧美市场持续高增，产品结构继续优化

2026年05月13日

### 核心观点

- TCL 电子发布 2026 年一季度业绩：**2026Q1 公司营业收入为 292 亿港元，同比+15.3%；毛利率为 16.1%，同比+1.5pct；整体费用率为 12.5%，同比-0.7pct；最终实现归母净利润 3.59 亿港元，同比+123.6%；经调整归母净利润 3.84 亿港元，同比+140%；经调整归母净利率为 1.3%，同比+0.7pct。公司利润大幅增长一方面是由于 25Q1 同比基数低；另一方面公司主业彩电快速成长，利润率提升趋势明确，25Q2 起业绩拐点确立，26Q1 彩电毛利率在产品结构升级的带动下同比提升 3pct。我们预计 2026 全年公司收入保持稳健增长，利润增速将高于收入增速，北美市场贡献主要业绩弹性。
- 26Q1 彩电外销量价齐升，内销逆势增长：**1) 2026Q1，公司彩电收入 167 亿港元，同比+17.2%，其中海外收入占比 72.4%；毛利率 17.5%，同比+3pct；Mini LED 电视全球出货量同比+102%，产品结构继续升级。2) 国内彩电市场受到国补退坡、终端需求疲软的压力，26Q1 公司收入逆势增长 3.9%至 46 亿港元，主要由量增带动；内销毛利率同比+1.9pct 至 20.1%，Mini LED 电视占比同比+1.8pct 至 19.4%。3) 26Q1 公司外销出货量价齐升，带动收入同比+23.2%至 121 亿港元；Mini LED 电视出货量同比+178%，延续高增态势，出货量占比同比+8.2pct 至 14.2%，推动外销毛利率同比+3.7pct 至 16.6%。其中，北美市场收入同比+32.2%，均价同比+12.6%，销售额市占率同比+3.9pct 至 14.4%；北美市场盈利能力持续提升，将贡献 2026 年主要业绩弹性；此外 26 年 4 月 20 日起，美国政府正式启动关税退款，公司从中受益。
- 全球彩电竞争格局加速向中企集中：**2026 年，韩企从 2025 年的“价格战”退回“价值战”。2026Q1，三星 VD/DA 部门、LG MS 部门 OPMargin 分别为 1.4%/7.2%，从 25H2 的亏损中明显修复，这与其主动调整产品结构、提质增效有关；5 月三星宣布退出中国家电市场。韩企退守利润的策略调整同时伴随着份额的外流，奥维睿沃数据，26Q1 三星、LG 全球出货量份额分别同比-0.6/-0.7pct；而 TCL、海信的份额分别同比+1.1/+0.7pct，合计市场份额自 2016 年的 12% 上升至 26Q1 的 30.8%。我们预计未来中企在高端市场蚕食韩企份额的趋势不变，叠加 27 年 4 月 TCL 与索尼合资公司投入运营后，公司出货量将冲击全球第一，并在高端化上更进一步，全球彩电竞争格局将加速集中。
- 其他业务多点开花：**1) 2026Q1，互联网业务实现收入 7.4 亿港元，同比+13.2%；毛利率 65%，同比大幅提升 10.6pct，主要系高毛利的海外业务收入占比同比提升超 20pct。2) 创新业务实现收入 89.6 亿港元，同比+8.1%。其中光伏业务收入 48.1 亿元，同比稳健增长 12.7%，毛利率同比提升 0.1pct 至 9.4%，新增装机量超 1.3GW。
- 投资建议：**暂不考虑 2027 年 4 月起 TCL 与索尼合资公司投入运营后对报表的影响，我们预计公司 2026-2028 年营业收入 1320/1534/1771 亿港元，同比+15.2%/+16.2%/+15.4%；归母净利润 30/36.2/43.9 亿港元，同比+20.1%/+20.8%/+21.1%；EPS 分别为 1.19/1.44/1.74 港元；当前股价对应 PE 为 13.1/10.8/9 倍，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**市场竞争加剧的风险；成本快速上涨的风险。

TCL 电子（股票代码：1070.HK）

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

2026年05月13日

股票代码	1070.HK
收盘价(港元)	15.56
恒生指数	26,388.44
总股本(万股)	252,094
总市值(亿港元)	392

### 相对恒生指数表现图

2026年05月13日



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 主要财务指标预测

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万港元）	114,583	131,995	153,392	177,054
YOY	15.4%	15.2%	16.2%	15.4%
归母净利润（百万港元）	2,495	2,998	3,620	4,385
YOY	41.8%	20.1%	20.8%	21.1%
分红率	49.9%	50.0%	50.0%	50.0%
EPS（港元）	0.99	1.19	1.44	1.74
PE	15.72	13.08	10.83	8.95

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院（注：收盘价为2026年5月13日）

## 一、公司经营情况

### (一) 公司主要财务

2024 年以来公司业绩加速改善，彩电业务盈利能力提升是核心驱动力。公司 2024-2025 年业绩均超股权激励目标达成。2026Q1，公司实现归母净利润 3.59 亿港元，同比+123.6%；经调整归母净利润 3.84 亿港元，同比+140%。一方面受益于产品结构升级下，公司毛利率同比+1.5pct 至 16.1%；另一方面，公司整体费用率（包含销售及分销支出和行政支出）同比-0.7pct 至 12.5%。未来根据股权激励目标，2026-2027 年公司经调整归母净利润目标为 28.1 亿港元、32.12 亿港元。

表1：公司财务数据分析

百万港元	26Q1	25H2	25H1	24H2	24H1	2025	2024
<b>营业收入</b>	<b>29,225</b>	<b>59,806</b>	<b>54,777</b>	<b>53,829</b>	<b>45,494</b>	<b>114,583</b>	<b>99,322</b>
YOY	15.3%	11.1%	20.4%	22.1%	30.3%	15.4%	25.7%
减：销售成本	24,506	50,272	46,411	46,022	37,746	96,683	83,768
<b>毛利</b>	<b>4,719</b>	<b>9,534</b>	<b>8,366</b>	<b>7,806</b>	<b>7,748</b>	<b>17,900</b>	<b>15,554</b>
毛利率	16.1%	15.9%	15.3%	14.5%	17.0%	15.6%	15.7%
加：其他收入及收益	415	493	894	865	1,095	1,387	1,960
减：研发成本	703	1,378	1,154	1,242	1,093	2,532	2,335
减：销售及分销费用	2,269	3,984	4,012	3,137	4,367	7,995	7,504
YOY	10.4%	27.0%	-8.1%	-26.1%	19.6%	6.5%	-5.0%
销售及分销费用率	7.8%	6.7%	7.3%	5.8%	9.6%	7.0%	7.6%
减：一般及行政费用	1,370	2,364	2,313	2,285	1,860	4,677	4,145
YOY	6.0%	3.5%	24.3%	4.6%	1.7%	12.8%	3.3%
一般及行政费用率	4.7%	4.0%	4.2%	4.2%	4.1%	4.1%	4.2%
费用率	12.5%	10.6%	11.5%	10.1%	13.7%	11.1%	11.7%
减：其他营运支出	37	79	18	123	172	97	294
减：金融及合约资产减值亏损净额	5	28	18	38	10	46	48
<b>营业利润</b>	<b>751</b>	<b>2,194</b>	<b>1,745</b>	<b>1,847</b>	<b>1,341</b>	<b>3,939</b>	<b>3,188</b>
YOY	122.5%	18.8%	30.2%	67.1%	60.0%	23.6%	64.0%
营业利润率	2.6%	3.7%	3.2%	3.4%	2.9%	3.4%	3.2%
减：融资成本	164	398	392	266	521	790	787
加：分占损益-联营公司	8	88	68	62	46	156	108
加：分占损益-合资公司	0	0	0	-10	16	0	6
<b>除税前利润</b>	<b>596</b>	<b>1,883</b>	<b>1,421</b>	<b>1,633</b>	<b>882</b>	<b>3,304</b>	<b>2,515</b>
减：所得税	204	404	373	437	229	777	666
所得税率	34.2%	21.5%	26.3%	26.8%	26.0%	23.5%	26.5%
<b>除税后利润</b>	<b>392</b>	<b>1,479</b>	<b>1,048</b>	<b>1,196</b>	<b>653</b>	<b>2,527</b>	<b>1,849</b>
YOY	236.0%	23.7%	60.5%	134.1%	106.6%	36.7%	123.6%
净利率	1.3%	2.5%	1.9%	2.2%	1.4%	2.2%	1.9%
减：少数股东权益	32	75	-43	86	3	32	89
少数股东权益比例	8.3%	5.0%	-4.1%	7.2%	0.5%	1.3%	4.8%
<b>归母净利润</b>	<b>359</b>	<b>1,405</b>	<b>1,090</b>	<b>1,109</b>	<b>650</b>	<b>2,495</b>	<b>1,759</b>
YOY	123.6%	26.6%	67.8%	131.2%	146.5%	41.8%	136.6%
归母净利率	1.2%	2.3%	2.0%	2.1%	1.4%	2.2%	1.8%
<b>经调整归母净利润</b>	<b>384</b>	<b>1,452</b>	<b>1,060</b>	<b>952</b>	<b>654</b>	<b>2,512</b>	<b>1,606</b>
YOY	140.0%	52.6%	62.0%	76.8%	147.3%	56.5%	100.1%

经调整归母净利润率	1.3%	2.4%	1.9%	1.8%	1.4%	2.2%	1.6%
总分红						1,255	802
分红率						50.0%	49.9%
ROE						13.8%	9.5%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## （二）公司业务拆分

2026Q1，公司实现营业收入 292 亿港元，同比+15.3%；毛利率为 16.1%，同比+1.5pct。公司业务主要包括显示、互联网和创新业务三部分协同运行。

**显示业务：**2026Q1 显示业务实现收入 195 亿港元，同比+19%，占总收入的 66.8%；毛利率为 17%，同比+2.5pct。核心业务大尺寸显示（彩电）实现收入 167 亿港元，同比+17.2%，其中海外市场收入占比达 72.4%；毛利率为 17.5%，同比+3pct。公司彩电产品结构升级趋势明显，2026Q1，公司 Mini LED 电视全球出货量同比+102%，占比同比+6.6pct 至 15.4%。

**分区域来看，**2026Q1，1) 中国市场受到国补退坡、终端需求疲软的影响，收入同比+3.9%至 46 亿港元，在产品结构升级的带动下，内销毛利率同比+1.9pct 至 20.1%，Mini LED 电视在内销出货量中的占比同比+1.8pct 至 19.4%；2) 海外市场彩电业务收入+23.2%，中高端转型成效显著，产品结构继续升级，Mini LED 电视出货量同比+178%，延续高增态势，出货量在外销量中的占比提升 8.2pct 至 14.2%，推动外销毛利率同比提升 3.7pct 至 16.6%。其中，北美市场收入同比+32.2%，均价同比提升 12.6%，美国市场销售额市占率同比+3.9pct 至 14.4%，盈利能力持续改善，并在 2026 年美国退还关税中受益；欧洲市场收入同比+29.9%，加速门店拓展，排名前三的国家达 7 个；新兴市场收入同比+16.4%。

**创新业务：**2026Q1 创新业务实现收入 89.6 亿港元，同比+8.1%；毛利率 10.3%，同比-1.5pct。其中，光伏业务实现收入 48.1 亿元，同比稳健增长 12.7%，毛利率为 9.4%，同比提升 0.1pct，新增装机量超 1.3GW。

**互联网业务：**2026Q1 互联网业务实现收入 7.4 亿港元，同比+13.2%；毛利率 65%，同比大幅提升 10.6pct，主要系高毛利的海外业务收入占比同比提升超 20pct。

表2：公司主要业务收入及毛利率

业务类别	指标	26Q1	25H2	25H1	2025	2024
显示业务	营业收入（百万港元）	19,523	42,378	33,419	75,797	69,440
	YOY	19.0%	7.8%	10.9%	9.2%	22.8%
	毛利率	17.0%	17.2%	15.6%	16.5%	15.4%
大尺寸显示	营业收入（百万港元）	16,715	36,356	28,352	64,708	60,108
	YOY	17.2%	6.3%	9.4%	7.7%	23.6%
	毛利率	17.5%	17.6%	15.9%	16.8%	15.5%
—— 中国市场	营业收入（百万港元）	4,607	8,484	8,720	17,204	19,046
	YOY	3.9%	-20.7%	4.4%	-9.7%	18.9%
	毛利率	20.1%	24.1%	19.4%	21.7%	19.8%
—— 海外市场	营业收入（百万港元）	12,108	27,872	19,632	47,504	41,062
	YOY	23.2%	18.6%	11.8%	15.7%	25.9%
	毛利率	16.6%	15.6%	14.4%	15.1%	13.5%
中小尺寸显示	营业收入（百万港元）	2,529	5,405	4,563	9,968	8,459
	YOY	26.3%	15.0%	21.3%	17.8%	19.9%

	毛利率	14.0%	15.0%	13.7%	14.4%	15.4%
商显	营业收入 (百万港元)	279	617	504	1,121	873
	YOY	105.1%	49.4%	9.6%	28.4%	2.3%
	毛利率	11.0%	14.1%	11.1%	12.8%	13.3%
创新业务	营业收入 (百万港元)	8,956	15,753	19,875	35,628	27,009
	YOY	8.1%	20.7%	42.4%	31.9%	44.9%
	毛利率	10.3%	8.2%	11.9%	10.3%	12.4%
光伏	营业收入 (百万港元)	4,809	9,926	11,137	21,063	12,874
	YOY	12.7%	30.5%	111.4%	63.6%	104.4%
	毛利率	9.4%	7.5%	9.6%	8.6%	9.6%
全品类营销	营业收入 (百万港元)	3,653	4,803	7,842	12,645	12,446
	YOY	1.4%	2.3%	1.2%	1.6%	19.6%
	毛利率	9.6%	6.1%	13.9%	10.9%	13.9%
智能连接及智慧家居	营业收入 (百万港元)	494	1,023	897	1,920	1,689
	YOY	19.6%	35.0%	-3.7%	13.7%	-12.6%
	毛利率	24.3%	25.5%	23.5%	24.6%	22.7%
互联网业务	营业收入 (百万港元)	740	1,651	1,458	3,109	2,627
	YOY	13.2%	16.7%	20.3%	18.3%	-4.9%
	毛利率	65.0%	58.1%	54.4%	56.4%	56.2%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 二、彩电海外抓住 Mini LED 爆发提升品牌定位

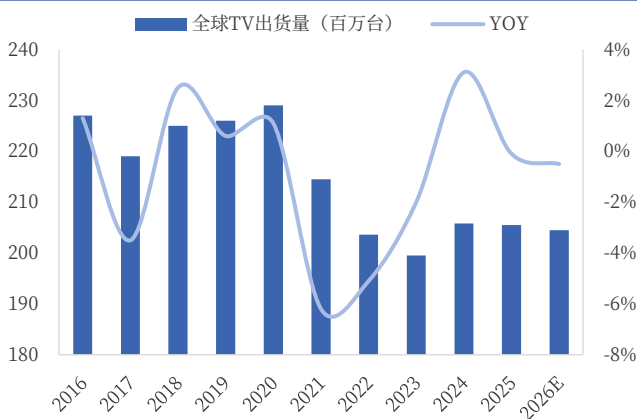
### (一) 26Q1 全球彩电出货量+4.5%，存储涨价和世界杯备货引发需求前移

全球彩电市场需求处于稳定期，预计 26 年出货量小幅波动。全球彩电出货量常年在 2 亿台上波动，需求整体处于稳定期。根据奥维睿沃，2025 年全球 TV 出货量同比微降 0.1%；2026Q1 全球 TV 出货量同比+4.5%，主要系存储芯片涨价和世界杯备货带来的需求前移影响；奥维睿沃预计，2026Q2 全球 TV 出货量或同比增长 3.5%，但下半年在赛事退温后需求将回归理性，预计 2026H2 出货量同比下降超 3%；全年维度看，需求依然稳定，预计处于小幅波动区间，区域市场表现和品牌格局的加速分化仍是未来重点关注的趋势。

1) **中国市场：**中国市场是全球彩电销量需求较弱的市场。在国内对彩电内容管控严格以及家庭显示需求多元化的影响下，2019 年以来销量整体处于下滑通道。2026 年国补延续，彩电依然在补贴品类范围内，但从资金支持力度和补贴幅度来看，较 2025 年有所减弱。奥维睿沃数据，2026Q1 中国市场 TV 出货量同比-4.6%；洛图科技数据，2026Q1 中国电视整机出货量同比-8.8%，但市场格局进一步向头部集中，三大传统主力品牌海信、TCL 和创维（含子品牌）内销出货量市占率提升至 62%，TCL 系稳居第一，小米跌出前三。零售端来看，AVC 推总数据显示，2026Q1 中国彩电市场销量为 626 万台，同比-9.4%，销售额为 256 亿元，同比-3%，降幅较前期有所收窄。对于 2026 年全年，市场普遍预期国内市场继续下滑，洛图科技预计同比-6.2%，Omdia 预计同比-4.7%，关注重点以产品结构升级为主。

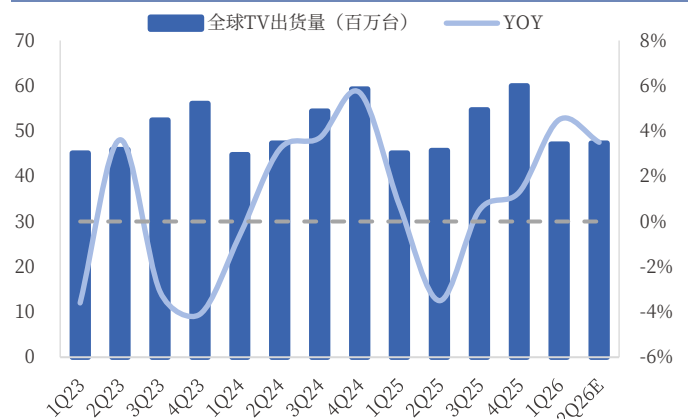
2) **海外市场：**北美彩电市场需求保持稳健增长态势。奥维睿沃数据，2025 年北美电视出货量同比+1.2%；2026Q1 北美 TV 出货量同比+5.2%，受到存储芯片涨价和世界杯备货引发的需求前移影响。对于 2026 年全年，Omdia 预计北美出货量有望同比+2.2%，延续稳健增长态势。墨西哥出口美国目前仍维持零关税，多个彩电品牌和代工企业 2026 年在墨西哥有扩产计划以保证北美市场稳定供应。其他海外市场方面，奥维睿沃数据，2026Q1 欧洲、拉美、亚太、中东非 TV 出货量分别同比增长 4.2%、19.1%、5.4%、4.1%；日本市场有所下滑，同比-2.7%。

图1：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

图2：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

### (二) 中国品牌凭借 Mini LED 提升份额，26Q1 韩企转向利润修复

两大中国品牌全球竞争力持续提升，延续快速增长。奥维睿沃数据，2026Q1，TCL、海信全球电视出货量约 750/700 万台，同比+14.6%/+9%，市场份额分别同比+1.1/+0.7pct 至 15.9%/14.9%，合计市场份额自 2016 年的 12% 上升至 2026Q1 的 30.8%；三星出货量约 880 万台，同比+1.8%，

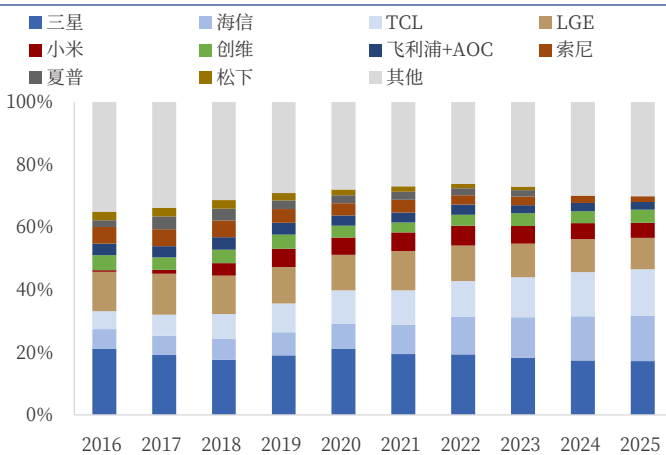
但市场份额同比-0.6pct 至 18.7%，仍保持第一；LG 出货量与份额下滑明显，出货量约 460 万台，同比-2.3%，市场份额同比-0.7pct 至 9.8%。尤其在高端市场上，TCL、海信逐渐蚕食韩国品牌份额。美国市场，TCL、海信零售量份额仅次于三星，且大量产能从墨西哥供应。TCL、海信都具备供应链全球化能力，在越南等诸多地区有产能。

**中国品牌以 Mini LED 为核心突破口，驱动 2026 年全球品牌格局加速分化。**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，消费者已经对 Mini LED 电视建立了较高认知度。2025 年，TCL、海信全球 Mini LED 出货量分别同比+118%、+26%；2026Q1，TCL 全球 Mini LED 出货量同比+102%，延续增长态势。此外，中国企业掌握 Mini LED 技术创新的话语权，目前 RGB 和 SQD 是 Mini LED 技术的两大升级方向，2026 年围绕高端技术的竞争或将更加激烈。TCL 在高端产品上实施 SQD Mini LED 与 RGB Mini LED 双线策略；海信是业内最早实现 RGB Mini LED 电视商用的品牌，2026 年进入全面普及阶段，销售区域也从国内拓展到海外。奥维睿沃统计，目前 85% 以上的主流电视品牌均已发布 RGB Mini LED 产品，2026 年全球 RGB Mini LED 出货量或将飙升至 50 万台，实现高速增长。

**韩企从 2025 年“价格战”退回 2026 年“价值战”，26Q1 利润明显修复。**2025 年，三星、LG 主动发起价格战以保卫份额，导致其电视业务利润明显受损。2025Q3/Q4，三星 VD/DA（显示）部门 OPMargin 分别为-0.7%/-4.1%；2025Q2/Q3/Q4，LG MS（家庭娱乐）部门 OPMargin 分别为-4.4%/-6.5%/-4.8%。2026Q1，两家韩企电视业务所在部门利润均有明显好转，三星 VD/DA 部门、LG MS 部门 OPMargin 分别为 1.4%/7.2%，主要系韩企主动调整产品结构，减少低毛利产品出货，高端、大尺寸产品占比提升；削减低效营销开支，营销费用效率提升；以及高毛利的软件服务收入占比提升拉高部门整体盈利能力等因素所致。2026 年韩企主动退回守利润，收缩价格战，我们预计代价将是份额的继续加速外流。

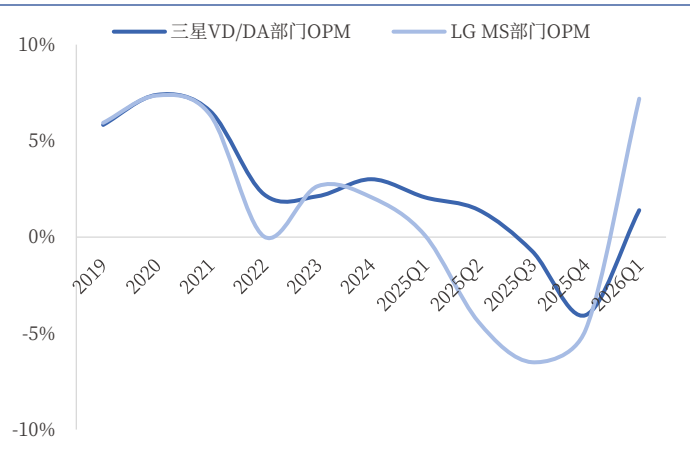
我们认为 2026 年全球品牌格局将进一步分化，中国品牌抓住 Mini LED 爆发机遇、凭借更强的成本控制能力和产业链一体化能力，有望进一步扩大全球市场份额。根据群智咨询，2026 年全球彩电 CR10 品牌集中度或将同比提升 1.7pct。若 2027 年 4 月，TCL 与索尼的合资公司顺利投入运营，TCL 将直接冲击三星全球第一的位置，加速全球品牌格局的分化。根据群智咨询的预测，2027 年 TCL 与索尼的合并市占率有望达到 16.7%，将超越三星（预计市占率 16.2%）。

图3：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

图4：三星、LG 电视业务所在部门 OPMargin



资料来源：三星、LG 公司公告，中国银河证券研究院

### 三、投资建议

暂不考虑 2027 年 4 月起 TCL 与索尼合资公司投入运营后对报表的影响，我们预计公司 2026-2028 年营业收入 1320/1534/1771 亿港元，同比+15.2%/+16.2%/+15.4%；归母净利润 30/36.2/43.9 亿港元，同比+20.1%/+20.8%/+21.1%；EPS 分别为 1.19/1.44/1.74 港元；当前股价对应 PE 为 13.1/10.8/9 倍，维持“推荐”评级。

表3：公司主要财务指标预测

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万港元）	114,583	131,995	153,392	177,054
YOY	15.4%	15.2%	16.2%	15.4%
归母净利润（百万港元）	2,495	2,998	3,620	4,385
YOY	41.8%	20.1%	20.8%	21.1%
分红率	49.9%	50.0%	50.0%	50.0%
EPS（港元）	0.99	1.19	1.44	1.74
PE	15.72	13.08	10.83	8.95

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院（注：收盘价为 2026 年 5 月 13 日）

### 四、风险提示

市场竞争加剧的风险；成本快速上涨的风险。

附录:

公司财务预测表

资产负债表(百万港元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	77,761	82,398	95,391	109,772
现金	14,028	12,540	14,572	16,820
应收账款	27,376	32,957	38,300	44,208
其它应收款	5	27	32	36
预付账款	5,701	9,499	11,039	12,741
存货	23,088	19,023	22,124	25,566
其他	7,562	8,353	9,325	10,399
非流动资产	13,973	13,973	13,901	13,757
长期投资	1,564	1,564	1,564	1,564
固定资产	2,776	2,890	3,332	3,702
无形资产	2,867	2,389	1,911	1,433
其他	6,766	7,130	7,093	7,057
资产总计	91,734	96,372	109,292	123,529
流动负债	69,995	73,051	84,060	95,983
短期借款	5,850	2,931	2,540	1,826
应付账款	44,916	45,045	52,388	60,541
其他	19,229	25,074	29,132	33,616
非流动负债	1,844	1,844	1,844	1,844
长期借款	224	224	224	224
其他	1,620	1,620	1,620	1,620
负债总计	71,839	74,895	85,904	97,827
少数股东权益	697	780	881	1,002
归属母公司股东权益	19,198	20,697	22,507	24,699
负债和股东权益	91,734	96,372	109,292	123,529

现金流量表(百万港元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	4,923	2,735	3,932	4,808
净利润现金流量表	2,527	3,081	3,721	4,506
折旧摊销	1,219	800	872	944
财务费用现金流量表	790	250	142	98
其它经营现金流	386	-1,396	-802	-741
投资活动现金流	140	444	444	444
资本支出	454	800	800	800
其他投资现金流	-314	-356	-356	-356
筹资活动现金流	-482	-4,668	-2,343	-3,004
短期借款增加	1,678	-2,919	-392	-713
长期借款增加	-214	0	0	0
其他筹资现金流	-1,946	-1,749	-1,952	-2,291
现金净增加额	4,581	-1,489	2,033	2,248

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

利润表(百万港元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	114,583	131,995	153,392	177,054
营业成本	96,683	110,210	128,176	148,123
销售费用	7,995	10,296	11,811	13,279
管理费用	7,210	8,725	9,894	11,137
财务费用	790	250	142	98
其他费用	97	112	130	150
其他经营性损益	0	0	0	0
投资收益	156	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
营业利润	1,963	2,402	3,239	4,266
资产处置收益	0	0	0	0
其他非经营性收益	1,341	1,627	1,627	1,627
利润总额	3,304	4,029	4,865	5,893
所得税	777	948	1,145	1,386
净利润	2,527	3,081	3,721	4,506
少数股东损益	32	83	100	122
归属母公司净利润	2,495	2,998	3,620	4,385
EBITDA	5,314	5,079	5,879	6,935
EPS (港元)	0.99	1.19	1.44	1.74

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入增长率(%)	15.4	15.2	16.2	15.4
归母净利润增长率(%)	41.8	20.1	20.8	21.1
销售毛利率(%)	15.6	16.5	16.4	16.3
销售净利率(%)	2.2	2.3	2.4	2.5
ROE(%)	13.0	14.5	16.1	17.8
ROIC(%)	10.8	9.6	11.6	14.0
资产负债率(%)	78.3	77.7	78.6	79.2
净负债比率(%)	-40.0	-43.7	-50.5	-57.5
流动比率	1.11	1.13	1.13	1.14
速动比率	0.71	0.79	0.79	0.79
总资产周转率	1.25	1.37	1.40	1.43
应收账款周转率	4.19	4.01	4.01	4.01
存货周转率	4.19	5.79	5.79	5.79
固定资产周转率	41.28	45.67	46.03	47.82
每股收益(港元)	0.99	1.19	1.44	1.74
每股经营现金(港元)	1.95	1.08	1.56	1.91
每股净资产(港元)	7.62	8.21	8.93	9.80
P/E	15.72	13.08	10.83	8.95
P/B	2.04	1.90	1.74	1.59
EV/EBITDA	7.73	8.03	6.89	5.76
P/S	0.34	0.30	0.26	0.22

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 IICChina 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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。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。特提醒客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

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。	行业评级	推荐： 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
	公司评级	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：	苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn 程曦 0755-83471683 chengxi_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：	林程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn 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 褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn
公司网址：www.chinastock.com.cn		