

显示业务盈利修复, 光伏业务静待触底

投资要点

- **事件:** 2月27日公司发布《关于推动“质量回报双提升”行动方案的公告》, 制定了“质量回报双提升”行动方案, 具体举措包含: 1) 坚持战略定力, 聚焦资源于高端科技制造业发展; 2) 以技术创新为核心驱动, 实现从追赶、超越到领先的跨越式发展; 3) 以精益管理和智能制造提升企业效率效益, 打造行业相对竞争优势; 4) 重视投资者回报, 实施稳健分红政策; 维护广大投资者利益, 积极回购股票; 5) 进一步扎实信息披露工作, 多渠道加强与投资者沟通交流。该行动方案有望将在增强聚焦主业意识、提高创新发展能力、提升信息披露质量和强化规范运作水平等方向上推动提升上市公司质量。
- **2023年显示业务盈利能力逐渐修复, 大尺寸面板头部厂商证明了其控产保价策略下维持盈利的能力。** 此前, 公司发布2023年年度业绩预告, 预计全年实现营业收入1735.5~1773.5亿元, yoy +4%~6%; 归属于上市公司股东的净利润21~25亿元, yoy +704%~857%; 扣除非经常性损益后的净利润9~13亿元, yoy +133%~148%。对应公司23Q4单季度营收403.8~441.8亿元, yoy +0.8%~10.3%, qoq -7.9%~15.8%; 归属于上市公司股东的净利润4.9~8.9亿元, 同比扭亏, qoq -30.1%~61.6%; 扣除非经常性损益后的净利润3.9~7.9亿元, 同比扭亏, qoq -28.4%~64.6%。主要得益于TV面板价格回升, 2023年公司显示业务盈利能力逐步修复: 23H1亏损34.5亿元, 23H2预计实现净利润31~34.5亿元。随着韩厂退出动作落地, 大尺寸LCD面板行业格局已进一步优化, 大陆面板厂商份额约七成, 议价权稳固, 预计将坚持控产保价策略维持盈利稳定性。展望2024年, 预计TV LCD面板价格稳中有升, TV需求有望在体育赛事带动下触底反弹。
- **小尺寸OLED量价齐升, 有望进一步减亏; PC换机需求以及AIPC带动, 中尺寸有望小幅复苏。** 小尺寸(手机面板)方面, 2023年上半年, 公司t3产线LTPS LCD出货量全球第三, t4柔性OLED出货量全球第五; 展望2024年, 公司柔性OLED手机面板出货量预计将同比增长50%至6000万片, 叠加手机OLED面板价格触底反弹, 公司OLED业务预计将进一步减亏。中尺寸(IT、车载)方面, 公司t9定位于中尺寸IT和车载等业务, 目前已顺利量产爬坡、完成客户导入, t5扩产项目按计划推进, 预计将在未来带来可观收入和利润贡献。
- **光伏行业价格下行, 23Q4公司存货一次性处置有利于2024年轻装上阵。** 由于受到产业链价格整体波动下行影响, 新能源光伏业务短期盈利承压, 其中产品价格快速下行及参股公司股权处置带来的一次性账面亏损对TCL中环第四季度业绩产生较大负向影响。展望2024年, 光伏价格有望见底, 随着产能逐步出清, TCL中环作为龙头有望率先复苏, 其对母公司影响预计将逐渐回正。
- **盈利预测与投资建议。** 预计23-25年, 公司归母净利润分别为24.7/62.1/106.3亿元, 面板供给侧竞争格局改善下, 预计公司显示业务盈利稳定性增强; 光伏触底, 公司作为龙头亦有望率先反弹。考虑到面板业务盈利后的利润弹性、公司的TV产业供应链优势以及光伏触底反弹对利润的修复, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 地缘政治风险, 需求改善不及预期风险, 竞争加剧风险。

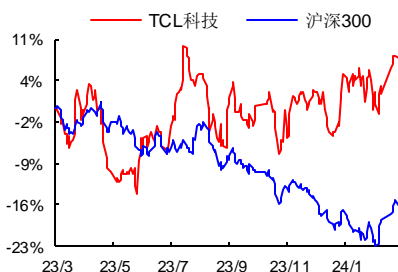
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	166632.15	176283.47	216751.02	246694.11
增长率	1.80%	5.79%	22.96%	13.81%
归属母公司净利润(百万元)	261.32	2474.39	6207.28	10627.90
增长率	-97.40%	846.89%	150.86%	71.22%
每股收益EPS(元)	0.01	0.13	0.33	0.57
净资产收益率ROE	1.35%	6.68%	10.57%	13.04%
PE	318	34	13	8
PB	1.64	1.54	1.40	1.21

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王谋
执业证号: S1250521050001
电话: 0755-23617478
邮箱: wangmou@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	187.79
流通A股(亿股)	180.99
52周内股价区间(元)	3.49-4.65
总市值(亿元)	850.69
总资产(亿元)	3,892.12
每股净资产(元)	2.79

相关研究

1. TCL科技(000100): 显示见底修复业绩, 光伏高景气贡献利润 (2023-05-12)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：半导体显示器件领域：2023 上半年，面板价格迅速回升，大尺寸 TV 面板价格反弹力度尤为明显。公司大尺寸占比六成，受益于 TV 面板价格回暖，利润边际改善明显。目前 TV 面板价格在经历 23Q4 下滑之后已经反弹，预计全年将在面板厂商控产下稳中有升。我们预计公司 2023-2025 年半导体显示器件业务分别+23.6%/+26%/+15.5%，毛利率分别为 14%/17%/19%。

假设 2：新能源光伏业务领域：2023 年前三季度，光伏行业主要环节竞争博弈加剧，产业链价格下行，公司受到产业链价格整体波动下行影响，产业短期盈利承压。目前光伏价格预计见底，公司亦积极制定降本措施，作为光伏龙头企业之一，有望率先恢复。我们预计公司 2023-2025 年新能源光伏业务及半导体领域业务分别-9.4%/+28.6%/+16%，毛利率分别为 18%/17%/18%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2022A	2023E	2024E	2025E
半导体显示器件	收入	657.2	812.0	1023.1	1181.7
	增速	-25.5%	23.6%	26.0%	15.5%
	毛利率	0.9%	14.0%	17.0%	19.0%
新能源光伏 及半导体材料	收入	670.1	607.0	780.5	905.5
	增速	63.0%	-9.4%	28.6%	16.0%
	毛利率	17.8%	18.0%	17.0%	18.0%
电子产品分销	收入	318.5	327.5	343.9	361.1
	增速	-0.3%	2.8%	5.0%	5.0%
	毛利率	4.0%	3.5%	4.5%	5.0%
其他与抵消	收入	20.6	16.3	20.0	18.7
	增速	-17.6%	-20.6%	22.7%	-6.6%
	毛利率	44.7%	30.0%	40.0%	40.0%
合计	收入	1666.3	1762.8	2167.5	2466.9
	增速	1.8%	5.8%	23.0%	13.8%
	毛利率	8.8%	13.6%	15.2%	16.7%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 1762.8 亿元(+5.8%)、2167.5 亿元(+23.0%) 和 2466.9 亿元(+13.8%)，归母净利润分别为 24.7 亿元(+846.9%)、62.1 亿元(+150.9%)、106.3 亿元(+71.2%)，EPS 分别为 0.13 元、0.33 元、0.57 元，对应动态 PE 分别为 34 倍、13 倍、8 倍。

综合考虑业务范围，选取了面板行业 2 家上市公司作为估值参考，其中京东方 A 作为面板行业龙头在 LCD 和 OLED 布局全面，三利谱业务为面板上游环节的偏光片。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
000725.SZ	京东方 A	1,490.60	3.99	0.20	0.09	0.22	0.34	20	43	18	12
002876.SZ	三利谱	41.18	23.68	1.19	0.68	1.61	2.52	20	35	15	9
								20	39	17	11
000100.SZ	TCL 科技	850.69	4.53	0.01	0.13	0.33	0.57	318	34	13	8

数据来源：Wind，西南证券整理（截至 2024/2/29）

从 PE 角度看，公司 24/25 年估值为 13/8 倍，行业平均值为 17/11 倍，低于行业平均估值水平。公司身处产业链集中度高导致议价权较高的面板环节，且其大尺寸占比较高，已经并预计将进一步充分受益于大尺寸 TV 面板价格的稳中有升；OLED 出货量提升叠加价格触底，有望带动收入增长的同时，盈利逐步改善；公司中尺寸技术领先，预计在中长期内都将给公司带来收入和利润的提升。我们看好行业格局稳固以及公司利润端进一步的弹性释放，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	166632.15	176283.47	216751.02	246694.11	净利润	1788.06	9516.90	16776.42	23617.56
营业成本	151925.49	152353.18	183740.86	205389.58	折旧与摊销	22376.50	25453.75	28006.37	29810.96
营业税金及附加	640.30	1057.70	1083.76	1233.47	财务费用	3422.90	3525.67	3251.27	2466.94
销售费用	1950.53	3525.67	3251.27	3700.41	资产减值损失	-3486.52	-1000.00	0.00	0.00
管理费用	3540.61	6169.92	6502.53	7400.82	经营营运资本变动	6846.64	-2656.59	1677.79	1398.44
财务费用	3422.90	3525.67	3251.27	2466.94	其他	-12521.20	-782.77	-2051.29	1514.77
资产减值损失	-3486.52	-1000.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	18426.38	34056.95	47660.56	58808.67
投资收益	4731.39	1000.00	0.00	0.00	资本支出	-39882.69	-21000.00	-15000.00	-8000.00
公允价值变动损益	-139.24	-141.69	-140.88	-141.15	其他	-6953.28	858.31	-140.88	-141.15
其他经营损益	17.91	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-46835.97	-20141.69	-15140.88	-8141.15
营业利润	419.01	11509.64	18780.47	26361.73	短期借款	874.48	-5215.91	-3000.00	0.00
其他非经营损益	638.04	-180.00	-140.00	-120.00	长期借款	31324.08	0.00	0.00	0.00
利润总额	1057.05	11329.64	18640.47	26241.73	股权融资	9484.78	0.00	0.00	0.00
所得税	-731.01	1812.74	1864.05	2624.17	支付股利	-2050.00	-52.26	-494.88	-1241.46
净利润	1788.06	9516.90	16776.42	23617.56	其他	-8232.68	-5682.40	-3251.27	-2466.94
少数股东损益	1526.74	7042.50	10569.15	12989.66	筹资活动现金流净额	31400.66	-10950.58	-6746.14	-3708.40
归属母公司股东净利润	261.32	2474.39	6207.28	10627.90	现金流量净额	3593.92	2964.68	25773.54	46959.13
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	35378.50	38343.18	64116.72	111075.85	成长能力				
应收和预付款项	22190.39	27425.18	32105.60	36312.77	销售收入增长率	1.80%	5.79%	22.96%	13.81%
存货	18001.12	18900.58	25528.07	27262.92	营业利润增长率	-97.59%	2646.86%	63.17%	40.37%
其他流动资产	19923.00	18461.51	19783.31	20761.35	净利润增长率	-88.05%	432.25%	76.28%	40.78%
长期股权投资	29256.22	29256.22	29256.22	29256.22	EBITDA 增长率	-32.40%	54.43%	23.58%	17.19%
投资性房地产	946.45	946.45	946.45	946.45	获利能力				
固定资产和在建工程	184531.51	181861.54	171638.95	152611.76	毛利率	8.83%	13.57%	15.23%	16.74%
无形资产和开发支出	29124.99	27615.63	25106.28	22596.92	三费率	5.35%	7.50%	6.00%	5.50%
其他非流动资产	20644.06	20369.64	20095.22	19820.80	净利率	1.07%	5.40%	7.74%	9.57%
资产总计	359996.23	363179.92	388576.81	420645.04	ROE	1.35%	6.68%	10.57%	13.04%
短期借款	10215.91	5000.00	2000.00	2000.00	ROA	0.50%	2.62%	4.32%	5.61%
应付和预收款项	36341.50	39762.19	46171.43	51927.94	ROIC	3.41%	6.17%	9.88%	13.95%
长期借款	118603.17	118603.17	118603.17	118603.17	EBITDA/销售收入	15.73%	22.97%	23.09%	23.77%
其他负债	62696.91	57410.59	63116.70	67052.32	营运能力				
负债合计	227857.48	220775.95	229891.30	239583.42	总资产周转率	0.50	0.49	0.58	0.61
股本	17071.89	18779.08	18779.08	18779.08	固定资产周转率	1.35	1.29	1.56	1.87
资本公积	12522.79	10815.60	10815.60	10815.60	应收账款周转率	10.18	10.48	10.51	10.46
留存收益	23199.00	25621.13	31333.53	40719.98	存货周转率	8.21	7.21	7.87	7.60
归属母公司股东权益	50678.52	53901.24	59613.63	69000.08	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	82.40%	—	—	—
少数股东权益	81460.23	88502.74	99071.88	112061.54	资本结构				
股东权益合计	132138.75	142403.97	158685.52	181061.62	资产负债率	63.29%	60.79%	59.16%	56.96%
负债和股东权益合计	359996.23	363179.92	388576.81	420645.04	带息债务/总负债	61.80%	65.05%	61.16%	58.69%
					流动比率	1.09	1.28	1.58	1.97
					速动比率	0.89	1.05	1.30	1.69
					股利支付率	784.48%	2.11%	7.97%	11.68%
					每股指标				
					每股收益	0.01	0.13	0.33	0.57
					每股净资产	2.70	2.87	3.17	3.67
					每股经营现金	0.98	1.81	2.54	3.13
					每股股利	0.11	0.00	0.03	0.07
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	26218.40	40489.05	50038.10	58639.64					
PE	318.35	33.62	13.40	7.83					
PB	1.64	1.54	1.40	1.21					
PS	0.50	0.47	0.38	0.34					
EV/EBITDA	6.05	3.83	2.52	1.35					
股息率	2.46%	0.06%	0.59%	1.49%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
