

穿越寒潮，半导体显示供需关系逐步改善

TCL 科技(000100)

1、事件：2022年，TCL科技实现营业收入1,665.5亿元，同比增长1.8%，净利润17.9亿元，同比下降88.0%，归母净利润2.6亿元，经营现金流净额184.3亿元。

2、收入端：显示景气下行稳健穿越周期，新能源保持高速增长

分产品看，半导体显示业务实现营业收入657.2亿元，同比下降25.5%，全年亏损。主要系受地缘冲突、通货膨胀等多重因素影响，显示终端需求大幅下降，半导体显示行业景气度下行，产品价格跌至历史低位，导致面板行业经营亏损。大尺寸领域，保持规模领先优势，大力发展交互白板、数字标牌、拼接屏等商显业务。中尺寸领域，加速IT、车载业务拓展，打造增长新动能。小尺寸领域，聚焦柔性OLED折叠和LTPO等差异化技术，拓展VR/AR显示。

我们认为，行业对大尺寸业务由满产满销转向以销定产策略后，目前主要产品价格已逐渐企稳，短期伴随下游终端客户补库存需求提升，大尺寸显示价格有望企稳回升。长期看，面板价格走势仍需要观察终端需求是否回升、头部厂商稼动率调整对供需结构的影响。

新能源光伏及半导体材料业务领域，报告期内TCL中环保持业绩高增速，实现营业收入670.1亿元，同比增长63.0%，实现净利润70.7亿元，同比增长59.5%。报告期内，公司加速光伏材料先进产能释放，在大尺寸、薄片化及N型硅片等方面保持领先优势。

3、费用端及现金流：持续控费，整体费率稳定

2022年，公司整体费用率为10.54%，基本持平。其中，公司的销售/管理/财务/研发费用率为1.17%/2.13%/2.06%/5.18%，同比变化+0.00/-0.56/-0.22/+0.76pct。其中，管理/财务费用率持续下降，研发费用率持续加码。

现金流及资产端，受半导体显示行业景气度下行以及疫情影响，经营性净现金流净额有所降低，回款能力减弱，整体周期抵御能力仍相对稳定。

4、积极开拓海外市场，推动巩固产业链领先地位，加强公司穿越周期能力

面对当前复杂国际形势以及全球供应链调整趋势，公司正在积极开拓海外市场，从输出产品到输出工业能力，已经形成辐射全球的产业链和供应链布局，加固公司穿越行业景气周期能力。

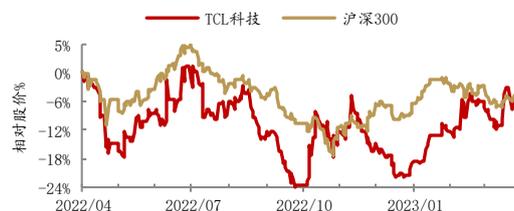
6、投资建议

受到海外疫情及地缘冲突等不确定性影响，面板行业价格下滑幅度超预期，公司整体毛利率有较大幅度下滑，另外随着

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：买入
目标价格：
最新收盘价：4.51

股票代码：000100
52周最高价/最低价：5.04/3.59
总市值(亿)：769.94
自由流通市值(亿)：615.69
自由流通股数(百万)：13,651.67



分析师：宋辉
邮箱：songhui@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519080003
联系电话：

分析师：柳珺廷
邮箱：liujt@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520040002
联系电话：

分析师：刘奕司
邮箱：liuys1@hx168.com.cn
SAC NO: S1120521070001
联系电话：

华西通信&电子联合覆盖

相关研究

- 【华西通信】紫光股份(000938)公司点评：低估值收购新华三少数股权，业绩有望高速增长 2023.01.03
- 【华西通信】紫光股份(000938)季报点评：业绩稳健增长，新华三增长动能凸显 2022.10.30
- 【华西通信】紫光股份(000938)半年报点评：产品份额持续提升，扣非归母净利恢复增长

公司稼动率调整面板收入 2022 年呈现下滑趋势。我们认为，伴随面板产业由满产满销改为以销定产策略，以及 2023 年补货周期，供需结构正在逐步恢复改善，下调盈利预测，预计公司 2023 年营收由 2062.7 亿元调整为 1990.3 亿元，预计 2024-2025 年营收分别为 2403.8/2900.3 亿元，预计公司 2023 年 EPS 由 0.98 元调整为 0.35 元，预计 2024-2025 年 EPS 分别为 0.42/0.52 元，对应 2023 年 4 月 3 日 4.51 元/股收盘价 PE 分别为 12.6/10.6/8.5 倍，持续看好 LCD 显示行业长期竞争格局改善和产业链战略价值的提升，维持公司“买入”评级。

7、风险提示

面板价格不稳定性及面板价格回升期的不可预期性风险；面板价格涨跌与公司整体收入和盈利情况高度相关，面板价格波动过大，导致公司业绩不及预期；先进显示技术快速商用，LCD 面板产能过早淘汰；TCL 中环业绩波动对公司业绩影响；系统性风险带来中环股份股价大幅下降。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	163,808	166,632	199,032	240,377	290,034
YoY (%)	113.2%	1.7%	19.4%	20.8%	20.7%
归母净利润(百万元)	10,064	261	6,036	7,213	8,918
YoY (%)	129.4%	-97.4%	2209.7%	19.5%	23.6%
毛利率 (%)	19.9%	8.8%	10.3%	10.8%	11.1%
每股收益 (元)	0.75	0.02	0.35	0.42	0.52
ROE	23.4%	0.5%	10.6%	11.3%	12.2%
市盈率	5.97	233.51	12.62	10.56	8.54

资料来源：wind，华西证券研究所

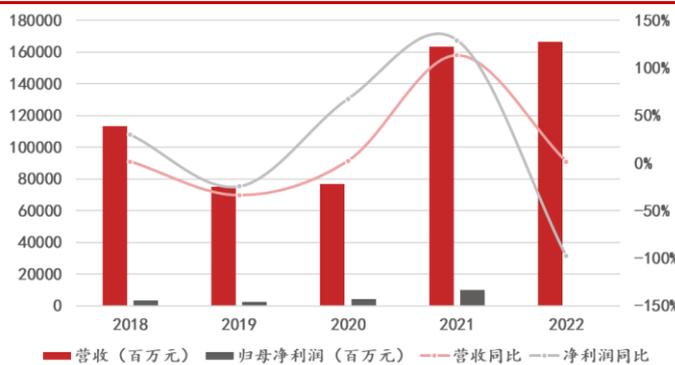
1. 事件

2022年，TCL科技实现营业收入1,665.5亿元，同比增长1.8%，净利润17.9亿元，同比下降88.0%，归母净利润2.6亿元，经营现金流净额184.3亿元。

2. 收入端：显示景气下行稳健穿越周期，新能源保持高速增长

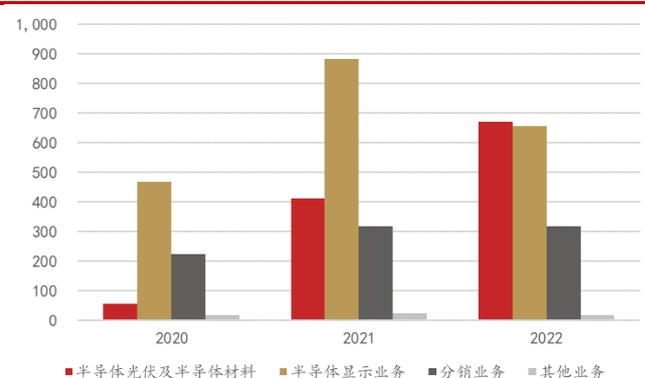
2022年公司实现营业收入1,665.5亿元，同比增长1.8%，净利润17.9亿元，同比下降88.0%，归母净利润2.6亿元，经营现金流净额184.3亿元。

图1 公司年度营收及归母净利润情况



资料来源：wind，华西证券研究所

图2 公司年度分产品营收情况 (亿元)



资料来源：wind，华西证券研究所

分产品看，半导体显示业务实现营业收入657.2亿元，同比下降25.5%，全年亏损。主要系受地缘冲突、通货膨胀等多重因素影响，显示终端需求大幅下降，半导体显示行业景气度下行，产品价格跌至历史低位，导致面板行业经营亏损。

报告期内，TCL华星实现销售面积4275万平方米，同比增加8.3%。

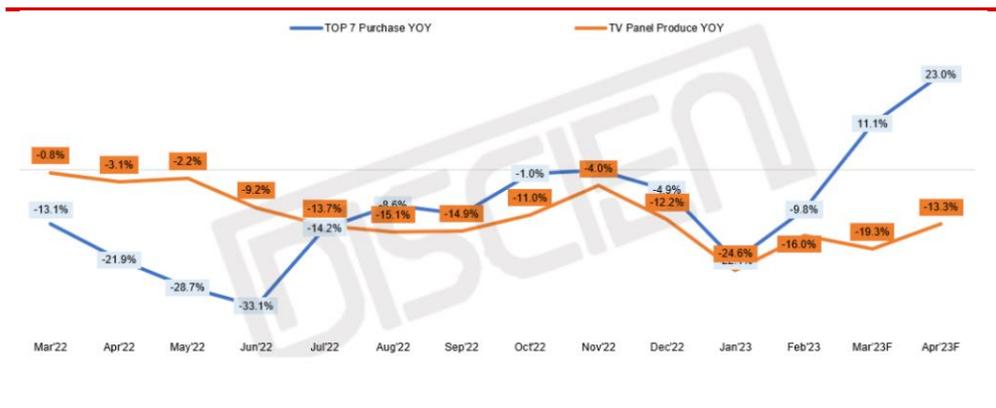
大尺寸领域，保持规模领先优势，大力发展交互白板、数字标牌、拼接屏等商显业务。t1、t2、t10三座8.5代线工厂和t6、t7两座11代线工厂保持高效运营，55寸和75寸产品份额全球第一，65寸产品份额全球第二。在高端电视面板领域，8K和120HZ电视面板市场份额稳居全球第一。积极发展商显业务，已成为交互白板、数字标牌、拼接屏等头部客户的核心供应商，其中交互白板市场份额全球第一，拼接屏市场份额全球第三。

中尺寸领域，加速IT、车载业务拓展，打造增长新动能。IT领域高端市场快速增长，电竞显示器市场份额全球第一，LTPS笔电全球第二，LTPS平板全球第一。车载实现多家国内外重点客户突破，出货量和收入保持快速增长。6代LTPS产线扩产项目加速推进，公司LTPS整体产能规模将实现全球第一；t9广州线已实现投产，定位于IT产品的氧化物半导体显示，支撑中尺寸业务新增长动能。

小尺寸领域，聚焦柔性OLED折叠和LTPO等差异化技术，拓展VR/AR显示。t3 LTPS手机面板出货量全球第三，t4 OLED二、三期产能顺利推进，折叠产品、屏下摄像、LTPO技术等多只新产品完成量产交付，中高端产品出货占比持续提升，客户结构进一步多元化。

根据公司年报，在经历 7 个季度的产业下行周期中，低效产能出清推动行业重构，竞争格局持续优化。同时，显示产业龙头厂商以推动供需平衡及盈利改善为目标，加速库存去化，2022 年 Q4 行业库存进入健康水位。根据 DISCIEN 迪显最新价格快报，在供需双方生产与采购量节奏变化下，供应链控产推动短期供需逐渐趋紧，面板价格尤其是大尺寸呈现上涨趋势，3 月 65 寸及 75 寸涨幅超过 10 美元。**我们认为，行业对大尺寸业务由满产满销转向以销定产策略后，目前主要产品价格已逐渐企稳，短期伴随下游终端客户补库存需求提升，大尺寸显示价格有望企稳回升。长期看，面板价格走势仍需要观察终端需求是否回升、头部厂商稼动率调整对供需结构的影响。**

图 3 TV 面板产出与主要品牌采购同比走势 (%)



资料来源：DISCIEN，华西证券研究所

新能源光伏及半导体材料业务领域，报告期内 TCL 中环保持业绩高增速，实现营业收入 670.1 亿元，同比增长 63.0%，实现净利润 70.7 亿元，同比增长 59.5%。

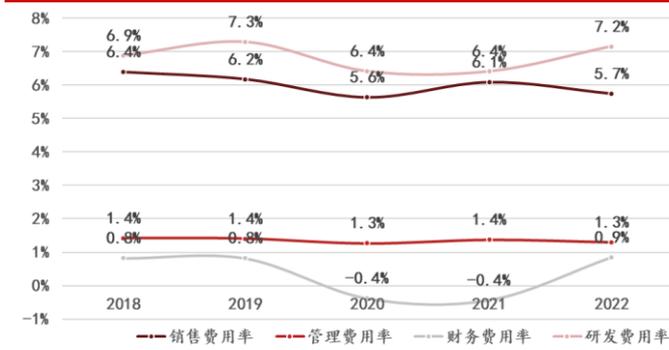
报告期内，公司加速光伏材料先进产能释放，在大尺寸、薄片化及 N 型硅片等方面保持领先优势。G12 持续扩产，宁夏六期 50GW (G12) 单晶硅材料产能加速爬坡；天津硅单晶切片智慧工厂 (25GW) 和宜兴硅单晶切片智慧工厂 (30GW) 相继投产，全面提升规模优势。截至报告期末，公司单晶总产能 140GW，其中 G12 先进产能占比超过 90%。报告期内，公司光伏硅片外销市占率全球第一，G12 市占率全球第一，N 型硅片外销市占率全球第一，产销规模保持行业领先。此外，受益于下游高功率组件份额提升，大尺寸硅片渗透率快速提高，公司在大尺寸、薄片化领域持续技术引领，同时 N 型硅片进入加速放量期，N 型硅片全球外销市占率多年保持行业第一，在未来技术更迭中有望持续获得超额收益。

3. 费用端及现金流：持续控费，整体费率稳定

2022 年，公司整体费用率为 10.54%，基本持平。其中，公司的销售/管理/财务/研发费用率为 1.17%/2.13%/2.06%/5.18%，同比变化+0.00/-0.56/-0.22/+0.76pct。其中，管理/财务费用率持续下降，研发费用率持续加码。

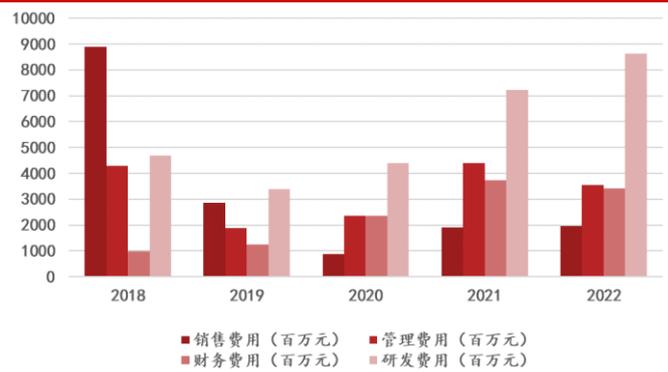
研发投入方面，公司 2022 年整体研发投入 107.8 亿元，同比增长 22.9%。公司持续推进企业数字化、智能化转型。报告期内，公司持续引领光伏行业薄片化和细线化工艺技术升级，积极融合数字化与先进制造，半导体显示领域，实现半导体显示生产全流程和产品全生命周期的动态管理，与产业链合作伙伴围绕印刷 OLED、Miniled、Microled、硅基 OLED 微显示等新型显示技术共建产业生态。

图 4 公司年度各项费率情况



资料来源: wind, 华西证券研究所

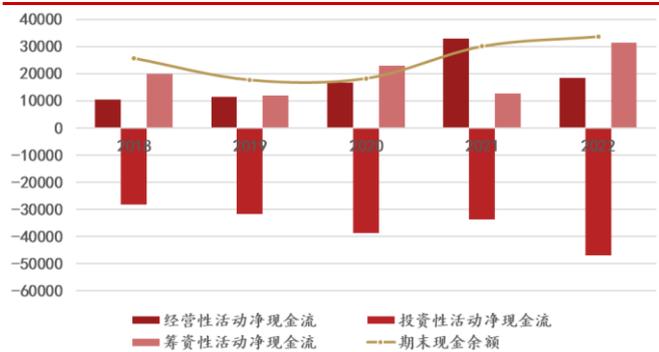
图 5 公司年度各项费用情况 (百万元)



资料来源: wind, 华西证券研究所

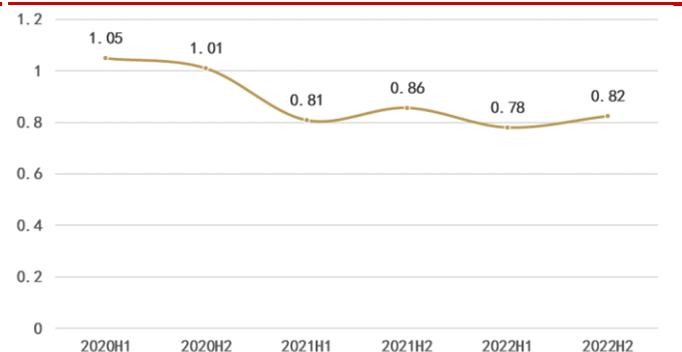
现金流及资产端, 受半导体显示行业景气度下行以及疫情影响, 经营性净现金流净额有所降低, 回款能力减弱, 整体周期抵御能力仍相对稳定。2022 年经营性净现金流 184.26 亿元, 同比减少 43.96%, 投资性净现金流 -468.36 亿元, 同比增加 39.26%, 筹资性净现金流 314.01 亿元, 同比增加 145.65%。公司在半导体显示行业景气度下行周期内, 紧抓极致成本效率, 期末现金余额 336.76 亿元, 风险管控与周期抵御能力保持稳定。资产端方面, 现金收入比持续下降, 2022 年 0.82, 上半年主要受疫情影响。截至报告期末, 整体应收票据及账款和存货均有所上涨, 主要是收入结构变化, 业务账期不同带来的改变。

图 6 公司年度现金流 (百万) 及现金情况



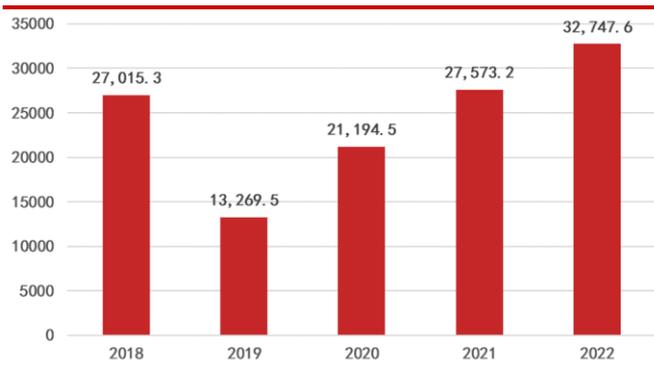
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 7 公司半年度现金收入比情况



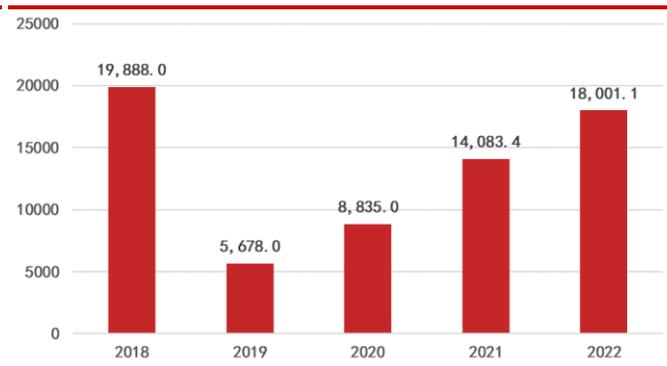
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 8 公司年度应收票据及账款情况（百万元）



资料来源：wind，华西证券研究所

图 9 公司年度存货情况（百万元）



资料来源：wind，华西证券研究所

4. 积极开拓海外市场，推动巩固产业链领先地位，加强公司穿越周期能力

面对当前复杂国际形势以及全球供应链调整趋势，公司正在积极开拓海外市场，从输出产品到输出工业能力，已经形成辐射全球的产业链和供应链布局，加固公司穿越行业景气周期能力。

在半导体显示领域，TCL 华星印度工厂已投入运营，未来将在产销研环节继续加强全球化建设；

在新能源光伏领域，TCL 中环积极探索全球化，并通过 Maxeon 在马来西亚、菲律宾、墨西哥等地布局了光伏电池和组件工厂，加快构建具有全球竞争力的产业链体系。

5. 盈利预测及投资建议

受到海外疫情及地缘冲突等不确定性影响，面板行业价格下滑幅度超预期，公司整体毛利率有较大幅度下滑，另外随着公司稼动率调整面板收入 2022 年呈现下滑趋势。我们认为，伴随面板产业由满产满销改为以销定产策略，以及 2023 年补货周期，供需结构正在逐步恢复改善，下调盈利预测，预计公司 2023 年营收由 2062.7 亿元调整为 1990.3 亿元，预计 2024-2025 年营收分别为 2403.8/2900.3 亿元，预计公司 2023 年 EPS 由 0.98 元调整为 0.35 元，预计 2024-2025 年 EPS 分别为 0.42/0.52 元，对应 2023 年 4 月 3 日 4.51 元/股收盘价 PE 分别为 12.6/10.6/8.5 倍，持续看好 LCD 显示行业长期竞争格局改善和产业链战略价值的提升，维持公司“买入”评级。

6. 风险提示

面板价格不稳定性及面板价格回升期的不可预期性风险；面板价格涨跌与公司整体收入和盈利情况高度相关，面板价格波动过大，导致公司业绩不及预期；先进显示技术快速商用，LCD 面板产能过早淘汰；TCL 中环业绩波动对公司业绩影响；系统性风险带来中环股份股价大幅下降。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	166,632	199,032	240,377	290,034	净利润	1,788	13,672	18,909	24,619
YoY (%)	1.7%	19.4%	20.8%	20.7%	折旧和摊销	22,699	39,749	43,884	48,044
营业成本	151,949	178,563	214,495	257,701	营运资金变动	-7,677	-277	8,187	266
营业税金及附加	640	775	935	1,126	经营活动现金流	18,426	47,740	64,549	64,978
销售费用	1,951	2,368	2,909	3,799	资本开支	-40,677	-62,901	-61,820	-61,460
管理费用	3,541	4,976	5,784	6,934	投资	-6,218	-3,805	-3,431	-3,672
财务费用	3,423	0	0	0	投资活动现金流	-46,836	-60,894	-58,511	-56,869
研发费用	8,634	10,350	12,500	15,372	股权募资	17,981	0	0	0
资产减值损失	-3,487	-396	-272	-255	债务募资	28,898	-537	-464	-265
投资收益	4,731	5,812	6,740	8,262	筹资活动现金流	31,401	-537	-464	-265
营业利润	419	10,657	14,017	17,794	现金净流量	3,594	-13,691	5,573	7,843
营业外收支	638	50	50	50					
利润总额	1,057	10,707	14,067	17,844	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	-731	-2,964	-4,842	-6,775	成长能力				
净利润	1,788	13,672	18,909	24,619	营业收入增长率	1.7%	19.4%	20.8%	20.7%
归属于母公司净利润	261	6,036	7,213	8,918	净利润增长率	-97.4%	2209.7%	19.5%	23.6%
YoY (%)	-97.4%	2209.7%	19.5%	23.6%	盈利能力				
每股收益	0.02	0.35	0.42	0.52	毛利率	8.8%	10.3%	10.8%	11.1%
					净利率	0.2%	3.0%	3.0%	3.1%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	0.1%	1.6%	1.7%	1.9%
货币资金	35,379	21,688	27,261	35,105	净资产收益率 ROE	0.5%	10.6%	11.3%	12.2%
预付款项	3,594	3,768	4,583	5,582	偿债能力				
存货	18,001	17,775	25,059	26,953	流动比率	1.09	0.95	0.94	1.01
其他流动资产	38,520	54,731	49,417	68,633	速动比率	0.78	0.69	0.62	0.72
流动资产合计	95,493	97,961	106,320	136,272	现金比率	0.40	0.21	0.24	0.26
长期股权投资	29,256	32,737	35,949	39,317	资产负债率	63.3%	62.5%	60.6%	59.3%
固定资产	132,478	139,540	140,276	136,334	经营效率				
无形资产	16,784	20,222	23,530	26,797	总资产周转率	0.50	0.53	0.60	0.66
非流动资产合计	264,503	291,052	312,110	328,887	每股指标 (元)				
资产合计	359,996	389,013	418,431	465,158	每股收益	0.02	0.35	0.42	0.52
短期借款	10,216	9,679	9,215	8,950	每股净资产	2.97	3.32	3.74	4.27
应付账款及票据	32,748	40,316	45,247	58,353	每股经营现金流	1.08	2.80	3.78	3.81
其他流动负债	44,577	52,891	58,932	68,200	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	87,541	102,886	113,395	135,503	估值分析				
长期借款	118,603	118,603	118,603	118,603	PE	233.51	12.62	10.56	8.54
其他长期负债	21,714	21,714	21,714	21,714	PB	1.25	1.34	1.19	1.05
非流动负债合计	140,317	140,317	140,317	140,317					
负债合计	227,857	243,203	253,712	275,820					
股本	17,072	17,072	17,072	17,072					
少数股东权益	81,460	89,096	100,792	116,493					
股东权益合计	132,139	145,810	164,719	189,338					
负债和股东权益合计	359,996	389,013	418,431	465,158					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

宋辉：3年电信运营商及互联网工作经验，5年证券研究经验，主要研究方向电信运营商、电信设备商、5G产业、光通信等领域。

柳珏廷：理学硕士，3年券商研究经验，主要关注5G及云相关产业链研究。

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>

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。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

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。