

TCL 科技（000100）

国补政策行之有效，股权回购有望增厚业绩

概况：全球半导体显示+光伏硅片双龙头，TV 面板盈利能力领先

TCL 创立于 1981 年，2019 年完成资产重组并拆分为 TCL 科技和 TCL 实业。目前 TCL 科技以半导体显示业务、新能源光伏及半导体材料业务为两大核心主业。子公司 TCL 华星是全球半导体显示龙头之一，TV 面板出货面积市占率全球排名第二，LTPS 笔电全球排名第二；子公司 TCL 中环是新能源光伏行业领军者，光伏硅片综合市占率行业第一。TCL 科技盈利能力强劲，2024 上半年 TCL 科技实现营业收入 802.24 亿元，归属于上市公司股东净利润 9.95 亿元，同比增长 192.28%。其中，半导体显示业务盈利能力修复，实现营业收入 498.77 亿元，同比增长 40.39%；净利润 26.96 亿元，同比改善 61.45 亿元。新能源光伏业务受产业链价格整体波动下行影响，短期盈利承压。

积极以现金为主的方式推进高世代线股权回购，公司利润有望持续增厚。在国家战略鼓励上市公司通过并购重组实现高质量发展的背景下，TCL 科技积极顺应政策导向，拟向重大产业基金发行股份及支付现金购买其持有的深圳华星半导体 21.5311% 股权。此次交易总价为 1,156,209.33 万元，其中现金对价金额为 720,268.22 万元，发行股份对价为 435,941.11 万元。交易完成后，TCL 科技对深圳华星半导体的持股比例将提升至 84.2105%，优化半导体显示业务布局，进一步巩固其在半导体显示行业的领先地位，为未来业绩增长提供有力支撑，提升股东回报。

大尺寸领域，以旧换新的国补政策刺激国内高端 TV 需求反弹，公司发挥高世代线优势竞争力进一步增强。从行业来看：电视面板大尺寸化趋势延续，拉动显示面积需求稳步增长。2023 年全球 TV 面板平均尺寸已高达 51 寸，同比增加 3 寸；2024H1 全球 TV 面板出货量 124.4M，同比增长 1%；出货面积 90.7M m²，同比增长 7%。**看好国补拉动电视需求量价齐升。**2024 年 8 月份中国政府宣布新一轮以旧换新补贴计划，拨款 3000 亿元分四个阶段全部用于家电补贴，在补贴政策刺激下，国庆期间 TV 销量同比增长两位数，中国市场渐成为市场淡季的稳定器。10 月面板价格全面回升，四季度 TV 面板价格保持平稳。**2025 年家电补贴政策延续，看好顺周期下公司面板业务业绩弹性，**中国大陆电视厂商和显示面板厂商预计新一轮“家电以旧换新”计划将有助于提升市场需求，有望增加 150 万至 200 万台。**从公司来看：**随着中国台企日企接连退出，大陆面板产能进一步增强。TCL 华星 2024 年 H1 出货 24.4M，同比增长 3%；出货面积 20.3M m²，同比增长 10%，稳占全球 TV 面板市场份额前二，随着公司对 LGD 显示收购完成，LGD 显示产线将与 TCL 华星广州 t9 产线组成“双子星”工厂，公司竞争力将进一步增强。

中尺寸领域，中尺寸面板行业受益于硬件创新和换机需求带动增长，公司加快打造业务增长新动能。从行业来看：中尺寸面板受益于硬件产品创新和换机需求的带动销量恢复增长，2024 年全球显示器面板/笔记本电脑预计出货 1.49 亿片/ 1.72 亿台，同比增加 0.8%/ 3.6%。汽车智能化推动的中控显示屏、仪表盘等各类面板的需求增加助力中尺寸面板出货持续改善。**从公司来看：**TCL 华星把握细分应用增长机遇，加快与 IT 及车载等新业务客户的深度合作，定位于中尺寸产品的 t9 产线实现量产出货，其中公司 2023 年在显示器面板市占率已提升至 16.8%，超越友达成为第三。

小尺寸领域，OLED 面板市场恢复趋势明显，TCL 华星以 LTPS 和柔性 OLED 产线持续锚定高端市场。从行业来看：2022 年后智能手机面板市场复苏趋势明显，23 全年出货 21.14 亿片，同比增长 18.1%。2023 年，尽管智能手机终端市场表现疲弱，但面板“库存走低”及价格处于低位预期，助推代理商及终端厂商采购积极。**从公司来看：**TCL 华星在柔性 OLED 的折叠、LTPD、Pol-Less、FIAA 极窄边框等新技术上持续布局，OLED 高端产品占比快速提升。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。

新能源光伏领域，光伏制造行业产能出清，公司作为龙头有望率先回暖受益。从行业来看：2023 年全球光伏终端装机 395GW，环比增长 72%，其中中国装机约 216.9GW，海外约 178GW，光伏新能源产业继续保持高速增长，但光伏产业链各环节产能快速释放，供需进一步失衡，短期竞争博弈加剧。但全球新能源市场仍有较大增长空间，本轮洗牌有助于行业长期的格局优化和盈利修复。**从公司来看：**TCL 中环坚持技术创新，巩固 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。面对经营挑战，公司坚守极致成本效率的经营底线，加速推动组织变革和管理优化等结构性变革，公司作为行业龙头有望率先回暖受益。

投资建议：伴随大尺寸行业格局进一步优化，叠加中小尺寸新型显示技术和产品应用迎来增长机遇，我们预计 2024-2026 年公司分别能实现 1694.57/1956.04/2172.38 亿元营收，公司归母净利润在 24/25/26 年预计能达到 16.88/70.61/110.15 亿元。估值方面，我们选取京东方 A 和深天马 A 为可比公司，对应 2025 年平均 PB 倍数为 0.96 倍，考虑国补政策带来大尺寸需求增量齐升，公司中尺寸业务战略将进一步突破，带来新的增长动能，我们给予高于可比公司 2025 年 PB 平均值的 1.9 倍 PB，目标价 5.93 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：补贴政策效果不及预期；面板景气度不及预期；地缘政治风险；数据测算具有主观性。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	166,632.15	174,446.17	169,457.01	195,604.23	217,238.06
增长率(%)	1.80	4.69	(2.86)	15.43	11.06
EBITDA(百万元)	37,435.00	47,917.83	38,970.30	42,912.74	45,945.36
归属母公司净利润(百万元)	261.32	2,214.93	1,688.32	7,060.64	11,014.95
增长率(%)	(97.40)	747.60	(23.78)	318.20	56.00
EPS(元/股)	0.01	0.12	0.09	0.38	0.59
市盈率(P/E)	338.47	39.93	52.39	12.53	8.03
市净率(P/B)	1.75	1.67	1.64	1.51	1.35
市销率(P/S)	0.53	0.51	0.52	0.45	0.41
EV/EBITDA	6.07	5.36	6.45	5.97	5.05

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告

2025 年 03 月 12 日

投资评级

行业	电子/光学光电子
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	4.66 元
目标价格	5.93 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	18,779.08
流通 A 股股本(百万股)	18,098.13
A 股总市值(百万元)	87,510.52
流通 A 股市值(百万元)	84,337.28
每股净资产(元)	2.82
资产负债率(%)	65.31
一年内最高/最低(元)	5.83/3.56

作者

潘暕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005
panjian@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《TCL 科技-季报点评:面板有望见底，看好盈利中枢提升和新能源空间》2021-11-08
- 《TCL 科技-季报点评:TCL 华星&中环业绩环比再增长，面板龙头步入收获期》2021-05-09
- 《TCL 科技-年报点评报告:20Q4 拐点确立，华星量价齐升，新能源赛道打开空间》2021-03-11

内容目录

1. TCL 科技：全球半导体显示龙头，面板+光伏两大业务布局助力实现全球领先的战略目标	4
1.1. 历史沿革：从半导体显示到新能源光伏，面板主力业务强劲驱动	4
1.2. 公司治理：创始人实控人一体，管理层中技术型人才与创业型人才兼备	5
1.3. 公司业务：半导体显示业务持续发力，光伏业务竞争力持续提升	6
1.4. 财务分析：主营获利能力大幅增强，盈利增速步入上升通道	7
2. 半导体显示业务-TCL 华星：LCD 受益国补政策，OLED 盈利能力领先	10
2.1. 大尺寸面板：TV 面板市场格局优化向好，TCL 华星占据领先优势	10
2.1.1. 行业供给：面板厂持续控产，TV 面板实现价格稳定上涨	10
2.1.2. TCL 华星：高端产品巩固 TV 市场地位，高世代线引领大尺寸化发展	12
2.2. 中尺寸面板：中尺寸面板市场复苏趋势明显，华星加快新业务产能建设	13
2.2.1. 行业供给：PC/MNT 产品需求逐渐修复，引领中尺寸面板市场逐渐回暖	13
2.2.2. TCL 华星：高端 IT、车载业务快速发展，t9 产线量产提供增长新动能	16
2.3. 小尺寸面板：智能手机市场恢复趋势明显，TCL 华星持续锚定高端市场	16
2.3.1. 行业情况：终端厂商对手机面板备货积极性提升，市场格局竞争加剧	16
2.3.2. TCL 华星：柔性 OLED、LTPO 等高端产品出货占比持续提升	17
3. 新能源光伏业务-TCL 中环：行业有望迎来复苏周期	18
4. 投资建议	19
5. 风险提示	21

图表目录

图 1：TCL 科技业务布局	4
图 2：TCL 科技发展历程	4
图 3：TCL 科技股权架构（截至 2024Q3）	5
图 4：2020-2024 上半年公司业务结构	7
图 5：2020-2024 上半年公司各业务增速	7
图 6：2020-2024H1 公司营业收入（亿元）及增速	7
图 7：2020-2024H1 公司归母净利润（亿元）及增速	7
图 8：2020-2024 上半年公司营业收入结构	8
图 9：TCL 科技分业务类别毛利率	8
图 10：2020-2024 上半年公司费用率情况	8
图 11：2019-2023 年 TCL 科技研究人员情况	9
图 12：2019-2023 年 TCL 科技研发投入情况	9
图 13：20Q1-24Q2 全球电视面板出货量与出货面积及同比（Unit：Mpcs，M m ² ，%）	10
图 14：2023 和 2024H1 全球电视面板厂出货量及出货面积份额	10
图 15：全球 LCD 电视面板出货数量	11
图 16：2024 年 12 月 TV 面板价格（单位：美元）	12

图 17: 2023 和 2024H1 全球电视面板厂出货量及出货面积 (Unit: Mpcs, M m ² , %) ..12	
图 18: 2019-2026F 全球显示器面板出货量 (亿片) 及同比 14	
图 19: 2020-2024F 全球显示器面板厂商市场结构 14	
图 20: 2020-2024F 年全球笔电出货量 (亿台) 及同比 14	
图 21: 2021-2025F 全球笔电面板不同技术路线的出货量占比 14	
图 22: 2020-2024H1 全球平板面板出货量 (亿片) 及同比 15	
图 23: 2023 年和 2024H1 全球平板面板市场结构 15	
图 24: 2019-2023 年全球车载显示面板出货量 (亿片) 及同比 15	
图 25: 2022 和 2023 年全球车载显示面板市场结构 15	
图 26: TCL 华星触控笔电显示屏 16	
图 27: TCL 华星车载显示屏 16	
图 28: 2014-2024H1 年全球智能手机面板出货量 (亿片) 及同比 16	
图 29: 24H1 智能手机面板市场结构 17	
图 30: 24H1 OLED 面板市场结构 17	
图 31: TCL 华星高色域高亮度手机屏幕 17	
图 32: TCL 华星高屏占比窄边全面屏 17	
图 33: 2020-2024H1 TCL 中环营业收入 (亿元) 及同比 18	
图 34: 2020-2024H1 TCL 中环归母净利润 (亿元) 及同比 18	
图 35: 2023 年 TCL 中环营收结构 19	
图 36: 2024H1 TCL 中环营收结构 19	
图 37: TCL 光伏产品优势 19	
表 1: TCL 科技管理层团队简介 5	
表 2: 2024 上半年 TCL 科技子公司变动情况 6	
表 3: 2023 年 TCL 科技部分研发项目 9	
表 4: TCL 华星液晶面板产线情况 13	
表 5: TCL 华星 OLED 面板产线情况 (截止 2020 年 6 月底) 18	
表 6: 公司营收拆分预测 (亿元) 20	
表 7: 可比公司估值表 21	

1. TCL 科技：全球半导体显示龙头，面板+光伏两大业务布局助力实现全球领先的战略目标

TCL 科技聚焦半导体显示和新能源光伏的核心主业发展，致力成为全球领先的高科技产业集团。2024 上半年，TCL 华星的 TV 面板出货稳居全球前二，MNT 面板出货升至全球第二，柔性 OLED 手机市占率跻身全球前三，是全球半导体行业中的龙头企业。TCL 集团于 2004 年 1 月在深交所主板上市，2019 年 4 月重组终端产品业务，重点发展半导体显示业务；2020 年 2 月更名为 TCL 科技。2020 年第三季度，公司收购天津中环集团，进军新能源光伏行业。目前 TCL 科技聚焦新型显示、新能源光伏两大核心产业。

TCL 科技的新型显示产业稳步发展，旗下“TCL 华星”已成为全球新型显示领军企业之一，目前拥有 9 条面板产线及 5 个模组基地，覆盖大、中、小各类显示面板生产。2024 上半年，TCL 华星的 TV 面板出货稳居全球前二，MNT 面板出货升至全球第二，柔性 OLED 手机面板出货量跻身全球前三。公司不断提升规模效益优势，致力成为全球领先的新型显示企业。TCL 科技把握全球能源结构转型机遇，旗下“TCL 中环”是新能源光伏行业的领军企业。TCL 中环业务涵盖光伏材料、电池片、高效叠瓦组件等领域，2024 上半年，光伏硅片市场份额综合市占率 23.5%，居行业第一。

图 1：TCL 科技业务布局

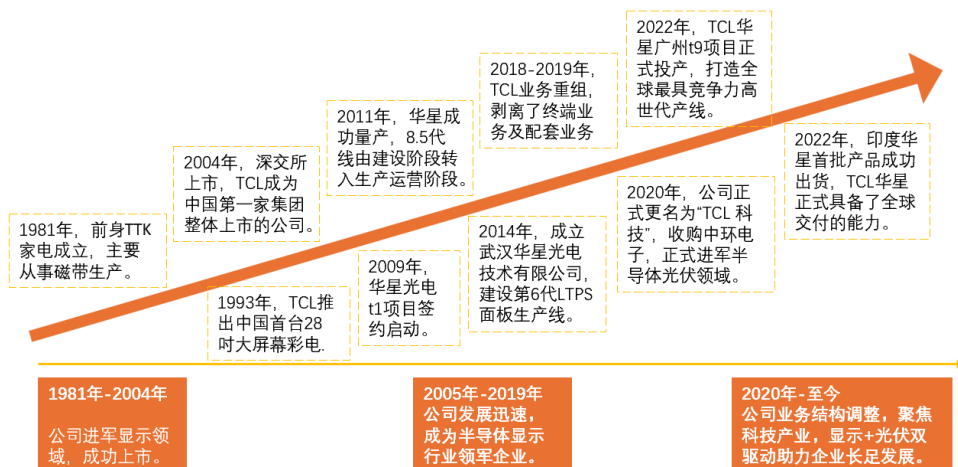


资料来源：TCL 科技 24 半年报，天风证券研究所

1.1. 历史沿革：从半导体显示到新能源光伏，面板主力业务强劲驱动

TCL 科技紧抓制造业转型升级和全球能源结构变化的机遇，推动显示和光伏两大核心产业可持续发展。TCL 创立于 1981 年，前身为中国首批 13 家合资企业之一「TTK 家庭电器(惠州)有限公司」，最初从事磁带的生产制造，到布局智能终端产品以及新能源等领域，业务范围不断拓展。2019 年，TCL 完成资产重组，拆分为 TCL 科技集团股份有限公司（简称“TCL 科技”）和 TCL 实业控股股份有限公司（简称“TCL 实业”）。2020 年，公司收购天津中环集团，进军新能源光伏行业。2022 年 9 月 TCL 华星广州 t9 项目正式投产，打造全球最具竞争力高世代产线。

图 2：TCL 科技发展历程

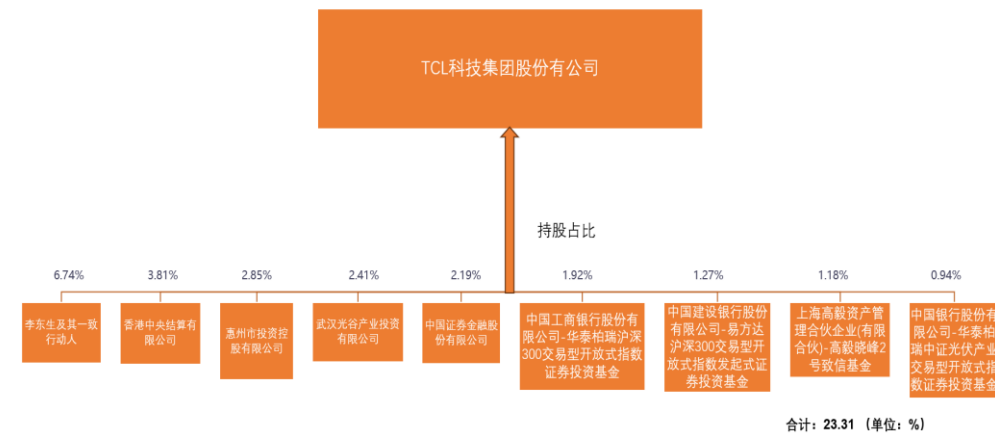


资料来源：TCL 华星官网、TCL 科技官网、全球财说公众号、显示咨询 Display Times 公众号，天风证券研究所

1.2. 公司治理：创始人实控人一体，管理层中技术型人才与创业型人才兼备

公司股权结构较为分散，无控股股东与实际控制人。截至 2024 年第三季度，公司董事长李东生及其一致行动人持 1,265,347,805 股，占比 6.74%，为公司第一大股东；第二大股东为香港中央结算有限公司，持股数量为 715,658,083，占比 3.81%。惠州市投资控股有限公司持股数量为 535,767,694，占比 2.85%，排名第三。总体来看，公司持股比较分散。

图 3：TCL 科技股权架构（截至 2024Q3）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司核心董事会团队技术型人才与管理型人才兼备，丰富经验助力公司快速发展。管理团队中大部分成员拥有多年行业从业经验，闫晓林、王彦军等为博士、高级工程师，团队科研能力坚实。

表 1：TCL 科技管理层团队简介

姓名	职务	任职情况
李东生	董事长、CEO	TCL 创始人，现任 TCL 科技集团股份有限公司董事长、CEO；中共十六大代表，第十届、十一届、十二届、第十三届和第十四届全国人大代表；全国工商联原副主席，中国国际商会副会长，中国制造业创新联盟首任理事长，广东省工商业联合会（总商会）名誉会长，华南理工大学教育发展基金会名誉理事长，华南理工大学校友总会副会长，华南理工大学理事会理事，武汉大学客座教授，北京理工大学名誉教授。
廖骞	董事会秘书,高级副总裁	廖骞先生，1980 年出生，TCL 科技执行董事、高级副总裁兼董事会秘书，硕士研究生学历，持有中国法律职业资格证书。2006 年 8 月至 2014 年 2 月在国泰君安国际控股有限公司从事中国香港与大陆的投资银行业务。2014 年 3 月加入 TCL 科技，主管公司战略规划、战略投资及境内外资本市场相关工作。廖骞先生同时担任翰林汇信息产业股份有限公司、通力科技股份有限公司、华显光电技术控股有限公司（0334.HK）董事长；天津七一二通信广播股份有限公司（603712.SH）副董事长以及 TCL 中环（002129.SZ）董事。
赵军	高级副总裁	赵军先生，TCL 科技执行董事、高级副总裁。1972 年 11 月出生，陕西省咸阳市人，中共党员。毕业于西北工业大学高分子材料专业，获工学硕士学位。毕业后，曾担任天马微电子集团副总裁，现任 TCL 科技高级副总裁、TCL 华星首席执行官。1997 年 4 月至 2018 年 1 月，任职于天马微电子集团，先后任前工序工程师、质量部副经理、制造及质量总监、副总经理、助理总裁兼采购中心及质量中心总经理、副总裁。2018 年 5 月至 2019 年 10 月，加入武汉华星光电技术有限公司，担任总经理、董事。2019 年 10 月至 2021 年 2 月，担任 TCL 科技副总裁、TCL 华星高级副总裁、TCL 华星大尺寸事业群总经理兼 TV 事业部总经理。2021 年 7 月 30 日，荣获新时代“深圳百名创新奋斗者”。2021 年 2 月至 2022 年 12 月，担任 TCL 华星首席运营官，主持华星全面工作。2022 年 12 月至今，担任 TCL

科技高级副总裁、TCL 华星首席执行官。

闫晓林	高级副总裁,首席技术官	闫晓林先生, 1966 年出生, 博士、教授级高级工程师, 现任 TCL 科技首席技术官、高级副总裁及 TCL 工业研究院院长; TCL 华星董事, TCL 华星首席技术官; 广东聚华印刷显示技术公司董事长、TCL 微芯科技(广东)有限公司董事长, 厦门芯颖显示科技有限公司董事长, 国家新型显示技术创新中心主任; 国际电工委员会电子显示器件技术委员会(IEC/TC110)主席、国际信息显示学会会士(SID Fellow)。国家新材料产业发展专家咨询委员会专家、国家科技部“十二五”“国家高技术研究发展计划(863 计划)”新型显示方向牵头人、国家“十三五”重点研发计划“战略性先进电子材料专项”新型显示方向牵头人、国家“十四五”重点研发计划“新型显示与战略性电子材料重点专项”实施方案新型显示方向牵头人、中组部高层次人才特殊支持计划科技创新领军人才、国家“百千万人才工程”国家级有突出贡献中青年专家。
王彦君	高级副总裁	王彦君先生, 中国国籍, 1983 年生, 博士研究生学历, 电子信息博士学位, 高级工程师。TCL 中环新能源科技股份有限公司 CEO(首席执行官), 中环领先半导体科技股份有限公司副董事长、总经理, 曾任 TCL 中环新能源科技股份有限公司 SVP(高级副总裁)、副总经理等职务。
黎健	首席财务官	黎健女士, TCL 科技 CFO。1972 年出生, 麻省理工工商管理硕士。2004 年加入 TCL, 先后担任 TCL 多媒体科技控股有限公司资金总监, TCL 集团财务有限公司副总经理、总经理等职务, 现任 TCL 科技集团财务有限公司董事长等职务。2021 年 8 月起任 TCL 科技 CFO。

资料来源: TCL 科技年报, wind, 天风证券研究所

公司积极进行战略调整, 2024 上半年新增子公司 22 家, 增加原因为: 新设立子公司 20 家, 收购 2 家; 减少合并子公司 4 家, 减少原因为: 股权转让子公司 2 家, 清算注销子公司 2 家。

表 2: 2024 上半年 TCL 科技子公司变动情况

公司名称	报告期内取得和处置子公司方式	公司名称	报告期内取得和处置子公司方式
中环领先韩国有限公司	新设	呼和浩特铭风新能源有限公司	新设
MOKA TECHNOLOGY VIETNAM COMPANY LIMITED	收购	杭锦后旗昱晟新能源有限公司	新设
西安迈驰尚派科技有限公司	新设	内蒙古辰和新能源有限公司	新设
天津滨海环旭新能源有限公司	新设	黑龙江环聚新能源有限公司	新设
宜兴环旭新能源有限公司	新设	环晟光伏科技(灵武市)有限公司	新设
天津汇一数字科技有限公司	新设	内蒙古中环建设管理有限公司	注销
宜兴环旭投资管理有限公司	新设	江苏明晶半导体科技有限公司	注销
深圳智显视界软件科技有限公司	新设	宁夏环能新能源有限公司	转让
深圳智联数创科技有限公司	新设	天津市滨海新区环聚新能源有限公司	转让
广州 TCL 高新技术开发有限公司	新设	宁夏鸿茂新能源有限公司	新设
天津金诚互联科技有限公司	新设	灵武市辉顺新能源有限公司	新设
Diamond Union Ltd.	收购	环晟光伏科技(灵武市)有限公司	新设
环晟新能源(内蒙古)有限公司	新设	杭锦后旗光森新能源有限公司	新设

资料来源: TCL 科技 24 半年报, 天风证券研究所

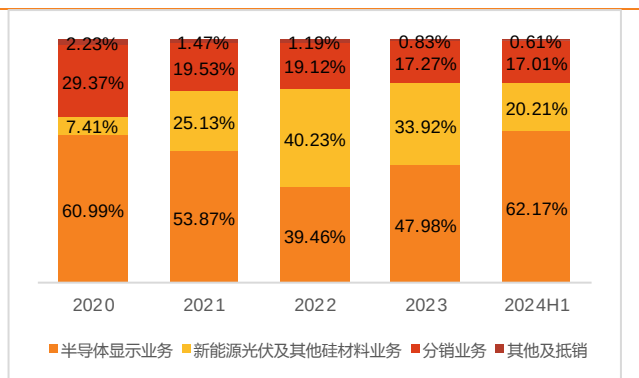
1.3. 公司业务: 半导体显示业务持续发力, 光伏业务竞争力持续提升

面板: 半导体显示业务为 TCL 科技第一核心业务, 公司坚持按需生产助力行业良性发展。半导体显示为 TCL 科技第一大核心业务, 2023 年该业务板块营收占公司总营收的 47.98%。

半导体显示业务主体为 TCL 科技旗下子公司“TCL 华星光电”，华星作为面板行业龙头企业，近年来持续发挥规模和效率效益优势，优化业务和产品结构，并受益于主要产品价格上涨，经营业绩大幅改善。2024 上半年，半导体显示业务实现营业收入 498.77 亿元，同比增长 40.39%；净利润 26.96 亿元，同比改善 61.45 亿元，其中第二季度实现盈利 21.57 亿元，环比增长 300.19%；上半年经营现金流同比增长 60.9%，达到 132 亿元。

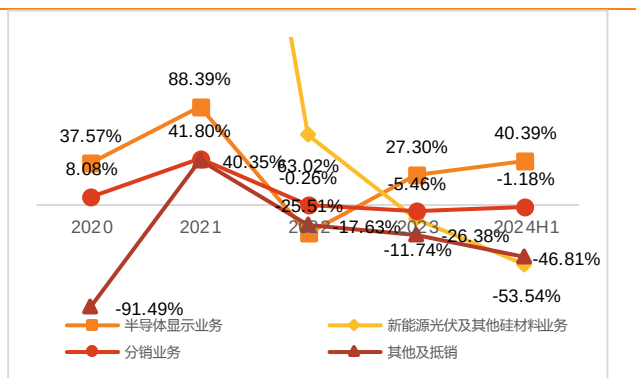
光伏：新能源光伏及硅材料业务为 TCL 科技第二大业务，公司持续降本增效提升竞争力。新能源光伏业务为 TCL 科技第二大业务，2023 年该业务板块营收占公司总营收的 33.92%。2024 上半年，全球光伏终端装机保持稳步上升态势，但光伏产业链各制造环节产能快速释放，供需进一步失衡，短期竞争博弈加剧。至 2024 年第二季度，主产业链各环节价格与成本倒挂，净利润亏损，6 月底进入现金成本亏损阶段，行业进入周期底部，经营业绩承压。2024 年上半年，公司新能源光伏及其他硅材料业务主体“TCL 中环”实现营业收入 162.13 亿元，同比减少 53.54%，净利润-31.76 亿元，经营性现金流净额 1.28 亿元。

图 4：2020-2024 上半年公司业务结构



资料来源：TCL 科技年报、半年报，天风证券研究所

图 5：2020-2024 上半年公司各业务增速

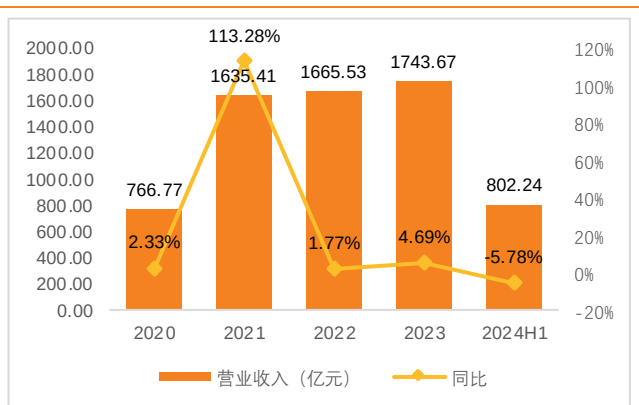


资料来源：TCL 科技年报、半年报，天风证券研究所

1.4. 财务分析：主营获利能力大幅增强，营利增速步入上升通道

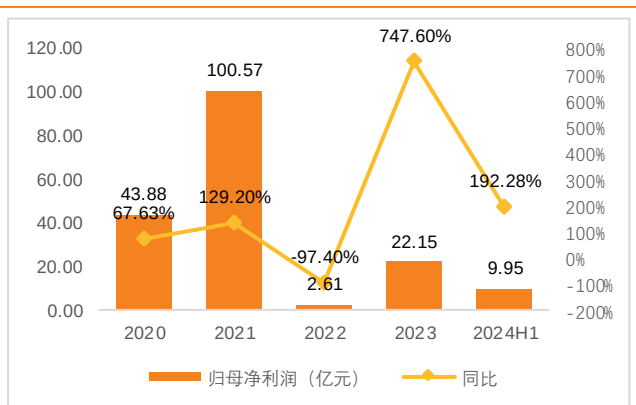
2020-2023 年，公司财务状况持续优化、营业收入稳健增长。四年分别实现营业收入 766.77/1635.41/1665.53/1743.67 亿元，销售规模快速增长。受半导体显示行业供需关系改善及主要产品价格提高影响，公司 2024 上半年归母净利润大幅增加。2024 上半年，公司半导体显示业务实现营业收入 498.77 亿元，同比增长 40.39%；净利润 26.96 亿元，同比改善 61.45 亿元，直接带动公司归母净利润实现 9.95 亿元，同比增长 192.28%。随着海外面板厂接连退出，供给端竞争格局的持续优化将进一步提升公司的盈利能力，预计 2024 年半导体显示行业将继续健康良性发展，公司业绩有望实现突破。

图 6：2020-2024H1 公司营业收入（亿元）及增速



资料来源：TCL 科技年报、半年报、天风证券研究所

图 7：2020-2024H1 公司归母净利润（亿元）及增速

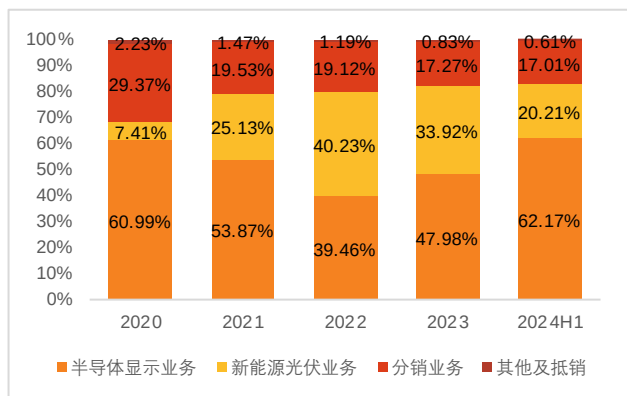


资料来源：TCL 科技年报、半年报、天风证券研究所

分业务来看，半导体显示业务和新能源光伏业务是公司营收增量的最大贡献来源。2023 年，公司半导体显示业务/新能源光伏及其他硅材料业务/分销业务/其他及抵销收入占比分别为 47.98%/33.92%/17.27%/0.83%，半导体显示业务和新能源光伏及其他硅材料业务贡献公司整体收入超 80%，且 2024 上半年半导体显示业务实现营业收入 498.77 亿元，同比增长 40.39%，贡献收入增量 143.49 亿元，是营业收入增长的主要来源。

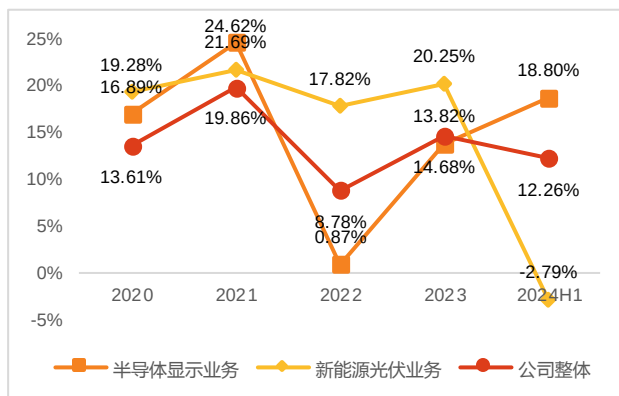
公司财务指标跟随行业周期波动，2022 年以来半导体显示业务毛利率持续改善。2022 年，受地缘冲突、通货膨胀等多重影响，主要市场显示终端需求大幅下滑，产品价格跌至历史低位，面板行业经营亏损，导致公司毛利率处于低位。2023 年随着两大业务板块业绩改善，公司毛利率增至 13.82%，2024 上半年，半导体显示业务毛利率已稳步增至 18.80%。

图 8：2020-2024 上半年公司营业收入结构



资料来源：TCL 科技年报、半年报、天风证券研究所

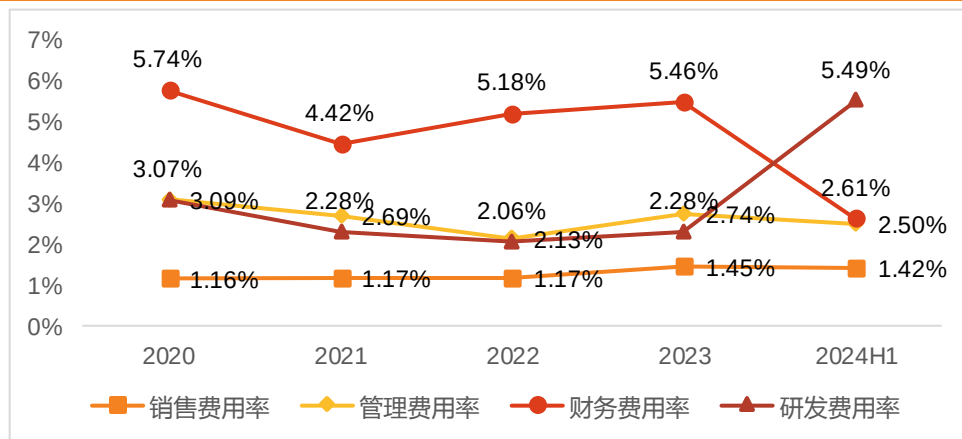
图 9：TCL 科技分业务类别毛利率



资料来源：TCL 科技年报、半年报、天风证券研究所

公司三费控制良好，2024 上半年公司期间费用率在波动中下降。依靠改善结构和精益化管理，公司在 2024 上半年销售费率/管理费用率/财务费率分别下降至 1.42%/2.50%/2.61%，2020-2024 上半年公司三费水平总体较为稳定。

图 10：2020-2024 上半年公司费用率情况

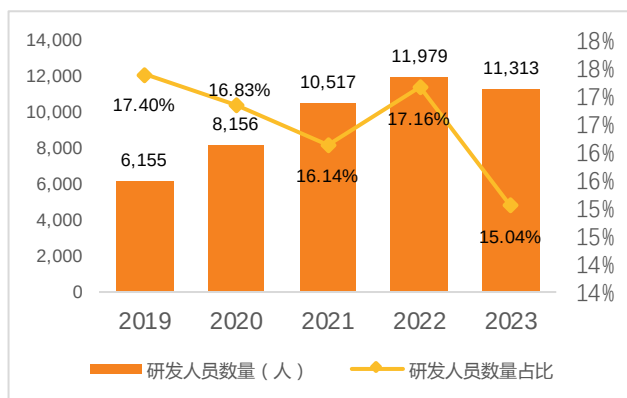


资料来源：TCL 科技年报、半年报、天风证券研究所

公司持续加大研发投入，不断提高产品的科技含量和附加值以维持核心竞争力。2018 年以来，在整体营收的增长趋势下，公司研发费率呈现平稳态势。2023 年，公司研发投入 103.09 亿元，占营业收入比例达 5.91%，新增 PCT 国际专利申请 590 件，累计申请 15,331 件；在量子点显示领域的专利申请数量位居全球第二；公司半导体显示业务围绕超大尺寸、超高清、高刷新率以及柔性显示等领域加大研发投入，以新型显示技术和应用创新为核心竞争力，迈向价值链高端。公司新能源光伏业务专注于自主知识产权的前瞻性技术创新，以长期技术积累引领行业向更高能源转化效率升级，保障高质量发展。截止 2023 年年报，TCL 科技在全球建有 32 个研发中心，公司持续加大研发投入，以新型显示技术

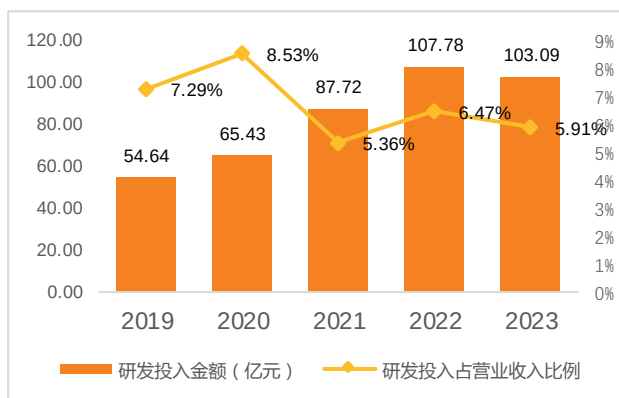
和应用创新为核心竞争力，迈向价值链高端。

图 11：2019-2023 年 TCL 科技研究人员情况



资料来源：TCL 科技年报、天风证券研究所

图 12：2019-2023 年 TCL 科技研发投入情况



资料来源：TCL 科技年报、天风证券研究所

表 3：2023 年 TCL 科技部分研发项目

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
高画质 VR 技术开发	提升 VR 画质，实现高 PPI	完成单眼 2K*2K 的超高分辨率 VR 显示技术开发	完成高 PPI LTPO VR 技术开发，提升 VR 显示画质，降低功耗	以技术领先导入高端客户，提升品牌效益及产品竞争力
14" 2.8K 旗舰平板开发	14" 2.8K In-Cell 主动笔护眼大尺寸平板	已实现产业化转化	全球首款 14" 2.8K In-Cell 主动笔护眼大尺寸平板	提高产品竞争力及行业影响力
星智大模型专家系统	以深度理解和学习，赋能研发提效增质	已实现产业化转化	通过多模态大模型参与研发设计，助力面板开发	深入业务活动，加速研发过程，提高研发效率与产品质量
AI 大数据不良分析与仿真应用	通过 AI 算法实现良率分析效率提升，快速锁定不良 issue 发生原因加速改善	已实现产业化转化	完成系统上线和应用，并逐步推广至所有工厂	以 AI 大数据算法集成应提高良率分析，提升工艺
WQHDLTPO 显示技术	实现更低的刷新率，可带来更低的功耗	已实现产业化转化	实现较低功耗；有效解决视觉疲劳。	提升在 LTPO 领域的知名度和产品竞争力
AI 辅助 OLED 材料研发	通过 AI 技术为 OLED 材料研发降本增效	OLED 材料 AI 辅助研发平台	通过 AI 生成与筛选，发现新型、高效且稳定的 OLED 材料	助力实现 OLED 材料产业化
自主高速 CSPI 国标协议及显示色阻、偏光片等关键部材开发	通过 POL 材料规格突破、材料平台及膜材自研，实现技术竞争力提升。	已实现产业化转化	POL 规格突破/材料平台建设；POL 膜材自研开发。	实现降本增效
组件 4.0 技术平台开发	完成 4.0 产品 & 设备平台开发，实现量产转化以及产品认证工作，进一步完善产品序列，满足不同应用场景市场需求	组件 4.0 技术平台开发按期完成，在组件功率、效率、成本等方面具备优势，开始供货	完成 N 型组件产品切换，提升市场占有率	提升电池组件业务核心竞争力
G12 硅片薄片化技术开发	研发超薄太阳能硅片切	已完成设备升级改造	实现 130 μm 厚度硅	提升主营业务核心竞

割技术，满足下游市场 及切割工艺设计，实 片的量产目标；完成 争力
薄片化需求，提升单位 现 130um 和 120um 110μm 厚度硅片技
产出 G12 硅片的量产工艺 术储备

资料来源：TCL 科技年报，天风证券研究所

2. 半导体显示业务-TCL 华星：LCD 受益国补政策，OLED 盈利能力领先

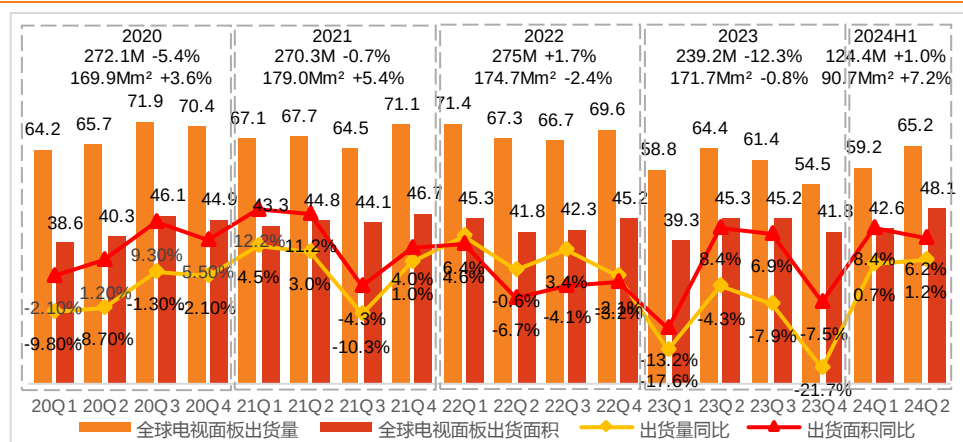
2.1. 大尺寸面板：TV 面板市场格局优化向好，TCL 华星占据领先优势

2.1.1. 行业供给：面板厂持续控产，TV 面板实现价格稳定上涨

2020-2023 年全球 TV 面板出货量在 2.39 亿-2.75 亿波动。受电视终端需求疲软影响，2023 年全球 TV 面板出货量达到 239.2M，同比下降 12.3%。受通胀、地区冲突和美元加息等因素影响，2023 年全球电视需求持续疲软，面板厂以利润为主要考量，持续控产，调控电视面板的出货规模和节奏。2023 年全球 TV 面板出货面积达 171.7M m²，同比微降 0.8%。

国际体育赛事拉动，2024H1 TV 面板出货小幅增长 1.0%至 1.24 亿块。2024 年以来全球经济复苏仍比较缓慢，终端需求未见明显好转，国内市场 618 大促表现低于预期，海外市场在 6-7 月举行的国际体育赛事欧洲杯、美洲杯及巴黎奥运会的拉动下，需求有些许恢复。2024H1 全球 TV 面板出货量 124.4M，同比增长 1%；出货面积 90.7M m²，同比增长 7%。

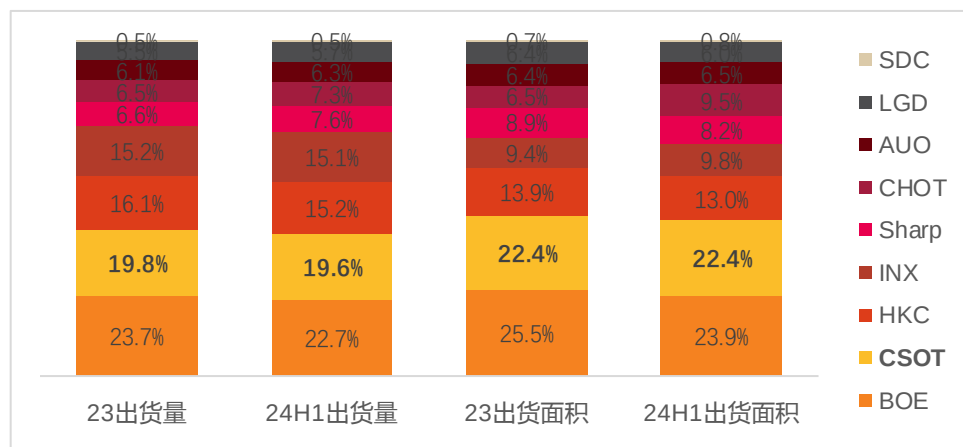
图 13：20Q1-24Q2 全球电视面板出货量与出货面积及同比（Unit：Mpcs, M m², %）



资料来源：奥维睿沃，天风证券研究所

全球 TV 面板格局稳定，京东方/华星/惠科排名前三位。2023 年各面板厂遵循“按需生产，动态控产”的原则，从出货来看，TOP3 格局基本稳定，大陆面板厂着重改善经营状况，严格控制稼动，虽然电视面板出货量下降，但是扭转了全年亏损的局面。24 上半年大陆面板厂延续去年灵活控产策略，更注重企业的盈利性与经营目标的实现，一季度春节期间岁修并大幅控产，3 月快速恢复稼动，4-5 月高稼动运行，以满足整机厂的海外体育赛事和国内 618 促销备货需求。6 月需求开始下修，面板厂减产应对，根据面板厂上半年业绩预告，大陆面板厂上半年业绩良好，均实现较高盈利，并且 24 年以来逐季改善。得益于头部品牌订单的增加，中国台湾/日/韩厂保持高水平稼动运行，整体出货同比增长。

图 14：2023 和 2024H1 全球电视面板厂出货量及出货面积份额



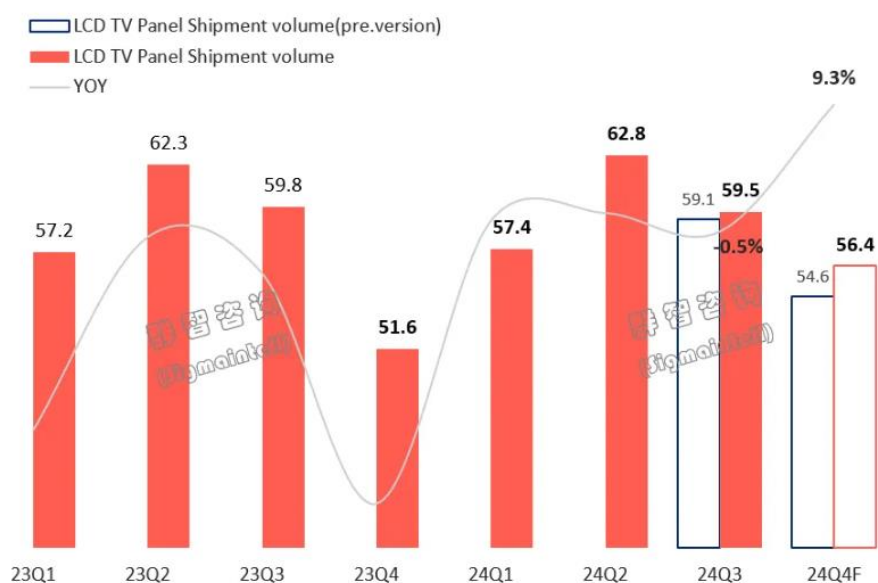
资料来源：奥维睿沃，天风证券研究所

国补政策刺激中国大陆市场电视需求。2024 年 8 月，政府宣布对在中国大陆购买的电视和消费电子产品实施新一轮的以旧换新补贴计划。该计划自 9 月起实施，有效期至 2025 年第一季度。补贴金额为商品标价的 15%至 20%，具体额度视节能等级而定。该计划有效刺激了中国大陆市场的电视需求，消费者纷纷涌入商场，利用补贴优惠购置新电视。TCL 将其 2024 年第四季度液晶电视面板采购量从 650 万片增至 660 万片，在中国的液晶电视销售目标从 200 万台增至 220 万台。

放眼四季度，由于国补政策的实施范围正逐渐扩大到全国，中国市场的备货需求将在四季度持续增长。而四季度品牌的海外渠道备货进入淡季，预计这一“此消彼长”的态势在四季度将变得更为显著。**根据群智咨询（Sigmaintell）的研究数据**，以数量基准来看，2024 年三季度全球 LCD 电视面板出货数量 5953 万片，同比下降 0.5%，预计四季度全球 LCD 电视面板出货量约为 5640 万片，同比增长约 9.3%。同时，受国补政策拉动，累计 9 月至四季度的面板出货量预测值较此前上调了约 220 万片。因此，尽管四季度进入全球面板市场淡季，但显然中国的国补政策对淡季效应起到了稳定器的作用。

图 15：全球 LCD 电视面板出货数量

23Q1~24Q4 Global LCD TV Panel shipment volume trend (Mil.pcs)



资料来源：群智咨询公众号、天风证券研究所

10 月面板价格全面回升，第四季度 TV 面板价格持平。根据洛图科技，10 月与 11 月 TV 面板价格均持平。自 2024 年初到 10 月份，经过几个小周期之后，10 月面板价格已经全面回落至年初水平，部分尺寸在 80%稼动率条件下的盈亏平衡线。11 月的持平则是真正进入了稳态，局面明朗的可以直接看到年底，在中国市场，史上最超长期的大型促销“双十一”叠加“以旧换新”国补，使得终端销售大幅度改善，超大尺寸、Mini LED、高能效产品热卖。12 月，55 寸以下中小尺寸液晶电视面板价格持平，65 寸上涨 1 美元，75 和 85 寸上涨 2 美元。洛图科技预计 2025 年 1 月价格维持今年 12 月水平。整体来看，明年 Q1 不排除部分主力大尺寸向上拉动的可能性。

图 16：2024 年 12 月 TV 面板价格（单位：美元）

尺寸	Oct, 2024	Nov, 2024	Dec, 2024		Jan, 2025	Feb, 2025
32"	33	33	33	(0)	33 (0)	33
43"F	64	64	64	(0)	64 (0)	64
50"	98	98	98	(0)	98 (0)	98
55"	122	122	122	(0)	122 (0)	122
65"	172	172	173	(+1)	173 (0)	173
75"	233	233	235	(+2)	235 (0)	235
85"	325	325	327	(+2)	327 (0)	327
98"	450	450	450	(0)	450 (0)	450

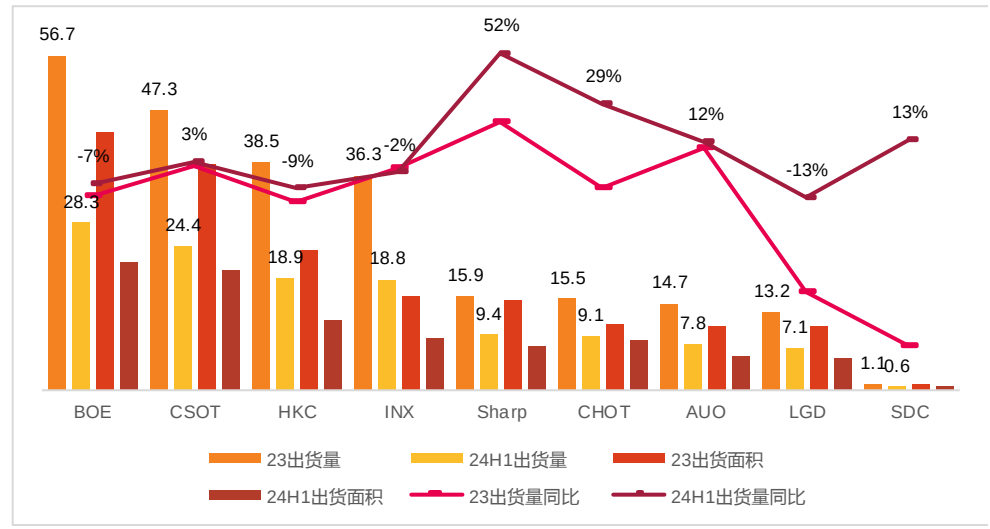
资料来源：Runto 洛图科技观研公众号、天风证券研究所

根据洛图科技，2025 年初市场的两个变数是中国市场的以旧换新空窗期和特朗普上台后的政策是否存在时间缓冲期。2025 年国补的启动时间决定了中国渠道的备货节奏；美国对墨西哥（-->25%）和中国加征关税（11.5%+10%=21.5%）的启动时间决定了当下的中国液晶面板和 SKD 半成品是否继续大批量出海。由于两个因素变量，目前面板大厂还在检讨 1 月春节假期的放假安排。此外，北美渠道仍然保有库存，中国市场从国补刚开始的措手不及到现在已经恢复了供应能力，因此国内外市场对于面板的需求节奏逐渐恢复理性。

2.1.2. TCL 华星：高端产品巩固 TV 市场地位，高世代线引领大尺寸化发展

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趋势。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，引领大尺寸产品画质改善与能效降低，协同战略客户提升高端产品市场渗透率，提升产业链主要环节的价值规模。2024 上半年，公司电视面板业务 55 吋及以上尺寸产品面积占比提升至 81%，65 吋及以上产品面积占比 55%，平均尺寸较去年同期增长 1.2 吋；公司电视面板市场份额稳居全球前二，55 吋、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。

图 17：2023 和 2024H1 全球电视面板厂出货量及出货面积（Unit: Mpcs, M m², %）



资料来源：奥维睿沃，天风证券研究所

2023 年，CSOT（TCL 华星）出货 47.3M，同比增长 1.1%；出货面积 38.4M m²，同比增长 16.6%。分尺寸来看，除 32 寸面板同比大幅减少，其余尺寸出货同比均有成长，尤其是 50 寸的产品得益于 T9 产能爬坡，全年出货量 2.4M。55 寸出货 12.6M，75 寸出货 5.6M，这两个尺寸全年出货量行业排名第一。

2024 上半年，CSOT（TCL 华星）出货 24.4M，同比增长 3%；出货面积 20.3M m²，同比增长 10%。Q2 出货 12.8M，同环比各增长 4%、11%；出货面积 10.7M m²，同环比各增长 8%、13%。除 2 月与 6 月减产导致出货减少，整体出货规模和产品尺寸结构相对稳定，3-5 月备货旺季基本维持月均 4.5M 的出货量。由于 TCL 今年二季度开始产品策略更倾向于 98 寸和 115 寸，二季度后 CSOT 98 寸和 115 寸产品出货量成长显著。

TCL 华星积极发挥高世代线优势，助力产业链主要环节的价值规模提振。LCD 面板产业具有高世代线规模效应显著这一特点。总体来说，显示屏的世代线代数越高则可经济切割显示屏的最大尺寸越大，生产效益越高，则经济切割大尺寸面板的基板利用率越高，成本越低。公司 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，高世代线规模居全球前二。

表 4：TCL 华星液晶面板产线情况

厂商	地区	产线	产品类别	投产时间	月产能	建设情况
华星光电	深圳	8.5 代（T1）	a-Si	2011 年 8 月	15.8 万片	投产
	深圳	8.5 代（T2）	a-Si	2015 年 4 月	15.7 万片	投产
	武汉	6 代（T3）	LTPS	2016 年 10 月	5.5 万片	投产
	武汉	6 代（T5）	LTPS	2023 年 6 月	4.5 万片	投产
	深圳	11 代（T6）	a-Si	2018 年 11 月	9.8 万片	投产
	深圳	11 代（T7）	a-Si	2021 年初	10.5 万片	投产
	广州	8.6 代（T9）	IGZO	2022 年 7 月	18 万片	投产
	苏州	8.5 代（T10）	a-Si	2013 年 10 月	12.5 万片	投产
	武汉	6 代（T4）	AMOLED	2020 年 1 月	4.5 万片	投产

资料来源：长江产发智库公众号、液晶网公众号、天风证券研究所

2.2. 中尺寸面板：中尺寸面板市场复苏趋势明显，华星加快新业务产能建设

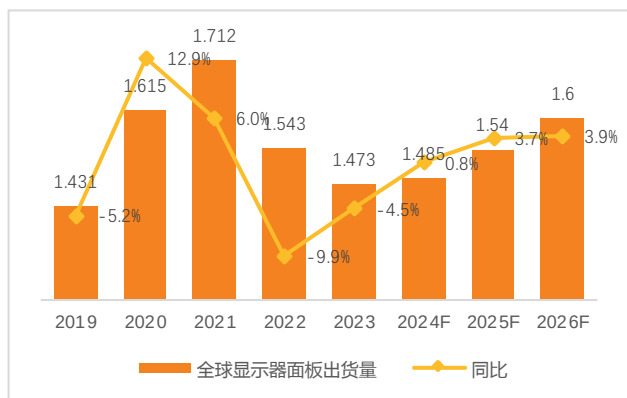
2.2.1. 行业供给：PC/MNT 产品需求逐渐修复，引领中尺寸面板市场逐渐回暖

1. 显示器面板：显示器面板市场有望逐步回暖，2024H1 TCL 华星份额已升至全球第二

显示器面板市场有望逐步回暖：2023 年全球显示器面板出货量为 1.47 亿片，同比下

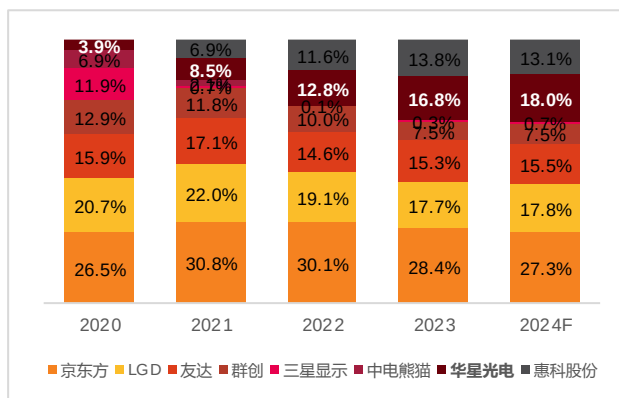
降 4.5%。2024 年，在全球经济不稳定、国际形势动荡等因素影响下，显示器面板市场缺乏强劲增长动力。据群智咨询（Sigmaintell）预测，2024 年全球显示器面板预计出货 1.49 亿片，随着下一轮换机周期来临，2025~2026 年市场有望迎来增长动能。**2024H1TCL 华星市场份额已升至全球第二：**TCL 华星加紧布局显示器业务，定位于中尺寸的 t9 产线按计划推进产品开发和品牌客户导入，公司紧抓电竞持续渗透以及欧美商用换机需求，2024 上半年公司显示器整体出货排名提升至全球第二，其中电竞显示器市场份额全球第一。

图 18：2019-2026F 全球显示器面板出货量（亿片）及同比



资料来源：群智咨询公众号，天风证券研究所

图 19：2020-2024F 全球显示器面板厂商市场结构



资料来源：群智咨询公众号，天风证券研究所

2. 笔记本电脑面板：全球笔电市场需求 2024 预估上涨 3.6%，LCD A-Si 仍是主要技术路线

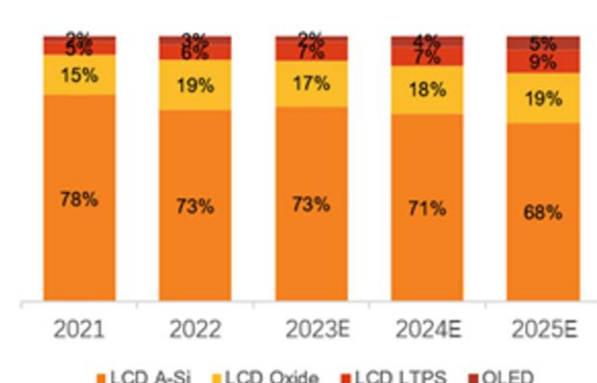
全球笔电市场需求 2024 预估上涨 3.6%：据集邦咨询的数据，受全球高通胀冲击影响，2023 年笔电市场需求欲振乏力，全年出货量仅 1.66 亿台，年减 10.8%，但衰退幅度较 2022 年收敛。2024 上半年随着笔电大厂库存逐渐去化，以及在通胀趋缓的有利条件下，笔电的汰旧换新需求有望带动全球笔电出货上涨，因此 2024 年笔电市场需求预计会逐季好转，全球笔记本电脑市场将呈现温和成长，出货年成长率约 3.6%，达 1.72 亿台。**LCD A-Si 仍是主要技术路线：**从技术路线来看，当前出货量占比由高到低分别为 LCD A-Si、LCD Oxide、LCD LTPS、OLED。2022 年 LCD A-Si 面板市场占有率为 73%，LCD Oxide 面板市场占有率为 19%，LCD LTPS 面板市场占有率为 6%，OLED 面板市场占有率为 3%。群智咨询数据显示，2023 年，LCD A-Si、LCD Oxide、LCD LTPS、OLED 面板的市场占有率分别为 73%，17%，7%，2%。

图 20：2020-2024F 年全球笔电出货量（亿台）及同比



资料来源：TrendForce 集邦咨询，天风证券研究所

图 21：2021-2025F 全球笔电面板不同技术路线的出货量占比

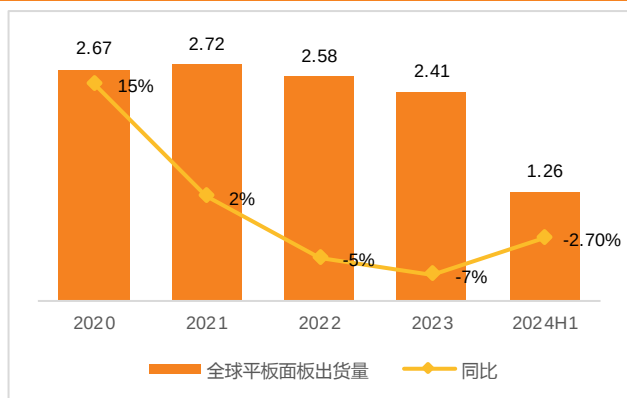


资料来源：群智咨询公众号，天风证券研究所

3. 平板电脑面板：平板电脑面板市场 24 年恢复趋势明显，市场格局高度集中

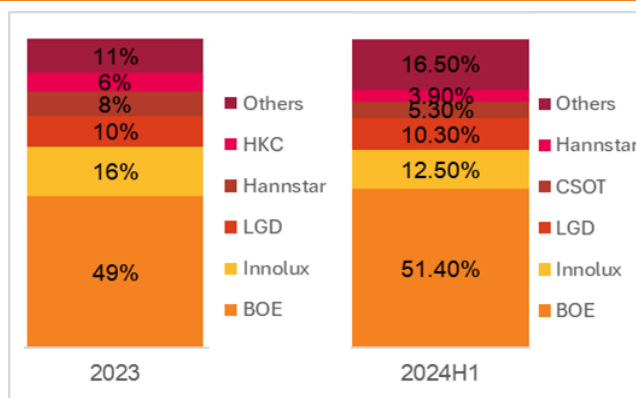
平板电脑面板市场 24 年恢复趋势明显：2023 年全球经济背景复杂、复苏步伐迟滞且增长动力不足的情况下，需求疲软成为了 2023 年全球消费电子行业重要的关键词。群智咨询（Sigmaintell）数据显示，2023 年全球平板电脑出货量约为 2.41 亿片，继 2022 年继续下滑 7%。2024 年上半年全球平板电脑面板市场出货 1.26 亿片，同比下降约 2.7%。去年同期渠道需求高涨，导致整体基数偏高。从品牌需求来看，2024 年上半年全球平板电脑面板市场出货量占比 58%，同比上涨 6 个百分点，显示出积极的恢复趋势。**平板电脑面板市场格局高度集中：**京东方占据一半以上市场份额，群创（Innolux）、LG 显示（LGD）、华星（CSOT）和瀚宇彩晶（Hannstar）排名前五，总体市占率接近 90%。2024 年上半年 TCL 华星平板产品出货量稳步增长，LTPS 平板全球第一。

图 22：2020-2024H1 全球平板电脑出货量（亿片）及同比



资料来源：群智咨询公众号，天风证券研究所

图 23：2023 年和 2024H1 全球平板电脑市场结构



资料来源：群智咨询公众号，天风证券研究所

4. 车载显示面板：汽车产业复苏叠加智能化带动出货量增长，市场格局保持稳定

汽车产业复苏叠加智能化带动出货量增长：2023 年，随着汽车芯片供应、行业竞争等因素促进全球汽车产业的复苏，汽车销量大幅度反弹。叠加汽车智能化的发展，智能化座舱在终端汽车市场上不断渗透，供应链对车载显示屏幕的备货需求仍然积极，特别是下半年出货量不断创新高。群智咨询数据显示，2023 年全球车载显示面板市场出货约 2.1 亿片，同比增长约 7%，其中前装市场出货贡献约 1.9 亿片，同比增长 5%。**车载显示面板市场格局保持稳定：**2023 年京东方出货量稳居首位，天马、JDI、友达、LGD 位居前五，出货量排名与 2022 年保持一致。京东方充分利用其在 a-Si LCD、AMOLED、BD Cell、Mini LED 以及 Oxide LCD 等技术上的积累，结合高世代生产线所带来的规模化生产与成本控制优势，持续为车载市场提供全方位的显示解决方案。2023 年全年京东方出货量累计约 3540 万片，市场份额达到了 17%。天马全年度总量达到约 2950 万片，占全球市场份额的 13.9%，继续位列全球车载显示出货量第二。

图 24：2019-2023 年全球车载显示面板出货量（亿片）及同比

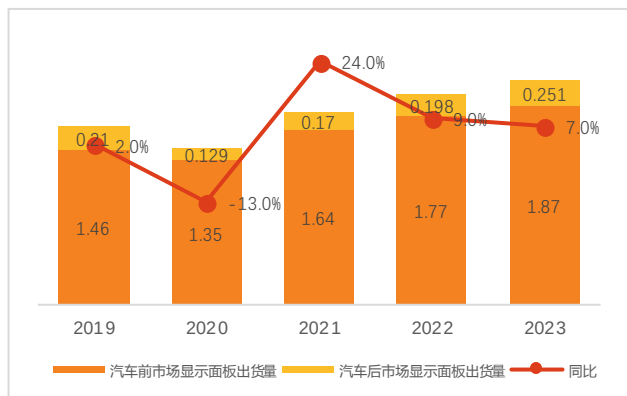
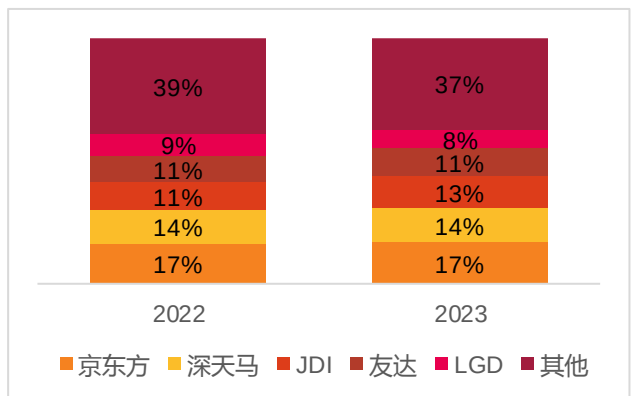


图 25：2022 和 2023 年全球车载显示面板市场结构



资料来源：群智咨询公众号，天风证券研究所

资料来源：群智咨询公众号，天风证券研究所

2.2.2. TCL 华星：高端 IT、车载业务快速发展，t9 产线量产提供增长新动能

中尺寸领域，TCL 华星加快 IT 和车载等新业务产能建设，把握细分应用增长机遇，优化产品和客户结构，加快与 IT 及车载等新业务客户的深度合作，打造业务增长新动能，提升产品竞争力和市场份额。定位于中尺寸 IT 和车载等业务的 t9 产线按计划推进产品开发和品牌客户导入，IGZO 氧化物产品实现量产出货，6 代 LTPS 产线加快产品结构升级，产品组合更加丰富。2024 上半年，公司紧抓电竞持续渗透以及欧美商用换机需求，显示器整体出货排名提升至全球第二，其中电竞显示器市场份额全球第一；公司笔电和平板产品出货量稳步增长，LTPS 笔电全球第二，LTPS 平板全球第一；公司持续聚焦车载屏高端化及大屏化趋势，LTPS 车载屏出货面积提升至全球第三。2023 年 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。

图 26：TCL 华星触控笔电显示屏



资料来源：TCL 华星官网，天风证券研究所

图 27：TCL 华星车载显示屏



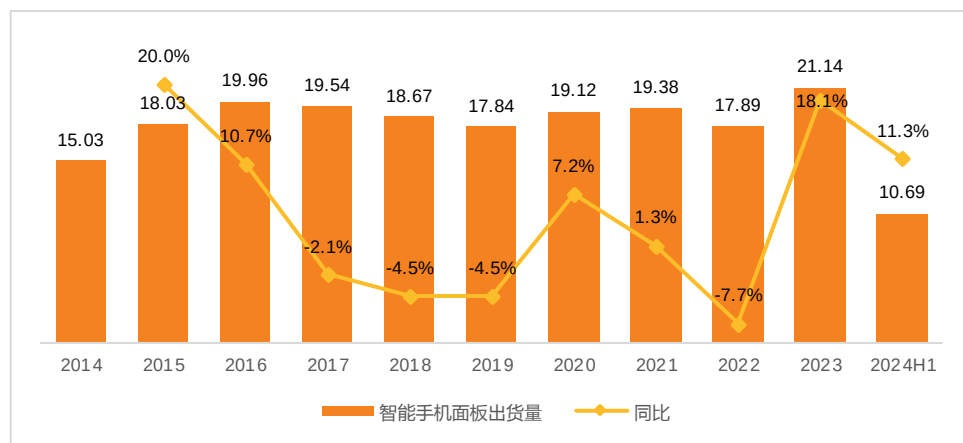
资料来源：TCL 华星官网，天风证券研究所

2.3. 小尺寸面板：智能手机市场恢复趋势明显，TCL 华星持续锚定高端市场

2.3.1. 行业情况：终端厂商对手机面板备货积极性提升，市场格局竞争加剧

2022 年后智能手机面板市场复苏趋势明显，23 全年出货 21.14 亿片，同比增长 18.1%。2023 年，尽管智能手机终端市场表现疲弱，但面板“库存走低”及价格处于低位预期，助推代理商及终端厂采购积极。2023 年全球智能手机面板出货约 21.1 亿片，同比增长约 18.1%。以京东方（BOE）、惠科（HKC）、TCL 华星（CSOT）等 G8.x a-Si LCD 高世代线产能优势的加持下，a-Si LCD 智能手机面板产品价格整体处于低位，华南等渠道代理商积极囤货，使得 a-Si LCD 出货约 11.2 亿片，同比增长约 35.2%，带动 2023 年全年智能手机面板出货创历史新高。2024 上半年，随着 AI 赋能，海外新兴市场换机周期等因素的带动下，全球智能手机市场需求持续增长，终端品牌对智能手机面板的备货积极性显著提升，2024 年上半年全球智能手机智能面板出货约 10.7 亿片（Open Cell 口径），同比增长约 11.3%。

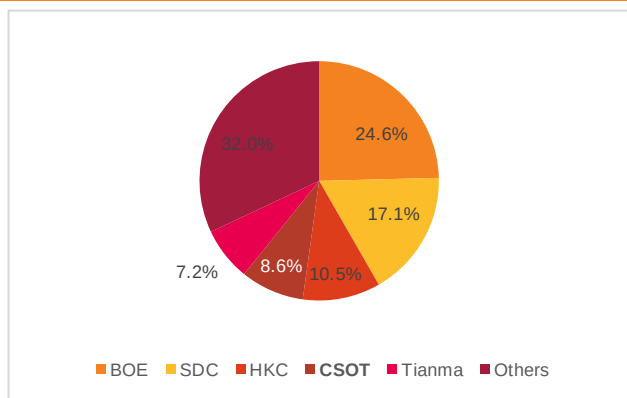
图 28：2014-2024H1 年全球智能手机面板出货量（亿片）及同比



资料来源：群智咨询公众号，天风证券研究所

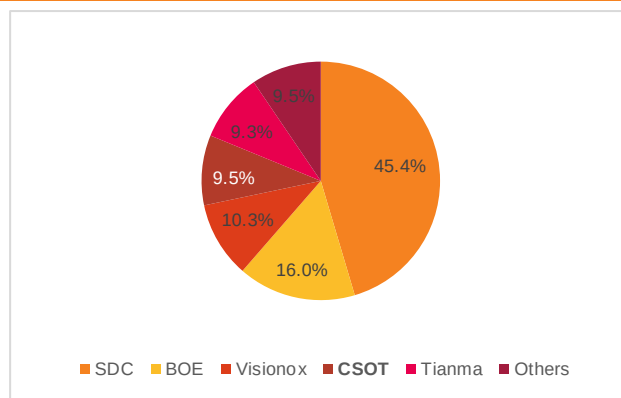
市场竞争加剧，产能赋能作用持续加强，头部领先优势减弱。2024 年上半年全球智能手机面板出货量约为 10.7 亿片，其中京东方（BOE）、三星显示（SDC）仍然引领市场、惠科（HKC）位居出货第三。TCL 华星（CSOT）同样受到 G8.6 高世代线 a-Si LCD 持续放量的影响，以及其柔性 OLED 智能手机面板出货持续稳定在较高水平，上半年智能手机面板出货约 9200 万片，同比增长约 1.2 倍。OLED：上半年大陆 OLED 面板出货约 2.0 亿片，占全球市场份额的 49%。2024 年上半年全球 OLED 智能手机面板出货 4.0 亿片，同比增长约 44%；其中柔性 OLED 出货约 2.8 亿片，同比增长约 31%。刚性 OLED 上半年出货约 1.2 亿片，同比增长 91%。三星显示排名第一，京东方排名第二，TCL 华星和天马（Tianma）在国内 OLED 出货方面同样展现出积极的贡献，分别以 9.5% 和 9.3% 的市场份额位居全球 OLED 面板出货量的第四和第五位。

图 29：24H1 智能手机面板市场结构



资料来源：群智咨询公众号，天风证券研究所

图 30：24H1 OLED 面板市场结构



资料来源：群智咨询公众号，天风证券研究所

2.3.2. TCL 华星：柔性 OLED、LTPO 等高端产品出货占比持续提升

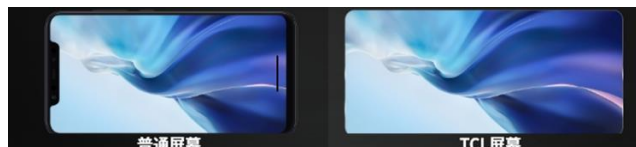
TCL 华星以技术创新驱动业务发展，持续优化产品和客户结构，OLED 产品出货大幅增长。小尺寸领域，TCL 华星以 LTPO 和柔性 OLED 的产线组合定位中高端市场，产品竞争力和市场份额持续提升。2023 年，公司柔性 OLED 业务收入实现翻倍增长，经营情况持续改善。2024 上半年，公司 LTPO 手机面板出货量全球第二，柔性 OLED 手机面板出货量达到 3,900 万片，同比增长 180%，市占率提升至全球第三，折叠屏出货量全球第四，产品和客户结构大幅优化，近年已导入多家品牌客户。公司柔性 OLED 的折叠、LTPO、Pol-Less、FIAA 极窄边框等新技术达到行业领先水准，高端产品占比持续提升，供应头部客户旗舰手机，产品高端化推动产品均价不断提升。

图 31：TCL 华星高色域高亮度手机屏幕

图 32：TCL 华星高屏占比窄边全面屏



资料来源：TCL 华星官网，天风证券研究所



资料来源：TCL 华星官网，天风证券研究所

产线方面：位于武汉的华星光电 T4 产线主要负责 OLED 面板，拓展中小尺寸高端显示领域。T4 项目规划月产 4.5 万大片玻璃基板，主要生产高分辨率柔性 and 可折叠式智能手机用显示面板，T4 项目可带来整个面板产业的转型升级，为上游设备制造、材料制造与零件组装和下游显示终端、应用领域等一整条产业链孕育巨大的机遇。

表 5：TCL 华星 OLED 面板产线情况（截止 2020 年 6 月底）

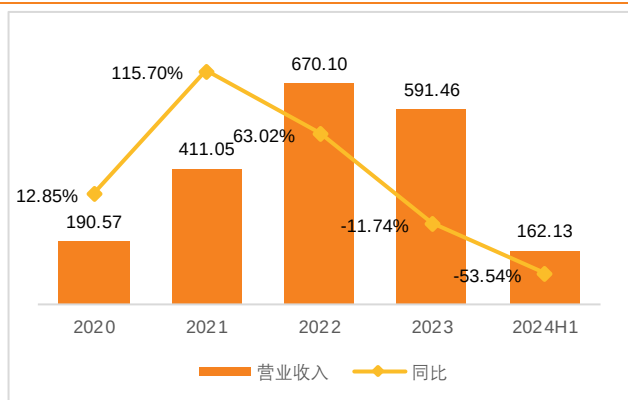
产线	地点	产线世代	设计产能(万片/月)	投产状态
T4	武汉	6 代	4.5	量产

资料来源：荆楚连线公众号、天风证券研究所

3. 新能源光伏业务-TCL 中环：行业有望迎来复苏周期

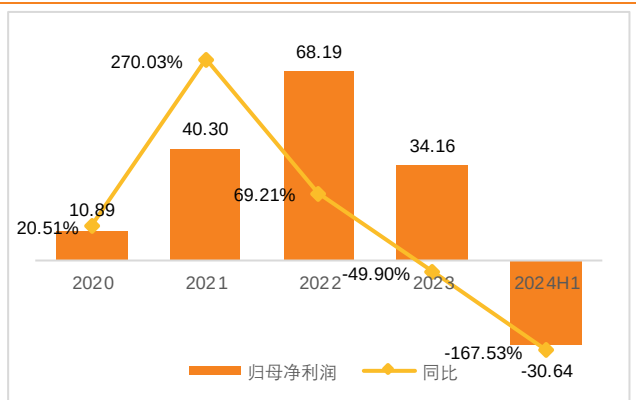
行业产能出清，公司作为龙头有望率先回暖受益。光伏行业未来市场空间的可持续增长性吸引大量资本涌入，新老厂商持续扩大投资。2023 年，全球新增装机约 395GW，环比增长 72%，其中中国装机约 216.9GW，海外约 178GW。光伏制造业各环节产能加速释放，截止 2023 年末，产业链各环节产能规模均达 900-1000GW，其中 80%以上集中在中国。经历过去 3 年上升周期，2023 年第三季度开始，行业进入下行周期，产业发展环境发生了根本性改变。2024 上半年，全球地缘冲突风险不断上升，加速产业链及供应链深度重构；**海外主要经济体政策逐步转向宽松周期，全球经济面临新变局，机会与挑战并存。**各国能源结构加速向绿色低碳转型，全球光伏终端装机保持继续上升态势，但增速放缓。光伏产业链各制造环节产能快速释放，供需比进一步恶化，光伏产品价格持续下跌。至 2024 年第二季度，主产业链各环节价格与成本倒挂，净利润亏损，行业进入周期底部，产业竞争博弈加剧，加速企业优胜弱汰。同时，光伏制造本土化与贸易逆全球化趋势进一步凸显，海外市场谋求产业链自主可控，对外筑高贸易壁垒限制中国光伏产品出口。中国光伏企业海外产业布局已由东南亚向美国、中东等区域扩展，全球化布局加速。

图 33：2020-2024H1TCL 中环营业收入（亿元）及同比



资料来源：TCL 中环年报，天风证券研究所

图 34：2020-2024H1TCL 中环归母净利润（亿元）及同比

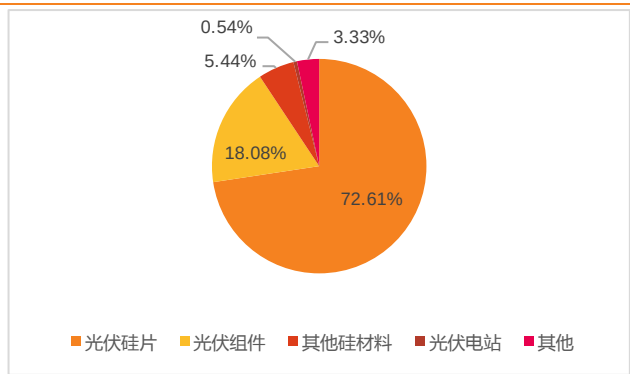


资料来源：TCL 中环年报，天风证券研究所

TCL 中环的新能源光伏产业由光伏材料业务板块和光伏电池及组件板块构成。光伏材料业务板块：2024 年上半年，光伏 N 型产品加速迭代，预计 2024 年渗透率达 80%，带动公司产品结构升级。但光伏晶体晶片整体产能过剩严重，从全成本竞争逐步转向现金流竞

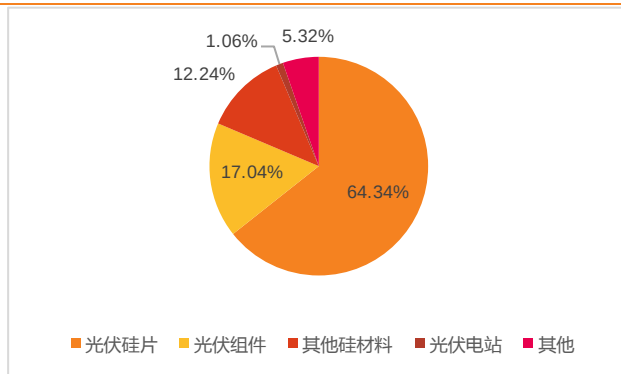
争。公司持续推进工业 4.0、柔性制造，坚持技术创新，提升相对竞争力。2024 上半年，公司光伏单晶产能提升至 190GW，光伏材料产品出货约 62GW，同比增长 18.3%，硅片综合市占率 23.5%，居于行业第一。**光伏电池及组件业务板块：**公司坚持战略牵引推进电池及组件业务板块发展，优化产能和产品布局，持续推动自主技术创新和 Know-how 工艺积累，围绕高功率、高效率、低成本的发展趋势，推动公司组件业务发展。2024 上半年，公司组件 4.0 主流产品功率较竞手领先两档及以上，效率领先 0.2%以上，并加快组件产品的知识产权库建设；截至 2024 年 6 月底，高效叠瓦组件产能达到 22GW。

图 35：2023 年 TCL 中环营收结构



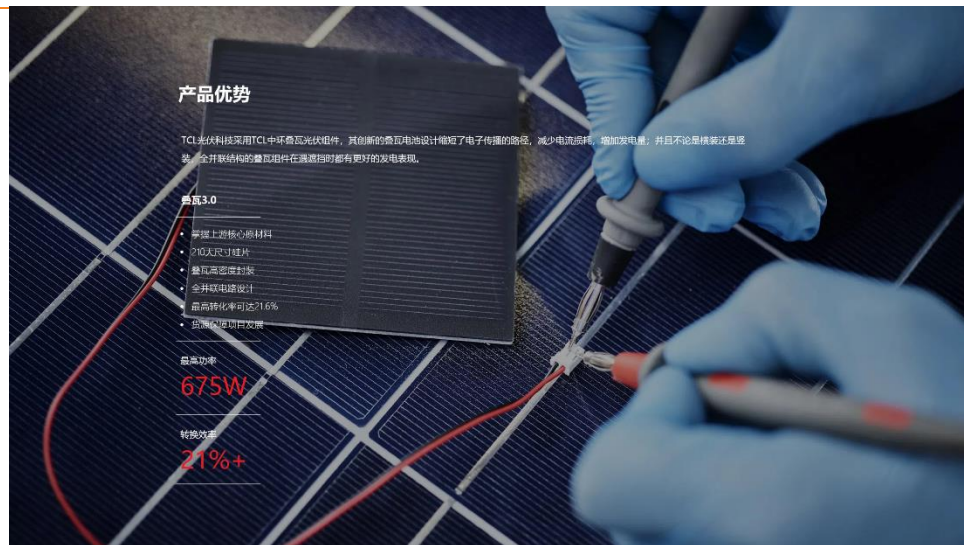
资料来源：TCL 中环年报，天风证券研究所

图 36：2024H1TCL 中环营收结构



资料来源：TCL 中环年报，天风证券研究所

图 37：TCL 光伏产品优势



资料来源：公司官网，天风证券研究所

4. 投资建议

核心假设：

- 1、 半导体显示器件方面，大尺寸行业格局进一步优化，公司以高端产品策略巩固 TV 市场地位，发挥高世代线优势，引领显示产业大尺寸化发展，同时盈利能力逐步修复。中、小尺寸新型显示技术和产品应用迎来增长机遇，给予 24/25/26 年预测营收分别 1067.98/1196.47/1323.49 亿元，预测毛利率分别为 19.00%/20.85%/22.68%。
- 2、 新能源光伏与半导体材料方面，受产业链价格整体波动下行影响，产业短期盈利承压，但公司占据光伏行业国内领先地位，有望率先恢复，给予 24/25/26 年预测营收分别为 315.70/448.27/526.90 亿元，预测毛利率分别为 -2.92%/6.21%/8.72%。
- 3、 毛利率方面，公司 2020 年-2023 年的毛利率分别为 13.61%/19.94%/8.83%/14.72%，受

益于全球显示终端需求市场有所改善，供需格局将得到改善，国内业务毛利率有望提升，预计 24/25/26 年预测毛利率分别为 12.16%/14.85%/16.61%。

TCL 科技是国内半导体行业的龙头企业，企业主要有四大业务板块：以 TCL 华星为主的半导体显示、在 TCL 中环实现的新能源光伏及半导体材料、产业金融以及翰林汇的电子产品分销等其他业务。由于面板供给侧竞争格局改善，未来公司前景可观。我们也看好公司引领大尺寸化发展，进一步优化中、小尺寸产能布局与产品结构。预计 2024-2026 年公司分别能实现 1694.57/1956.04/2172.38 亿元营收，公司归母净利润在 24/25/26 年预计能达到 16.88/70.61/110.15 亿元。

表 6：公司营收拆分预测（亿元）

按业务类型拆分	2023	2024E	2025E	2026E
半导体显示器件				
收入	836.50	1067.98	1196.47	1323.49
增长率(%)	27.30%	27.67%	12.03%	10.62%
成本	721.00	865.06	947.00	1023.29
毛利率	13.81%	19.00%	20.85%	22.68%
新能源光伏与半导体材料				
收入	591.50	315.70	448.27	526.90
增长率(%)	-11.70%	-46.63%	41.99%	17.54%
成本	471.70	324.92	420.44	480.94
毛利率	20.25%	-2.92%	6.21%	8.72%
电子产品分销				
收入	301.10	298.75	302.10	313.40
增长率(%)	-5.46%	-0.78%	1.12%	3.74%
成本	289.50	287.04	289.33	299.17
毛利率	3.85%	3.92%	4.23%	4.54%
其他及抵销				
收入	14.60	11.24	8.60	8.09
增长率(%)	-26.40%	-23.03%	-23.47%	-5.93%
成本	5.50	11.18	8.56	8.05
毛利率	0.40%	0.54%	0.50%	0.44%
其他业务				
收入	0.80	0.90	0.60	0.50
增长率(%)	35.80%	12.50%	-33.33%	-16.67%
成本	-	0.32	0.24	0.10
毛利率	-	64.44%	60.00%	80.00%
合计				
收入	1744.46	1694.57	1956.04	2172.38
增长率(%)	4.69%	-2.86%	15.43%	11.06%
成本	1487.72	1488.51	1665.57	1811.55
毛利率(%)	14.72%	12.16%	14.85%	16.61%

资料来源：wind、天风证券研究所

估值处于历史相对低位，伴随大尺寸行业格局进一步优化，叠加中小尺寸新型显示技术和产品应用迎来增长机遇，我们预计 2024-2026 年公司分别能实现 1694.57/1956.04/2172.38 亿元营收，公司归母净利润在 24/25/26 年预计能达到 16.88/70.61/110.15 亿元。估值方面，我们选取京东方 A 和深天马 A 为可比公司，对应 2025 年平均 PB 倍数为 0.96 倍，考虑面板价格回升有增长趋势，公司中尺寸业务战略将进一步突破，带来新的增长动能，我们给予高于可比公司 2025 年平均的 1.9 倍 PB，目标价 5.93 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 7：可比公司估值表

公司名称	公司代码	营业收入	预测每股净资产（元）				PB（x）		
		（亿元）	2024E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
京东方	000725.SZ	1917.60	3.54	3.70	3.94	3.94	1.23	1.18	1.11
深天马 A	000050.SZ	315.86	11.35	11.52	11.86	11.86	0.76	0.75	0.73
PB 均值（x）							0.99	0.96	0.92

资料来源：Wind、天风证券研究所；注：wind 数据为一致预期（截至 2025 年 3 月 12 日）

5. 风险提示

补贴政策不及预期

2024 年 8 月，关于家电“以旧换新”的相关政策开始陆续落地，对于企业出货拉动明显，有效振兴了市场需求，2025 年会有相应国补政策延续，但是政策效果可能不及预期，具有一定的风险性。

面板行业景气度不及预期

面板行业自 2021 年起一路走低，进入下行周期，在 2022 年下半年达到谷底。2023 年全球 TV 面板、平板电脑面板出货量同比下降，大多数手机 OLED 面板产线仍处于亏损状态，面板行业仍需等待需求进一步回暖。

地缘政治风险

2023 年，受高通胀和地缘冲突等影响，电视和显示器市场出货量下滑。然而，得益于全球经济的复苏和大型体育赛事的推动，2024 年电视和显示器出货量有望实现增长，但受需求恢复力度有限影响，各尺寸面板价格涨幅可能不及预期。

数据测算具有主观性

文中有关公司市场规模、业务类型的营收及对应占比的预测均建立在一系列假设基础上，参考公司历史经营数据和其他公司情况，具有一定主观性，不一定代表公司经营实际情况，仅供参考。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	35,378.50	21,924.27	13,556.56	15,648.34	17,379.04
应收票据及应收账款	14,564.51	22,619.04	11,904.40	28,416.18	16,698.03
预付账款	3,593.86	2,946.29	2,548.29	4,097.97	3,195.27
存货	18,001.12	18,481.76	12,840.98	24,181.85	14,368.03
其他	23,639.85	35,983.04	24,886.16	31,803.50	29,697.47
流动资产合计	95,177.84	101,954.39	65,736.40	104,147.84	81,337.85
长期股权投资	29,256.22	25,431.27	25,892.68	25,976.72	24,583.55
固定资产	132,477.67	176,422.62	163,065.33	157,924.90	151,282.85
在建工程	52,053.83	17,000.05	23,940.04	29,358.03	31,400.62
无形资产	19,963.14	20,961.04	22,297.86	23,985.89	24,544.53
其他	30,752.36	40,745.81	31,974.54	32,173.74	34,537.70
非流动资产合计	264,503.22	280,560.79	267,170.46	269,419.27	266,349.25
资产总计	359,996.23	382,859.09	332,906.86	373,567.11	347,687.10
短期借款	10,215.91	8,473.58	30,567.96	27,207.97	33,205.00
应付票据及应付账款	32,747.57	35,013.30	25,749.13	44,245.48	33,284.86
其他	42,241.19	53,838.80	46,438.45	55,148.15	54,615.25
流动负债合计	85,204.68	97,325.68	102,755.54	126,601.60	121,105.11
长期借款	118,603.17	117,662.21	74,028.91	74,525.61	46,405.90
应付债券	12,006.85	9,113.85	0.00	10,560.35	9,837.10
其他	9,706.78	11,591.91	9,754.07	10,350.92	10,565.63
非流动负债合计	140,316.80	138,367.96	83,782.98	95,436.88	66,808.63
负债合计	227,857.48	237,593.11	186,538.52	222,038.48	187,913.74
少数股东权益	81,460.23	92,344.11	92,401.87	92,969.10	94,038.94
股本	17,071.89	18,779.08	18,779.08	18,779.08	18,779.08
资本公积	12,522.79	10,752.06	10,752.06	10,752.06	10,752.06
留存收益	23,199.00	25,411.19	26,508.60	31,098.02	38,257.74
其他	(2,115.17)	(2,020.46)	(2,073.27)	(2,069.64)	(2,054.46)
股东权益合计	132,138.75	145,265.97	146,368.33	151,528.62	159,773.36
负债和股东权益总计	359,996.23	382,859.09	332,906.86	373,567.11	347,687.10

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,788.06	4,780.78	1,688.32	7,060.64	11,014.95
折旧摊销	22,376.50	25,063.11	27,314.81	23,019.19	21,746.49
财务费用	4,025.75	4,803.11	3,872.63	3,504.45	2,959.39
投资损失	(4,731.39)	(2,591.88)	(3,742.60)	(3,688.62)	(3,541.03)
营运资金变动	(7,579.29)	(17,849.26)	15,460.95	(7,534.75)	11,532.66
其它	2,546.76	11,108.89	2.70	3,171.01	3,009.62
经营活动现金流	18,426.38	25,314.76	44,596.82	25,531.92	46,722.07
资本支出	60,097.00	28,448.31	24,072.16	24,387.92	17,490.95
长期投资	3,615.64	(3,824.95)	461.41	84.03	(1,393.17)
其他	(110,548.61)	(65,420.42)	(33,864.80)	(50,395.63)	(32,969.44)
投资活动现金流	(46,835.97)	(40,797.06)	(9,331.23)	(25,923.67)	(16,871.65)
债权融资	25,666.80	4,125.32	(42,958.48)	5,256.55	(23,703.59)
股权融资	9,453.80	(1,471.17)	(674.82)	(2,773.02)	(4,416.12)
其他	(3,719.94)	(862.39)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	31,400.66	1,791.76	(43,633.30)	2,483.53	(28,119.71)
汇率变动影响	17.91	0.52	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	3,008.97	(13,690.02)	(8,367.71)	2,091.78	1,730.71

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	166,632.15	174,446.17	169,457.01	195,604.23	217,238.06
营业成本	151,925.49	148,767.60	148,851.04	166,557.00	181,154.81
营业税金及附加	640.30	801.94	677.83	821.54	934.12
销售费用	1,950.53	2,523.69	2,152.10	2,621.10	2,954.44
管理费用	3,540.61	4,783.25	4,168.64	4,929.23	5,496.12
研发费用	8,633.64	9,522.84	8,845.66	10,914.72	11,470.17
财务费用	3,422.90	3,972.73	3,872.63	3,504.45	2,959.39
资产/信用减值损失	(3,524.18)	(4,987.03)	(3,278.31)	(4,229.84)	(4,165.06)
公允价值变动收益	(139.24)	27.34	(86.16)	2,298.35	1,363.71
投资净收益	4,749.31	2,592.39	3,742.60	3,688.62	3,541.03
其他	(4,986.21)	1,257.12	0.00	0.00	0.00
营业利润	419.01	5,184.32	1,267.24	8,013.33	13,008.69
营业外收入	790.11	71.29	754.46	538.62	454.79
营业外支出	152.07	203.78	165.44	173.76	180.99
利润总额	1,057.05	5,051.82	1,856.26	8,378.19	13,282.48
所得税	(731.01)	271.04	79.08	444.88	621.62
净利润	1,788.06	4,780.78	1,777.18	7,933.31	12,660.86
少数股东损益	1,526.74	2,565.85	88.86	872.66	1,645.91
归属于母公司净利润	261.32	2,214.93	1,688.32	7,060.64	11,014.95
每股收益（元）	0.01	0.12	0.09	0.38	0.59

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	1.80%	4.69%	-2.86%	15.43%	11.06%
营业利润	-97.59%	1137.28%	-75.56%	532.35%	62.34%
归属于母公司净利润	-97.40%	747.60%	-23.78%	318.20%	56.00%
获利能力					
毛利率	8.83%	14.72%	12.16%	14.85%	16.61%
净利率	0.16%	1.27%	1.00%	3.61%	5.07%
ROE	0.52%	4.19%	3.13%	12.06%	16.76%
ROIC	3.54%	4.04%	2.15%	5.03%	6.73%
偿债能力					
资产负债率	63.29%	62.06%	56.03%	59.44%	54.05%
净负债率	88.09%	94.97%	73.27%	75.17%	57.23%
流动比率	1.09	1.03	0.64	0.82	0.67
速动比率	0.89	0.84	0.51	0.63	0.55
营运能力					
应收账款周转率	9.92	9.38	9.82	9.70	9.63
存货周转率	10.39	9.56	10.82	10.57	11.27
总资产周转率	0.50	0.47	0.47	0.55	0.60
每股指标（元）					
每股收益	0.01	0.12	0.09	0.38	0.59
每股经营现金流	0.98	1.35	2.37	1.36	2.49
每股净资产	2.70	2.82	2.87	3.12	3.50
估值比率					
市盈率	338.47	39.93	52.39	12.53	8.03
市净率	1.75	1.67	1.64	1.51	1.35
EV/EBITDA	6.07	5.36	6.45	5.97	5.05
EV/EBIT	13.62	10.28	21.58	12.87	9.60

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com