

TCL 科技 (000100)

显示面板周期上行，光伏业务静待回暖

买入 (首次)

2024 年 07 月 09 日

证券分析师 马天翼

执业证书: S0600522090001

maty@dwzq.com.cn

证券分析师 鲍娴颖

执业证书: S0600521080008

baoxy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	166632	174446	192147	215950	236369
同比 (%)	1.72	4.69	10.15	12.39	9.46
归母净利润 (百万元)	261.32	2,214.93	4,718.98	6,687.21	8,843.60
同比 (%)	(97.40)	747.60	113.05	41.71	32.25
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.01	0.12	0.25	0.36	0.47
P/E (现价&最新摊薄)	303.26	35.78	16.79	11.85	8.96

股价走势



投资要点

- TCL 科技: 面板行业双领军之一, 半导体显示盈利拐点在望:** 23 年及 24Q1 公司盈利能力大幅提升, 盈利拐点已现。2023 年公司营收 1744.5 亿元, 同比增长 4.7%, 24Q1 公司营收 399.5 亿元, 同比增长 1.2%。在盈利能力方面, 公司 23 年归母净利润 22.1 亿元, 同比增长 747.6%, 24Q1 归母净利润 2.4 亿元, 同比大幅增长 143.7%。23 年半导体显示业务实现营业收入 836.55 亿元, 同比增长 27.26%; 全年净利润-0.07 亿元, 同比减亏 76.18 亿元, 其中 23H2 实现盈利 34.41 亿元; 全年实现经营性净现金流 201.20 亿元。
- 面板行业景气度回暖, 大陆厂商话语权持续提升:** 根据 Witsview 数据, 当前面板价格已经处于周期底部, 随着国内厂商主动降低稼动率控制面板产能, 海外厂商产能加速退出, 供需关系持续优化, 价格回暖趋势逐步确立。随着夏普 10 代线关闭、LG 广州 8.5 代线寻求出售, 大陆厂商份额优势进一步强化。按面板面积口径统计, 根据 Omdia 数据, 23 年大陆面板产能 (按面板面积) 达到全球产能 67.8%, 同比增长 2.3pct, 预计到 24 年大陆按面积计算的面板产能将达到全球产能的 69.4%, 继续同比增长 1.7pct。
- TCL 现金流改善酝酿盈利高增长:** 在产业加速整合、按需生产和下游需求恢复的联合推动下, 面板行业竞争格局趋于稳定, 头部企业盈利能力持续提升。同时面板厂商用于周期性产能扩张的大额资本投入压力显著减轻, 分红能力大幅提升, 同时自由现金流加速改善, 盈利高增在望, 面板产业头部企业的长期价值开始显现。公司在投资活动现金流逐步改善的同时, 经营性现金流自 22 年开始大幅改善, 随着面板行业的复苏以及公司竞争优势的巩固, 盈利水平有望迎来高增长。
- 布局新能源赛道, 光伏+半导体材料铸就第二成长曲线。** 公司于 2020 年 7 月成功摘牌中环混改项目, TCL 中环主要产品包括新能源光伏硅片、光伏电池及组件、其他硅材料及高效光伏电站项目开发及运营。新能源光伏材料板块产品主要包括新能源光伏单晶硅棒、硅片, 光伏电池组件; 光伏材料板块产品主要包括光伏电池和高效叠瓦组件。2021 年以来 TCL 中环通过体制机制改革、优化资本结构、激发组织活力, 释放增长潜力, 业务加速发展。
- 盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 24-26 年营收为 1921/2160/2364 亿元, 同比增长 10.1%/12.4%/9.5%。预计公司 2024-2026 年归母净利润为 47.2/66.9/88.4 亿元, 当前市值对应 P/E 分别为 16.8/11.9/9.0 倍, 对应 P/B 分别为 1.38/1.24/1.09 倍, 公司作为半导体显示器件的领先企业, 叠加工艺优化和行情景气度提升, 首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 市场竞争风险; 下游应用市场发展不及预期的风险。

市场数据

收盘价(元)	4.08
一年最低/最高价	3.72/5.17
市净率(倍)	1.43
流通 A 股市值(百万元)	73,852.68
总市值(百万元)	76,618.65

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.86
资产负债率(% ,LF)	62.90
总股本(百万股)	18,779.08
流通 A 股(百万股)	18,101.15

相关研究

内容目录

1. TCL 科技：面板行业双领军之一，盈利能力拐点已至	4
1.1. 公司历史底蕴深厚，历次战略布局奠基竞争优势.....	4
1.2. 面板涨价大潮下，公司盈利能力大幅提升.....	5
2. 显示面板：行业集中度提升，头部企业盈利高增在望	7
2.1. 面板复苏趋势明确，产能持续向大陆转移.....	7
2.1.1. 价格端：面板价格波动趋稳，TV 面板价格全面上涨有望持续.....	7
2.1.2. 需求端：TV 面板需求复苏，赛事大年拉动备货需求.....	8
2.1.3. 供给端：面板产能向大陆转移，大陆厂商份额及主导权强化.....	8
2.2. 自由现金流持续改善，领军企业长期价值开始显现.....	10
3. 布局新能源赛道，光伏+半导体材料铸就第二成长曲线	13
3.1. 完善光伏及硅材料业务布局，下游应用领域广泛.....	13
3.2. 聚焦技术创新及生产方式优化，推进公司高质量发展.....	14
3.2.1. 光伏材料：技术与生产模式的双创新，丰富产品矩阵.....	15
3.2.2. 光伏电池及组件：先进产品实现量产，持续优化创新能力.....	15
3.2.3. 全球化业务：重点加速布局国际化业务，优势互补提升公司竞争力.....	16
4. 盈利预测及投资建议	17
5. 风险提示	19

图表目录

图 1:	TCL 华星历次战略布局	4
图 2:	TCL 股权结构及公司布局 (截止 2024/3/31)	5
图 3:	公司营收情况	5
图 4:	公司归母净利润 23 年及 24Q1 大幅增长	5
图 5:	TCL 盈利水平改善	6
图 6:	公司分业务营收 (亿元)	6
图 7:	公司分业务营收占比	6
图 8:	24 年 5 月电视面板价格普涨	7
图 9:	24 年 5 月 IT 面板价格继续上涨	7
图 10:	主流尺寸面板价格 (美元/片)	8
图 11:	各下游面板需求预测 (千万平方米)	8
图 12:	各下游面板需求占比	8
图 13:	SDP 产能情况 (左轴单位: 千平米; 右轴为供给/需求, 单位为: %)	9
图 14:	2022-2023Q2 LGD 营收与毛利率	9
图 15:	主要国家 (地区) 面板产能 (十万片)	10
图 16:	主要国家 (地区) 面板产能 (十万平方米)	10
图 17:	公司投资活动现金流持续减少	11
图 18:	公司经营性现金流持续改善	11
图 19:	TCL 中环主要产品应用领域	13
图 20:	TCL 中环股东结构 (截止到 2024 年 5 月 21 日)	14
图 21:	TCL 中环营业收入及增速 (亿元)	14
图 22:	TCL 中环归母净利润及增速 (亿元)	14
图 23:	TCL 中环营收产品结构	15
图 24:	TCL 中环毛利率及净利率	15
表 1:	TCL 面板产线梳理	10
表 2:	TCL 科技分业务营收预测 (单位: 百万元)	17
表 3:	TCL 科技可比公司估值 (截至 2024 年 7 月 3 日)	18

1. TCL 科技：面板行业双领军之一，盈利能力拐点已至

1.1. 公司历史底蕴深厚，历次战略布局奠基竞争优势

半导体显示全球引领企业，历次战略布局突出竞争优势。TCL 集团创立于 1981 年，2004 年 1 月在深交所主板上市，38 年以来 TCL 一直坚守实业，在持续变革创新中突出竞争优势。2018 年底，TCL 集团启动了以专业化经营为核心的重组，转型为聚焦半导体显示及材料业务的科技创新产业集团，并以产业牵引，发展产业金融和投资业务。TCL 集团以产品技术创新为重要驱动力，提升技术能力和工业能力，保持优于行业的效率和效益指标。旗下 TCL 华星是全球半导体显示行业的引领者，旗下有 2 条 8.5 代面板生产线，2 条 11 代超大型、商用显示生产线，1 条 6 代 LTPS 面板生产线和 1 条 AMOLED 生产线，截至 24 年 5 月 55 吋电视面板市占率居全球第 1 位，LTPS 手机面板市占率提升至全球第 2 位，AMOLED 即将量产。

历次战略布局奠基公司领先地位。2004 年，TCL 科技并购法国汤姆逊彩电业务和阿尔卡特手机业务，使 TCL 快速进入欧美高端市场；2009 年，TCL 科技投资 245 亿建设华星光电 8.5 代线液晶面板工厂，实现从传统制造向高科技制造企业的转型，打破中国在面板领域的对外依赖；2020 年，TCL 科技收购天津中环集团，开辟了半导体光伏与半导体材料的新赛道，并于同年注册了 TCL 微芯半导体技术公司，实现了 TCL 在半导体显示行业纵向延伸和横向整合；2020 年 12 月，TCL 科技收购茂佳国际，加强在显示产业布局，协助 TCL 华星完成对下游客户“面板+整机”一体化交付需求；此外，TCL 科技通过与日本 JOLED 的合作以及并购苏州三星电子液晶显示科技有限公司股权，完成在新型显示领域的投资布局，加强公司在 OLED 领域的技术和市场地位。

图1: TCL 华星历次战略布局

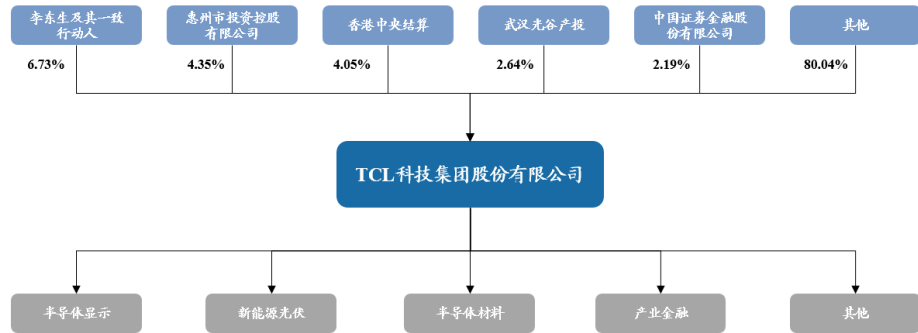


数据来源：TCL 华星官网，东吴证券研究所整理

实控人自 1982 年创立公司以来便长期担任重要职务，保障公司战略连贯性。李东生作为 TCL 科技实际控制人，截至 2024Q1 持有公司 6.73% 的股权。李东生自 1982 年参与创立 TCL 以来，长期担任公司的关键管理职位，包括 TCL 通讯设备有限公司总经

理、TCL 电子集团总经理，以及 1996 年起担任 TCL 集团董事长、CEO，拥有丰富的科技制造业管理经验，领导 TCL 从初创企业发展为全球化产业集团。

图2: TCL 股权结构及公司布局 (截止 2024/3/31)

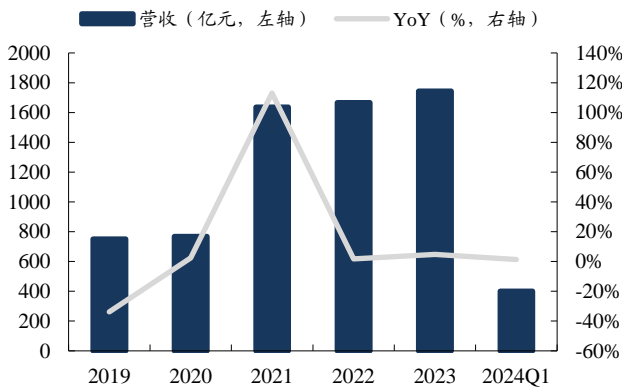


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.2. 面板涨价大潮下，公司盈利能力大幅提升

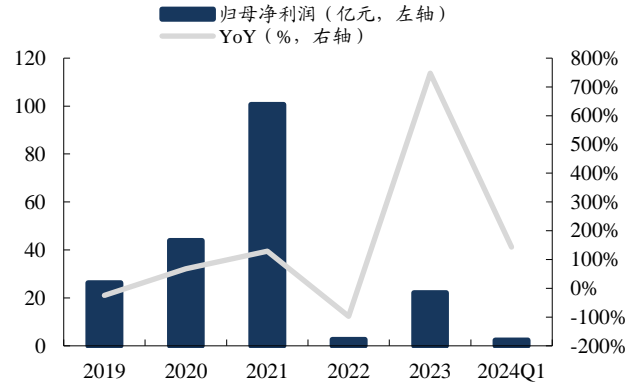
23 年及 24Q1 公司盈利能力大幅提升，盈利拐点已现。2023 年公司营收 1744.5 亿元，同比增长 4.7%，24Q1 公司营收 399.5 亿元，同比增长 1.2%。在盈利能力方面，公司 23 年归母净利润 22.1 亿元，同比增长 747.6%，24Q1 归母净利润 2.4 亿元，继续同比大幅增长 143.7%。主要原因系面板价格持续上涨，公司显示面板业务盈利能力大幅度改善。随着面板行业需求复苏、集中度不断提升，公司作为行业头部企业进一步受益，盈利拐点已经到来。

图3: 公司营收情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 公司归母净利润 23 年及 24Q1 大幅增长

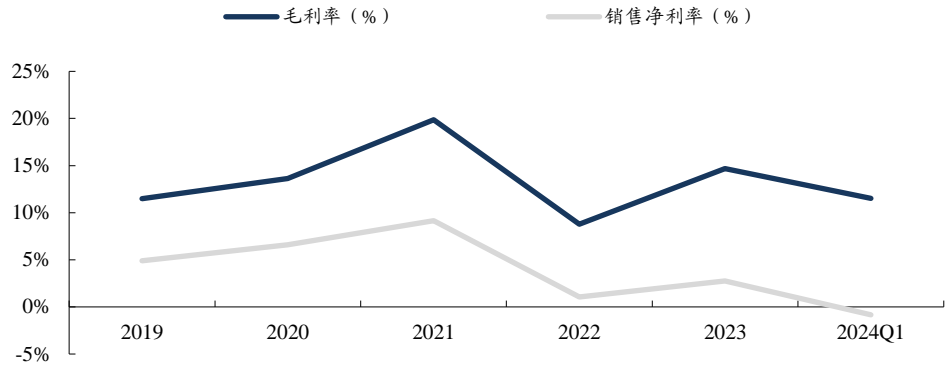


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

面板涨价影响下 23 年毛利率快速提升，Q1 是 TV 传统淡季，盈利水平有所回调。23 年公司毛利率 14.7%，同比增长 5.9pct，销售净利率 2.7%，同比增长 1.7pct，24Q1 由于是 TV 传统淡季，盈利水平相较 23 年全年指标有所回调，24Q1 公司毛利率 11.5%，同比增长 1.2pct，销售净利率-0.8%，同比减少 1.1pct。虽然 24Q1 公司销售净利率同比有所减少，但扣非后的销售净利率为 0.18%，同比增长 2.0pct。看好公司盈利能力随着

面板行业竞争格局稳定而进一步改善。

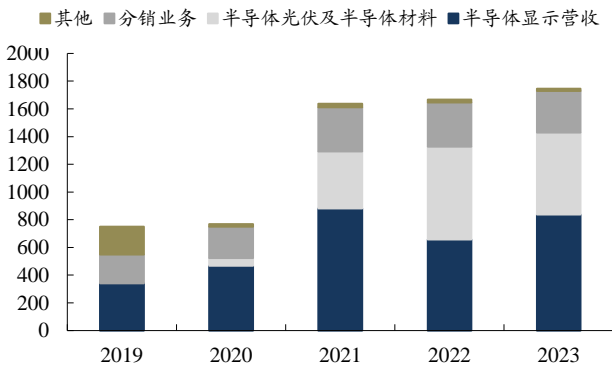
图5: TCL 盈利水平改善



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

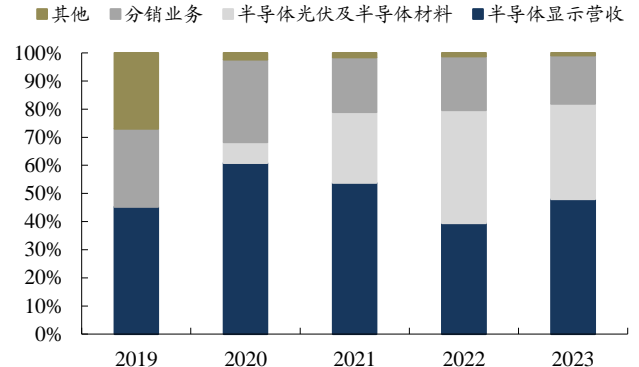
半导体显示和光伏、半导体材料为两大主要业务。23 年公司半导体显示业务营收 836.5 亿元, 同比增长 27.3%, 23 年半导体显示业务营收占总营收比例为 47.95%, 同比增长 8.5pct。第二大主营业务为光伏、半导体材料业务, 23 年营收 591.5 亿元, 同比减少 11.7%, 占总营收比例 33.91%, 同比减少 6.3pct。

图6: 公司分业务营收 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 公司分业务营收占比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 显示面板：行业集中度提升，头部企业盈利高增在望

2.1. 面板复苏趋势明确，产能持续向大陆转移

2.1.1. 价格端：面板价格波动趋稳，TV 面板价格全面上涨有望持续

5月TV面板价格持续看涨：根据智群咨数据显示，2024年5月小尺寸面板(32寸)价格持平，中大尺寸面板中，50寸上涨1美元，55、65、75寸上涨1-2美元。在24Q1面板价格经历了剧烈波动，出现了急剧下降、企稳和强劲回升。在3-5月份各尺寸TV面板呈现面板价格上涨趋势，主要原因包括面板厂进行年度维护减少了短期供应，终端市场需求增加和体育营销活动预期等因素提升了面板需求；同时，面板厂的经营策略通过调整生产和定价强化面板市场复苏趋势。价格上涨有望继续维持，随后需观察6月的618购物节对市场的影响。

5月IT面板保持上涨：2024年以来，Monitor面板价格全面回暖，从需求端来看，出于对面板供应、价格趋势考量，品牌已全面开启策略性提前备货。从供应端来看，在常态化控产下，随着显示器与电视应用盈利水平差异持续扩大，Monitor产能分配逐渐受到挤压，这使得Monitor市场逐渐向供方倾斜，市场供应逐渐偏紧。群智咨询数据显示，5月21.5"FHD，23.8"FHD，27"FHD Open cell面板价格预计上涨0.5到0.8美元；21.5"FHD，23.8"FHD，27"FHD LCM价格预计上涨0.5到0.8美元。

5月Notebook面板价格结构性上涨：从需求端来看，得益于库存持续改善及“6·18”促销备货拉动，品牌面板需求正稳步增长。从供应端来看，按需生产已成为常态化生产策略。随着教育标案增多，TN面板价格有望率先回暖。同时，伴随电视和显示器等中大尺寸应用面板价格持续上涨，面板厂加大了笔记本面板涨价诉求。群智咨询(Sigmaintell)预测，5月TN面板和主流16:9规格面板价格有望小幅回暖，高阶面板价格仍维持小幅下跌。5月主流TNLCM均价预计上涨0.1美元，5月16:9主流规格面板均价预计上涨0.1美元，主流16:10保持稳定。

图8：24年5月电视面板价格普涨

Sigmaintell Price Trends: TV, Early May.

Application	Size	Resolution	OC/LCM	Range	Apr'24	May'24(E)	May. VS Apr. Change
TV	32"	1366x768	OC	High	38.0	38.0	0.0
				Typical	37.0	37.0	0.0
				Low	36.0	36.0	0.0
	50"	3840x2160	OC	High	113.0	113.0	0.0
				Typical	108.0	109.0	1.0
				Low	105.0	106.0	1.0
	55"	3840x2160	OC	High	137.0	137.0	0.0
				Typical	134.0	135.0	1.0
				Low	130.0	131.0	1.0
	65"	3840x2160	OC	High	186.0	187.0	1.0
				Typical	182.0	184.0	2.0
				Low	176.0	178.0	2.0
75"	3840x2160	OC	High	247.0	248.0	1.0	
			Typical	244.0	246.0	2.0	
			Low	239.0	241.0	2.0	

* The data covers the price of all channels in the panel market.
* For more price trends of specification products, please contact us: sigmaitell@sigmaitell.com.

数据来源：群智咨询，东吴证券研究所

图9：24年5月IT面板价格继续上涨

Sigmaintell Price Trends: Monitor & Notebook, Early May.

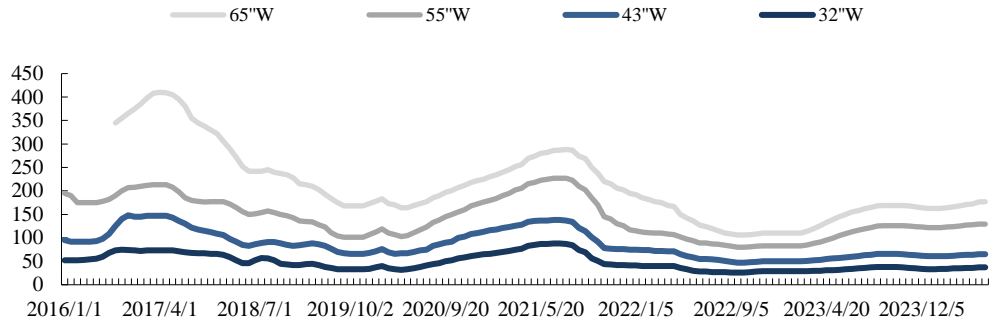
Application	Size	Resolution	OC/LCM	Spec(IT)	Apr'24(A)	May'24(E)	May. VS Apr. Change
Monitor	21.5"	1920x1080	Module	TN	33.6	34.1	0.5
	23.8"	1920x1080	Module	IPS	41.0	41.5	0.5
	23.8"	1920x1080	Open Cell	IPS	28.4	29.2	0.8
	23.8"	1920x1080	Open Cell	VA	27.7	28.5	0.8
	27"	1920x1080	Module	IPS	50.7	51.2	0.5
Notebook	14.0"	1366x768	Module	TN	26.2	26.3	0.1
	14.0"	1920x1080	Module	Value-added IPS	46.3	46.4	0.1
	14.0"	1920x1200	Module	Entry-level IPS	38.2	38.2	0.0
	15.6"	1920x1080	Module	Entry-level IPS	38.0	38.1	0.1

* The data covers the price of all channels in the panel market.
* For more price trends of specification products, please contact us: sigmaitell@sigmaitell.com.

数据来源：群智咨询，东吴证券研究所

面板价格回暖，周期拐点逐渐清晰。根据 Witsview 数据，当前面板价格已经处于周期底部，随着国内厂商主动降低稼动率控制面板产能，海外厂商产能加速退出，供需关系持续优化，价格回暖趋势逐步确立。

图10: 主流尺寸面板价格 (美元/片)

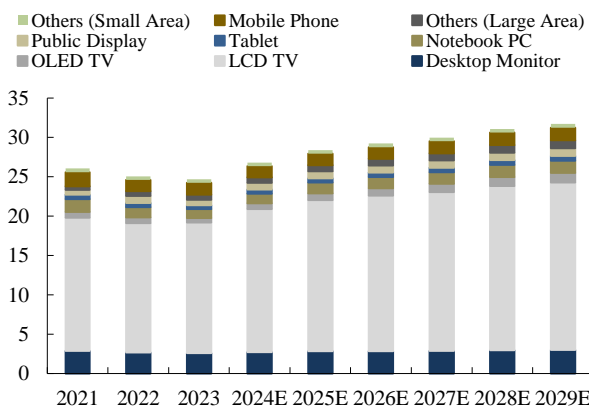


数据来源: Witsview, 东吴证券研究所

2.1.2. 需求端: TV 面板需求复苏，赛事大年拉动备货需求

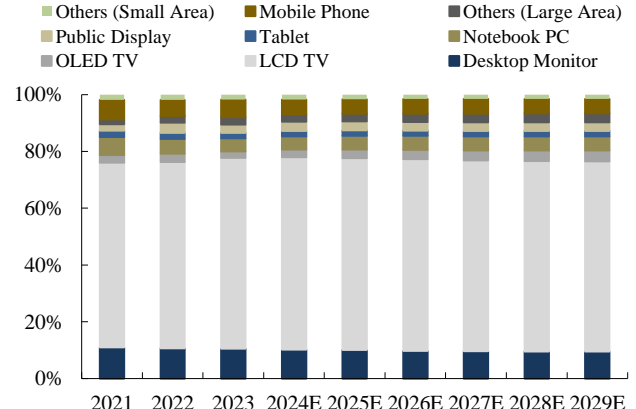
TV 面板是最大下游，TV 需求复苏带动面板整体景气度回暖。根据 Omdia 数据，2024 年 LCD TV 面板需求量将达到 1.8 亿平方米，同比增长 9.6%，2024 年作为体育赛事大年，提前备货需求将对 TV 需求起到拉动作用。根据 Omdia 数据，TV 面板需求面积在面板总需求面积的占比稳定在 60%以上，是面板主要下游，TV 面板的率先复苏将对面板整体景气度复苏起到积极作用。

图11: 各下游面板需求预测 (千万平方米)



数据来源: Omdia, 东吴证券研究所

图12: 各下游面板需求占比



数据来源: Omdia, 东吴证券研究所

2.1.3. 供给端: 面板产能向大陆转移，大陆厂商份额及主导权强化

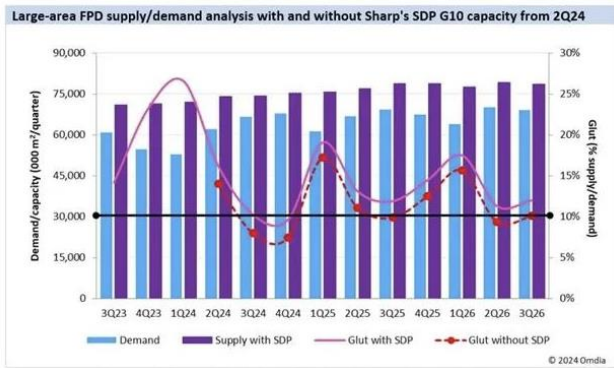
夏普 10 代线关闭、LG 广州 8.5 代线寻求出售，大陆厂商份额优势进一步强化。24 年 4 月据 Mainichi Shinbun 报道，夏普将关闭其在日本的 10 代 LCD 工厂，即旗下子公

司堺工厂 (SDP)。根据 Omdia 数据, 21 年疫情期间 SDP 毛利率约 4.1%, 大幅低于 13% 的行业平均值。疫情后, 平板显示面板 (FPD) 市场陷入低迷, SDP 毛利率随之下降, 2022 年下跌至 -29.1%。Omdia 统计显示, 2024 年 SDP 的 TFT 产能为 887 万平米, 约占专用于生产大尺寸 FPD 的全球 TFT 总产能的 2.6%。若夏普永久关停该部分产能, 将是行业整合迈出的重要一步。

韩国方面, 由于疫情期间电视面板价格的持续走低, LG Display 持续亏损, 资产负债率较高, 现金流快速流失。根据公司官网披露的数据, 2022 年-2023 年 LGD 毛利率持续走低, 从 22Q1 的 1% 大幅下降至 23Q1 的 -25%。为改善财务状况, LGD 决定缩减 LCD TV 业务并将重心转移至 OLED, 因此希望出售广州 G8.5LCD 工厂并将资金用于布局 G8.7 OLED 产线。根据行业跟踪, 目前 LGD 已收到京东方、华星光电等 4-5 家公司意向书。LGD 广州 G8.5LCD 工厂计划在 24Q2 选定收购对象, 出售价格预计在 1 万亿韩元, 约合人民币 54 亿。

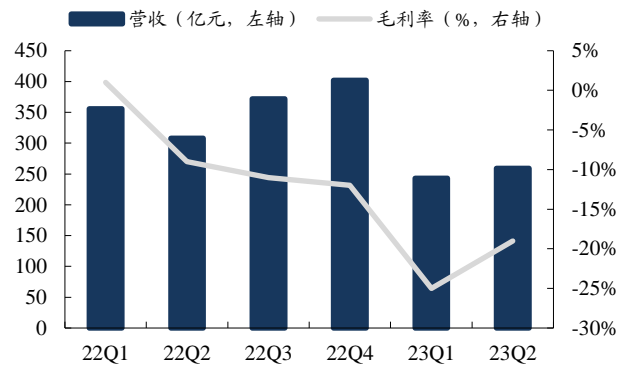
根据 Omdia 数据, 2023 年中国工厂生产的 7 代及更大尺寸基板占全球产量的 77%, 若关闭 SDP 和广州 G8.5LCD 工厂, 此类基板的生产将更多地集中在中国, 逼近全球供应量的 85%。京东方、华星光电、惠科等中国大陆电视面板供应商的大尺寸面板定价权和 LCD 行业集中度将进一步提升。

图13: SDP 产能情况 (左轴单位: 千平米; 右轴为供给/需求, 单位为: %)



数据来源: Omdia, 东吴证券研究所

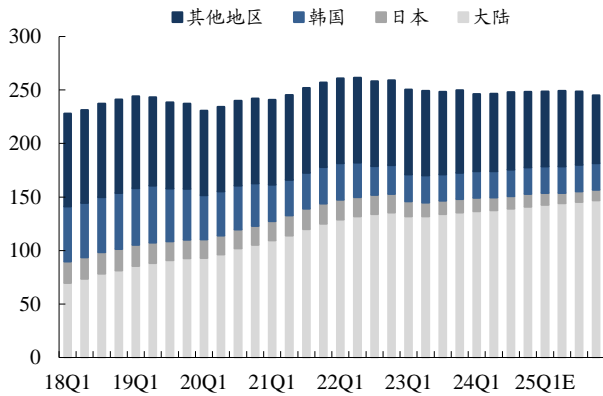
图14: 2022-2023Q2 LGD 营收与毛利率



数据来源: LGD 公司官网, 东吴证券研究所

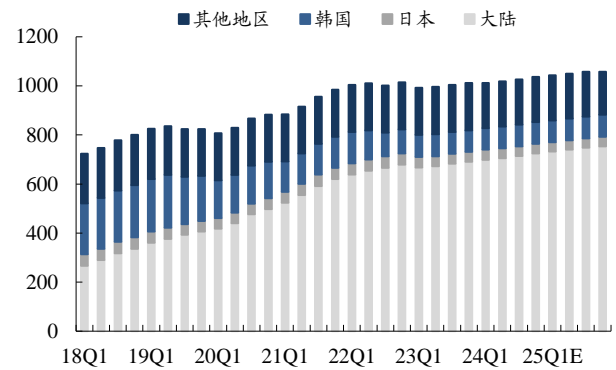
中国面板厂商占据全球大部分产能, 话语权持续增强。根据 Omdia 数据, 2023 年大陆面板产能 (按面板片数) 已经占全球产能 53.4%, 同比增长 2.5pct, 预计到 2024 年大陆面板产能 (按面板片数) 占全球产能比重将进一步提升到 56.0%, 同比增长 2.6pct; 按面板面积口径统计, 根据 Omdia 数据, 23 年大陆面板产能 (按面板面积) 达到全球产能 67.8%, 同比增长 2.3pct, 预计到 24 年大陆按面积计算的面板产能将达到全球产能的 69.4%, 继续同比增长 1.7pct。

图15: 主要国家(地区)面板产能(十万片)



数据来源: Omdia, 东吴证券研究所

图16: 主要国家(地区)面板产能(十万平米)



数据来源: Omdia, 东吴证券研究所

2.2. 自由现金流持续改善, 领军企业长期价值开始显现

在产业加速整合、按需生产和下游需求恢复的联合推动下, 面板行业竞争格局趋于稳定, 头部企业盈利能力持续提升。同时面板厂商用于周期性产能扩张的大额资本投入压力显著减轻, 分红能力大幅提升, 同时自由现金流加速改善, 盈利高增在望, 面板产业头部企业的长期价值开始显现。

TCL 以自建产线及对外并购持续扩充产能。通过 2 条 8.5 代线建设, TCL 华星在 TV 面板领域站稳脚跟; 随后以 2 条 6 代线顺利切入小尺寸面板。公司通过 2 条 11 代线的投建及苏州三星 T10 产线的并购进一步扩张大尺寸产能, 确立了全球大尺寸面板的领先地位。2021 年公司投建面向高附加值 IT、商显等中尺寸产品的 T9 产线, 加快全尺寸战略布局; 此后, TCL 华星通过扩充自建模组产能并收购茂佳科技及三星模组厂, 进一步提升公司在价值链上的地位与盈利能力。随着面板行业竞争格局的逐步稳定, 头部厂商的优势得到巩固, 产能扩张告一段落, 分红能力将持续提升, 股东回报有望持续增长。

表1: TCL 面板产线梳理

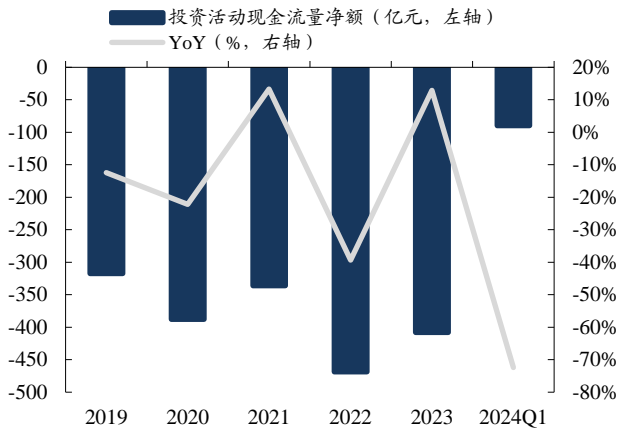
产线名称	产线详情
T1&2(大尺寸)	G8.5 液晶面板(TFT-LCD)产线
T3&4(小尺寸)	G6 产线, 分别用于 LTPS 和 AMOLED
T5(小尺寸)	对第六代半导体显示器件扩产得到, 生产中小尺寸 LTPS TFT-LCD
T6&7(大尺寸)	G11 产线, 用于 65 寸、75 寸等大尺寸产品(TFT-LCD 和 AMOLED)
T8(计划)	G8.5 柔性 OLED 产线, 用于大尺寸产品
T9(中尺寸)	氧化物半导体显示器件产线, 生产中尺寸高附加值 IT 产品
T10(大尺寸)	整合了原苏州三星产线得到

数据来源: 爱集微, 东吴证券研究所

现金流改善酝酿盈利高增长。公司在投资活动现金流逐步改善的同时, 经营性现金流自 22 年开始大幅改善, 随着面板行业的复苏以及公司竞争优势的巩固, 盈利水平有

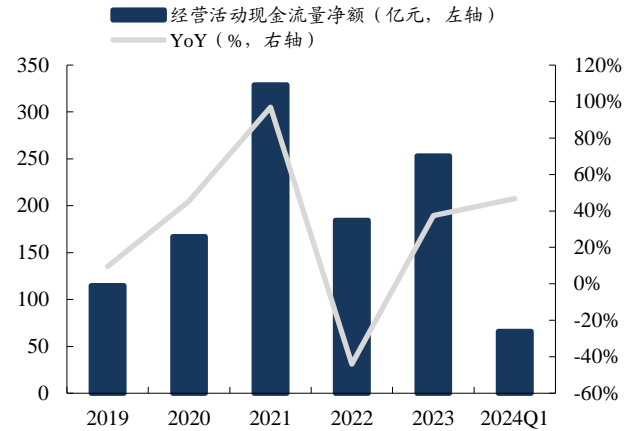
望迎来高增长。

图17: 公司投资活动现金流持续减少



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图18: 公司经营性现金流持续改善



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

面板市场份额领先，产品结构持续优化。根据公司年报数据，23年公司TV面板出货量稳居全球前二，MNT面板出货提升至全球第三，柔性OLED出货量大幅度增长。公司显示业务充分发挥高世代产线的技术优势，推动产品大尺寸化和规格升级；把握信息技术革命驱动的IT产品迭代需求，补齐以t9产线为代表的中尺寸产能和产品布局；小尺寸OLED业务聚焦高端化、差异化策略，改善经营效益。

大尺寸领域，TCL华星发挥高世代线优势与产业链协同效用，引领电视面板大尺寸升级及高端化发展，积极发展交互白板、数字标牌、拼接屏等商用显示业务。TCL华星通过发挥G8.5和G11高世代线的制造效率和制程优势，协同战略客户提升大尺寸电视市场渗透率，提升产业链主要环节的价值规模。根据公司年报数据，23年公司电视面板市场份额稳居全球前二，55吋及以上尺寸产品面积占比提升至79%，65吋及以上产品面积占比51%，55吋和75吋产品份额全球第一，65吋产品份额全球第二，交互白板、数字标牌、拼接屏等商显产品份额居全球前三。

中尺寸领域，TCL华星加快IT和车载等新业务产能建设，优化产品和客户结构，打造业务增长新动能。根据公司23年年报数据，定位于中尺寸IT和车载等业务的t9产线第一期产能达产，显示器整体出货排名提升至全球第三，其中电竞显示器市场份额全球第一，笔电和车载产品按计划完成品牌客户导入并逐步放量。6代LTPS扩产项目稳步推进，LTPS笔电全球第二，LTPS平板全球第一，LTPS车载屏出货量迅速提升至全球第五。TCL华星的中尺寸业务收入占比提升至21%，成为未来增长的主要引擎。

小尺寸领域，TCL华星以LTPS和柔性OLED的产线组合定位中高端市场，产品竞争力和市场份额持续提升。根据公司23年年报数据，t3产线LTPS手机面板出货量全球第三，自主开发的1512PPI Mini-led LCD-VR屏实现量产出货。t4柔性OLED产线

稼动率和出货量快速提升，第四季度柔性 OLED 手机面板出货量提升至全球第四，产品和客户结构大幅优化，23 年导入多家品牌客户；公司柔性 OLED 的折叠、LTPO、Pol-Less 等新技术达到行业领先水平，高端产品占比持续提升；23 年，公司柔性 OLED 业务收入实现翻倍增长，经营情况持续改善。

3. 布局新能源赛道，光伏+半导体材料铸就第二成长曲线

公司围绕企业发展理念和国家战略新兴产业规划，积极寻找新的成长赛道，主要关注方向在于技术密集、资本密集、长发展周期等特点，并能够充分发挥和持续增强 TCL 核心能力。公司于 2020 年 7 月成功摘牌中环混改项目，TCL 中环主要产品包括新能源光伏硅片、光伏电池及组件、其他硅材料及高效光伏电站项目开发及运营，十分契合 TCL 寻找增长新动能的核心诉求。2021 年以来 TCL 中环通过体制机制改革、优化资本结构、激发组织活力，释放增长潜力，业务加速发展。

3.1. 完善光伏及硅材料业务布局，下游应用领域广泛

TCL 中环产品应用领域主要包含集成电路、消费类电子、电网传输、风能发电、轨道交通、新能源汽车、5G、人工智能、光伏发电、工业控制等产业。新能源光伏材料板块产品主要包括新能源光伏单晶硅棒、硅片，光伏电池组件板块产品主要包括光伏电池和高效叠瓦组件。TCL 中环主营业务围绕硅材料展开，专注单晶硅的研发和生产，纵向在新能源光伏制造和其他硅材料制造领域延伸，形成新能源光伏材料板块、光伏电池及组件板块和其他硅材料板块。横向在强关联的其他领域扩展，围绕“绿色低碳、可持续发展”，形成光伏发电板块，包括地面集中式光伏电站、分布式光伏电站。

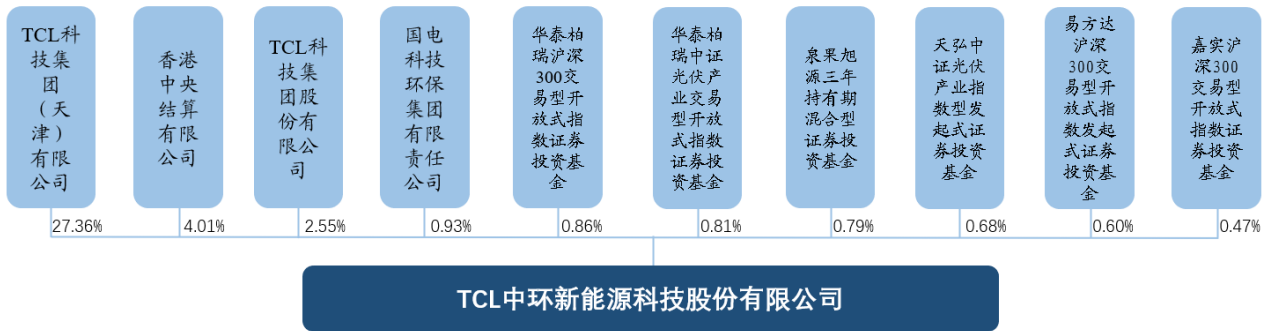
图19: TCL 中环主要产品应用领域



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

截止到 2024 年 5 月 21 日，TCL 中环第一大股东为 TCL 科技集团（天津）有限公司，持股比例为 27.36%，香港中央结算有限公司为第二大股东，持股 4.01%。TCL 科技通过自有持股和 TCL 科技集团（天津）有限公司共持有 29.91% 比例的股份。

图20: TCL 中环股东结构 (截止到 2024 年 5 月 21 日)



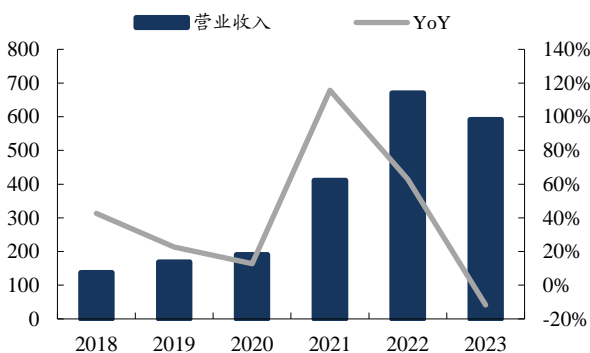
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3.2. 聚焦技术创新及生产方式优化, 推进公司高质量发展

2023年,在“双碳”战略引领及应对气候变化、能源安全、环境污染等挑战影响下,全球能源结构加速升级转型,光伏新能源产业继续保持高速增长。光伏行业市场空间的可持续增长吸引新老玩家陆续扩大投资,光伏产业链各环节产能加速释放,主环节产品价格波动下行,整体利润空间受到挤压。公司对参股公司 Maxeon 相关的投资亏损、长期股权投资和金融资产分别确认了资产减值损失和公允价值变动损失,对TCL中环四季度业绩造成负向影响。

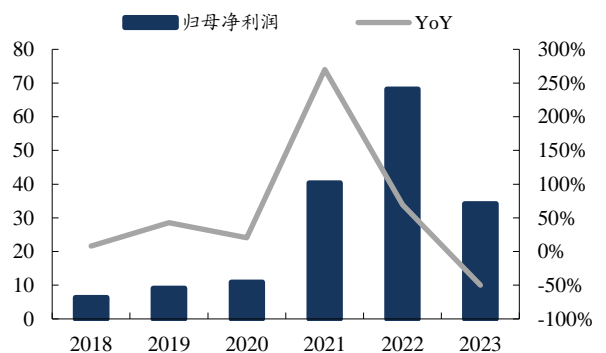
TCL中环新能源光伏材料板块持续推进技术创新和工业4.0柔性制造,提升先进产能规模,优化产品结构。2023年TCL中环营收591.46亿元,同比-11.74%,净利润38.99亿元,同比-44.88%。新能源材料业务出货量同比增长68%至114GW,营收达531亿元。其中,硅片整体市占率23.4%,实现营业收入437.91亿元;光伏组件业务出货量8.6GW,同比增长29.8%,实现营业收入93.09亿元。

图21: TCL 中环营业收入及增速 (亿元)



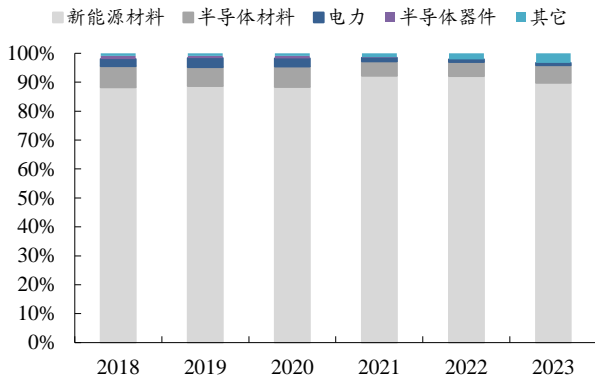
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图22: TCL 中环归母净利润及增速 (亿元)



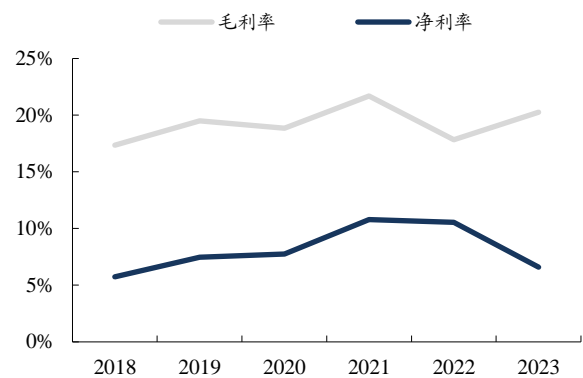
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图23: TCL 中环营收产品结构



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图24: TCL 中环毛利率及净利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3.2.1. 光伏材料: 技术与生产模式的双创新, 丰富产品矩阵

面对光伏行业的重大转折期, TCL 中环光伏材料业务持续推进技术创新和工业 4.0 柔性制造, 提升先进产能规模, 降本增效, 完善产品 Total Solution 布局, 满足客户差异化产品诉求, 充分发挥公司战略产品的规模优势、成本优势和市场优势。

技术端: 2023 年, 光伏材料业务板块围绕生产方式、材料、工艺、运营等工作加速技术创新和工艺创新, 提高相对竞争力, 积极应对产业市场周期波动及 N 型、大尺寸转型趋势。至 2023 年报期末, TCL 中环引领大尺寸、薄片化、细线化等晶体晶片工艺技术升级, 晶体单位产品硅料消耗率、单炉月产以及晶片每公斤出片数等指标均大幅领先行业水平。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。TCL 中环基于在 N 型材料产品的技术积累和匹配 N 型时代“多产品、多客户、多工艺”的柔性制造能力, 加速 N 型材料和叠瓦组件转型, N 型硅片外销市占率全球第一, 成本领先行业次优约 0.03 元/W, 构建面向下一代技术的产业链差异化竞争力。

制造及运营能力: TCL 中环坚持推动工业 4.0 制造方式升级, 重视生产制造的智能化水平, 随着产品技术类型、规格以及客户基地数量增加, 对生产柔性化提出更高的要求, 截至 2023 年末, 实现 1200 余种定制化产品的柔性制造能力。面对上下游市场快速变化, 内部建立运营 4.0 体系, 科学决策, 高效运营, 推动企业高质量发展。

3.2.2. 光伏电池及组件: 先进产品实现量产, 持续优化创新能力

TCL 中环持续推动自主技术创新和 Know-how 工艺积累, 专注于具有知识产权保护

和行业技术领先的技术投入和工艺创新，围绕高功率、高效率、低成本的发展趋势，持续推动电池及组件业务发展。

光伏组件：G12 组件已成为行业未来发展趋势，700W 组件成为主流，2023 年，公司完成叠瓦 3.0 产品全面迭代，四季度完成叠瓦 4.0 产品研发并实现量产。叠瓦 4.0 产品面向不同应用场景，采用全新设计，充分发挥“密排”优势，叠瓦主流产品功率较竞争对手领先两档及以上，效率领先 0.2% 以上，实现成本下降，进一步完善了叠瓦系列产品的知识产权库建设，至 2023 年末，高效叠瓦组件产能达到 18GW。

电池：公司始终聚焦差异化的、拥有知识产权的 N 型电池技术的开发，同时围绕 N 型电池持续降低成本的目标，在工艺方法、工艺步骤缩短、去贵金属化等方面不断开展技术创新工作。2023 年报告期内，设立电池技术研究所，不断提升电池差异化技术创新能力。

3.2.3. 全球化业务：重点加速布局国际化业务，优势互补提升公司竞争力

2023 年报告期内，公司审慎坚定地推动全球化战略，积极评估、探索全球重点国家或区域的产业布局项目（如美国、欧洲、中东等），持续开展项目筹划、合作伙伴沟通谈判和项目落地研究等工作。

2023 年受全产业链严重过剩及市场光伏产品价格剧烈波动等宏观因素影响，公司季度亏损二季度开始环比增大。公司对与 Moxon 相关的长期股权投资和金融资产分别确认了资产减值损失 10.1 亿元和公允价值变动损失 4.4 亿元，按权益法合并确认 Moxon 投资亏损 3.4 亿元，并收到可转债利息收入 1.08 亿元，合计对公司业绩带来了 16.9 亿元的负向影响。

基于 Moxon 公司拥有的 IBC 电池-组件系列专利、Topcon 电池工艺系列专利、叠瓦组件系列专利，在全球形成了较强的知识产权和相关产品的保护能力，叠加其全球范围较强的品牌与渠道优势，是公司国际化业务（尤其是北美地区）加速发展的重要战略布局。公司正积极推动 Moxon 的资本架构改善、组织变革、运营改善，充分发挥其在美独特壁垒市场优势及技术创新能力，通过制造方式升级重点改善其制造环节相对中国企业的短板，通过全球范围内生产与渠道的相互促进和协同赋能，提升公司全球化布局的竞争优势。

4. 盈利预测及投资建议

核心假设与收入拆分:

(一) 半导体显示器件: 大尺寸显示面板领域, TCL 华星持续提升相对竞争力和盈利能力; 中尺寸面板领域, TCL 华星完善产品布局, 发挥高世代产线优势, 把握高规格产品增量市场机会, 提高市场份额和收入规模; 小尺寸面板领域, TCL 华星优化产品和客户结构, 通过技术创新推动产品高端化发展, 实现柔性 OLED 业务经营改善, 加快从大尺寸显示领军者向全尺寸显示领先企业的转型升级。当前供给侧格局优化, 终端需求面积稳定增长, 显示行业景气度有望延续向好态势, 公司半导体显示业务将进一步改善。我们预计公司该板块 24-26 年收入为 1009/1223/1402 亿元, 同比增速为 21%/21%/15%。

(二) 新能源光伏及其他硅材料: 技术工艺端, TCL 中环坚持技术创新, 建立 G12 及 N 型光伏材料技术领先优势, 持续推进降本增效, 增强相对竞争力。业务推广端, TCL 中环夯实工业 4.0 智能制造能力, 继续推动国际化业务布局, 探索全球重点国家或区域的产业布局项目。当前光伏行业仍处于周期底部, 公司新能源光伏业务将强化经营韧性, 以相对竞争力平稳穿越行业周期。我们预计公司该板块 24-26 年收入为 597/613/628 亿元, 同比增速为 1%/2.6%/2.5%。

(三) 电子产品分销: 该业务主要为手机、PC、平板等消费电子产品及软件的销售, 电子产品分销业务的毛利率较低, 该部分业务发展相对较为稳定。我们预计公司该板块 24-26 年收入为 301/310/319 亿元, 同比增速为 0%/3%/3%。

综上, 我们预计公司 24-26 年营收为 1921/2160/2364 亿元, 同增 10.1%/12.4%/9.5%。归母净利润为 47.19/66.87/88.44 亿元, 同比增长 113.1%/41.7%/32.3%。

表2: TCL 科技分业务营收预测 (单位: 百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
半导体显示器件				
营收 (百万元)	83654.7	100887.6	122275.8	140225.9
增长率	27.3%	20.6%	21.2%	14.7%
毛利率	13.8%	13.0%	14.0%	15.4%
新能源光伏及其他硅材料				
营收 (百万元)	59146.5	59737.9	61291.1	62823.4
增长率	-11.7%	1.0%	2.6%	2.5%
毛利率	20.3%	20.0%	20.0%	21.0%
电子产品分销				
营收 (百万元)	30109.5	30109.5	31012.8	31943.2
增长率	-5.5%	0.0%	3.0%	3.0%
毛利率	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
其他及抵消				

营收 (百万元)	1455.9	1339.4	1312.7	1312.7
增长率	-81.1%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	0.4%	30.0%	30.0%	30.0%
其他				
营收 (百万元)	79.5	72.6	58.0	63.5
增长率	35.8%	35.0%	35.0%	35.0%
毛利率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
合计营收 (百万元)	174,446	192,147	215,950	236,369
YoY	4.69%	10.15%	12.39%	9.46%
归母净利润 (百万元)	2,214.9	4,719.0	6,687.2	8,843.6
YoY	747.60%	113.05%	41.71%	32.25%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

投资建议:

我们选取主营业务同样覆盖半导体显示业务的京东方 A 和深天马 A 作为可比公司。可比公司 25-26 年 P/E 均值为 33.2/16.1 倍。预计公司 2024-2026 年归母净利润为 47.2/66.9/88.4 亿元, 当前市值对应 P/E 分别为 16.8/11.9/9.0 倍, 对应 P/B 分别为 1.38/1.24/1.09 倍, 公司作为半导体显示器件的领先企业, 叠加工艺优化和行情景气度提升, 首次覆盖给予“买入”评级。

表3: TCL 科技可比公司估值 (截至 2024 年 7 月 3 日)

公司代码	名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			P/E		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
000725.SZ	京东方 A	1,528.6	50.4	90.9	133.1	30.3	16.8	11.5
000050.SZ	深天马 A	168.6	-5.1	3.4	8.1	/	49.6	20.8
均值						/	33.2	16.1
000100.SZ	TCL 科技	792.5	47.2	66.9	88.4	16.8	11.9	9.0

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 京东方 A、深天马 A 数据预测均来自 Wind 一致预测

5. 风险提示

行业变动的风险：世界各国面对“双碳”目标、能源短缺等问题对光伏发展给予高度关注，同时谋求产业链自主可控，积极推动光伏制造本土化并推出一系列贸易保护政策，贸易摩擦不断发生，对我国光伏产业发展造成冲击。若未来宏观环境因素发生不利变化，将给公司与行业发展带来不利影响。

市场竞争的风险：光伏产业因高成长、高预期性吸引大量资本涌入，各环节产能快速扩张，产品趋于同质化，市场竞争愈发激烈，产业格局面临重塑。多晶硅料、单晶硅片、电池、组件阶段性投资和达产周期形成的供需不平衡，造成部分产品周期性供应过剩，对市场环境及经营带来不确定性。

下游应用市场发展不及预期的风险：公司产品下游广泛用于 3C、汽车电子、显示器以及光伏、半导体等领域，行业景气度较为依赖终端需求。若下游行业景气度不及预期，将对公司业绩产生不利影响。

TCL 科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	102,298	84,743	77,382	77,571	营业总收入	174,446	192,147	215,950	236,369
货币资金及交易性金融资产	45,108	26,494	12,295	6,668	营业成本(含金融类)	148,787	165,323	184,798	199,766
经营性应收款项	26,520	26,585	29,992	33,249	税金及附加	802	815	927	1,023
存货	18,482	19,755	22,342	24,169	销售费用	2,524	2,555	2,483	2,599
合同资产	344	356	410	448	管理费用	4,783	4,706	4,318	4,726
其他流动资产	11,845	11,553	12,342	13,037	研发费用	9,523	9,949	10,795	11,815
非流动资产	280,561	315,063	346,024	371,982	财务费用	3,973	3,106	3,513	3,832
长期股权投资	25,431	27,431	29,431	31,431	加:其他收益	3,538	4,034	4,358	5,199
固定资产及使用权资产	182,809	199,931	215,735	226,505	投资净收益	2,592	4,010	5,721	6,380
在建工程	17,000	27,000	37,000	47,000	公允价值变动	27	40	40	40
无形资产	18,420	20,826	23,041	25,223	减值损失	(4,987)	(293)	(382)	(559)
商誉	10,517	11,564	12,540	13,603	资产处置收益	(41)	(61)	(69)	(72)
长期待摊费用	3,403	3,403	3,403	3,403	营业利润	5,184	13,422	18,784	23,595
其他非流动资产	22,981	24,907	24,873	24,815	营业外净收支	(132)	(59)	601	770
资产总计	382,859	399,806	423,406	449,553	利润总额	5,052	13,363	19,384	24,365
流动负债	99,225	104,768	111,335	115,921	减:所得税	271	1,336	1,551	2,005
短期借款及一年内到期的非流动负债	33,105	32,263	30,263	28,263	净利润	4,781	12,027	17,834	22,361
经营性应付款项	35,014	37,123	41,884	45,427	减:少数股东损益	2,566	7,308	11,146	13,517
合同负债	1,899	2,452	2,666	2,894	归属母公司净利润	2,215	4,719	6,687	8,844
其他流动负债	29,206	32,930	36,521	39,338	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.12	0.25	0.36	0.47
非流动负债	138,368	138,069	137,269	136,469	EBIT	7,744	16,469	22,898	28,198
长期借款	117,662	118,662	119,662	120,662	EBITDA	33,333	55,418	64,063	75,626
应付债券	9,114	6,114	3,114	114	毛利率(%)	14.68	13.94	14.41	15.47
租赁负债	5,737	6,937	8,137	9,337	归母净利率(%)	1.27	2.46	3.10	3.74
其他非流动负债	5,855	6,355	6,355	6,355	收入增长率(%)	4.69	10.15	12.39	9.46
负债合计	237,593	242,837	248,604	252,390	归母净利润增长率(%)	747.60	113.05	41.71	32.25
归属母公司股东权益	52,922	57,317	64,004	72,848					
少数股东权益	92,344	99,652	110,798	124,315					
所有者权益合计	145,266	156,969	174,802	197,163					
负债和股东权益	382,859	399,806	423,406	449,553					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	25,315	55,651	58,192	67,405	每股净资产(元)	2.82	3.05	3.41	3.88
投资活动现金流	(40,797)	(69,476)	(66,257)	(66,866)	最新发行在外股份(百万股)	18,779	18,779	18,779	18,779
筹资活动现金流	1,792	(5,082)	(6,375)	(6,405)	ROIC(%)	2.45	4.69	6.41	7.48
现金净增加额	(13,679)	(18,854)	(14,439)	(5,866)	ROE-摊薄(%)	4.19	8.23	10.45	12.14
折旧和摊销	25,589	38,949	41,166	47,429	资产负债率(%)	62.06	60.74	58.72	56.14
资本开支	(29,434)	(69,811)	(69,915)	(71,208)	P/E (现价&最新股本摊薄)	35.78	16.79	11.85	8.96
营运资本变动	(11,939)	5,138	1,529	570	P/B (现价)	1.50	1.38	1.24	1.09

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>