仅供内部参考，请勿外传！

2026 年 08 月 26 日

ODM 行稳，OBM 致远：全球化产能布局打开成长空间

TCL 智家(002668)

公司概况

TCL 智家（002668.SZ）前身为奥马电器，成立于 2002 年、2012 年于深交所上市，是以冰箱冷柜为核心主业（2025 年收入占比 84%）、洗衣机为第二品类的全球化白电企业，2025 年实现营业收入 185.31 亿元、归母净利润 11.23 亿元，海外收入占比约 78%。公司实行"奥马+TCL"双品牌、"ODM+OBM"双轮驱动格局：控股子公司奥马冰箱（持股 51%）定位全球专业冰箱 ODM 供应商；全资子公司合肥家电承载 TCL 品牌冰箱、洗衣机的研发、生产与销售，是公司 OBM 自主品牌业务的核心载体。公司致力于成为全球领先的智慧家电企业，智慧互联、生成式 AI 等技术正持续融入冰箱、洗衣机产品。

▶ 全球冰箱出口龙头，ODM 基本盘盈利稳健。

奥马冰箱连续 17 年位居中国冰箱出口全球总量第一、连续 18 年出口欧洲第一，2025 年出口量份额 21.4%、领先第二名 3.2 个百分点，在日本、法国、意大利市占率均居首位；客户覆盖 130 多个国家和地区的 2,000 余个合作伙伴，前五客户集中度 28.34%，订单结构分散稳健。制造端全球产能超 2,000 万台，国内工厂单线日产突破 4,000 台，依托全价值链数字化、智能化改造，2021-2025 年返修率下降 60%-70%，规模与效率壁垒深厚；盈利端 ODM 模式轻营销、低费用，2025 年奥马冰箱净利润 20.64 亿元、净利率 15.1%创历史新高，构成低波动、可预期的利润基础。

▶ OBM 品牌出海放量，洗衣机第二增长曲线逐步成形。

2025 年公司海外自有品牌收入同比+115%，2026H1 延续+77.07%高增，欧洲、北美等区域增速均超 100%；TCL 冰箱出口韩国市占率 5.1%（中国企业第四），洗衣机出口西班牙、菲律宾市占率 18.4%/12.0%（均列第三），2025 年洗衣机出口销量+37.5%。产品端，公司全面升级"AI 超级筒"洗衣机系列，搭载 TCL 伏羲大模型与 DeepSeek 语义大模型双引擎，首创"水氧除菌"技术，2026H1 中高端洗衣机销量同比增长 103%，高端化转型加速落地；品牌端，奥林匹克全球合作伙伴身份与谷爱凌代言提升品牌势能，为 OBM 长期放量奠定认知基础。

▶产能出海落子泰国，2027 年投产打开业绩弹性。

基地计划总投资约 6.8 亿元，一期 30 万台冷柜 2026 年 1 月投产、2026H1 已基本满产；二期 140 万台冰箱工厂预计 2027 年投产。海外制造形成规避关税、汇率对冲、近岸交付三重优势，建成后有望成为业绩弹性新推动点。

投资建议

公司为全球冰箱出口龙头，ODM 基本盘提供稳定利润基础，OBM 品牌出海与泰国基地投产打开成长空间，AI 智慧家电技术融入为产品差异化竞争与长期发展积蓄动能。基于 26H1 经营表现及 OBM 品牌出海、泰国基地投产进度判断，我们调整盈利预测，预计公司 2026-2028 年实现营业收入

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	增持
目标价格：	
最新收盘价：	9.8
股票代码：	002668
52 周最高价/最低价：	11.66/8.55
总市值(亿)	106.24
自由流通市值(亿)	106.24
自由流通股数(百万)	1,084.11



分析师：刘文正
邮箱：liuwz1@hx168.com.cn
SAC NO：S1120524120007
联系电话：

分析师：纪向阳
邮箱：jixy1@hx168.com.cn
SAC NO：S1120525020004
联系电话：

分析师：邓奕辰
邮箱：dengyc@hx168.com.cn
SAC NO：S1120525020001
联系电话：

华西家电&海外团队联合覆盖

相关研究

1.【华西家电】TCL 智家-24 年报和 25 年一季报点评-外销表现亮眼，结构升级驱动盈利提升
2025.04.29

2.【华西家电】奥马电器-2023 年三季报点评-资产收购进程加速，Q3 收入延续高增(1)
2023.11.01

3.【华西家电】奥马电器-23H1 预告点评-Q2 业绩预计延续增长趋势
2023.07.18

仅供内部参考，请勿外传！

197.52/214.87/227.26 亿元，同比+6.6%/+8.8%/+5.8%（原预计 2026-2027 年营业收入 227.30/248.87 亿元）；归母净利润 11.27/12.82/14.16 亿元，同比+0.4%/+13.7%/+10.4%，（原预计 2026-2027 年归母净利润 12.99/14.38 亿元），对应 EPS 为 1.04/1.18/1.31 元（原预计 2026-2027 年 EPS 为 1.20 元/1.33 元）。以 2026 年 8 月 24 日收盘价 9.80 元计，对应 2026-2028 年 PE 为 9/8/8 倍。我们认为，公司当前估值处相对低位，较自身成长性存在折价，中期成长逻辑未改；若泰国基地投产及 OBM 出海扩张推进顺利，公司业绩弹性有望逐步释放，估值折价亦存在修复空间，由“增持”上调至“买入”评级。

风险提示

海外需求不及预期、贸易摩擦与关税政策超预期、人民币升值。

盈利预测与估值

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	18,361	18,531	19,752	21,487	22,726
YoY（%）	21.0%	0.9%	6.6%	8.8%	5.8%
归母净利润(百万元)	1,019	1,123	1,127	1,282	1,416
YoY（%）	29.6%	10.2%	0.4%	13.7%	10.5%
毛利率（%）	23.0%	25.2%	24.1%	24.3%	24.7%
每股收益（元）	0.94	1.04	1.04	1.18	1.31
ROE	42.2%	31.7%	25.8%	23.7%	21.7%
市盈率	10.43	9.42	9.42	8.29	7.50

资料来源：公司公告，华西证券研究所（基于 2026 年 8 月 24 日收盘价测算，当日收盘价为 9.80 元）

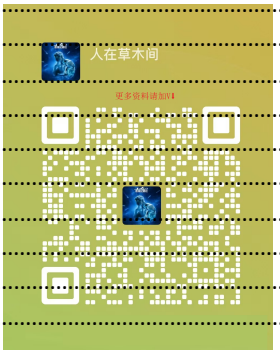
仅供内部参考，请勿外传！

正文目录

1. TCL 智家：ODM 行稳、OBM 致远，双轮出海打开成长空间 5
1.1. 公司概况：以冰箱 ODM 为基本盘，向全球化智慧白电平台升级 5
1.2. 股权结构：TCL 家电集团控股，控制权集中稳定，治理架构专业多元 11
2. 财务分析：收入扩张后高位企稳，毛利率中枢抬升夯实盈利质量 12
3. 行业分析：内稳外增，出口贡献主要增量 13
3.1. 冰箱冷柜：全球产销高位企稳，内销见顶回落，出口接棒成为增长引擎 14
3.2. 洗衣机：内销存量趋稳，出口高增延续、量质齐升 16
4. 核心竞争力：规模制造筑稳基本盘，品牌出海与全球化打开成长空间 17
4.1. 制造能力：规模筑壁垒、数智提效能、高端升价值 17
4.2. 商业模式：ODM 稳基本盘、OBM 提价值，双轮出海打开盈利弹性 19
4.3. 研发能力：投入与人才持续加码，技术沉淀驱动产品高端化 21
5. 盈利预测及投资建议 23
5.1. 盈利预测 23
5.2. 投资建议 25
6. 风险提示 25

图表目录

图 1 TCL 冰箱产品斩获 2026 冰箱行业三项权威大奖 5
图 2 TCL AI 超级筒热泵洗烘套装-核心亮点 5
图 3 公司发展历程 7
图 4 2022-2025 年 TCL 智家主要产品业务收入情况（单位：亿元） 9
图 5 2022-2025 年 TCL 智家主要产品业务毛利率情况 9
图 6 TCL 智家 2022-2025 年的生产量及产销率的变化 10
图 7 TCL 智家 2022-2025 年主营业务境内/境外营业收入情况 11
图 8 2022-2025 年 TCL 智家营业收入及毛利率情况 13
图 9 2022-2025 年 TCL 智家归母净利润及归母净利率情况 13
图 10 2022-2025 年 TCL 智家各项费用率变化 13
图 11 全球冰箱冷柜销量（万台） 14
图 12 全球冰箱冷柜产量（万台） 14
图 13 中国冰箱冷柜内销情况（万台） 15
图 14 中国冰箱冷柜出口情况（万台） 15
图 15 冰箱冰柜全球各地区出口情况（万台） 15
图 16 2025 年中国家用冰箱内销零售额占比情况 16
图 17 2025 年中国家用冰箱出口量占比情况 16
图 18 中国洗衣机内销情况（万台） 16
图 19 中国洗衣机出口情况（万台） 16
图 20 中国洗衣机整体销量（万台） 17
图 21 奥马高端风冷冰箱智能制造基地自动化生产线 18
图 22 2021-2025 年奥马冰箱净利润及净利率表现 19
图 23 TCL 洗衣机产品亮相 IFA 2025 20
图 24 TCL 冰洗产品 IFA 2025 展台展示 20
图 25 泰国冷柜工厂厂区整体图 21
图 26 泰国冷柜工厂厂房外观 21
图 27 公司 2022-2025 年每年年末研发人员情况 22
图 28 公司 2022-2025 年研发收入及占比情况 22
图 29 TCL 冰麒麟冰箱展示图-采用零下 40 度深冷晶态膜保鲜技术 23
图 30 TCL AI 超级筒洗衣机 T7R PRO 展示图 23



仅供内部参考，请勿外传！

表 1 截至 2026 年 6 月末前十大股东情况及持股比例 11
表 2 TCL 智家各项业务收入预测（单位：百万元） 24
表 3 可比公司估值表 25

1. TCL 智家：ODM 行稳、OBM 致远，双轮出海打开成长空间

1.1. 公司概况：以冰箱 ODM 为基本盘，向全球化智慧白电平台升级

TCL 智家前身为广东奥马电器股份有限公司，成立于 2002 年，于 2012 年 4 月在深圳证券交易所上市。公司早期深耕冰箱制造，以出口 ODM 业务起家；2021 年 TCL 家电入主、2023 年合肥家电注入后，逐步形成"ODM＋OBM"双轮驱动的发展模式：奥马冰箱以冰箱 ODM 出口为主，合肥家电以 TCL 自主品牌经营冰箱和洗衣机业务。近年来公司加速自有品牌出海，OBM 业务占比持续提升。

冰箱产品方面，公司持续向嵌入式、大容量及高端保鲜方向升级。TCL 品牌已拥有超薄零嵌、平嵌等产品系列，并围绕分子保鲜、零下 40℃深冷、磁场保鲜等技术持续迭代。2025 年推出的 TCL 双磁鲜冰箱搭载原创双磁鲜技术、双系统及净味技术，强化长效保鲜能力；奥马冰箱则进一步布局全嵌产品，推出全嵌 520 系列及全嵌母婴冰箱，通过零距离嵌入、独立母婴变温舱等设计满足高端化、细分化家庭储鲜需求。

洗衣机方面，公司以"大筒径、AI 智能洗护"构建差异化竞争力。公司全面升级 AI 超级筒系列：产品采用纯平全嵌美学设计，搭载 6.75 英寸灵犀智慧屏；AI 智慧洗 2.0 依托 TCL 伏羲大模型与 DeepSeek 语义大模型双引擎，配合 6 大传感器网络与双智能投放系统，实现衣物材质识别、脏污实时监测与生成式 AI 洗护方案定制；并首创"水氧除菌"技术，冷水除菌率达 99.99%，兼顾洁净与护衣。产品升级成效显著，2026 年上半年公司中高端洗衣机销量同比增长 103%，产品结构持续优化，高端化转型加速落地。

图 1 TCL 冰箱产品斩获 2026 冰箱行业三项权威大奖



资料来源：TCL 冰箱洗衣机公众号，华西证券研究所

图 2 TCL AI 超级筒热泵洗烘套装-核心亮点



资料来源：TCL 洗衣机天猫官方旗舰店，华西证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

公司全球化布局较为深入，产品出口覆盖欧洲、亚太、北美、拉美及“一带一路”沿线市场。奥马冰箱已连续 17 年位居中国冰箱出口全球总量第一、连续 18 年位居中国冰箱出口欧洲第一；2025 年在中国冰箱冷柜出口前十大目的国中，奥马冰箱在日本、法国、意大利的出口市占率位居第一，在德国、巴西、墨西哥、英国等市场位居第二或第三。合肥家电则重点深耕泰国、西班牙、菲律宾、法国等市场。

品牌建设方面，公司依托 TCL 全球品牌资源持续提升冰洗产品的海外影响力。TCL 冰箱及洗衣机通过 IFA、CES 等国际大型消费电子展会持续提升产品曝光度，并通过球队合作、体育营销等方式强化全球消费者认知。2025 年，TCL 成为奥林匹克全球合作伙伴，TCL 智家将以冰箱、洗衣机等产品为奥林匹克运动提供技术、产品及服务支持；同年，自由式滑雪运动员谷爱凌出任 TCL 全球品牌代言人，进一步强化公司全球化品牌建设与中高端品牌形象。

1.1.1. 发展历程：深耕冰箱主业，历经跨界调整，迈向全球化智慧白电

自 2002 年成立以来，公司以冰箱制造为核心，发展历程可划分为五个主要阶段。

2002 年至 2014 年，公司深耕冰箱主业并实现上市。公司成立初期长期深耕冰箱制造，以出口 ODM 业务为核心，依托规模制造与供应链优势逐步成长为国内领先的冰箱 ODM 出口商。2009 年，公司首次成为中国冰箱出口冠军，此后冰箱出口量持续位居全国第一；2012 年 4 月 16 日，公司在深交所挂牌上市（股票代码：002668），首发募集资金 4.55 亿元，为主业扩张注入资本动力。

2015 年至 2020 年，公司经历跨界多元化并回归主业聚焦。2015 年 10 月，赵国栋受让公司股份成为控股股东及实际控制人，公司一度跨界金融科技领域，形成"冰箱+金融科技"双主业格局；2018 年起，受金融科技行业监管趋严及相关业务风险暴露影响，公司经营业绩与流动性承压。2020 年 2 月，公司以 11.27 亿元对价向中山市国资背景专项基金及蔡拾贰等 8 位奥马冰箱核心管理团队成员转让奥马冰箱 49%股权，交易于当年 3 月完成交割；公司对奥马冰箱的持股比例由 100%降至 51%，仍纳入合并报表范围，该控股结构延续至今。

2021 年至 2022 年，公司经历控制权变更并重新回归白电主业。2021 年，TCL 家电集团通过司法拍卖及二级市场增持等方式取得公司股份，并于当年 5 月成为公司控股股东，实际控制人变更为李东生，公司正式进入 TCL 体系；入主后，TCL 家电为公司提供必要的资金支持，多名家电行业资深高管加入管理层。同年 8 月至 9 月，TCL 家电以 6 元/股要约收购公司 22.99%股份，完成后 TCL 家电及其一致行动人中新融泽合计持股比例升至约 50%。同期，公司全面终止金融科技相关业务并完成资产处置，经营重心重新回归冰箱、冷柜制造主业。

2023 年至 2024 年，公司进入白电资产整合及战略升级阶段。为履行控股股东关于解决潜在同业竞争的承诺，并进一步整合 TCL 体系冰洗资产，2023 年公司以 3.30 亿元现金收购 TCL 家用电器（合肥）有限公司 100%股权，交易于当年 12 月完成，公司由此成为 TCL 实业旗下唯一的冰箱、洗衣机研发、生产及销售主体。交易完成后，公司形成"奥马+TCL"双品牌及"ODM+OBM"协同发展的业务格局，产品矩阵及盈利稳定性进一步提升，与控股股东体系内的冰洗同业竞争问题随之解决。

股权结构方面，2023 年 3 月，公司董事会审议同意行使奥马冰箱 49%股权的回购权并向少数股东发出回购告知函；经多方权衡并与少数股东协商一致，公司于 2025 年 3 月公告决定不实施回购，认为维持现有股权比例有利于激励奥马冰箱管理团队，实现上市公司与中小股东、管理团队及地方政府的多方共赢。截至目前，公司对奥马冰箱 51%的控股结构保持不变。

仅供内部参考，请勿外传！

2024 年 5 月，公司名称变更为"广东 TCL 智慧家电股份有限公司"，证券简称由"奥马电器"变更为"TCL 智家"，战略定位升级为"致力于成为全球领先的智慧家电企业"，明确全球化与 AI 智慧家电两大发展方向。其中，智慧家电主要指通过智慧互联、生成式 AI、用户需求预测等技术，实现家电产品的互联互通、协同运作及自我学习优化，相关技术正持续融入公司冰箱、洗衣机产品。

2025 年至今，公司进入全球化、差异化及数智化转型阶段。合肥家电围绕"品牌引领价值、全球效率经营、聚焦中高端突围"的战略路径，重点向高增长新兴海外市场配置资源，其冰箱业务坚持"全球平台+区域配置"，针对不同区域需求实施本土化适配；洗衣机业务围绕"超级筒"IP 强化差异化产品竞争，加快向行业第一阵营迈进。**奥马冰箱**则践行"全球专业冰箱 ODM 供应商"的战略定位，持续深耕风冷技术，围绕经营效率、产品实力与品质保障提升竞争力，并通过全价值链数字化、智能化改造增强运营效率，为全球客户提供兼具品质与性价比的冰箱冷柜产品。公司增长模式正逐步由传统白电规模制造向全球化经营、产品升级及数智化提效转变。

图 3 公司发展历程



资料来源：公司官网，公司年报，华西证券研究所

1.1.2. 业务架构：冰箱冷柜稳居基本盘，洗衣机持续扩容

冰箱、冷柜业务：2025 年，公司冰箱冷柜业务实现收入 155.63 亿元，占总营收约 83.98%，是公司的核心业务；收入较 2022 年的 98.10 亿元明显提升，2022—2025 年复合增速约 16.6%（注：2022 年数据为 2023 年同一控制下合并合肥家电后的追溯重述口径）。**分年度看，2022 年**受俄乌冲突、海外高通胀及渠道库存高企影响，行业出口表现疲软，当年中国冰箱冷柜出口量同比下降 21.8%、其中对欧洲出口下降 42.0%，公司出口需求短期受抑制；**2023 年**，在上年低基数基础上，海运费价格回落、海外客户库存恢复正常，带动出口及内销订单增长，收入同比增长 32.39%；**2024 年**收入进一步增长 19.45%，主要受销量提升（当年冰箱冷柜销量达 1,654 万台，同比增长 17%）、法国、巴西等海外市场拓展以及 280 万台高端风冷冰箱项目一期上量带动；**2025 年**在高基数下收入增速放缓至 0.32%，但销量进一步增至 1,682 万台，出口量同比增长 5.9%，泰国、墨西哥等新兴市场保持较快增长，收入维持在 155 亿元以上的高位。

仅供内部参考，请勿外传！

毛利率方面，冰箱冷柜由 2022 年的 21.44%升至 2023 年的 25.39%，主要受铜、铝等大宗原材料及海运费价格回落、持续降本控费以及产品结构优化带动；2024 年微降 0.31 个百分点至 25.08%；2025 年明显回升至 27.28%，高端风冷冰箱智能制造项目全面投产、产品结构向高端大容量风冷产品升级以及智能制造提效，共同支撑盈利能力改善。从经营表现来看，冰箱冷柜业务收入规模已趋于稳定，增长动能正逐步由销量扩张转向产品结构升级与效率提升。

2026H1，冰箱冷柜业务实现收入 82.06 亿元，同比增长 1.97%，延续高位平稳态势；毛利率 25.74%，同比提升 0.39 个百分点。冰箱冷柜业务方面，出口支撑作用明显，第三方数据显示，TCL 合肥家电冰箱出口销量增速超行业 13.27%。产能端，泰国 30 万台冷柜分厂已基本实现满产运行，140 万台冰箱工厂加紧建设，海外制造能力持续完善。

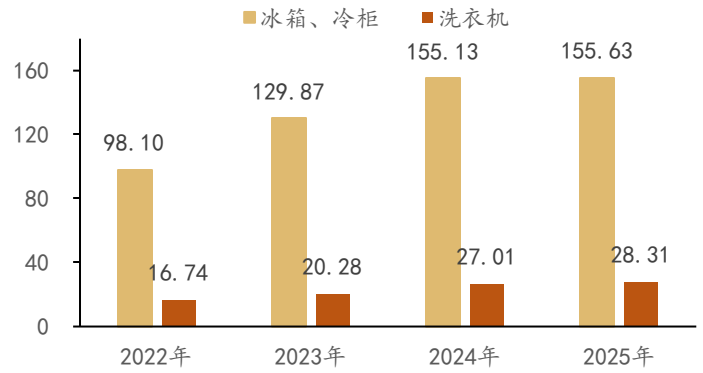
洗衣机业务：2025 年，公司洗衣机业务实现收入 28.31 亿元，占总营收约 15.28%，较 2022 年的 16.74 亿元明显提升，2022—2025 年收入复合增速约 19.1%，增速略快于冰箱冷柜业务。**2024 年**洗衣机收入同比增长 33.19%至 27.01 亿元，主要受"超级筒"新品放量带动销量快速提升：当年 3 月公司发布首款"超级筒"洗衣机，以 540mm 超大筒径实现 1.2 的洗净比、创行业新高，全年洗衣机销量达 356 万台、同比增长 39%，远超行业增速；国内销量跃居行业前三。**2025 年**收入进一步增长 4.81%至 28.31 亿元，增长动力主要来自海外市场：全年洗衣机销量 358 万台，其中出口量同比大幅增长 37.5%；当年 3 月公司发布第二代超级筒"大眼萌超级筒"，以 TCL 伏羲大模型为核心智能优化洗涤方案、洗净比进一步提升至 1.33，TCL 洗衣机出口西班牙、菲律宾的销量占比均位列中国企业前三。

毛利率方面，洗衣机由 2022 年的 11.21%提升至 2023 年的 12.26%，2024 年回落至 10.38%，2025 年则明显恢复至 13.68%。从经营表现来看，2024 年洗衣机业务在收入快速增长的同时毛利率阶段性承压，或与业务仍处于快速扩量阶段有关；2025 年，随着“超级筒”产品持续迭代、产品结构优化以及智慧工厂降本增效持续推进，业务毛利率明显回升，盈利能力有所改善。

2026H1，洗衣机业务实现收入16.13亿元，同比增长18.53%；其中超薄大筒径洗衣机收入同比增长 74.43%，中高端洗衣机销量同比增长 103%，TCL 合肥家电洗衣机出口销量增速超行业 14.23%，第二增长曲线逐步明晰。毛利率 11.02%，同比微降 0.36 个百分点，仍处规模爬坡阶段。

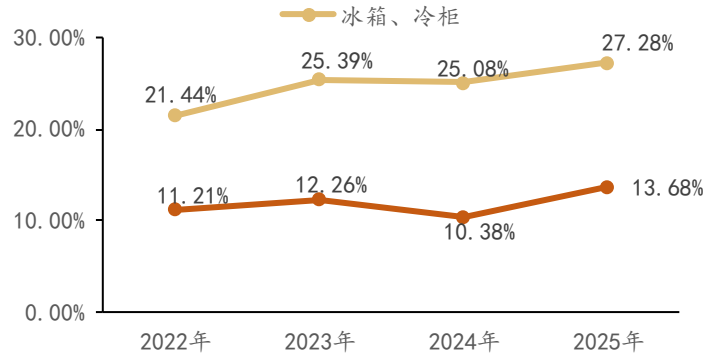
仅供内部参考，请勿外传！

图 4 2022-2025 年 TCL 智家主要产品业务收入情况（单位：亿元）



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 5 2022-2025 年 TCL 智家主要产品业务毛利率情况

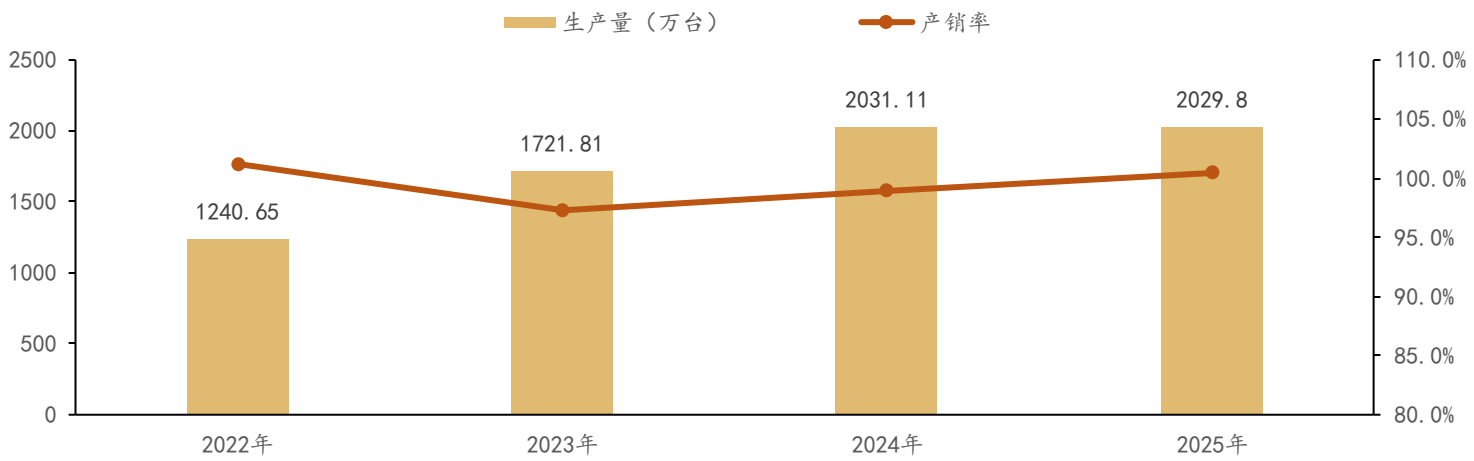


资料来源：公司年报，华西证券研究所

产能持续扩张，产销率维持高位。2022—2024 年，公司生产量由 1,240.65 万台快速提升至 2,031.11 万台（2022 年数据为追溯重述口径），2025 年基本稳定在 2,029.80 万台，反映高端冰箱产能释放及海内外市场拓展带动下，公司生产规模显著扩大。**产销率来看，2023 年产销率阶段性回落**，主要是订单恢复背景下公司扩大生产及期末备货，生产量增速（38.78%）高于销售量增速（33.38%）所致；2024 年新兴市场需求旺盛、海外库存处于低位，公司海外业务快速拓展，为产能消化提供支撑，当年度销售量同比增长 19.96%，高于生产量 17.96%的增速，产销率回升至约 98.9%。2025 年销售量同比小幅增长 1.47%，而生产量基本持平，推动产销率升至约 100.5%；当年度冰箱冷柜出口量同比增长 5.9%，洗衣机出口亦保持较快增长，海外市场继续支撑产品销售。

整体来看，公司在生产规模显著扩大的同时保持了较高的产销匹配度，2023 年扩产备货带来的阶段性回落此后逐步消化，2025 年产销率重新回升至 100%左右，库存压力亦得到有效消化。

图 6 TCL 智家 2022-2025 年的生产量及产销率的变化



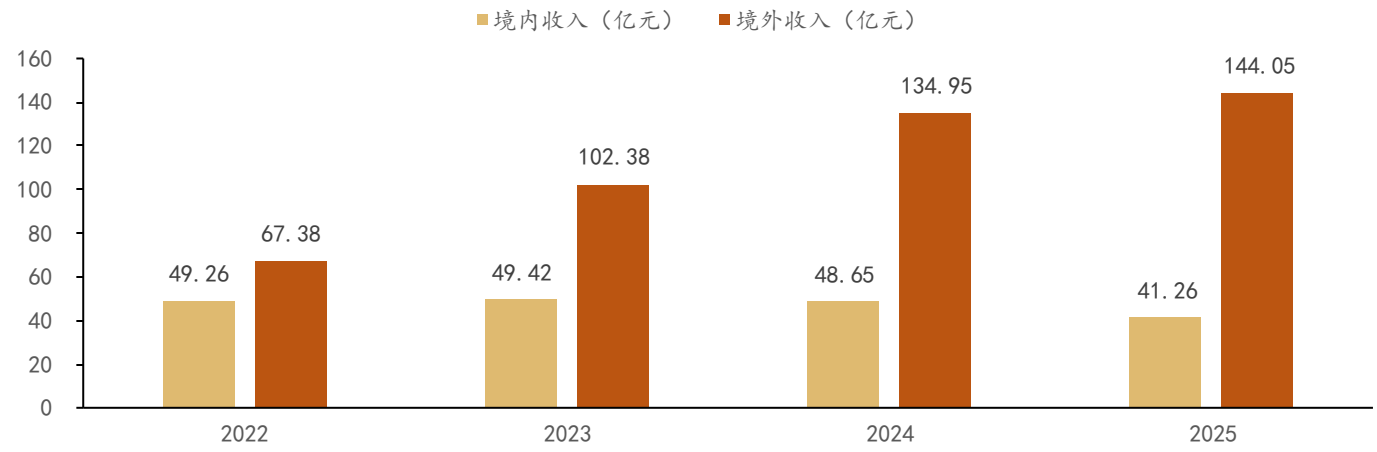
资料来源：公司年报，华西证券研究所

1.1.3. 全球布局：海外收入占比持续提升，加速全球市场与供应链布局

海外收入占比持续提升，全球化成为公司核心增长方向。2022—2025 年，公司境外收入占比由 57.77%提升至 77.73%（2022 年为追溯重述口径）；2025 年境外收入达 144.05 亿元，同比增长 6.74%。盈利能力方面，2025 年境外业务毛利率达 27.35%，较境内业务（17.83%）高出约 9.5 个百分点，海外业务已成为公司收入与毛利的双重支柱。2026 年 H1，境外收入 84.07 亿元，同比增长 16.01%，占营收比重升至 84.63%；同期境内收入 15.27 亿元，同比下降 31.51%，"外热内冷"格局延续。结构升级同步推进，海外自有品牌收入同比增长 77.07%，其中欧洲、北美市场增速均超 100%。

海外市场覆盖持续拓宽，由欧洲优势市场向亚太、北美及拉美等区域延伸。奥马冰箱长期深耕欧洲市场，并在保持欧洲出口领先优势的同时持续拓展亚太、北美、拉美及“一带一路”沿线市场，奥马冰箱 2025 年在泰国、墨西哥的出口销量同比增速均超过 80%；合肥家电则重点布局泰国、菲律宾、法国、西班牙等东南亚及欧洲标杆市场，2025 年 TCL 冰箱出口韩国占中国企业出口韩国总量 5.1%，TCL 洗衣机出口西班牙和菲律宾占比分别达到 18.4%和 12.0%。此外，公司持续推进东南亚智能生产制造基地建设，优化全球供应链布局，2025 年 9 月，奥马冰箱泰国制造基地项目正式启动，计划投资 6.8 亿元建设冰箱工厂、冷柜工厂及配件制造中心，完善海外制造能力；一期冷柜分厂已于 2026 年 1 月投产、二期冰箱工厂预计 2027 年年中建成。

图 7 TCL 智家 2022-2025 年主营业务境内/境外营业收入情况



资料来源：公司年报，华西证券研究所

1.2.股权结构：TCL 家电集团控股，控制权集中稳定，治理架构专业多元

公司股权结构较为集中，TCL 家电集团为控股股东，实际控制人为李东生先生。截至 2026H1 末，TCL 家电集团直接持有公司 544,105,232 股，占总股本 50.19%。2026 年 4 月，原一致行动人中新融泽因投资退出需求，通过大宗交易将其持有的 23,138,065 股（占总股本 2.13%）全部转让予 TCL 家电集团后退出，公司控股股东及实际控制人未发生变化，控制权稳定。股权向上穿透来看，TCL 实业控股股份有限公司为 TCL 家电集团控股股东，李东生先生为公司实际控制人。

董事会架构来看，公司形成“TCL 产业背景董事+外部独立董事”相结合的治理结构。截至 2026H1 末，公司董事会由 7 名董事组成：董事长由彭攀担任，其现任 TCL 实业控股首席财务官、TCL 电子执行董事；其余 3 名非独立董事陈绍林、孙然、宋红海分别来自 TCL 空调、TCL 家电集团及 TCL 实业资本市场等业务与管理条线，均具有 TCL 体系任职背景；独立董事 3 名，分别为卢馨、刘宁及赵宝全，分别具备会计与公司治理、企业管理以及人工智能与计算机技术等专业背景，形成产业经验、资本运作与外部专业监督相结合的治理体系。

表 1 截至 2026 年 6 月末前十大股东情况及持股比例

仅供内部参考，请勿外传！

股东名称	持股数（股）	占总股本比例
TCL 家电集团有限公司	544,105,232	50.19%
西藏金梅花科技有限公司	33,728,510	3.11%
香港中央结算有限公司	26,285,660	2.42%
武汉株信睿康科技有限责任公司	22,500,000	2.08%
刘展成	12,474,064	1.15%
李虹	10,611,200	0.98%
钮美玲	9,410,880	0.87%
林文尧	6,745,762	0.62%
高盛国际-自有资金	6,011,045	0.55%
国淑花	4,103,800	0.38%
合计	675,976,153	62.35%

资料来源：公司年报，华西证券研究所

2.财务分析：收入扩张后高位企稳，毛利率中枢抬升夯实盈利质量

收入与毛利：规模跃升后高位企稳，毛利率持续抬升。公司营业收入由 2022 年的 116.63 亿元增至 2025 年的 185.31 亿元，三年复合增长约 16.6%（2022 年为追溯重述口径）；其中 2023 年（+30.15%）、2024 年（+20.96%）在海外补库、新兴市场开拓带动下快速扩张，2025 年高位企稳、同比微增 0.93%。毛利率由 2022 年的 19.90%提升至 2025 年的 25.23%，累计抬升逾 5 个百分点；2025 年毛利率同比提升约 2.2 个百分点，主要系中高端产品占比提升及高毛利率的境外业务收入占比进一步提高所致。收入平稳、毛利率上行，为利润改善奠定基础。

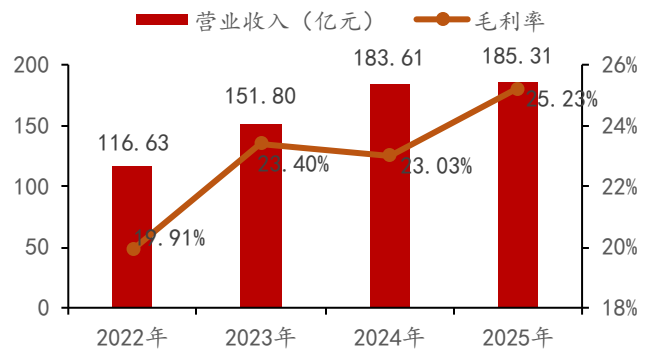
2026H1，公司实现营业收入 99.34 亿元，同比增长 4.83%，再创同期历史新高；整体毛利率 23.28%，同比基本持平。拆分来看境外业务收入、洗衣机业务为收入增长主贡献点，2026H1 境外收入 84.07 亿元/同比+16.01%；洗衣机收入 16.13 亿元/同比+18.53%。

盈利表现：归母净利润三年增长 142%，净利率逐年上行。归母净利润由 2022 年的 4.64 亿元增至 2025 年的 11.23 亿元，累计增长约 142%；归母净利率由 3.98%逐年提升至 6.06%。其中 2024 年在毛利率小幅回落背景下净利率仍逆势上行，表明利润改善的驱动已从毛利端延伸至费用端，盈利质量持续提升。

2026H1，公司归母净利润 5.12 亿元/同比-19.88%；对应归母净利率为 5.15%，同比-1.58pcts。归母净利润下滑主要是人民币升值产生汇兑损失（1.98 亿元）所致，剔除汇兑损益影响的归母净利润为 6.28 亿元/同比+6.24%，高于同期营收增速。

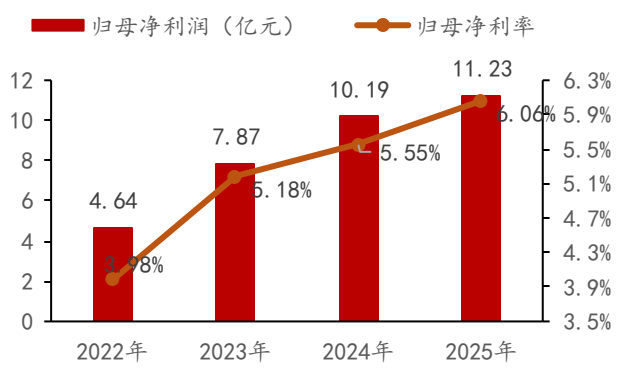
仅供内部参考，请勿外传！

图 8 2022-2025 年 TCL 智家营业收入及毛利率情况



资料来源：公司年报，华西证券研究所

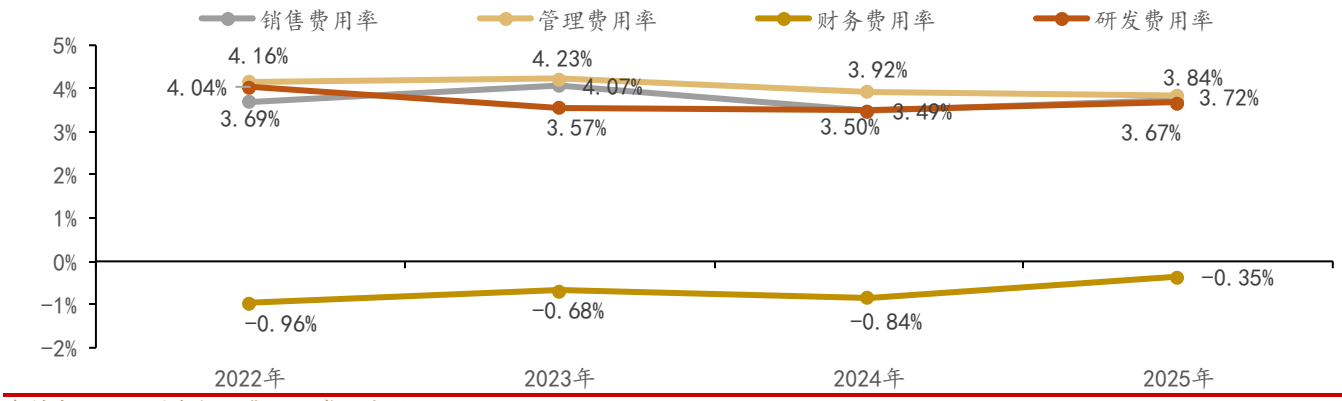
图 9 2022-2025 年 TCL 智家归母净利润及归母净利率情况



资料来源：公司年报，华西证券研究所

费用率稳中有降，研发投入持续加码。销售费用率稳定在 3.5%—4%的较低区间，与公司 ODM 出口为主的 B 端商业模式相匹配；管理费用率小幅下行，财务费用率持续为负，对利润形成正贡献。研发费用绝对额由 2022 年的 4.70 亿元持续增至 2025 年的 6.80 亿元，费用率 2024 年、2025 年两年增长。截至 2025 年末，公司拥有研发人员 1,296 名、授权专利 2,725 项（当年新增 363 项）；产能端，280 万台高端风冷冰箱项目已于 2025 年初全面投产，泰国制造基地于 2025 年 9 月启动，研发与产能投入共同支撑产品结构向中高端升级。

图 10 2022-2025 年 TCL 智家各项费用率变化



资料来源：公司年报，华西证券研究所

短期偿债：流动性指标持续改善，营运效率提升。2022—2025 年流动比率由 0.95 升至 1.15、速动比率由 0.78 升至 0.99，2024 年流动比率首次超过 1。2025 年末存货同比下降 12.80%，合肥家电存货周转天数同比加快 2.6 天。在收入高基数背景下短期偿债能力仍持续改善，反映营运资金管理效率提升。2026 年 6 月末，公司流动比率 1.18，较 2025 年末（1.15）继续改善；存货 15.88 亿元、与年初基本持平。

3.行业分析：内稳外增，出口贡献主要增量

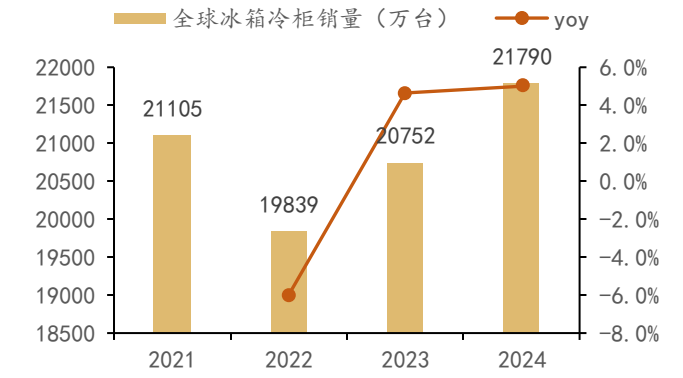
仅供内部参考，请勿外传！

3.1.冰箱冷柜：全球产销高位企稳，内销见顶回落，出口接棒成为增长引擎

全球冰箱冷柜市场已步入成熟期，产销规模达历史高位。2021 年全球冰箱冷柜销量达 2.1 亿台，2022 年受海外高通胀与渠道去库存影响回落至约 1.98 亿台；2023 年起连续恢复，2024 年销量约 2.2 亿台、产量约 2.3 亿台，均超越 2021 年同期水平、创历史新高；2025 年产销规模维持高位，全球产量约 2.3 亿台、同比微降 0.2%，销量保持低速正增长。

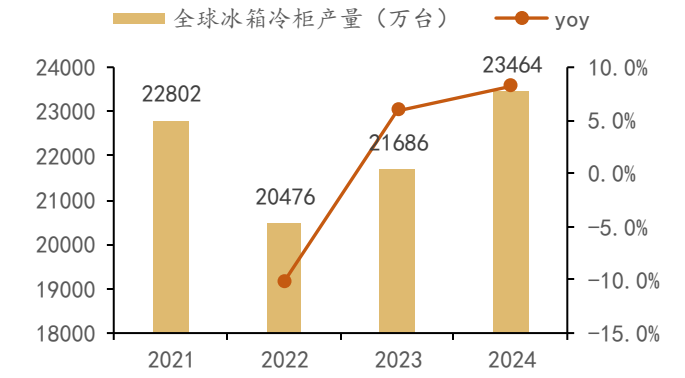
从库存周期看，2021—2024 年产量与销量波动方向一致，但产量波动幅度持续大于销量，呈现典型的库存周期特征：需求下行期（2022 年）企业集中减产去库，需求回暖期（2023—2024 年）集中排产补库，渠道库存的放大效应使产量端弹性显著高于销量端。2025 年产量微降而销量微增、排产回归谨慎，或是本轮补库周期基本结束、渠道库存回归常态的表现，行业或将重回由终端需求主导的低速增长轨道。

图 11 全球冰箱冷柜销量（万台）



资料来源：产业在线，华西证券研究所

图 12 全球冰箱冷柜产量（万台）



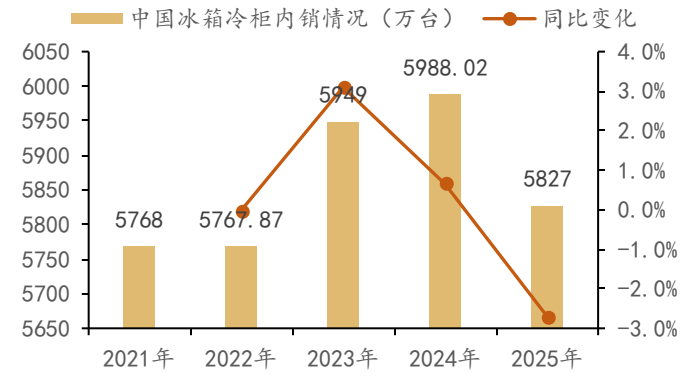
资料来源：产业在线，华西证券研究所

内销见顶回落，出口成为行业核心增长引擎。聚焦中国冰箱冷柜销售市场，销售结构来看，中国冰箱冷柜市场呈“内稳外增”态势，**内销端，**2021 年以来冰箱冷柜内销规模稳定在 5700 万—6000 万台窄幅区间，2023 年消费复苏带动内销向好，2024 年以旧换新政策拉动下内销继续冲高，2025 年回落至 5827 万台、同比下滑约 3%，主要是下半年国补拉动效应递减叠加高基数所致。**出口端，**2025 年中国冰箱冷柜出口量达 8188 万台，同比增长 4.8%，出口量自 2023 年以来逐年攀升，销售量级远超内销水平，行业增长重心外移趋势明显。

出口区域结构分化：增量集中于非洲、南美新兴市场，传统核心市场欧洲、北美均现回落，但幅度与成因迥异。分区域看，出口增量高度集中于非洲、南美两大新布局市场：25 年对非洲出口 931 万台/同比+36.1%，较 22 年同期+123.8%；对南美出口 1322 万台/同比+16.0%，较 22 年同期+437.4%。25 年对欧洲、北美两大过往核心市场出口量有所下滑，25 年中国冰箱冷柜向欧洲出口 2296 万台/-3.7%，较 22 年同期+64.8%，因欧洲能源短缺抬高本土冰箱冷柜制造成本、进口依赖度增加等原因，22-24 年中国冰箱冷柜向欧洲出口量持续攀升；25 年出口量同比略有下滑，可能是高基数叠加欧洲终端消费受通胀压制因素影响所致。对北美出口 1173 万台/同比大幅下滑 20.6%，较 22 年同期-25.6%，主要系 2025 年美国对自华进口家电加征高额关税所致。

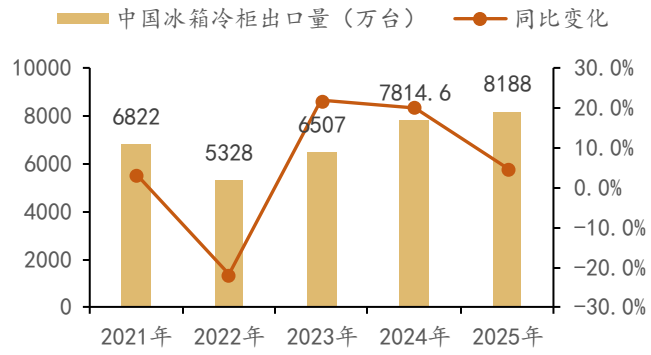
仅供内部参考，请勿外传！

图 13 中国冰箱冷柜内销情况（万台）



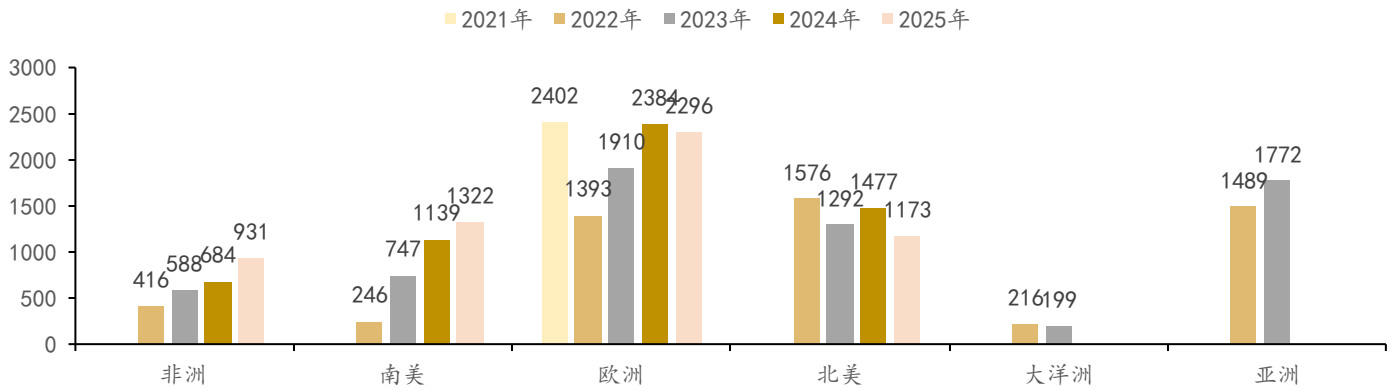
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 14 中国冰箱冷柜出口情况（万台）



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 15 冰箱冰柜全球各地区出口情况（万台）

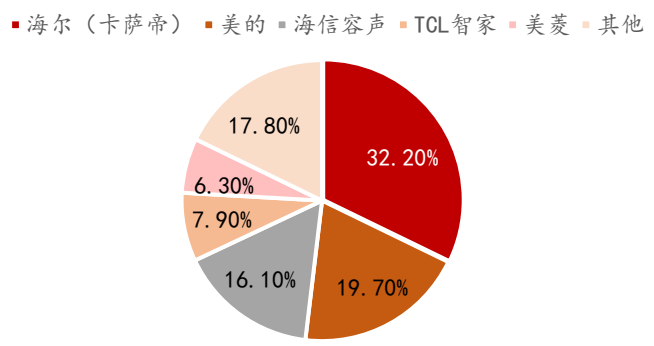


资料来源：公司年报，华西证券研究所

内外销格局分化，TCL 智家出口份额居首。2025 年冰箱内销零售额份额前三为海尔（卡萨帝）32.2%、美的 19.7%、海信容声 16.1%，TCL 智家以 7.9%居第四；出口量份额中，TCL 智家以 21.4%位居行业第一，领先第二名海信容声（18.2%）3.2 个百分点，美的、海尔（含卡萨帝）分别为 15.3%、12.5%。

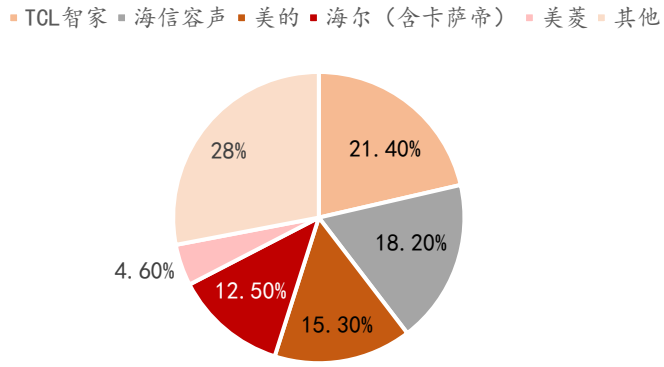
仅供内部参考，请勿外传！

图 16 2025 年中国家用冰箱内销零售额占比情况



资料来源：华经产业研究院，华西证券研究所

图 17 2025 年中国家用冰箱出口量占比情况



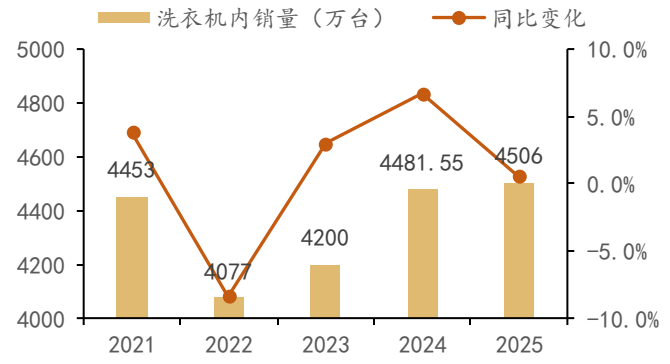
资料来源：华经产业研究院，华西证券研究所

3.2.洗衣机：内销存量趋稳，出口高增延续、量质齐升

内销方面，洗衣机内销出货常年稳定在 4000 万—4600 万台区间，2025 年内销出货量约 4506 万台、同比 +0. 6%（产业在线口径，出货端）；零售口径下，奥维云网全渠道推总销量 4166 万台、同比 -3. 2%，零售额 963 亿元、同比 -4. 6%。

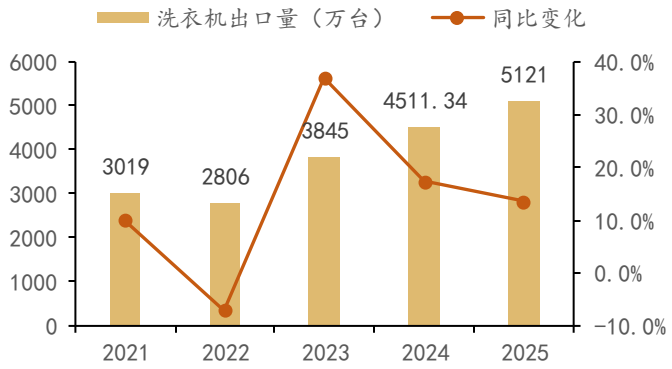
出口方面，洗衣机出口量连续三年高增，2025 年达 5121 万台（同比+13. 5%）；拆分来看，近年我国洗衣机出口量复合增速达 10. 6%，且滚筒机型出口占比由 40%提升至 55%，量价结构同步升级。区域表现与冰箱行业大体一致、唯欧洲分化：对南美+36. 0%、非洲+30. 8%，同属新兴市场渗透逻辑；对欧洲出口逆势+19. 9%，能源紧缺下欧洲能效升级需求与中国高能效滚筒产品相契合，推动对欧出口连续三年两位数增长。

图 18 中国洗衣机内销情况（万台）



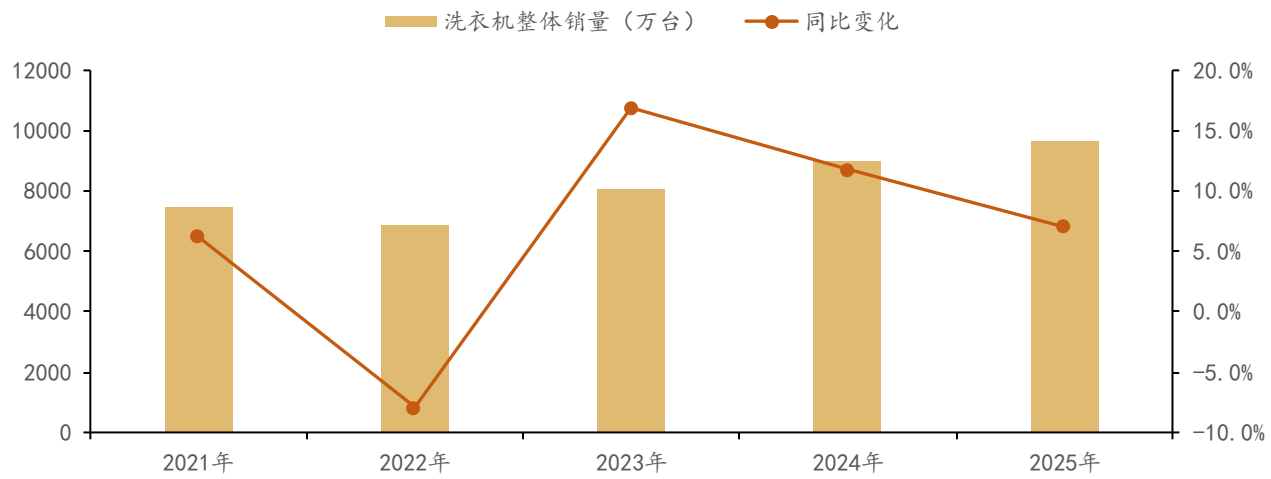
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 19 中国洗衣机出口情况（万台）



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 20 中国洗衣机整体销量（万台）



资料来源：公司年报，华西证券研究所

4.核心竞争力：规模制造筑稳基本盘，品牌出海与全球化打开成长空间

4.1.制造能力：规模筑壁垒、数智提效能、高端升价值

千万台级出货与新增产能构成规模制造优势。根据 2025 年报，当年度奥马冰箱年出货量超过 1,400 万台，连续 17 年位居中国冰箱出口销量第一；公司全球产能超过 2,000 万台。冰箱制造方面，规模直接决定单位折旧、采购议价与产线切换成本，千万台级出货所摊薄的固定成本，构成中小 ODM 厂商难以复制的进入壁垒，也是公司承接海外品牌客户大规模、多品类订单的产能基础。

自动化与数字化制造体系，构成规模效应的效率与品质底座。公司近年通过多方面举措推动制造端优化升级，当前已形成较为完善的自动化与数字化制造体系，且体系仍在向智能化纵深演进；

1）自 2019 年开始启动数字化智能化转型，合肥家电智慧工厂体系是公司智能/数字化建设的优秀范本，已构建覆盖全链条的自动化生产线和数据透明化管理体系，具备多项优势：a）关键设备自动化程度及设备稳定性高；b）“研发-制造-销售”全过程大数据覆盖且内部数据互联，管理实现自动化；c）通过内部防呆设计及制造过程中防呆自动化应用，极大提高产品稳定性和精细化水平；d）通过设备自动化应用推广，劳动强度岗位实现自动化替代率 80%以上。

2）持续优化升级 MES 系统，通过制造执行系统（MES）获取产品制造过程中相关数据概览，依此追踪、测试配件及关键品质控制点，有效推动产品返修率下行；2021-2025 年间，奥马冰箱返修率下降 60%-70%。**3）AI 延伸优化生产能力，**奥马冰箱正构建覆盖研发、采购、生产、销售全业务环节的"842 数字化管理平台"，并以 Dify 开源 LLM 应用平台为核心技术基座，自研 AI 智能体作为核心业务执行单元，推进 AI 产线、AI 智能园区、AI 安全检测三大场景落地。根据 TCL 智家 2026 年半年报，

仅供内部参考，请勿外传！

公司国内冰箱工厂部分单线日产已突破 4,000 台，人工成本、制造费用下降与单线产出提升同步出现，反映公司在扩大规模的同时持续改善单位制造效率。

公司年产 280 万台高端风冷冰箱智能制造项目于 2022 年获中山市生态环境局审批，2025 年全面投产。在冰箱市场总量趋稳、价值量提升成为主要增长方向的背景下，公司高端风冷产能释放有望提高大容量、风冷及高附加值产品的供给能力，高端大容量风冷产品出货占比稳步提升，推动制造优势由传统的规模与成本领先，向"效率 + 产品结构 + 价值量"升级。

图 21 奥马高端风冷冰箱智能制造基地自动化生产线



资料来源：TCL 智家官网，华西证券研究所

整体来看，制造能力是 TCL 智家商业模式的底层支撑，其壁垒沿"规模—效率—结构"三个层面递进。规模层面，千万台级出货与 2,000 万台级产能摊薄单位固定成本、强化采购议价能力，构成中小 ODM 厂商难以复制的成本壁垒，也是公司承接海外品牌客户大规模、多品类订单的产能基础；**效率层面**，自动化与数字化体系将规模优势沉淀为品质与效率优势，返修率下降 60%-70%、单线日产突破 4,000 台等指标改善，构成 ODM 业务成本领先的直接来源；**结构层面**，280 万台高端风冷项目投产补齐高端供给能力，使制造端得以承接并放大产品结构升级带来的价值量提升。三层壁垒相互强化：规模为效率投入提供摊薄空间，效率反哺品质稳定性，品质与高端产能又反过来巩固大客户黏性与订单结构。

往后看，在冰箱行业总量趋稳、存量竞争深化的背景下，规模扩张的边际贡献趋于递减，公司制造能力的竞争重心预计由"扩规模"转向"提效率、优结构"。 一方面，"842 数字化管理平台"与 AI 场景的纵深落地有望继续压低单位制造成本、提升产线柔性，效率改善仍有空间；另一方面，高端风冷产能爬坡与海外基地协同（详见 4.2 节）有望推动高附加值产品占比提升，制造优势由"规模成本单一驱动"向"成本、效率、价值复合驱动"演进，为 ODM 基本盘的盈利韧性与 OBM 转型的产品支撑提供底层保障。

仅供内部参考，请勿外传！

4.2.商业模式：ODM 稳基本盘、OBM 提价值，双轮出海打开盈利弹性

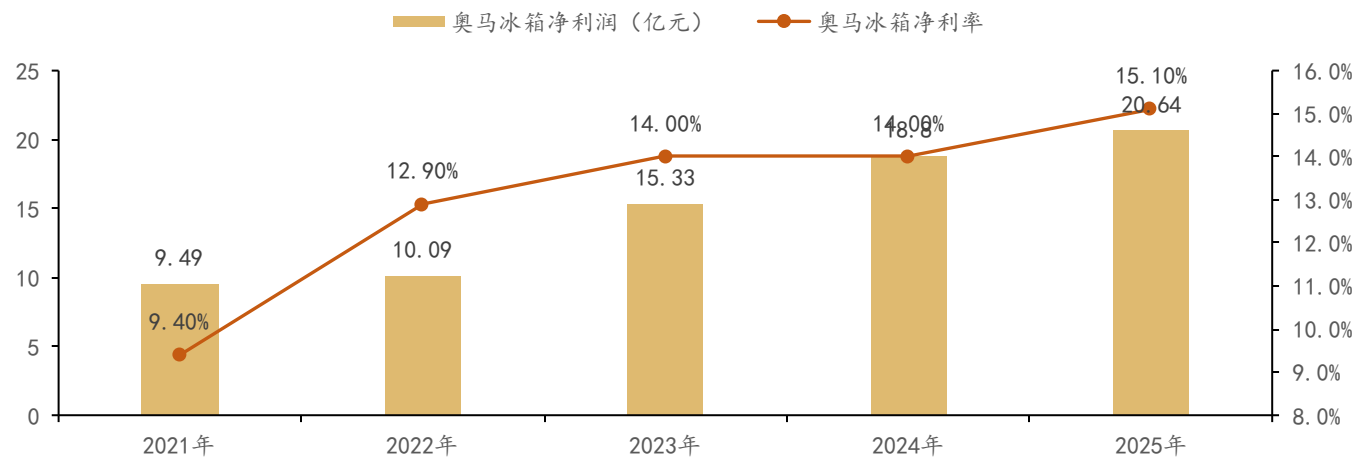
4.2.1.ODM 业务：轻营销、低费用，构筑稳定利润基础

ODM 业务面向海外品牌客户，形成区别于品牌型白电企业的费用结构。奥马冰箱定位"全球专业冰箱 ODM 供应商"，为全球 130 多个国家和地区的 2,000 余个合作伙伴提供冰箱研发与制造服务；相较直接面向消费者的自主品牌业务，ODM 业务部分终端品牌推广、渠道营销及销售服务由客户承担，推动公司整体销售费用维持较低位。

从客户结构来看，公司当前客户结构分散、单一客户依赖度较低，2025 年公司前五名客户合计销售金额 52.52 亿元、占年度销售总额的 28.34%。从业务成长能力来看，2025 年奥马冰箱出口泰国、墨西哥销量同比增速超 80%，出口日本、巴西、波兰、韩国等国家销量增速亦高于行业水平。

从业务营收及利润贡献来看，2025 年奥马冰箱实现营业收入 136.93 亿元、约占上市公司营业收入的 74%，其中海外收入占比约 85%；2025 年实现净利润 20.64 亿元、对应净利率为 15.10%，均创历史新高。基于多年中国冰箱出口销量第一所验证的客户黏性与订单稳定性，ODM 业务为公司提供了低波动、可预期的盈利基础。

图 22 2021-2025 年奥马冰箱净利润及净利率表现



资料来源：公司年报，华西证券研究所

从"以量取胜"到"量价齐升"，需求、产品、产能三重支撑打开 ODM 业务中长期空间。ODM 业务是公司营业收入的主要支撑点，往后看，其增长逻辑正由单一规模优势转向"需求有韧性、产品能升级、产能可复制"的三重支撑。

需求端：全球冰箱冷柜出口基本盘稳固，新兴市场接棒传统市场贡献增量。据海关总署统计，2025 年我国冰箱出口 8,165 万台，同比增长 1.7%；出口金额 102.59 亿美元，同比增长 1.9%，出口均价约 125.6 美元/台，金额增速高于数量增速；据产业在线，2025 年我国冰箱出口同比增长 4.2%、冷柜出口同比增长 5.9%，其中对非洲出口突破 500 万台、同比增长 42.7%创历史新高，欧洲、北美市场则有所回落，需求重心继续向新兴市场迁移。从公司 ODM 业务各国实际出口表现来看，根据 TCL 智家

2026 年 7 月 10 日投资者关系活动记录表，2025 年，奥马冰箱出口泰国、墨西哥销量同比增速超 80%，出口日本、巴西、波兰、韩国等国家销量增速亦高于行业水平，代工业务竞争优势显著。行业出口金额/出口量上行趋势较为明显、新兴市场开拓进度快且需求得到验证，ODM 业务后续增长动能充足。

产品端：订单结构向中高端迁移，均价和盈利水平有望同步提升。海外需求正向大容积、高端化集中，根据产业在线，2025 年中国大白电外销呈"规模稳增、产品分化、结构升级"特征，大容积冰箱外销量显著增长；公司中高端产能发力倾向明显，年产 280 万台高端风冷冰箱智能制造项目投产；展望未来，中高端产能供给能力的释放，将使公司得以承接更多大容积、高能效的中高端 ODM 订单，业务增长有望从"以量取胜"转向"量价齐升。

产能端：海外本地制造实现"单点突破"，泰国基地奠定全球产能体系基础。泰国基地一期 30 万台产能已建成投产，新增规划产能 140 万台；根据新浪新闻，奥马冰箱总裁姚友军在接受媒体采访时表示，泰国工厂产能将约占奥马未来总产能的十分之一，核心零部件仍由中国输出，形成“国内技术中枢+海外制造支点”的协同模式。

4.2.2.OBM 业务：品牌出海放量，产能出海护航

自有品牌（OBM）业务加速放量，海外收入高增验证品牌出海成效。全资子公司合肥家电负责 TCL 品牌冰箱、洗衣机业务的研发和生产，是公司 OBM 业务的核心载体（公司实行"TCL"与"奥马"双品牌运营），海外拓展依托 TCL 品牌与集团渠道资源；"奥马"自主品牌的海外认可同步积累，奥马母婴冰箱获 IFA 2025"年度设计创新成果"奖、奥马冰箱获 2026 中国冰箱行业"出口高端品牌"荣誉。据 TCL 智家 2026 年半年报，公司上半年海外收入 84.07 亿元，同比增长 16.01%，其中海外自有品牌收入同比增长 77.07%；合肥家电上半年海外业务收入同比增长 35.7%，延续高速增长态势。

TCL 品牌冰洗已在部分海外市场进入中国出口企业前列。2025 年，TCL 冰箱出口韩国销量占中国冰箱出口韩国销量的 5.1%，位列中国企业第四；TCL 洗衣机出口西班牙和菲律宾销量占比分别为 18.4%和 12.0%，均位列中国企业第三。韩国、西班牙和菲律宾等市场的出口排名和销量占比表明，TCL 品牌冰洗已在部分海外市场形成一定销售基础。

顶级赛事 IP 与展会营销放大 OBM 品牌声量。根据科技日报，2025 年 2 月，TCL 与国际奥委会签约成为奥林匹克全球合作伙伴，将以电视、空调、冰箱、洗衣机等为主的智能终端为奥运会和残奥会提供技术、产品与服务支持；根据国家知识产权局介绍，奥林匹克全球合作伙伴采用行业排他性授权模式，每四年为一周期，成员享有全球奥林匹克知识产权使用权及排他性营销权。2025 年 8 月，自由式滑雪运动员谷爱凌出任 TCL 全球品牌代言人。TCL 智家在 2026 年 3 月投资者关系活动中明确表示，公司将以冰箱、洗衣机为奥林匹克运动提供技术、产品与服务支持。

TCL 冰洗产品于 2025 年 9 月亮相柏林 IFA 2025，TCL 冷布丁冰箱与 TCL AI 超级筒洗衣机双双摘得"中国家用电器创新成果"年度技术/产品创新成果奖。顶级赛事权益为冰洗品类提供了低成本的全球顶级曝光入口：2025 年公司自有品牌海外业务收入同比增长 115%，2026 年上半年延续高增态势，品牌营销对 OBM 放量的撬动作用已经显现。

图 23 TCL 洗衣机产品亮相 IFA 2025

图 24 TCL 冰洗产品 IFA 2025 展台展示



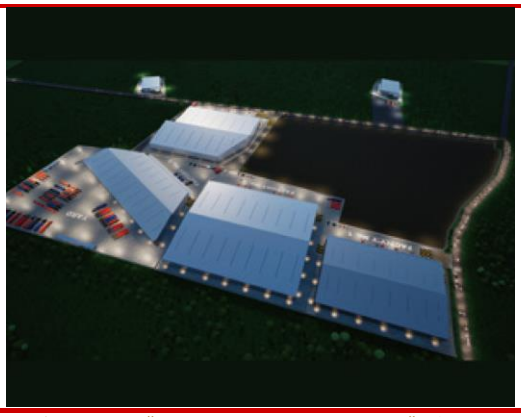
资料来源：TCL 智家官网，华西证券研究所



资料来源：TCL 智家官网，华西证券研究所

从"产品出海"到"产能出海"，海外本地制造构筑关税、汇率与交付三重优势。2025 年 9 月，奥马冰箱泰国制造基地正式启动，计划投资约 6.8 亿元，一期计划投产 30 万台冷柜产能分厂；据 2026 年半年报，该分厂已基本实现满产运行，140 万台冰箱工厂同步在建，公司在 2026 年 5 月投资者关系活动记录中预计其于 2027 年投产。我们认为，海外制造具备三大优势：一是就近交付可规避对华关税、压降海运成本与交付周期，将外部贸易环境的不确定性转化为交付端的确定性；二是成本货币与外币收入相匹配，形成天然的汇率对冲；三是贴近客户的本地交付有助于进一步嵌入国际品牌区域供应链，对 ODM 与 OBM 双轮形成共同支撑。

图 25 泰国冷柜工厂厂区整体图



资料来源：奥马冰箱《Cooling Manufacturing》智能制造册，华西证券研究所

图 26 泰国冷柜工厂厂房外观



资料来源：奥马冰箱《Cooling Manufacturing》智能制造册，华西证券研究所

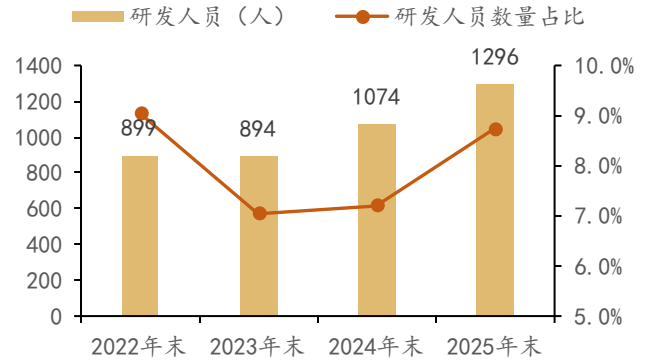
4.3.研发能力：投入与人才持续加码，技术沉淀驱动产品高端化

研发费用持续增加、费用率表现维稳。根据公司年报，2023-2025 年公司研发费用分别为 5.42 亿元、6.43 亿元、6.80 亿元，2024 年、2025 年分别同比增长 18.56%、5.86%，占营业收入比例由 2024 年的 3.50%升至 2025 年的 3.67%；2026 年上半年研发

仅供内部参考，请勿外传！

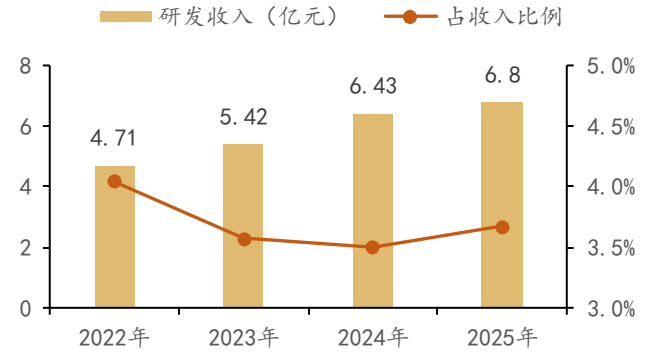
投入 3.23 亿元，同比增长 3.95%，高投入趋势延续。**相关人才引进情况来看**，截至 2025 年末，公司拥有研发人员 1296 名，较 2024 年末新增 20.67%，研发人员占员工总数由 7.20%上升至 8.75%，人才引进主要聚焦质量控制、振动噪声抑制、仿真技术研发等方向；**专利情况来看**，截至 2025 年末，公司拥有授权专利 2725 项，其中 2025 年新增授权 363 项，到 2026 年 6 月末增至 3005 项。

图 27 公司 2022-2025 年每年年末研发人员情况



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 28 公司 2022-2025 年研发收入及占比情况



资料来源：公司年报，华西证券研究所

公司已构建分工清晰的研发组织体系。据 2025 年 ESG 报告，合肥家电分设洗衣机研发中心与冰箱研发中心，围绕产品关键性能开展研发；奥马冰箱下设技术研究院，由公司直接统筹并设技术副总裁专职管理，以企业研发中心、省级工业设计中心及国家认可实验室三个研发单元聚焦风冷产品开发、工业设计与性能检测，形成研发、设计与检测协同的组织体系。资质方面，公司及子公司先后获评国家级高新技术企业、国家知识产权优势企业，奥马冰箱另具备国家级工业设计中心、省级企业技术中心、省级工程技术研究中心及 CNAS 认可实验室等多项核心资质，研发平台建设有权威认定可验证。

二十余年技术沉淀形成冰箱领域专有技术组合。公司拥有零下 40℃深冷晶态膜保鲜技术、第四代分子保鲜技术、LT 蓝晶净味、智控零度超保鲜、宽幅变温、智控双变频、第五代风冷无霜等专有技术。其中"分子保鲜科技+"与"零下 40° C 晶态膜深冷保鲜技术"经中国轻工业联合会和中国商业联合会鉴定达到国际领先水平，2025 年微环境多效调控技术及新一代仿生翼型冷凝器技术再通过中国轻工业联合会权威鉴定，均被认定为"整体技术达到国际领先水平"，实现保鲜与绿色节能两大核心领域的双重突破。**洗衣机领域**，公司首创"超级筒"及全域免污技术，超级筒洗衣机洗净比达 1.2、为行业最高水平；2025 年 AWE 发布的 TCL AI 超级筒大眼萌 Pro 系列将洗净比进一步提升至 1.33，并搭载伏羲 AI 大模型。

仅供内部参考，请勿外传！

图 29 TCL 冰麒麟冰箱展示图-采用零下 40 度深冷晶态膜保鲜技术



资料来源：新浪财经，扬子晚报，华西证券研究所

图 30 TCL AI 超级筒洗衣机 T7R PRO 展示图



资料来源：太平洋科技，华西证券研究所

5.盈利预测及投资建议

5.1.盈利预测

我们基于公司年报业务拆分及内外销结构，预测公司 26-28 年收入及毛利率表现（内部抵销按 2025 年 1.74 亿元持平假设，在合计口径中扣除）。

1） **冰箱冷柜业务：**公司冰箱冷柜业务由奥马冰箱（ODM 为主）与合肥家电（TCL 品牌）双主体承载，2025 年实现收入 155.63 亿元，占营业收入 84.0%。**分市场看：海外市场方面，**ODM 基本盘稳固，26H1 公司海外收入同比+16.01%，奥马于欧洲、非洲等区域 ODM 订单实现两位数增长，自有品牌出海同步放量（26H1 海外自有品牌收入同比+77.07%，欧洲、北美等区域增速均超 100%）；泰国生产基地一期冷柜产能（公告口径 30 万台/年）已于 2026 年 1 月投产，二期 140 万台冰箱产能预计 2027 年中投产，关税规避与本地化供应驱动 2027 年海外增速抬升。**国内市场方面，**26 年白电内需较弱、国补退坡后基数抬高，TCL 智家 26H1 境内收入同比-31.51%，预计 2026 年国内冰箱冷柜收入明显收缩，2027-2028 年随低基数与渠道库存出清逐步企稳。毛利率方面，2026 年受大宗原材料上涨、人民币阶段性升值及高基数压制影响，毛利率预计回落；2027-2028 年随公司泰国产能爬坡、高端风冷放量及自有品牌占比提升缓慢修复。综上，预测公司 26-28 年冰箱冷柜业务收入 162.57/176.33/185.74 亿元，同比+4.46%/+8.46%/+5.33%，对应毛利率为 26.33%/26.58%/26.92%。

2） **洗衣机业务：**公司洗衣机业务全部由合肥家电承载，2025 年实现收入 28.31 亿元、同比+4.81%。**分市场看：海外市场**为核心增长引擎，2025 年公司洗衣机出口销量同比+37.5%，26H1 超薄大筒径洗衣机收入同比+74.43%，TCL 合肥家电洗衣机出口销量增速超行业 14.23pct，东南亚、欧洲标杆市场渠道持续渗透，预计海外收入延续高增、随基数抬高逐年降速；**国内市场方面，**TCL 品牌洗衣机份额相对弱势，叠加国补退坡高基数，预计 2026 年国内收入明显下滑，2027-2028 年逐步企稳。毛利率方面，洗衣机毛利率（2025 年 13.68%）显著低于冰箱冷柜，2026 年受低毛利出口订单占比提升与原材料成本压制小幅回落，2027-2028 年随"超级筒"、洗烘护一体等中高端产品放量

仅供内部参考，请勿外传！

温和修复。预计公司 26-28 年洗衣机业务收入 33.55/37.09/40.02 亿元，同比+18.51%/+10.55%/+7.91%，对应毛利率为 13.01%/13.45%/13.92%。

3）**其他业务：**公司其他业务主要为边角料及配件销售，收入占比不足 1%，相关信息披露较少，毛利率随废料价格高位波动。假设 26-28 年收入随主营规模小幅增长、毛利率维持 2025 年同期水平。预计公司 26-28 年其他业务收入 1.40/1.45/1.50 亿元，同比+2.03%/+3.61%/+3.38%，对应毛利率为 30.68%。

综上，预计公司 26-28 年营业收入 197.52/214.87/227.26 亿元，同比+6.59%/+8.78%/+5.77%，对应毛利率为 24.10%/24.34%/24.66%。

表 2 TCL 智家各项业务收入预测（单位：百万元）

收入拆分	2023 年	2024 年	2025 年	2026E	2027E	2028E
冰箱冷柜	129.87	155.13	155.63	162.57	176.33	185.74
Yoy	32.39%	19.45%	0.32%	4.46%	8.46%	5.33%
毛利率	25.39%	25.08%	27.28%	26.33%	26.58%	26.92%
洗衣机	20.28	27.01	28.31	33.55	37.09	40.02
Yoy	21.09%	33.19%	4.81%	18.51%	10.55%	7.91%
毛利率	12.26%	10.38%	13.68%	13.01%	13.45%	13.92%
其他业务	1.65	1.47	1.37	1.40	1.45	1.50
yoy	-8.02%	-10.87%	-6.66%	2.03%	3.61%	3.38%
毛利率	29.20%	39.01%	30.68%	30.68%	30.68%	30.68%
总收入	151.80	183.61	185.31	197.52	214.87	227.26
yoy	30.15%	20.96%	0.93%	6.59%	8.78%	5.77%
毛利率	23.68%	23.03%	25.23%	24.10%	24.34%	24.66%

资料来源：TCL 智家公司公告，华西证券研究所

可比公司估值分析：我们选取海尔智家、海信家电、美的集团三家白电整机龙头作为可比公司：三者均以冰箱等大白电为核心品类、海外收入占比较高，与公司业务结构具备可比性。以 2026 年 8 月 24 日收盘价计，我们预测 TCL 智家 2026-2028 年 EPS 分别为 1.04/1.18/1.31 元，对应 2026-2028 年 PE 值为 9/8/8 倍，均低于行业均值。我们认为，当前估值折价主要源于商业模式差异，公司 ODM 代工占比高、自主品牌尚在成长阶段，毛利率低于海尔、美的等品牌龙头。展望未来，公司成长弹性有望充分释放，带动估值折价收敛：1）2027-2028 年随新增产能释放与毛利率修复，EPS 增速有望超越可比公司；2）泰国基地二期 140 万台冰箱产能预计 2027 年中投产，公司海外产能将由冷柜品类扩展至冰箱主业，在贸易壁垒抬升环境下具备稀缺性。

仅供内部参考，请勿外传！

表 3 可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价	EPS（元）				PE（倍）			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
002668.SZ	TCL 智家	9.80	1.04	1.04	1.18	1.31	9	9	8	8
600690.SH	海尔智家	20.94	2.09	2.18	2.37	2.57	10	10	9	8
000921.SZ	海信家电	24.78	2.30	2.26	2.48	2.72	11	11	10	9
000333.SZ	美的集团	85.99	5.78	6.18	6.70	7.23	15	14	13	12
	平均值		3.39	3.54	3.85	4.17	12	11	11	10

资料来源：华西证券研究所测算（取 2026 年 8 月 24 日收盘价测算，当日 TCL 智家收盘价为 9.80 元）

5.2.投资建议

公司为全球冰箱出口龙头，ODM 基本盘提供稳定利润基础，OBM 品牌出海与泰国基地投产打开成长空间，AI 智慧家电技术融入为产品差异化竞争与长期发展积蓄动能。基于 26H1 经营表现及 OBM 品牌出海、泰国基地投产进度判断，我们调整盈利预测，预计公司 2026-2028 年实现营业收入 197.52/214.87/227.26 亿元，同比+6.6%/+8.8%/+5.8%（原预计 2026-2027 年营业收入 227.30/248.87 亿元）；归母净利润 11.27/12.82/14.16 亿元，同比+0.4%/+13.7%/+10.4%，（原预计 2026-2027 年归母净利润 12.99/14.38 亿元），对应 EPS 为 1.04/1.18/1.31 元（原预计 2026-2027 年 EPS 为 1.20 元/1.33 元）。以 2026 年 8 月 24 日收盘价 9.80 元计，对应 2026-2028 年 PE 为 9/8/8 倍。我们认为，公司当前估值处相对低位，较自身成长性存在折价，中期成长逻辑未改；若泰国基地投产及 OBM 出海扩张推进顺利，公司业绩弹性有望逐步释放，估值折价亦存在修复空间，由“增持”上调至“买入”评级。

6.风险提示

海外需求不及预期：若欧美通胀反复、终端消费走弱或渠道进入去库存周期，公司 ODM 订单与自有品牌出货将面临承压风险。

贸易摩擦与关税政策超预期：在泰国基地二期 2027 年中投产之前，公司对美出口缺乏海外产能缓冲，若关税税率进一步抬升、或征税范围扩展至东南亚转口贸易，公司出口毛利率与订单稳定性将受到直接冲击。

人民币升值：公司海外收入占比约 78%、以美元等外币计价结算，人民币升值将使结汇收入缩水、ODM 成本加成定价下汇率传导滞后，对利润率造成影响。

仅供内部参考，请勿外传！

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	18,531	19,752	21,487	22,726
YoY(%)	0.9%	6.6%	8.8%	5.8%
营业成本	13,856	14,992	16,256	17,122
营业税金及附加	83	89	97	102
销售费用	689	727	778	800
管理费用	711	745	789	804
财务费用	-65	-43	-90	-133
研发费用	680	731	795	841
资产减值损失	-61	0	0	0
投资收益	19	20	21	0
营业利润	2,574	2,562	2,916	3,222
营业外收支	-28	-2	-2	-2
利润总额	2,547	2,559	2,914	3,220
所得税	412	414	471	521
净利润	2,135	2,145	2,442	2,699
归属于母公司净利润	1,123	1,127	1,282	1,416
YoY(%)	10.2%	0.4%	13.7%	10.5%
每股收益	1.04	1.04	1.18	1.31

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	2,659	4,196	5,612	7,863
预付款项	116	126	137	144
存货	1,546	1,662	1,788	1,864
其他流动资产	7,659	7,918	8,294	8,550
流动资产合计	11,980	13,902	15,831	18,421
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,512	2,738	3,350	3,315
无形资产	260	260	260	260
非流动资产合计	3,636	3,849	4,461	4,426
资产合计	15,616	17,751	20,292	22,847
短期借款	765	765	765	765
应付账款及票据	8,099	8,258	8,484	8,531
其他流动负债	1,564	1,654	1,790	1,885
流动负债合计	10,428	10,677	11,038	11,181
长期借款	117	117	117	117
其他长期负债	216	258	248	240
非流动负债合计	332	374	365	356
负债合计	10,761	11,052	11,403	11,537
股本	1,084	1,084	1,084	1,084
少数股东权益	1,311	2,329	3,489	4,772
股东权益合计	4,855	6,699	8,889	11,310
负债和股东权益合计	15,616	17,751	20,292	22,847

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	2,135	2,145	2,442	2,699
折旧和摊销	404	425	534	586
营运资金变动	-16	-113	-152	-196
经营活动现金流	2,545	2,464	2,841	3,127
资本开支	-789	-653	-1,148	-553
投资	-864	0	0	0
投资活动现金流	-1,616	-608	-1,127	-553
股权募资	0	0	0	0
债务募资	91	-32	-10	-9
筹资活动现金流	-1,024	-246	-298	-323
现金净流量	-19	1,537	1,416	2,251

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入增长率	0.9%	6.6%	8.8%	5.8%
净利润增长率	10.2%	0.4%	13.7%	10.5%
盈利能力				
毛利率	25.2%	24.1%	24.3%	24.7%
净利润率	6.1%	5.7%	6.0%	6.2%
总资产收益率 ROA	14.0%	12.9%	12.8%	12.5%
净资产收益率 ROE	31.7%	25.8%	23.7%	21.7%
偿债能力				
流动比率	1.15	1.30	1.43	1.65
速动比率	0.87	1.02	1.15	1.36
现金比率	0.25	0.39	0.51	0.70
资产负债率	68.9%	62.3%	56.2%	50.5%
经营效率				
总资产周转率	1.21	1.18	1.13	1.05
每股指标（元）				
每股收益	1.04	1.04	1.18	1.31
每股净资产	3.27	4.03	4.98	6.03
每股经营现金流	2.35	2.27	2.62	2.88
每股股利	0.20	0.20	0.23	0.26
估值分析				
PE	9.42	9.42	8.29	7.50
PB	3.18	2.43	1.97	1.63

资料来源：公司公告，华西证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html

仅供内部参考，请勿外传！

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。