

2024年05月05日  
TCL科技(000100.SZ)

SDIC

公司快报

证券研究报告

面板

投资评级

**买入-A**  
**维持评级**

6个月目标价

5.74元

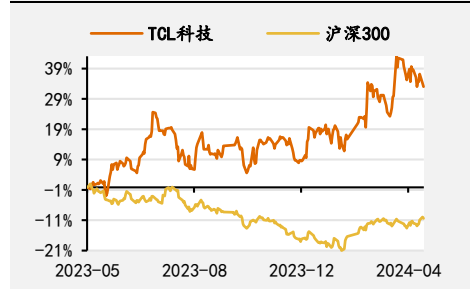
股价(2024-04-30)

4.78元

交易数据

|           |            |
|-----------|------------|
| 总市值(百万元)  | 89,764.01  |
| 流通市值(百万元) | 86,511.03  |
| 总股本(百万股)  | 18,779.08  |
| 流通股本(百万股) | 18,098.54  |
| 12个月价格区间  | 3.49/5.14元 |

股价表现



资料来源: Wind 资讯

| 升幅%  | 1M  | 3M   | 12M  |
|------|-----|------|------|
| 相对收益 | 0.5 | 4.1  | 30.0 |
| 绝对收益 | 2.4 | 15.2 | 19.5 |

马良

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518060001

mal iang2@essence. com. cn

相关报告

|                    |            |
|--------------------|------------|
| 面板供需趋稳, 业绩迎来显著修复   | 2023-10-31 |
| 面板需求静待修复, 光伏业务放量顺利 | 2022-10-27 |

## 面板景气度向好, 盈利能力持续提升

■ **事件:** 公司发布 2023 年报及 2024 年一季报, 2023 年实现营业总收入 1744.46 亿元, 同比增长 4.69%; 实现归母净利润 22.15 亿元, 同比增长 747.60%; 实现扣非归母净利润 10.21 亿元, 同比扭亏。24Q1 实现营业总收入 399.46 亿元, 同比增长 1.22%; 实现归母净利润 2.40 亿元, 同比扭亏; 实现扣非归母净利润 0.71 亿元, 同比扭亏。

■ **收入/利润同比延续增长, 看好显示业务增厚业绩:**

单季度来看, 22Q4 公司实现总营收 412.80 亿元 (yoy+3.05%, qoq-13.96%), 实现归母净利润 6.04 亿元 (同比扭亏, qoq-52.51%); 24Q1 实现总营收 399.46 亿元 (yoy+1.22%, qoq-3.23%), 实现归母净利润 2.40 亿元 (同比扭亏, qoq-60.24%)。公司连续 4 个季度营收及业绩均实现同比增长, 23Q4-24Q1 环比下降主要系光伏业务周期触底以及显示业务进入传统淡季。24Q2-24Q3 面板下游厂商备货启动, 预计将带动公司业绩稳步提升。

■ **TCL 华星: 大尺寸面板涨价持续, 柔性 OLED 产品需求高企**

近一年多以来, 面板供需关系逐步改善, 大尺寸化趋势下面积需求稳步增长, 价格持续修复。4月20日, WitsView 最新数据显示大尺寸面板价格向上态势延续, 4月下旬 65/55/43/32 吋电视面板 ASP 分别为 176/129/65/37 美元, 环比分别+4/+1/+1/+1 美元, 显示器及笔电面板价格也略有上涨。据公司公告, 2023 年 TCL 华星实现营收 836.55 亿元 (yoy+27.26%), 实现净利润-0.07 亿元 (同比减亏 76.18 亿元); 其中 23H2 实现营收 481.25 亿元, 实现净利润 34.41 亿元。24Q1 TCL 华星实现营收 233.76 亿元 (yoy+54.58%, qoq+4.15%), 实现净利润 5.39 亿元 (同比扭亏, qoq-66.75%)。24Q1 单季度来看, 1) 大尺寸: 公司电视面板份额稳居全球前二, 3 月备货需求拉动稼动率显著回升。2) 中尺寸: t9 产线按计划爬坡, IT 产品市场份额持续提升, 显示器市场份额保持全球第三, 其中电竞显示器市场份额稳居全球第一。3) 小尺寸: 公司柔性 OLED 产品供不应求, 柔性 OLED 手机面板出货升至全球第三, 产品和客户结构进一步优化, 经营业绩持续改善。

■ **TCL 中环: 行业周期触底盈利承压, 提质增效巩固竞争优势**

随着国内光伏各环节产能释放, 竞争加剧导致产品价格持续下行, 行业盈利承压, 但 N 型产品等新技术快速迭代, 行业产能结构调整下, 落后产能将加速出清。据公司公告, 2023 年 TCL 中环实现营收 591.46 亿元 (yoy-11.74%), 实现净利润 38.99 亿元 (yoy-44.88%); 其中 23Q4 实现营收 104.92 亿元 (yoy-38.87%, qoq-23.73%), 实现净利润-26.81 亿元 (同环比转亏)。24Q1 TCL 中环实现营收 99.33 亿元 (yoy-43.62%, qoq-5.33%), 实现净利润-9.51 亿元 (同比转亏, qoq+64.53%)。公司继续巩固在 G12 大硅片和 N 型产品的技术优势和市场地位, 24Q1 N 型及大尺寸 (210 系列) 产品出货占比 88%, 其中

N 型 210 外销市占率 90%以上，保持领先地位。公司持续推动工业 4.0 制造方式转型，在硅片、电池及组件工厂的数字化和智能化水平达到国际领先水平。

#### 目 投资建议：

我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 1855.43 亿元、2099.82 亿元、2346.99 亿元，归母净利润分别为 53.06 亿元、70.98 亿元、88.09 亿元，给予 2024 年 1.8 倍 PB，对应目标价为 5.74 元，维持“买入-A”投资评级。

目 风险提示：下游需求不及预期；面板价格波动；国际贸易摩擦加剧；竞争加剧风险。

| (百万元)    | 2022A     | 2023A     | 2024E     | 2025E     | 2026E     |
|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 主营收入     | 166,632.1 | 174,446.2 | 185,542.5 | 209,982.1 | 234,698.6 |
| 净利润      | 261.3     | 2,214.9   | 5,305.5   | 7,098.0   | 8,809.3   |
| 每股收益(元)  | 0.01      | 0.12      | 0.28      | 0.38      | 0.47      |
| 每股净资产(元) | 2.70      | 2.82      | 3.19      | 3.56      | 4.01      |

| 盈利和估值  | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 343.5 | 40.5  | 16.9  | 12.6  | 10.2  |
| 市净率(倍) | 1.8   | 1.7   | 1.5   | 1.3   | 1.2   |
| 净利润率   | 0.2%  | 1.3%  | 2.9%  | 3.4%  | 3.8%  |
| 净资产收益率 | 0.5%  | 4.2%  | 8.9%  | 10.6% | 11.7% |
| 股息收益率  | 0.0%  | 0.0%  | 0.4%  | 0.2%  | 0.3%  |
| ROIC   | 3.5%  | 4.0%  | 6.6%  | 8.1%  | 9.4%  |

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表               |           |           |           |           |           | 财务指标           |        |          |        |        |        |
|-------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------------|--------|----------|--------|--------|--------|
| (百万元)             | 2022A     | 2023A     | 2024E     | 2025E     | 2026E     |                | 2022A  | 2023A    | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
| <b>营业收入</b>       | 166,632.1 | 174,446.2 | 185,542.5 | 209,982.1 | 234,698.6 | <b>成长性</b>     |        |          |        |        |        |
| 减: 营业成本           | 151,925.5 | 148,767.6 | 155,906.9 | 174,285.5 | 193,107.8 | 营业收入增长率        | 1.8%   | 4.7%     | 6.4%   | 13.2%  | 11.8%  |
| 营业税费              | 640.3     | 801.9     | 852.9     | 965.3     | 1,078.9   | 营业利润增长率        | -97.6% | 1,137.3% | 128.0% | 34.4%  | 25.3%  |
| 销售费用              | 1,950.5   | 2,523.7   | 2,783.1   | 3,149.7   | 3,520.5   | 净利润增长率         | -97.4% | 747.6%   | 139.5% | 33.8%  | 24.1%  |
| 管理费用              | 3,540.6   | 4,783.2   | 5,009.6   | 5,669.5   | 6,336.9   | EBITDA 增长率     | -30.6% | 33.3%    | 7.0%   | 19.7%  | 16.0%  |
| 研发费用              | 8,633.6   | 9,522.8   | 10,390.4  | 11,759.0  | 13,143.1  | EBIT 增长率       | -68.0% | 92.6%    | 11.1%  | 23.9%  | 18.0%  |
| 财务费用              | 3,422.9   | 3,972.7   | 5,374.7   | 5,426.2   | 5,251.0   | NOPLAT 增长率     | -63.8% | 33.3%    | 74.6%  | 23.9%  | 18.0%  |
| 资产减值损失            | -3,486.5  | -4,814.0  | -3,737.3  | -4,012.6  | -4,188.0  | 投资资本增长率        | 16.7%  | 7.0%     | 0.7%   | 2.2%   | -3.6%  |
| 加: 公允价值变动收益       | -139.2    | 27.3      | -         | -         | -         | 净资产增长率         | 10.4%  | 9.9%     | 8.4%   | 8.9%   | 10.1%  |
| 投资和汇兑收益           | 4,749.3   | 2,592.4   | 2,856.8   | 3,144.2   | 3,454.6   |                |        |          |        |        |        |
| <b>营业利润</b>       | 419.0     | 5,184.3   | 11,818.9  | 15,883.7  | 19,903.0  | <b>利润率</b>     |        |          |        |        |        |
| 加: 营业外净收支         | 638.0     | -132.5    | 239.0     | 248.2     | 118.2     | 毛利率            | 8.8%   | 14.7%    | 16.0%  | 17.0%  | 17.7%  |
| <b>利润总额</b>       | 1,057.1   | 5,051.8   | 12,058.0  | 16,131.9  | 20,021.2  | 营业利润率          | 0.3%   | 3.0%     | 6.4%   | 7.6%   | 8.5%   |
| 减: 所得税            | -731.0    | 271.0     | 1,447.0   | 1,935.8   | 2,402.5   | 净利润率           | 0.2%   | 1.3%     | 2.9%   | 3.4%   | 3.8%   |
| <b>净利润</b>        | 261.3     | 2,214.9   | 5,305.5   | 7,098.0   | 8,809.3   | EBITDA/营业收入    | 17.3%  | 22.0%    | 22.2%  | 23.4%  | 24.3%  |
|                   |           |           |           |           |           | EBIT/营业收入      | 4.8%   | 8.9%     | 9.3%   | 10.1%  | 10.7%  |
|                   |           |           |           |           |           | <b>运营效率</b>    |        |          |        |        |        |
| <b>资产负债表</b>      |           |           |           |           |           | 固定资产周转天数       | 266    | 319      | 349    | 317    | 286    |
| (百万元)             | 2022A     | 2023A     | 2024E     | 2025E     | 2026E     | 流动营业资本周转天数     | -32    | -29      | -25    | -24    | -24    |
| 货币资金              | 35,378.5  | 21,924.3  | 14,843.4  | 16,798.6  | 18,775.9  | 流动资产周转天数       | 197    | 204      | 180    | 166    | 161    |
| 交易性金融资产           | 12,703.5  | 23,184.1  | 23,184.1  | 23,184.1  | 23,184.1  | 应收帐款周转天数       | 44     | 46       | 44     | 45     | 45     |
| 应收帐款              | 18,083.7  | 26,329.0  | 18,929.3  | 33,094.1  | 25,288.6  | 存货周转天数         | 35     | 38       | 32     | 33     | 33     |
| 应收票据              | 512.8     | 615.4     | 781.4     | 739.7     | 921.9     | 总资产周转天数        | 722    | 767      | 722    | 645    | 591    |
| 预付帐款              | 3,593.9   | 2,946.3   | 2,808.7   | 4,145.9   | 3,628.6   | 投资资本周转天数       | 430    | 458      | 446    | 400    | 355    |
| 存货                | 18,001.1  | 18,481.8  | 14,325.8  | 24,415.0  | 19,224.0  |                |        |          |        |        |        |
| 其他流动资产            | 7,219.5   | 8,817.5   | 8,120.7   | 8,052.5   | 8,330.2   | <b>投资回报率</b>   |        |          |        |        |        |
| 可供出售金融资产          | -         | -         | -         | -         | -         | ROE            | 0.5%   | 4.2%     | 8.9%   | 10.6%  | 11.7%  |
| 持有至到期投资           | -         | -         | -         | -         | -         | ROA            | 0.5%   | 1.2%     | 2.9%   | 3.6%   | 4.6%   |
| 长期股权投资            | 29,256.2  | 25,431.3  | 25,431.3  | 25,431.3  | 25,431.3  | ROIC           | 3.5%   | 4.0%     | 6.6%   | 8.1%   | 9.4%   |
| 投资性房地产            | 946.4     | 911.7     | 911.7     | 911.7     | 911.7     | <b>费用率</b>     |        |          |        |        |        |
| 固定资产              | 132,477.7 | 176,422.6 | 183,353.3 | 186,657.5 | 186,183.7 | 销售费用率          | 1.2%   | 1.4%     | 1.5%   | 1.5%   | 1.5%   |
| 在建工程              | 52,053.8  | 17,000.1  | 18,090.0  | 18,820.3  | 19,309.6  | 管理费用率          | 2.1%   | 2.7%     | 2.7%   | 2.7%   | 2.7%   |
| 无形资产              | 19,963.1  | 20,961.0  | 19,035.2  | 17,109.5  | 15,183.7  | 研发费用率          | 5.2%   | 5.5%     | 5.6%   | 5.6%   | 5.6%   |
| 其他非流动资产           | 29,805.9  | 39,834.1  | 31,582.7  | 31,802.3  | 32,930.9  | 财务费用率          | 2.1%   | 2.3%     | 2.9%   | 2.6%   | 2.2%   |
| <b>资产总额</b>       | 359,996.2 | 382,859.1 | 361,397.6 | 391,162.4 | 379,304.1 | 四费/营业收入        | 10.5%  | 11.9%    | 12.7%  | 12.4%  | 12.0%  |
| 短期债务              | 10,215.9  | 8,473.6   | 18,350.8  | 23,427.9  | 27,230.6  | <b>偿债能力</b>    |        |          |        |        |        |
| 应付帐款              | 50,532.3  | 51,519.6  | 46,081.9  | 66,154.0  | 59,751.2  | 资产负债率          | 63.3%  | 62.1%    | 56.4%  | 56.1%  | 50.2%  |
| 应付票据              | 6,365.7   | 5,610.8   | 5,043.4   | 7,290.2   | 6,845.8   | 负债权益比          | 172.4% | 163.6%   | 129.4% | 128.0% | 100.8% |
| 其他流动负债            | 20,426.9  | 33,621.1  | 25,790.7  | 26,405.7  | 28,604.8  | 流动比率           | 1.09   | 1.03     | 0.87   | 0.90   | 0.81   |
| 长期借款              | 118,603.2 | 117,662.2 | 87,444.2  | 75,122.6  | 46,931.6  | 速动比率           | 0.89   | 0.84     | 0.72   | 0.70   | 0.65   |
| 其他非流动负债           | 21,713.6  | 20,705.8  | 21,149.7  | 21,189.7  | 21,015.1  | 利息保障倍数         | 2.35   | 3.90     | 3.20   | 3.93   | 4.79   |
| <b>负债总额</b>       | 227,857.5 | 237,593.1 | 203,860.6 | 219,590.1 | 190,379.1 | <b>分红指标</b>    |        |          |        |        |        |
| 少数股东权益            | 81,460.2  | 92,344.1  | 97,649.6  | 104,747.7 | 113,557.0 | DPS(元)         | -      | -        | 0.02   | 0.01   | 0.01   |
| 股本                | 17,071.9  | 18,779.1  | 18,779.1  | 18,779.1  | 18,779.1  | 分红比率           | 0.0%   | 0.0%     | 6.8%   | 2.3%   | 3.0%   |
| 留存收益              | 35,721.8  | 36,163.2  | 41,108.3  | 48,045.6  | 56,588.9  | 股息收益率          | 0.0%   | 0.0%     | 0.4%   | 0.2%   | 0.3%   |
| <b>股东权益</b>       | 132,138.8 | 145,266.0 | 157,537.0 | 171,572.3 | 188,925.0 |                |        |          |        |        |        |
|                   |           |           |           |           |           | <b>业绩和估值指标</b> |        |          |        |        |        |
| <b>现金流量表</b>      |           |           |           |           |           |                |        |          |        |        |        |
| (百万元)             | 2022A     | 2023A     | 2024E     | 2025E     | 2026E     |                |        |          |        |        |        |
| 净利润               | 1,788.1   | 4,780.8   | 5,305.5   | 7,098.0   | 8,809.3   | EPS(元)         | 0.01   | 0.12     | 0.28   | 0.38   | 0.47   |
| 加: 折旧和摊销          | 22,376.5  | 25,063.1  | 23,905.1  | 27,891.3  | 31,910.4  | BVPS(元)        | 2.70   | 2.82     | 3.19   | 3.56   | 4.01   |
| 资产减值准备            | 3,524.2   | 4,987.0   | -         | -         | -         | PE(X)          | 343.5  | 40.5     | 16.9   | 12.6   | 10.2   |
| 公允价值变动损失          | 139.2     | -27.3     | -         | -         | -         | PB(X)          | 1.8    | 1.7      | 1.5    | 1.3    | 1.2    |
| 财务费用              | 4,025.7   | 4,803.1   | 5,374.7   | 5,426.2   | 5,251.0   | P/FCF          | -70.8  | -19.2    | -4.0   | -19.1  | -16.8  |
| 投资收益              | -4,731.4  | -2,591.9  | -2,851.1  | -3,136.2  | -3,449.8  | P/S            | 0.5    | 0.5      | 0.5    | 0.4    | 0.4    |
| 少数股东损益            | 1,526.7   | 2,565.9   | 5,305.5   | 7,098.0   | 8,809.3   | EV/EBITDA      | 7.9    | 6.7      | 6.3    | 5.3    | 4.2    |
| 营运资金的变动           | -7,920.0  | -19,694.8 | 12,859.3  | -3,172.3  | 5,474.3   | CAGR(%)        | 99.5%  | 54.5%    | -10.8% | 99.5%  | 54.5%  |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | 18,426.4  | 25,314.8  | 49,899.0  | 41,205.1  | 56,804.6  | PEG            | 3.5    | 0.7      | -1.6   | 0.1    | 0.2    |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | -46,836.0 | -40,797.1 | -26,761.8 | -26,928.4 | -26,636.2 | ROIC/WACC      | 0.6    | 0.6      | 1.1    | 1.3    | 1.5    |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | 31,400.7  | 1,791.8   | -30,218.1 | -12,321.6 | -28,191.0 | REP            | 1.9    | 1.7      | 1.1    | 0.8    | 0.7    |

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034