

TCL 中环 (002129.SZ)

增持 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q1 硅片减亏，海外布局提升竞争力

业绩简评

4月25日公司披露2024年年报及2025年一季报，2024年实现营收284亿元，同比-52%，实现归母净利润-98.2亿元，同比-387%；其中Q4实现营收58亿元，同比-44%，环比-8%，实现归母净利润-37.6亿元，同比-36%、环比-25%。1Q25实现营收61亿元，同比-39%、环比+5%，实现归母净利润-19.1亿元，同比-117%、环比+49%。

经营分析

硅片出货持续增长，Q1 亏损显著收窄。2024年公司硅片出货125.8GW，同比+10.5%，硅片整体市占率18.9%、居行业第一。2024年行业供需失衡加剧、产业链价格快速下跌，公司硅片业务Q2出现毛利亏损并加速进入现金成本亏损阶段，全年硅片业务毛利率-20.5%。25Q1终端抢装需求带动下光伏产业链各环节供需比有所改善，硅片价格回升，公司硅片业务盈利能力环比大幅改善，带动销售毛利率修复5.48PCT至-6.96%。

组件产品结构调整，Q1 订单量明显增加。2024年公司电池组件业务实现营收58.11亿元，组件出货8.3GW，因产品路线单一、终端市场及区域集中，组件业务盈利承压，全年光伏组件业务毛利率-0.85%。25Q1公司持续完善组件产品序列，改造TOPCon标准组件产线并筹建2GWBC组件产线，逐步形成全价值定位组件产品组合，满足市场需求；加速营销能力建设，订单量明显增加。截至一季度末，公司组件产能24GW，光伏组件出货1.9GW，同比提升19%。

积极推进海外布局提升竞争力。公司积极推动独立、完善的海外供应链，一方面与沙特阿拉伯公共投资基金(PIF)子公司RELC、Vision Industries合作共同建立目前海外最大规模的晶体晶片工厂，同时通过一揽子交易重组Maxeon，专注美国市场。

存货减值、收购Maxeon产生商誉减值拖累公司业绩表现。2024年公司合计计提减值52亿元，其中存货跌价准备40.5亿元，考虑转回或转销后影响利润-4.2亿元；商誉减值准备9.2亿元，主要因公司收购Maxeon确认商誉，报告期末考虑到Maxeon组件在目标区域市场供应链稳定性有待提升计提减值准备。

盈利预测、估值与评级

根据我们对硅片价格和竞争格局的预测，下调2025-2026年净利润至-22.9、14.7亿元，新增2027年利润预测30.7亿元。考虑到硅片环节业绩承压背景下公司仍维持制造端优势，同时积极推动海外产能布局加强全球竞争力，维持“增持”评级。

风险提示

行业需求不及预期，行业竞争加剧，国际贸易风险。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

分析师：张嘉文 (执业S1130523090006)

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：7.79 元

相关报告：

- 《TCL 中环公司点评：竞争加剧盈利承压，海外布局提升竞争力》，2024.8.26
- 《TCL 中环公司点评：硅片出货持续增长，行业竞争加剧盈利承压》，2024.4.26



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	59,146	28,419	32,828	41,246	46,267
营业收入增长率	-11.74%	-51.95%	15.52%	25.64%	12.17%
归母净利润(百万元)	3,416	-9,818	-2,294	1,467	3,068
归母净利润增长率	-49.90%	-387.42%	-76.64%	N/A	109.14%
摊薄每股收益(元)	0.845	-2.428	-0.567	0.363	0.759
每股经营性现金流净额	1.28	0.70	0.76	2.37	3.08
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.23%	-31.77%	-7.83%	4.84%	9.45%
P/E	18.51	-3.65	-13.73	21.47	10.27
P/B	1.52	1.16	1.07	1.04	0.97

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	67,010	59,146	28,419	32,828	41,246	46,267	货币资金	10,167	10,020	12,817	9,321	10,558	12,064
增长率	-11.7%	-52.0%	15.5%	25.6%	12.2%		应收款项	5,154	8,485	6,934	6,605	8,134	9,124
主营业务成本	-55,067	-47,171	-30,999	-30,669	-33,721	-36,469	存货	6,430	8,164	6,324	6,428	6,675	7,219
%销售收入	82.2%	79.8%	109.1%	93.4%	81.8%	78.8%	其他流动资产	10,079	7,959	6,211	6,809	6,410	6,558
毛利	11,943	11,976	-2,581	2,159	7,525	9,799	流动资产	31,830	34,627	32,286	29,163	31,777	34,965
%销售收入	17.8%	20.2%	n.a	6.6%	18.2%	21.2%	%总资产	29.2%	27.7%	25.7%	23.8%	25.5%	27.6%
营业税金及附加	-249	-278	-256	-295	-371	-416	长期投资	9,198	4,050	2,135	2,135	2,135	2,135
%销售收入	0.4%	0.5%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	55,585	67,247	69,448	68,476	67,805	66,633
销售费用	-277	-427	-576	-657	-825	-925	%总资产	50.9%	53.8%	55.3%	55.8%	54.4%	52.6%
%销售收入	0.4%	0.7%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	无形资产	5,206	7,303	8,684	8,965	9,279	9,576
管理费用	-908	-1,432	-1,685	-1,904	-2,310	-2,545	非流动资产	77,304	90,436	93,311	93,613	92,874	91,636
%销售收入	1.4%	2.4%	5.9%	5.8%	5.6%	5.5%	%总资产	70.8%	72.3%	74.3%	76.2%	74.5%	72.4%
研发费用	-2,923	-2,125	-749	-821	-1,031	-1,157	资产总计	109,134	125,063	125,598	122,776	124,651	126,601
%销售收入	4.4%	3.6%	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%	短期借款	2,986	4,711	7,486	7,495	8,316	7,000
息税前利润 (EBIT)	7,586	7,713	-5,846	-1,518	2,988	4,756	应付款项	17,059	15,726	18,272	17,045	18,371	19,869
%销售收入	11.3%	13.0%	n.a	n.a	7.2%	10.3%	其他流动负债	2,975	1,886	1,766	1,557	1,823	2,178
财务费用	-792	-904	-1,159	-1,260	-1,287	-1,191	流动负债	23,020	22,324	27,524	26,097	28,510	29,048
%销售收入	1.2%	1.5%	4.1%	3.8%	3.1%	2.6%	长期贷款	31,911	35,482	43,303	44,303	44,303	44,303
资产减值损失	-1,579	-2,980	-4,390	-759	-475	-103	其他长期负债	7,143	7,020	8,300	8,011	6,245	5,011
公允价值变动收益	56	-450	133	10	10	10	负债	62,074	64,826	79,127	78,411	79,059	78,361
投资收益	1,752	751	-238	50	50	50	普通股股东权益	37,618	41,484	30,907	29,302	30,329	32,476
%税前利润	23.5%	16.5%	n.a	-1.8%	2.5%	1.2%	其中：股本	3,234	4,043	4,043	4,043	4,043	4,043
营业利润	7,325	4,565	-11,139	-2,982	1,781	4,017	未分配利润	13,246	16,338	5,419	3,813	4,840	6,987
营业利润率	10.9%	7.7%	n.a	n.a	4.3%	8.7%	少数股东权益	9,442	18,753	15,563	15,063	15,263	15,763
营业外收支	124	-21	184	180	180	180	负债股东权益合计	109,134	125,063	125,598	122,776	124,651	126,601
税前利润	7,449	4,544	-10,955	-2,802	1,961	4,197	比率分析						
利润率	11.1%	7.7%	n.a	n.a	4.8%	9.1%		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
所得税	-376	-645	149	8	-294	-630	每股指标						
所得税率	5.1%	14.2%	n.a	n.a	15.0%	15.0%	每股收益	2.109	0.845	-2.428	-0.567	0.363	0.759
净利润	7,073	3,899	-10,806	-2,794	1,667	3,568	每股净资产	11.633	10.260	7.644	7.247	7.501	8.033
少数股东损益	254	483	-988	-500	200	500	每股经营现金净流	1.564	1.281	0.702	0.761	2.366	3.077
归属于母公司的净利润	6,819	3,416	-9,818	-2,294	1,467	3,068	每股股利	0.100	0.260	0.260	-0.170	0.109	0.228
净利率	10.2%	5.8%	n.a	n.a	3.6%	6.6%	回报率						
							净资产收益率	18.13%	8.23%	-31.77%	-7.83%	4.84%	9.45%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	6.25%	2.73%	-7.82%	-1.87%	1.18%	2.42%
							投入资本收益率	8.70%	6.53%	-5.86%	-1.56%	2.56%	4.02%
							增长率						
净利润	7,073	3,899	-10,806	-2,794	1,667	3,568	主营业务收入增长率	63.02%	-11.74%	-51.95%	15.52%	25.64%	12.17%
少数股东损益	254	483	-988	-500	200	500	EBIT增长率	31.65%	1.68%	-175.79%	-74.04%	-296.86%	59.17%
非现金支出	6,161	9,737	12,438	7,200	7,415	7,541	净利润增长率	69.21%	-49.90%	-387.42%	-76.64%	N/A	109.14%
非经营收益	-709	1,281	1,301	1,112	1,300	1,238	总资产增长率	39.95%	14.60%	0.43%	-2.25%	1.53%	1.56%
营运资金变动	-7,468	-9,735	-94	-2,442	-817	93	资产管理能力						
经营活动现金净流	5,057	5,181	2,839	3,076	9,564	12,440	应收账款周转天数	18.8	28.5	65.5	50.0	50.0	50.0
资本开支	-11,208	-12,035	-6,894	-4,669	-5,425	-6,025	存货周转天数	31.7	56.5	85.3	85.0	85.0	85.0
投资	-5,169	-825	-1,471	10	10	10	应付账款周转天数	61.8	90.2	137.4	140.0	140.0	140.0
其他	85	1,764	1,244	50	50	50	固定资产周转天数	226.7	331.3	696.4	595.4	463.5	400.0
投资活动现金净流	-16,292	-11,096	-7,122	-4,609	-5,365	-5,965	偿债能力						
股权募资	462	2,227	0	0	0	0	净负债/股东权益	42.97%	43.65%	76.42%	90.19%	86.85%	76.24%
债权募资	14,279	6,630	10,230	1,045	821	-1,316	EBIT利息保障倍数	9.6	8.5	-5.0	-1.2	2.3	4.0
其他	-4,087	-4,151	-2,628	-848	-1,975	-2,394	资产负债率	56.88%	51.83%	63.00%	63.86%	63.42%	61.90%
筹资活动现金净流	10,654	4,706	7,602	197	-1,154	-3,710							
现金净流量	-382	-1,208	3,310	-1,336	3,045	2,765							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	3	5	12
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-04-28	买入	40.40	N/A
2	2023-05-26	买入	41.88	N/A
3	2023-08-29	买入	24.77	N/A
4	2023-10-26	买入	19.02	N/A
5	2024-04-26	买入	9.96	N/A
6	2024-08-26	增持	7.39	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806