25Q1 业绩显著改善，深度受益面板供给侧格局优化

核心观点

公司发布 24 年年报和 25 年一季报。2024 年公司营业收入同比下滑 5%到 1648.2 亿元，归母净利润同比下滑 29%到 15.64 亿元。25Q1 公司实现营收 400.8 亿元，同比增长 0.4%，归母净利润 10.13 亿元，同比增长 322%。

- **半导体显示业务 24 年营收 1042.5 亿元，同比增长 25%。**行业层面，面板供给侧格局继续优化，大尺寸化和 AI 应用驱动面板需求持续增长。企业层面，在大尺寸领域公司发挥高世代产线优势，主导电视面板大尺寸化和高端化发展，电视面板出货量稳居全球前二；在中尺寸领域，公司丰富高端产品矩阵，在笔电和车载等国际头部客户实现规模量产；在小尺寸领域，公司柔性 OLED 产品出货大幅增长。随着主要产品价格上浮及产能利用率提升，半导体显示业务业绩持续改善，25Q1 实现营收 275 亿元，同比增长 18%；净利润 23.3 亿元，同比增长 329%，环比增长 30%。
- **新能源光伏及半导体材料业务 24 年营收 284.2 亿元，同比下滑 52%。**行业层面，2024 年全球光伏主产业链各环节产能集中释放，产品价格持续下降。企业层面，TCL 中环持续增强相对竞争力，引领行业 N 型、大尺寸转型趋势，2024 年公司硅片出货同比增长 10.5%至 125.8GW，硅片整体市占率 18.9%，维持行业第一；公司坚定推进硅片大尺寸化，24 年大尺寸（210 系列）产品出货 60.4GW。经过 2024 年深度调整后光伏行业主产业链供需比有所改善，产品价格回升，推动 TCL 中环经营情况大幅改善，25Q1 实现归母净利润-19.1 亿元，环比改善 49%。
- **公司积极推动高世代产线股权收购，持续增厚归母净利润。**TCL 华星于 25Q1 完成对 LGD 广州 LCD 面板及模组工厂 100%股权的收购，于 25Q2 并表。2025 年 3 月，公司公告拟以 115.62 亿元购买重大产业基金持有的深圳华星半导体 21.5311%股权，深圳华星半导体拥有两条 11 代 LCD 产线。展望未来，相关并购将助力公司持续增厚归母净利润，巩固行业领先地位。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2025-2027 年每股净资产分别为 3.27、3.53、4.15 元（原 25-26 年预测为 3.55、4.08 元，主要调整了营业收入和费用率），根据可比公司 25 年平均 1.81 倍 PB 估值水平，对应目标价 5.92 元，维持买入评级。

风险提示

- 面板需求增长不及预期，公司产能爬坡不及预期，光伏行业需求不及预期。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	174,367	164,823	193,686	213,916	234,968
同比增长(%)	*4.7%*	*-5.5%*	*17.5%*	*10.4%*	*9.8%*
营业利润(百万元)	5,184	(4,098)	6,920	12,384	17,735
同比增长(%)	*1137.3%*	*-179.0%*	*268.9%*	*78.9%*	*43.2%*
归属母公司净利润(百万元)	2,215	1,564	6,626	9,316	11,623
同比增长(%)	*747.6%*	*-29.4%*	*323.6%*	*40.6%*	*24.8%*
每股收益（元）	0.12	0.08	0.35	0.50	0.62
毛利率(%)	14.2%	11.6%	15.6%	17.5%	19.0%
净利率(%)	1.3%	0.9%	3.4%	4.4%	4.9%
净资产收益率(%)	4.3%	2.9%	11.6%	14.6%	16.1%
市盈率	35.2	49.8	11.8	8.4	6.7
市净率	1.5	1.5	1.3	1.2	1.0

资料来源：公司数据. 东方证券研究所预测. 每股收益使用最新股本全面摊薄计算.

投资评级	买入 （维持）
股价（2025年04月30日）	4.15 元
目标价格	5.92 元
52 周最高价/最低价	5.83/3.56 元
总股本/流通 A 股（万股）	1,877,908/1,809,962
A 股市值（百万元）	77,933
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2025 年 05 月 05 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	2.98	-6.32	-17.17	-11.55
相对表现%	3.41	-2.63	-15.95	-16.16
沪深 300%	-0.43	-3.69	-1.22	4.61

证券分析师

蒯剑 021-63325888*8514
kuaijian@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514050005
香港证监会牌照：BPT856
韩潇锐 hanxiaorui@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860523080004
薛宏伟 xuehongwei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860524110001

联系人

朱茜 zhuqian@orientsec.com.cn

相关报告

显示业务周期上行和份额提升双向共振 2024-07-01

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

盈利预测及投资建议

我们预测公司 2025-2027 年每股净资产分别为 3.27、3.53、4.15 元（原 25-26 年预测为 3.55、4.08 元，主要调整了营业收入和费用率）。根据可比公司 25 年平均 1.81 倍 PB 估值水平，对应目标价 5.92 元，维持买入评级。

表 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元)	每股净资产（元）				市净率			
		2025/4/30	2023A	2024A	2025E	2026E	2023A	2024A	2025E	2026E
京东方 A	000725	3.84	3.44	3.53	3.71	3.95	1.12	1.09	1.03	0.97
深天马 A	000050	7.98	11.38	11.09	11.47	11.74	0.70	0.72	0.70	0.68
隆基绿能	601012	14.70	9.30	8.04	8.91	9.71	1.58	1.83	1.65	1.51
沪硅产业	688126	17.43	5.50	4.48	4.61	4.82	3.17	3.89	3.78	3.62
维信诺	002387	6.70	5.65	3.97	3.14	2.83	1.19	2.16	2.74	3.03
	最大值							3.89	3.78	3.62
	最小值							0.72	0.70	0.68
	平均数							1.94	1.98	1.96
	调整后平均							1.69	1.81	1.84

数据来源：Wind、东方证券研究所

风险提示

面板需求增长不及预期，公司产能爬坡不及预期，光伏行业需求不及预期。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	21,924	23,008	27,037	29,861	32,799
应收票据、账款及款项融资	23,573	23,263	33,469	31,341	35,798
预付账款	2,946	2,090	4,455	4,920	5,404
存货	18,482	17,594	20,931	21,890	23,642
其他	35,373	29,418	29,377	29,922	30,472
流动资产合计	**102,298**	**95,373**	**115,269**	**117,934**	**128,116**
长期股权投资	25,431	24,596	24,596	24,596	24,596
固定资产	176,423	170,512	227,628	232,397	236,452
在建工程	17,000	23,581	18,645	15,191	12,773
无形资产	18,420	18,117	18,263	18,421	18,590
其他	43,287	46,073	41,912	41,914	41,914
非流动资产合计	**280,561**	**282,878**	**331,044**	**332,519**	**334,325**
资产总计	**382,859**	**378,252**	**446,313**	**450,453**	**462,441**
短期借款	8,474	8,193	64,680	58,002	49,356
应付票据及应付账款	35,013	36,455	40,909	44,130	47,592
其他	55,738	66,408	67,394	67,636	67,888
流动负债合计	**99,225**	**111,056**	**172,983**	**169,768**	**164,836**
长期借款	117,662	116,815	116,815	116,815	116,815
应付债券	9,114	6,489	5,485	5,485	5,485
其他	11,592	11,188	9,928	9,928	9,928
非流动负债合计	**138,368**	**134,492**	**132,229**	**132,229**	**132,229**
负债合计	**237,593**	**245,548**	**305,212**	**301,997**	**297,065**
少数股东权益	92,344	79,536	79,664	82,139	87,436
实收资本（或股本）	18,779	18,779	18,779	18,779	18,779
资本公积	9,657	9,634	10,553	10,553	10,553
留存收益	25,411	25,479	32,105	36,985	48,608
其他	(926)	(724)	0	0	0
股东权益合计	**145,266**	**132,704**	**141,101**	**148,456**	**165,376**
负债和股东权益总计	**382,859**	**378,252**	**446,313**	**450,453**	**462,441**

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	4,781	(4,156)	6,754	11,791	16,920
折旧摊销	24,155	31,491	27,321	31,566	35,760
财务费用	3,973	4,179	5,621	6,443	6,146
投资损失	(2,592)	(1,400)	(1,400)	(1,400)	(1,400)
营运资金变动	(7,194)	245	(11,882)	3,397	(3,939)
其它	2,192	(832)	850	(510)	(322)
经营活动现金流	**25,315**	**29,527**	**27,264**	**51,287**	**53,166**
资本支出	(31,220)	(26,602)	(74,828)	(33,039)	(37,567)
长期投资	4,479	1,110	0	0	0
其他	(14,056)	(1,189)	2,807	2,131	2,131
投资活动现金流	**(40,797)**	**(26,682)**	**(72,022)**	**(30,907)**	**(35,435)**
债权融资	11,706	7,335	(2,998)	0	0
股权融资	156	(23)	919	0	0
其他	(10,071)	(9,317)	50,866	(17,556)	(14,792)
筹资活动现金流	**1,792**	**(2,006)**	**48,787**	**(17,556)**	**(14,792)**
汇率变动影响	12	26	- 0	- 0	- 0
现金净增加额	**(13,679)**	**864**	**4,029**	**2,824**	**2,939**

利润表

单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	**174,367**	**164,823**	**193,686**	**213,916**	**234,968**
营业成本	149,599	145,722	163,526	176,398	190,237
销售费用	1,693	2,054	2,145	2,235	2,355
管理费用	4,783	4,446	4,141	4,371	4,651
研发费用	9,523	9,433	11,033	12,633	14,233
财务费用	3,973	4,179	5,621	6,443	6,146
资产、信用减值损失	4,987	6,025	4,000	3,000	3,000
公允价值变动收益	27	480	732	732	732
投资净收益	2,592	1,400	1,400	1,400	1,400
其他	2,756	1,060	1,567	1,415	1,257
营业利润	**5,184**	**(4,098)**	**6,920**	**12,384**	**17,735**
营业外收入	71	292	384	249	308
营业外支出	204	147	168	173	163
利润总额	**5,052**	**(3,954)**	**7,137**	**12,460**	**17,880**
所得税	271	202	383	669	960
净利润	**4,781**	**(4,156)**	**6,754**	**11,791**	**16,920**
少数股东损益	2,566	(5,720)	128	2,475	5,297
归属于母公司净利润	**2,215**	**1,564**	**6,626**	**9,316**	**11,623**
每股收益（元）	0.12	0.08	0.35	0.50	0.62

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	4.7%	-5.5%	17.5%	10.4%	9.8%
营业利润	1137.3%	-179.0%	268.9%	78.9%	43.2%
归属于母公司净利润	747.6%	-29.4%	323.6%	40.6%	24.8%
获利能力					
毛利率	14.2%	11.6%	15.6%	17.5%	19.0%
净利率	1.3%	0.9%	3.4%	4.4%	4.9%
ROE	4.3%	2.9%	11.6%	14.6%	16.1%
ROIC	2.9%	0.0%	3.6%	4.9%	6.1%
偿债能力					
资产负债率	62.1%	64.9%	68.4%	67.0%	64.2%
净负债率	95.0%	109.1%	139.0%	125.7%	105.9%
流动比率	1.03	0.86	0.67	0.69	0.78
速动比率	0.82	0.66	0.52	0.54	0.60
营运能力					
应收账款周转率	9.7	7.5	7.0	6.7	7.1
存货周转率	7.1	6.8	6.9	6.7	6.8
总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
每股指标（元）					
每股收益	0.12	0.08	0.35	0.50	0.62
每股经营现金流	1.35	1.57	1.45	2.73	2.83
每股净资产	2.82	2.83	3.27	3.53	4.15
估值比率					
市盈率	35.2	49.8	11.8	8.4	6.7
市净率	1.5	1.5	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	6.2	6.6	5.2	4.1	3.5
EV/EBIT	22.7	2,556.3	16.6	11.0	8.7

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。