

一季度亏损环比收窄，市占率维持行业领先

2025 年 04 月 29 日

► **事件：**4 月 26 日，公司发布 2024 年年报以及 2025 年一季报，根据公告，24 年全年公司实现营业收入 284.19 亿元，同比-51.95%，归母净利润-98.18 亿元，扣非归母净利润-109.00 亿元，与 23 年全年相比总体由盈转亏。

分季度来看，24Q4 公司实现营业收入 58.36 亿元，同比-44.38%，环比-8.36%，归母净利润-37.57 亿元，扣非归母净利润-39.79 亿元；25Q1 公司实现营业收入 61.01 亿元，同比-38.58%，环比+4.54%，归母净利润-19.06 亿元，扣非归母净利润-19.76 亿元，25Q1 亏损环比收窄。公司业绩承压原因如下：1) 24 年行业供需错配，产业链价格下行；2) 电池组件业务产销结构和规模不及预期，进一步拖累业绩；3) 受全球光伏产品供需错配及竞争加剧导致欧美市场价格持续下行影响，叠加 Maxeon 经营模式及供应链布局转型调整慢于预期，及组件业务进入美国市场被退回等影响，子公司 Maxeon 业绩大幅下跌。

► **硅片市占率维持行业领先，技术创新稳步推进。**24 年公司光伏硅片出货 125.8GW，同比+10.5%，市占率为 18.9%，位居行业第一。截至 25Q1，公司产能达到 200GW，210 系列产品出货占比持续提升，外销市占率达到 55%以上。公司聚焦于技术与工艺创新，积极推动行业 N 型、大尺寸转型趋势，参与客户产品 Design in，使产品具备高可追溯性，满足客户定制化、差异化的诉求，提升自身和客户可持续竞争力。

► **组件业务持续升级，产销能力进一步提升。**24 年全年公司组件出货为 8.3GW。24 年下半年，公司积极重整组件业务战略，重建营销体系，推动电池组件业务在技术、制造、产品的多方面升级，25Q1 公司持续完善产品序列，改造 TOPCon 标准组件产线并筹建 2GW BC 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 25Q1，公司组件产能 24GW，光伏组件出货 1.9GW，同比+19%，产销能力进一步提升。

► **投资建议：**预计公司 25-27 年实现收入 318.98/439.70/519.86 亿元，归母净利为-28.10/11.85/21.13 亿元，对应 26-27 年 PE 为 26x/14x。看好公司降本增效持续推进后盈利能力迎来边际改善，组件业务重整后有望为公司业绩提供增量，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**原材料价格波动、下游行业需求不及预期、行业竞争加剧、资产减值风险等。

推荐

维持评级

当前价格：

7.56 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 林誉韬

执业证书：S0100524070001

邮箱：linyutao@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

邮箱：zhubiye@mszq.com

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

邮箱：wangyiru_yj@mszq.com

相关研究

1.TCL 中环 (002129.SZ) 2024 年三季报点评：Q3 业绩承压，全球化进程稳步推进-2024/11/03

2.TCL 中环 (002129.SZ) 2024 年半年报点评：业绩阶段性承压，市占率稳步向上-2024/08/25

3.TCL 中环 (002129.SZ) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：业绩短期承压，出货量同比高增-2024/04/28

4.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

5.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

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	28,419	31,898	43,970	51,986
增长率 (%)	-52.0	12.2	37.8	18.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	-9,818	-2,810	1,185	2,113
增长率 (%)	-387.4	71.4	142.2	78.3
每股收益 (元)	-2.43	-0.69	0.29	0.52
PE	/	/	26	14
PB	1.0	1.1	1.0	1.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 28 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	28,419	31,898	43,970	51,986
营业成本	30,999	29,063	37,841	44,433
营业税金及附加	256	255	352	416
销售费用	576	574	704	780
管理费用	1,685	1,595	1,979	2,235
研发费用	749	797	967	1,040
EBIT	-8,738	92	2,787	3,862
财务费用	1,159	1,252	1,392	1,344
资产减值损失	-4,434	-1,478	-384	-450
投资收益	-238	-319	440	520
营业利润	-11,139	-3,005	1,451	2,587
营业外收支	184	0	0	0
利润总额	-10,955	-3,005	1,451	2,587
所得税	-149	-48	203	362
净利润	-10,806	-2,957	1,248	2,225
归属于母公司净利润	-9,818	-2,810	1,185	2,113
EBITDA	-689	8,496	12,397	14,416

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	12,817	8,607	11,934	15,065
应收账款及票据	4,800	5,248	7,234	8,553
预付款项	886	872	1,135	1,333
存货	6,324	4,419	7,288	8,558
其他流动资产	7,459	10,659	9,878	10,550
流动资产合计	32,286	29,804	37,469	44,058
长期股权投资	1,393	1,393	1,393	1,393
固定资产	54,218	62,565	69,162	68,387
无形资产	5,090	5,675	6,184	6,369
非流动资产合计	93,311	94,662	94,257	94,111
资产合计	125,598	124,466	131,726	138,170
短期借款	142	142	142	142
应付账款及票据	17,494	16,403	21,357	25,077
其他流动负债	9,888	9,812	10,415	10,804
流动负债合计	27,524	26,357	31,914	36,023
长期借款	43,303	45,163	45,163	45,163
其他长期负债	8,300	9,380	9,835	10,301
非流动负债合计	51,603	54,542	54,998	55,464
负债合计	79,127	80,900	86,912	91,487
股本	4,043	4,043	4,043	4,043
少数股东权益	15,563	15,416	15,478	15,589
股东权益合计	46,470	43,567	44,814	46,683
负债和股东权益合计	125,598	124,466	131,726	138,170

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-51.95	12.24	37.84	18.23
EBIT 增长率	-240.50	101.05	2933.83	38.55
净利润增长率	-387.42	71.39	142.19	78.30
盈利能力 (%)				
毛利率	-9.08	8.89	13.94	14.53
净利润率	-34.55	-8.81	2.70	4.07
总资产收益率 ROA	-7.82	-2.26	0.90	1.53
净资产收益率 ROE	-31.77	-9.98	4.04	6.80
偿债能力				
流动比率	1.17	1.13	1.17	1.22
速动比率	0.81	0.76	0.82	0.86
现金比率	0.47	0.33	0.37	0.42
资产负债率 (%)	63.00	65.00	65.98	66.21
经营效率				
应收账款周转天数	61.49	60.00	60.00	60.00
存货周转天数	74.47	74.00	74.00	74.00
总资产周转率	0.23	0.26	0.34	0.39
每股指标 (元)				
每股收益	-2.43	-0.69	0.29	0.52
每股净资产	7.64	6.96	7.26	7.69
每股经营现金流	0.70	1.60	2.82	3.58
每股股利	0.00	0.00	0.09	0.16
估值分析				
PE	/	/	26	14
PB	1.0	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	/	9.34	6.40	5.50
股息收益率 (%)	0.00	0.00	1.16	2.07

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-10,806	-2,957	1,248	2,225
折旧和摊销	8,048	8,404	9,610	10,555
营运资金变动	-94	-2,227	-957	201
经营活动现金流	2,839	6,489	11,408	14,494
资本开支	-6,894	-10,457	-9,204	-10,410
投资	-1,471	-1,404	0	0
投资活动现金流	-7,122	-12,403	-6,972	-9,890
股权募资	0	0	0	0
债务募资	10,230	3,085	456	465
筹资活动现金流	7,602	1,703	-1,109	-1,473
现金净流量	3,310	-4,210	3,327	3,131

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。	公司评级	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获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室；518048