

业绩短期承压，出货量同比高增

2024 年 04 月 28 日

► **事件：**4 月 26 日，公司发布 2023 年年报和 2024 年一季报。2023 年全年公司实现营收 591.46 亿元，同比-11.74%；归母净利为 34.16 亿元，同比-49.90%；扣非归母净利 25.75 亿元，同比-60.28%。分季度来看，23Q4 公司实现营收 104.92 亿元，同比-38.87%，环比-23.73%；归母净利-27.72 亿元，同比-252.48%，环比-267.80%；扣非归母净利-27.34 亿元，同比-282.32%，环比-282.27%。24Q1 公司实现营收 99.33 亿元，同比-43.62%，环比-5.33%；归母净利-8.80 亿元，同比-139.05%，扣非归母净利-10.38 亿元，同比-146.78%。

公司业绩承压主要系 1) 行业供需不匹配导致产品价格下行、产业链竞争加剧。2) 由于公司参股公司 maxeon 股价大幅下降，公司确认资产减值损失 10.1 亿元和公允价值变动损失 4.4 亿元，并按权益法合并确认 Maxeon 投资亏损 3.4 亿元，收到可转债利息收入 1.08 亿元，合计对公司业绩带来 16.9 亿元负向影响。

► **出货量同比高增，N 型硅片龙头地位稳固。**2023 年，公司硅片出货量约 114GW，同比+68%，市占率达到 23.4%，其中 210 尺寸外销市场占比达到 60%，海外硅片外销市场占比 65%，N 型硅片市占率达到 36.4%，保持外销市占率第一，截至 2023 年底，公司产能达到 183GW。2024 年 Q1，公司硅片出货量达到 34.95GW，同比+40%，其中 N 型 210 尺寸产品出货占比达到 88%，市占率达到 90%+，行业龙头地位稳固。

► **坚持技术创新与工业进步，全成本行业领先。**截至 2023 年底，公司晶体人均劳动生产率 25MW/人/年，较行业次优领先 71%、晶片人均劳动生产率 27MW/人/年，较行业次优领先 98%；N 型产品实现单台月产领先行业次优约 11.6%、公斤出片数领先行业次优约 1.9 片，全成本领先行业次优约 0.03 元/W，构建了在海外壁垒市场实施在地化制造的工业基础。

► **聚焦差异化竞争，组件业务稳步推进。**2023 年，公司组件出货达到 8.6GW，同比+29.8%，2024 年 Q1 公司组件出货量达到 1.6GW，同比+16.8%。2023 年 Q4 公司完成叠瓦 4.0 组件产品研发并实现量产，功率、效率均处于行业领先，截至 2023 年底公司叠瓦组件产能达到 18GW。

► **投资建议：**预计公司 24-26 年实现收入 521.63/576.96/633.78 亿元，归母净利为 29.16/37.28/46.61 亿元，对应 PE 为 14x/11x/9x。随着技术优化和产能扩张的加速，公司市占率有望持续提升，盈利能力有望修复，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**原材料价格波动风险、下游行业景气度波动风险等。

推荐

维持评级

当前价格：

10.44 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

邮箱：wangyiru_yj@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

邮箱：zhubiye@mszq.com

分析师 李孝鹏

执业证书：S0100524010003

邮箱：lixiaopeng@mszq.com

分析师 李佳

执业证书：S0100523120002

邮箱：lijia@mszq.com

研究助理 林誉韬

执业证书：S0100122060013

邮箱：linyutao@mszq.com

相关研究

1.TCL 中环 (002129.SZ) 2023 年三季报点评：业绩符合预期，回购彰显公司长期信心-2023/10/26

2.TCL 中环 (002129.SZ) 2023 年半年报点评：业绩符合预期，先进产能扩张巩固领先优势-2023/08/30

3.TCL 中环 (002129.SZ) 2022 年年报点评：龙头地位稳固，技术优势铸就护城河-2023/04/02

4.TCL 中环 (002129.SZ) 2022 年三季报点评：业绩超预期，“G12+叠瓦”打造差异化优势-2022/10/20

5.中环股份 (002129.SZ) 2022 年半年报点评：H1 业绩高增，智能化构筑核心竞争力-2022/08/25

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	59,146	52,163	57,696	63,378
增长率 (%)	-11.7	-11.8	10.6	9.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	3,416	2,916	3,728	4,661
增长率 (%)	-49.9	-14.6	27.9	25.0
每股收益 (元)	0.84	0.72	0.92	1.15
PE	12	14	11	9
PB	1.0	1.0	0.9	0.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 26 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	59,146	52,163	57,696	63,378
营业成本	47,171	43,322	47,989	52,491
营业税金及附加	278	522	577	634
销售费用	427	522	548	570
管理费用	1,432	1,252	1,356	1,458
研发费用	2,125	1,200	1,269	1,331
EBIT	6,219	5,261	5,885	6,842
财务费用	904	1,501	1,504	1,513
资产减值损失	-3,015	-712	-394	-259
投资收益	751	522	577	634
营业利润	4,565	3,569	4,563	5,704
营业外收支	-21	0	0	0
利润总额	4,544	3,569	4,563	5,704
所得税	645	500	639	799
净利润	3,899	3,069	3,924	4,906
归属于母公司净利润	3,416	2,916	3,728	4,661
EBITDA	12,976	12,855	14,832	16,790

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	10,020	12,267	12,835	15,750
应收账款及票据	5,416	4,209	4,679	5,166
预付款项	1,928	1,733	1,920	2,100
存货	8,164	6,409	7,494	8,370
其他流动资产	9,099	4,534	4,201	4,336
流动资产合计	34,627	29,152	31,128	35,722
长期股权投资	2,072	2,072	2,072	2,072
固定资产	53,681	66,646	74,263	75,424
无形资产	4,341	5,107	5,809	5,983
非流动资产合计	90,436	98,517	100,965	102,764
资产合计	125,063	127,670	132,093	138,485
短期借款	250	250	250	250
应付账款及票据	15,376	13,887	15,383	16,826
其他流动负债	6,698	6,203	4,894	4,658
流动负债合计	22,324	20,340	20,527	21,734
长期借款	35,482	36,340	36,340	36,340
其他长期负债	7,020	7,846	8,303	8,769
非流动负债合计	42,502	44,186	44,644	45,109
负债合计	64,826	64,526	65,171	66,843
股本	4,043	4,043	4,043	4,043
少数股东权益	18,753	18,907	19,103	19,348
股东权益合计	60,237	63,144	66,922	71,642
负债和股东权益合计	125,063	127,670	132,093	138,485

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-11.74	-11.81	10.61	9.85
EBIT 增长率	-3.31	-15.40	11.86	16.27
净利润增长率	-49.90	-14.64	27.85	25.01
盈利能力 (%)				
毛利率	20.25	16.95	16.82	17.18
净利润率	5.78	5.59	6.46	7.35
总资产收益率 ROA	2.73	2.28	2.82	3.37
净资产收益率 ROE	8.23	6.59	7.80	8.91
偿债能力				
流动比率	1.55	1.43	1.52	1.64
速动比率	1.00	0.86	0.90	1.01
现金比率	0.45	0.60	0.63	0.72
资产负债率 (%)	51.83	50.54	49.34	48.27
经营效率				
应收账款周转天数	33.38	30.00	30.00	30.00
存货周转天数	63.17	60.00	60.00	60.00
总资产周转率	0.51	0.41	0.44	0.47
每股指标 (元)				
每股收益	0.84	0.72	0.92	1.15
每股净资产	10.26	10.94	11.83	12.93
每股经营现金流	1.28	3.58	3.45	3.96
每股股利	0.26	0.04	0.05	0.06
估值分析				
PE	12	14	11	9
PB	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.16	6.22	5.39	4.76
股息收益率 (%)	2.49	0.35	0.44	0.55

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	3,899	3,069	3,924	4,906
折旧和摊销	6,757	7,594	8,947	9,948
营运资金变动	-9,735	1,949	-573	-282
经营活动现金流	5,181	14,473	13,936	16,019
资本开支	-12,035	-15,966	-11,394	-11,747
投资	-825	3,878	0	0
投资活动现金流	-11,096	-11,257	-10,353	-11,113
股权募资	2,227	0	0	0
债务募资	6,630	910	-1,120	-34
筹资活动现金流	4,706	-969	-3,016	-1,990
现金净流量	-1,208	2,247	568	2,916

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026