

TCL 科技 (000100.SZ)

半导体显示和光伏双龙头，并购强化领先地位，盈利能力显著提升

投资要点：

➤ 全球面板领军企业，半导体显示和光伏双龙头

TCL 华星作为全球半导体显示龙头企业，国内显示领域自主建线先锋，截至 2024 年末已累计投资超 2600 亿元，目前已拥有 9 条高世代面板线、5 座模组工厂，覆盖全球主要客户。TCL 中环则是硅片龙头，2024 年出货量为 125.8GW（销量 143 亿片），同比增长 10.5%，至 2024 年末硅片产能达 190GW，硅片出货全球第一。2025 年完成收购乐金显示广州 8.5 代生产线，同时计划收购深圳华星半导体少数股权，进一步巩固了公司半导体显示全球龙头地位。

➤ 半导体显示主导面板大尺寸化，中小尺寸业务多点开花

半导体在大尺寸领域，TCL 华星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，公司电视面板出货量稳居全球前二，其中 65 吋和 75 吋产品市占率居全球第一。中尺寸领域，t9 产线快速爬坡并实现产能弹性配置，t3 及 t5 产线发挥 LTPS 技术优势，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，显示器面板出货量全球第二，电竞显示器市场份额稳居全球第一。小尺寸领域聚焦中高端市场，通过技术创新持续提升产品竞争力，LTPO 高端产品占比持续提升，柔性 OLED 手机面板市场份额全球第四。

➤ 半导体显示业务盈利能力突出，光伏业务有望改善

半导体显示业务 2024 年实现营收 1043 亿元，同比增长 25%；净利润 62.3 亿元，较 2023 年增长 62.4 亿元。2025Q1 半导体显示业务实现营业收入 275 亿元，同比增长 18%，净利润 23.3 亿元，盈利能力强劲。2025Q1TCL 中环实现营业收入 61 亿元，归属母净利润-19 亿元，环比改善 49%，影响 TCL 科技归母净利润收窄至-5.7 亿元，光伏业务有望改善。

➤ 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2025、2026、2027 年营业收入 1848.61、2017.89、2192.17 亿元，同比增长 12.2%、9.2%、8.6%；归母净利润 61.57、90.78、104.21 亿元，同比增长为 293.6%、47.4%、14.8%，对应 EPS 分别为 0.33、0.48、0.55 元。选取面板上市公司京东方、深天马，光伏企业隆基绿能作为可比公司，鉴于公司作为半导体显示和硅片双龙头，对比 2026 年可比公司平均 PE 估值 27.00 倍，公司 2026 年 PE9.04 倍，估值偏低，给予“买入”评级。

➤ 风险提示

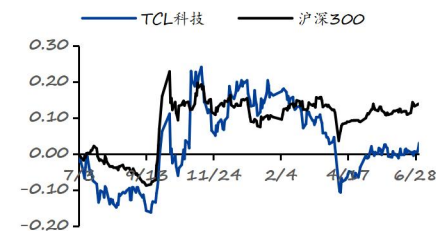
面板下游需求不及预期、面板价格下跌风险、面板新建产能爬坡和释放不及预期、光伏装机量不及预期、光伏行业竞争加剧风险

买入（首次评级）

基本数据

日期	2025-07-02
收盘价:	4.44 元
总股本/流通股本(百万股)	18,779.08/18,099.62
流通 A 股市值(百万元)	80,362.32
每股净资产(元)	2.85
资产负债率(%)	67.12
一年内最高/最低价(元)	5.83/3.56

一年内股价相对走势



团队成员

分析师:	罗通(S0210525030001)
lt30745@hfzq.com.cn	
分析师:	张习方(S0210525040011)
zxf30776@hfzq.com.cn	

相关报告

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	174,367	164,823	184,861	201,789	219,217
增长率	5%	-5%	12%	9%	9%
归母净利润（百万元）	2,215	1,564	6,157	9,078	10,421
增长率	748%	-29%	294%	47%	15%
EPS（元/股）	0.12	0.08	0.33	0.48	0.55
市盈率（P/E）	37.1	52.5	13.3	9.0	7.9
市净率（P/B）	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2

数据来源：公司公告、华福证券研究所

正文目录

1 全球面板领军企业，半导体和光伏双轮驱动	3
1.1 半导体显示和光伏双龙头	3
1.2 半导体显示业务盈利大幅度改善	4
2 TCL 华星：全球半导体显示龙头	5
2.1 电视面板产能和出货市占率位居全球第二	5
2.2 中小尺寸业务多点开花	6
2.2.1 电竞显示器市场份额全球第一	6
2.2.2 LTPS 笔电和平板位列全球第一	7
2.2.3 LTPS 车载屏供货多家头部车企高端车型，出货面积提升至全球第三	7
2.2.4 LTPS 手机面板出货量全球第二，柔性 OLED 手机面板市占率提升至全球第四	8
2.2.5 围绕印刷 OLED、MLED 等前沿技术加大研发力度	9
3 TCL 中环：光伏材料业务地位领先	9
3.1 硅片出货量保持全球第一，210 生态建设持续完善	9
3.2 全球光伏装机量预计保持增长	10
4 盈利预测与投资建议	11
4.1 盈利预测	11
4.2 投资建议	12
5 风险提示	12

图表目录

图表 1： 半导体显示经营主体 TCL 华星，光伏经营主体 TCL 中环	3
图表 2： 2025 年完成收购 LGD 广州 8.5 代线，并拟收购深圳华星半导体少数股权	3
图表 3： 李东生先生及一致行动人是第一大股东（2025Q1 数据）	4
图表 4： 2024 年半导体显示、光伏收入分别为 1043 亿元、284 亿元	4
图表 5： 2024 年公司营收 1648 亿元，同比-5.47%	5
图表 6： 2024 年公司归母净利润 15.64 亿元	5
图表 7： TCL 华星目前产能充足	5
图表 8： 2024 年 TCL 华星 TV 面板出货 4800 万片	6
图表 9： 2024 年 TCL 华星 TV 面板出货 4040 万平米	6
图表 10： 2024 年全球显示器整机出货量达 1.28 亿台，同比+4.0%	6
图表 11： 2023 年 TCL 华星显示器面板市占率 16.8%，乐金市占率 17.7%	6
图表 12： 2023 年 TCL 全球平板面板出货量市占率 3.0%	7
图表 13： 2024 年 TCL 全球平板面板出货量市占率 7.0%	7
图表 14： 2024 年 TCL 华星平板显示面板出货量 1800 万片	7
图表 15： 2023 年 LGD 车载面板出货量市占率 8.0%	8
图表 16： 2024 年 LGD 车载面板出货量市占率 8.0%	8
图表 17： 2024 年华星车载面板出货量 1170 万片，增长 125%，市占率 5%	8
图表 18： 2023 年 TCL 华星手机面板出货量市占率 5.3%	9
图表 19： 2024 年 TCL 华星手机面板出货量市占率 9.5%	9
图表 20： 2024 年 TCL 华星平板手机面板出货量 2.12 亿片	9
图表 21： TCL 中环光伏硅片出货全球第一	10
图表 22： 2024 年 TCL 中环营收 284 亿元	10
图表 23： 2024 年 TCL 中环归母净利润-98 亿元	10
图表 24： 2024 年 TCL 中环光伏硅片营收占比 58.59%	10
图表 25： 2023 年 TCL 中环光伏硅片毛利占比 79.67%	10
图表 26： 2019-2024 年硅片产量及增速情况(GW/%)	11
图表 27： 全球光伏新增装机预测(GW)	11
图表 28： 公司业绩拆分预测表	12
图表 29： 可比公司估值表	12
图表 30： 财务预测摘要	14

1 全球面板领军企业，半导体和光伏双轮驱动

1.1 半导体显示和光伏双龙头

公司聚焦半导体显示业务、新能源光伏和半导体材料业务的核心主业发展，致力实现全球领先的战略目标。TCL 科技紧抓制造业转型升级和全球能源结构变化的机遇，致力于推动显示和光伏两大核心产业的可持续发展。

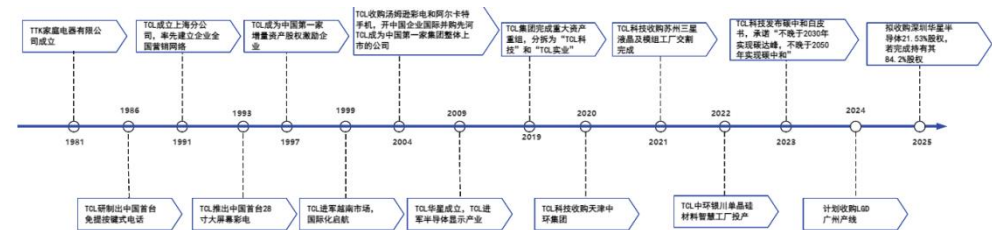
图表 1：半导体显示经营主体 TCL 华星，光伏经营主体 TCL 中环



数据来源：公司公告、华福证券研究所

公司成立于 1981 年，前身是中国首批 13 家合资企业之一“TTK 家用电器有限公司”，最初主要从事磁带生产业务。经过多年发展，TCL 逐步拓展业务范围，布局智能终端产品及新能源等领域。2019 年，TCL 完成资产重组，拆分为 TCL 科技和 TCL 实业。2020 年，公司收购天津中环集团，正式进军新能源光伏领域。2022 年 9 月，TCL 华星广州 t9 项目正式投产，标志着全球最具竞争力的高世代产线正式落地。2025 年完成收购 LGD 广州 8.5 代线，产能再上台阶。

图表 2：2025 年完成收购 LGD 广州 8.5 代线，并拟收购深圳华星半导体少数股权



数据来源：公司公告、公司官网、TCL 动态、第一财经、华福证券研究所

公司目前无控股股东和实际控制人。李东生与宁波九天联成股权投资合伙企业（有限合伙）为一致行动人，为公司第一大股东。

图表 3：李东生先生及一致行动人是第一大股东（2025Q1 数据）

序号	股东名称	持股数量(亿股)	占总股本比例(%)
1	李东生及其一致行动人	12.65	6.74
2	香港中央结算有限公司	8.14	4.34
3	惠州市投资控股有限公司	5.36	2.85
4	中国证券金融股份有限公司	4.11	2.19
5	华泰柏瑞沪深300交易型开放式指数证券投资基金	3.07	1.64
6	武汉光谷产业投资有限公司	2.50	1.33
7	华泰柏瑞中证光伏产业交易型开放式指数证券投资基金	2.20	1.17
8	易方达沪深300交易型开放式指数发起式证券投资基金	2.15	1.14
9	高毅晓峰2号致信基金	2.13	1.14
	合 计	42.31	22.54

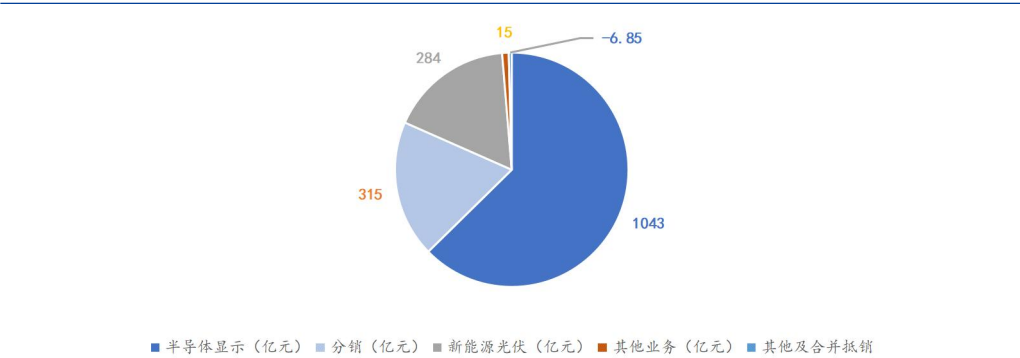
数据来源：wind、公司公告、华福证券研究所

1.2 半导体显示业务盈利大幅度改善

2024 年公司实现营业收入 1648 亿元，归属母净利润 15.6 亿元，经营现金流净额 295 亿元，同比增长 16.6%。半导体显示业务实现营业收入 1043 亿元，同比增长 25%，实现净利润 62.3 亿元，较 2023 年增长 62.4 亿元。2025Q1 半导体显示业务实现营业收入 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%，盈利能力继续改善。

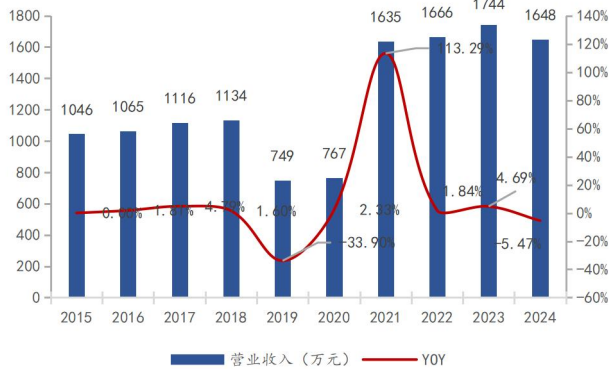
TCL 中环的光伏业务受行业周期下行影响，2024 年实现营业收入 284 亿元，净利润承压。随着行业自律推动竞争格局优化，产品价格已逐步企稳回升，TCL 中环积极转变经营理念、优化组织流程、推进业务变革、重塑核心能力，经营业绩已迎来季度环比改善。2025Q1TCL 中环实现营业收入 61 亿元，归属母净利润-19 亿元，环比改善 49%，影响 TCL 科技归母净利润-5.7 亿元，实现经营性现金流净额 4.9 亿元。

图表 4：2024 年半导体显示、光伏收入分别为 1043 亿元、284 亿元



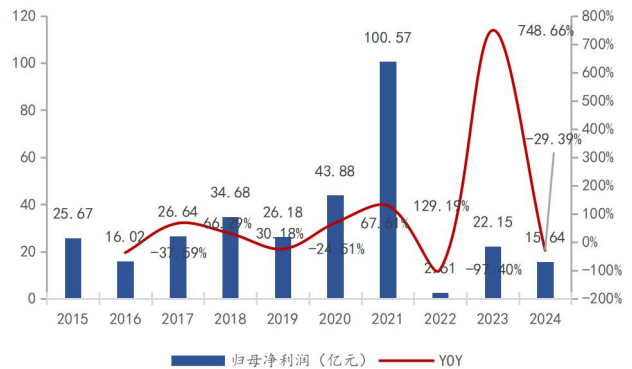
数据来源：wind、公司公告、华福证券研究所

图表 5：2024 年公司营收 1648 亿元，同比-5.47%



数据来源：wind、公司公告、华福证券研究所

图表 6：2024 年公司归母净利润 15.64 亿元



数据来源：wind、公司公告、华福证券研究所

2 TCL 华星：全球半导体显示龙头

2.1 电视面板产能和出货市占率位居全球第二

TCL 华星作为全球半导体显示龙头企业，国内显示领域自主建线先锋，截至 2024 年末已累计投资超 2600 亿元，目前已拥有 9 条高世代面板线、5 座模组工厂，覆盖全球主要客户。公司通过自建产线、并购产线建立全球大尺寸面板的领先地位。2024 年 TCL 华星电视面板出货市占率全球第二，98 吋以上 TV 面板出货市占率全球第一。公司自建面向高附加值 IT、商显等中尺寸产品的 t9 产线，实现全尺寸战略布局，2024 年 MNT 面板市占率全球第二，在电竞 MNT、LTPS 笔电等细分品类市占率全球第一。2024 年公司实现印刷 OLED 正式量产并发布首款专业显示屏，在行业技术领先地位进一步巩固。TrendForce 集邦咨询指出，TCL 华星完成乐金显示广州并购和 t9 8.6 代线产能的提升，预计在全球 LCD 大世代线（5 代含以上）的产能面积占比将成长 3.6 个百分点，达到 22.9%。

图表 7：TCL 华星目前产能充足

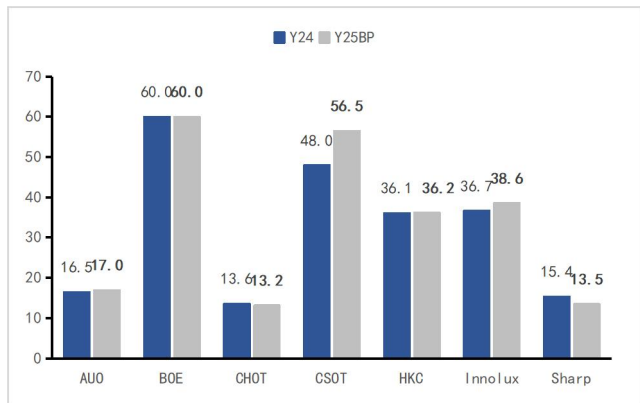
产线	代线	面板技术	定位	投资额 (亿元)	量产时间	设计产能 (万片/月)	主要产品规格	地区
t1	G8.5	TFT-LCD	TV面板	245	2011.8	15.8	32寸	深圳
t2	G8.5	TFT-LCD	TV面板	244	2015.4	15.7	55寸	深圳
t3	G6	LTPS-LCD/AMOLED	手机、移动PC显示面板	160	2016.9	5.5	5.5寸	武汉
t4	G6	柔性LTPS-AMOLED	手机、移动PC显示面板	350	2019年底	设计产能4.5万片/月，一期1.5万片/月	5.8~9.7寸	武汉
t5	G6	LTPS LCD	车载、笔电、平板、VR显示面板等高端面板	150	2023年6月投产	建设中，设计产能4.5万片/月	中尺寸	武汉
t6	G11	TFT-LCD/AMOLED	TV面板	465	2019.6	9.8	65/75寸	深圳
t7	G11	TFT-LCD/AMOLED	超高清新型显示器	427	2021.9	设计产能10.5万片/(一、二期分别6、4.5万片/月)	65/70/75寸	深圳
t9	G8.6	LTPS-LCD/MicroLED	IT面板、专业显示面板及商用显示面板	350	2023年投产	设计产能18万片/月，一期产能9.9万片/月	32~95寸4K/8K	广州
t10	G8.5	TFT-LCD	TV面板	62.4	2021	12.5	32、55寸	苏州

数据来源：公司公告、华福证券研究所



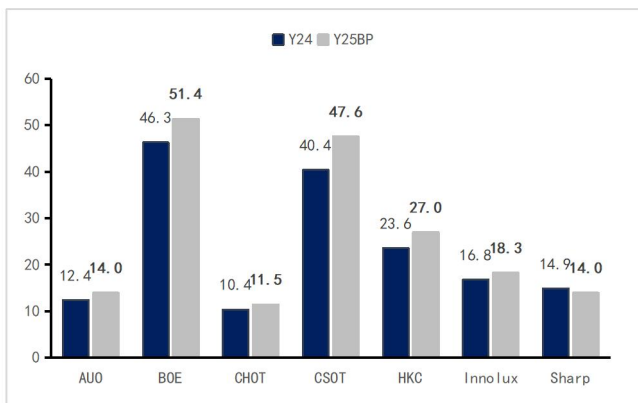
电视面板市场份额稳居全球前二。大尺寸领域，TCL 华星发挥高世代线产能与客户结构优势，引领电视面板大尺寸化及高端化趋势。依托高世代线的制造效率和制程优势，TCL 华星主导大尺寸产品画质升级与节能创新，协同战略客户推动超大尺寸和高端电视产品的渗透率持续提升。根据 TCL 科技 2024 年年报数据显示，公司 TV 面板 55 吋及以上尺寸产品面积占比提升至 82%，65 吋及以上占比提升至 56%，85 吋、98 吋产品快速放量；2024 年公司电视面板出货面积和出货量均为世界第二；其中 55 吋、65 吋、75 吋份额全球第一；商显领域交互白板、广告机等产品竞争力强化，份额居全球前三。

图表 8：2024 年 TCL 华星 TV 面板出货 4800 万片



数据来源：群智咨询、华福证券研究所(图中 CSOT 为 TCL 华星)

图表 9：2024 年 TCL 华星 TV 面板出货 4040 万平米



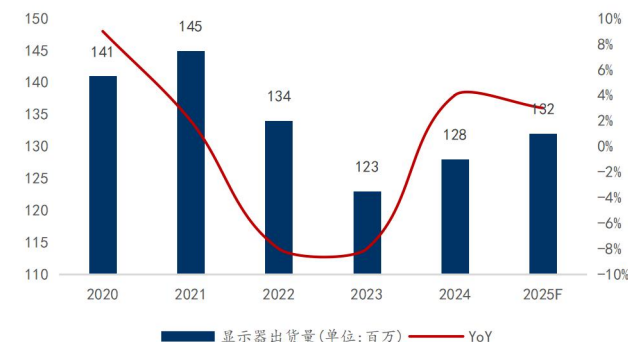
数据来源：群智咨询、华福证券研究所

2.2 中小尺寸业务多点开花

2.2.1 电竞显示器市场份额全球第一

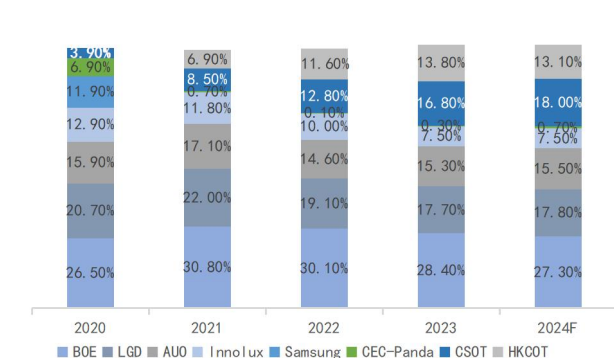
中尺寸领域，TCL 华星加强 IT 及车载等业务多元布局，深化与核心客户的战略合作，提升产品竞争力和市场份额。t9 产线按计划推进产能爬坡和品牌客户导入，6 代 LTPS 产线加快业务结构调整。随着产能布局的完善，公司在 IT 显示领域已实现 A-Si、OXIDE、LTPS、OLED 全技术覆盖，满足客户多样化和差异化需求。公司显示器整体出货排名提升至全球第二，其中电竞显示器市场份额全球第一。

图表 10：2024 全球显示器整机出货量达 1.28 亿台，同比+4.0%



数据来源：群智咨询、华福证券研究所

图表 11：2023 年 TCL 华星显示器面板市占率 16.8%，乐金市占率 17.7%

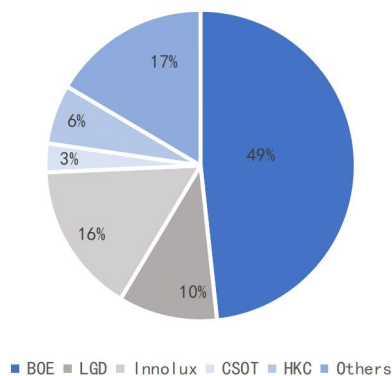


数据来源：群智咨询、华福证券研究所

2.2.2 LTPS 笔电和平板位列全球第一

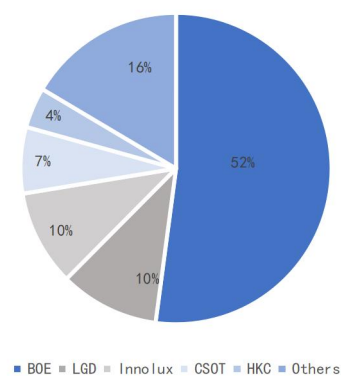
平板面板市场复苏态势明显，TCL 华星笔电和平板位列全球第一。根据群智咨询数据，2024 年全球平板面板市场的总出货量为 2.61 亿片，同比+8%；Q4 出货量 6200 万片，同比增长 16%，市场需求复苏态势明显。2024 年 TCL 华星在平板电脑领域增长迅速，全年出货量近 1800 万片。其中 a-Si LCD 占比 56%，LTPS LCD 占比 44%，LTPS 平板市占率全球第一。T9 a-Si LCD 产线的量产，为 TCL 华星带来更多机遇。品牌方面加强了与三星、华为、荣耀的合作。展望 2025 年，凭借稳固的客户基础，丰富的产能支撑，预计 TCL 华星将继续快速增长，扩大市场份额。

图表 12：2023 年 TCL 全球平板面板出货量市占率 3.0%



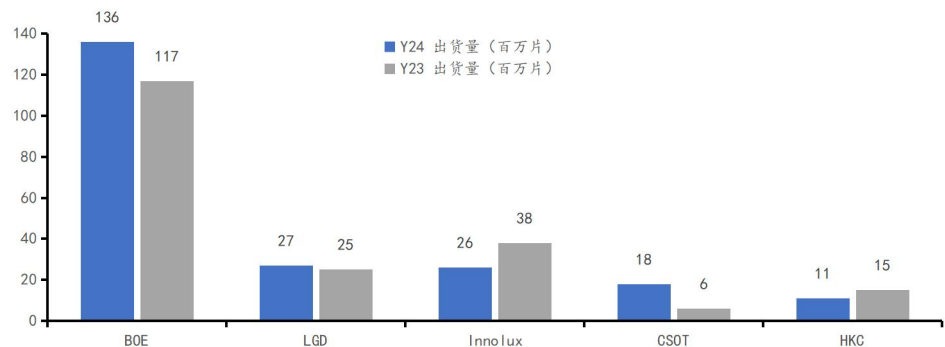
数据来源：群智咨询、华福证券研究所

图表 13：2024 年 TCL 全球平板面板出货量市占率 7.0%



数据来源：群智咨询、华福证券研究所

图表 14：2024 年 TCL 华星平板显示面板出货量 1800 万片

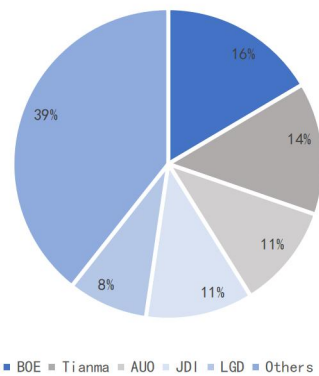


数据来源：群智咨询、华福证券研究所

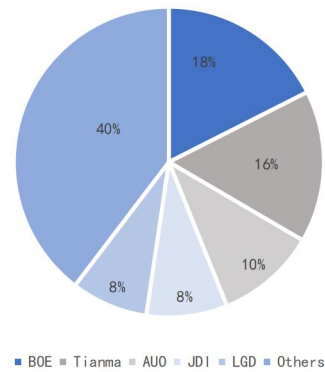
2.2.3 LTPS 车载屏供货多家头部车企高端车型，出货面积提升至全球第三

据群智咨询数据，2024 年全球车载显示面板出货量达 2.3 亿片，同比+8.5%。预计 2025 年全球车载显示面板出货数量达 2.5 亿片，同比+5.4%，显示出车载面板市场强劲的发展动力。根据 Omdia 数据，TCL 华星车载显示面板市占率成长迅速，达 5%，同比+125%，得益于新能源汽车客户需求增长，以及随着其 T9 G8.6 代线 a-Si LCD 产能的释放，加速渗透中低端市场。未来 TCL 华星凭借 MLED 技术前瞻布局，有望在智能座舱交互革命中占据先机，支撑全球市场份额提升。

图表 15：2023 年 LGD 车载面板出货量市占率 8.0%



图表 16：2024 年 LGD 车载面板出货量市占率 8.0%



数据来源：群智咨询、华福证券研究所（TCL 科技收购 LGD 广州线预计承接 LGD 车载大部分市场份额）

数据来源：群智咨询、华福证券研究所

图表 17：2024 年华星车载面板出货量 1170 万片，增长 125%，市占率 5%

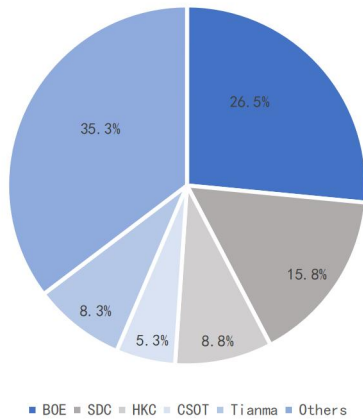
排名	厂商	市场份额	同比增长	产量（单位：百万）
1	BOE	18%	16%	40.9
2	Tianma	16%	25%	36.9
3	AUO	11%	5%	24.4
4	Japan Display	9%	-13%	20
5	LG Display	8%	7%	17.9
6	IVO	6%	20%	15
7	HannStar	6%	67%	13.1
8	Innolux	6%	-17%	13
9	Truly	5%	4%	12.4
10	Sharp	5%	-12%	11.8
11	Chinastar	5%	125%	11.7
12	Kyocera	2%	-1%	4
13	HKC Display	1%	-70%	3.3
14	Century	1%	-17%	2.7
15	Giant Plus	1%	-37%	2
16	Samsung	1%	165%	1.6
17	Toppan	1%	-32%	1.2
18	Everdisplay	0%		0.1

数据来源：Omdia、华福证券研究所

2.2.4 LTPS 手机面板出货量全球第二，柔性 OLED 手机面板市占率提升至全球第四

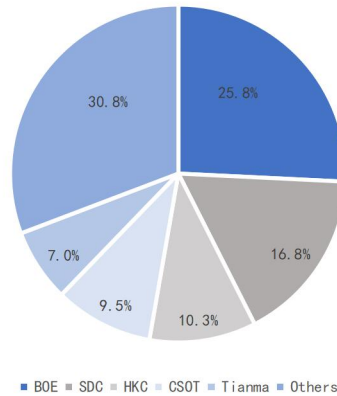
小尺寸领域，TCL 华星聚焦高端市场，持续优化产品和客户结构，柔性 OLED 产品出货大幅增长。公司 LTPS 手机面板出货量全球第二，柔性 OLED 手机面板市占率提升至全球第四。公司完成 t4 产线 LTPO 和 Tandem 产能改造升级，推进更低功耗产品的技术迭代，提升高阶产品占比，LTPO 产品出货量同比增长 185%，折叠屏出货份额提升至全球第三。公司在柔性 OLED 的折叠、Pol-Less 低功耗、FIAA 极窄边框等新技术达到行业领先水准，供应头部客户旗舰手机。公司通过产品高端化、工艺优化和良率提升推动小尺寸业务经营改善。

图表 18: 2023 年 TCL 华星手机面板出货量市占率 5.3%



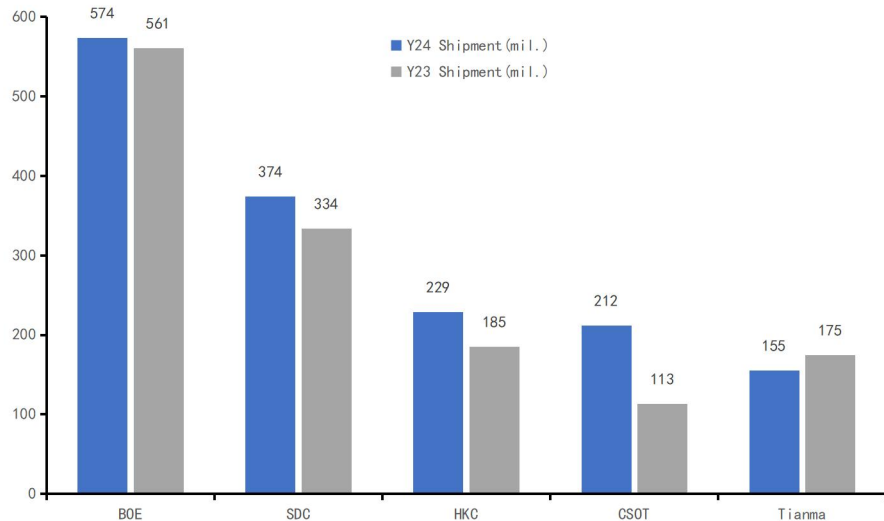
数据来源: 群智咨询、华福证券研究所

图表 19: 2024 年 TCL 华星手机面板出货量市占率 9.5%



数据来源: 群智咨询、华福证券研究所

图表 20: 2024 年 TCL 华星平板手机面板出货量 2.12 亿片



数据来源: 群智咨询、华福证券研究所

2.2.5 围绕印刷 OLED、MLED 等前沿技术加大研发力度

2024TCL 华星发布全新 APEX 技术品牌, 围绕显示画质改善与功耗降低持续投入, 全年研发投入超 70 亿元。在新技术领域, 公司坚持原创性创新, 21.6 吋印刷 OLED 医疗专业显示器已量产出货, 创造了首个由中国企业引领进入商用的全球显示新技术; 在 Micro-LED、Mini-LED 直显以及硅基 Micro-LED 技术取得突破, 与客户积极推进 AR 眼镜、Mini-LED 等产品在多个业务领域的应用推广。

3 TCL 中环: 光伏材料业务地位领先

3.1 硅片出货量保持全球第一, 210 生态建设持续完善

2024 年 TCL 中环出货量为 125.8GW (销量 143 亿片), 同比增长 10.5%, 至 2024 年末硅片产能达 190GW, 硅片出货全球第一。

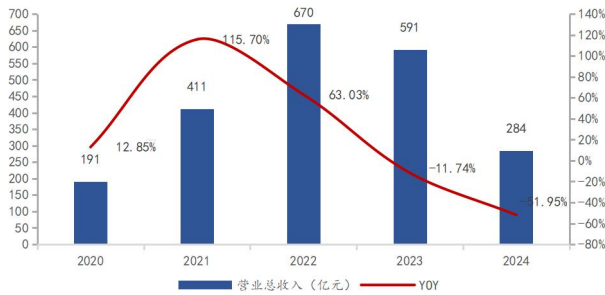
图表 21: TCL 中环光伏硅片出货全球第一

企业	2024 年销量 (亿片/GW)	2023 年销量(亿 片/GW)	企业	2024 年销量 (亿片/GW)	2023 年销量 (亿片/GW)
TCL 中环	142.99 亿片	134.97 亿片	双良节能	53.94 亿片	44.60GW
隆基绿能	46.55GW (对 外)	53.79GW	京运通	21.44 亿片	31.03 亿片
协鑫科技	33.53GW	51.89GW	宇晶股份	8.24 亿片	5.42 亿片
弘元绿能	19.92GW	28.36GW	华民股份	4.93 亿片	3.17 亿片

数据来源: 世纪新能源网、公司公告、华福证券研究所

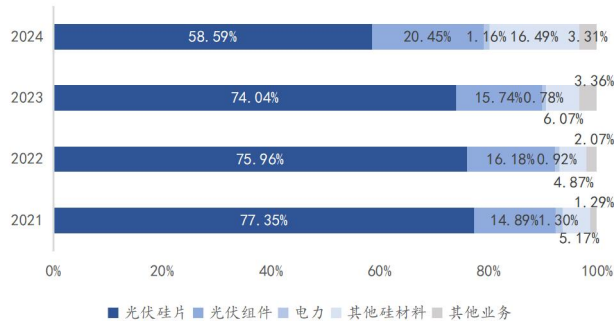
公司光伏材料业务继续巩固领先地位, 硅片产能在 2025Q1 达到 200GW, 210 生态建设持续完善, 大尺寸 (210 系列) 产品出货占比持续提升, 外销市占率 55% 以上; 通过工艺改进、强化质量成本管理、提升运营效率、加强供应链和存货管理等工作, 光伏材料业务产品竞争力提升, 盈利能力环比大幅改善。电池组件业务在技术、制造、产品、品牌、市场等多个环节升级, 公司改造 TOPCon 标准组件产线并筹建 2GW BC 组件产线, 逐步形成全价值定位组件产品组合, 产品结构逐步改善, 营销能力建设加速, 订单量明显增加。

图表 22: 2024 年 TCL 中环营收 284 亿元



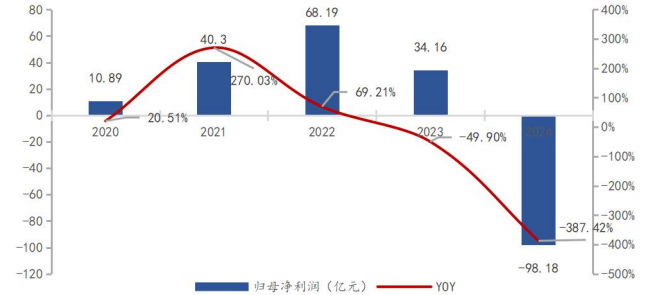
数据来源: 公司公告、wind、华福证券研究所

图表 24: 2024 年 TCL 中环光伏硅片营收占比 58.59%



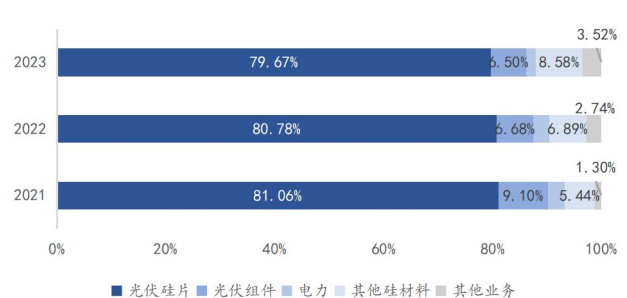
数据来源: 公司公告、wind、华福证券研究所

图表 23: 2024 年 TCL 中环归母净利润-98 亿元



数据来源: 公司公告、wind、华福证券研究所

图表 25: 2023 年 TCL 中环光伏硅片毛利占比 79.67%



数据来源: 公司公告、wind、华福证券研究所

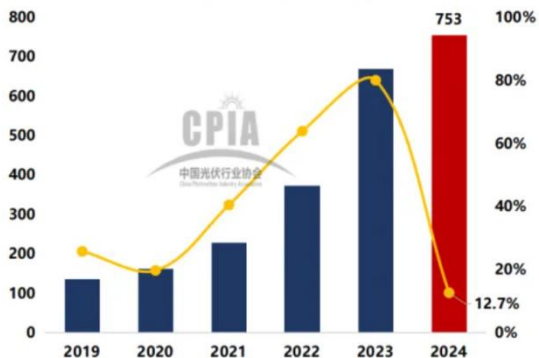
3.2 全球光伏装机量预计保持增长

2024 年全球光伏装机量同比+35.9%, 2025 年预计保持增长。根据光伏协会数据, 2024 年全球光伏新增装机 530GW, 同比增长约 35.9%; 2024 年全球主要光伏市场均



保持不少于 15% 的增速。我国硅片产量达到 753GW，同比增长 12.7%。光伏协会预计 2025 年全球光伏新增装机量 531~583GW，乐观情况下同比预计增长 10%。

长期看，光伏作为清洁能源替代化石能源的主要力量，CPIA 预测到 2030 年，全球新增的 5500GW 清洁能源装机容量中，预计 80% 将来自光伏。因此光伏未来依然会保持一定增长。TCL 中环作为光伏龙头企业将受益于行业长期增长。

图表 26：2019-2024 年硅片产量及增速情况(GW/%)


数据来源：中国光伏行业协会、华福证券研究所

图表 27：全球光伏新增装机预测(GW)


数据来源：中国光伏行业协会、华福证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们对 2025-2027 年业绩做出以下假设：

(1) 半导体显示业务，鉴于公司收购乐金广州线，产能提升，以及运营效率提升，同时面板价格波动性减小等因素，半导体显示业务 2025、2026、2027 收入增长 17.00%、10%、9%，毛利率 22.00%、22.50%、23.00%。

(2) 新能源光伏业务及其他硅材料，光伏装机量预计保持增长，公司作为硅片龙头保持同步增长，同时经营层面提升效率以及光伏产业链价格逐步企稳预期，毛利率预计逐渐改善，预计 2025、2026、2027 收入增长 6.17%、13.75%、13.85%，毛利率-3.00%、5.00%、8.00%。

(3) 电子产品分销和其他业务保持稳定。

综上，我们预计公司 2025、2026、2027 年营业收入 1848.61、2017.89、2192.17 亿元，同比增长 12.2%、9.2%、8.6%；归母净利润 61.57、90.78、104.21 亿元，同比增长为 293.6%、47.4%、14.8%，对应 EPS 分别为 0.33、0.48、0.55 元。

图表 28：公司业绩拆分预测表

合计	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入（百万元）	74,933.09	76,677.24	163,540.56	166,552.79	174,366.66	164,822.83	184,861.14	201,788.88	219,216.90
YoY		2.33%	113.28%	1.84%	4.69%	-5.47%	12.16%	9.16%	8.64%
成本	50,566.70	66,242.28	131,058.66	151,925.49	148,767.60	145,722.44	157,407.23	168,329.56	180,872.73
毛利	8,594.83	10,435.77	32,479.16	14,623.33	25,599.06	19,100.40	27,453.91	33,459.32	38,344.17
毛利率	11.47%	13.61%	19.86%	8.78%	14.68%	11.59%	14.85%	16.58%	17.49%
一、半导体显示	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入（百万元）	33,993.53	46,765.15	88,102.92	65,717.15	83,654.74	104,254.50	121,977.76	134,175.54	146,251.34
YoY		37.57%	88.39%	-25.41%	27.30%	24.62%	17.00%	10.00%	9.00%
占比	45%	61%	54%	39.46%	47.98%	63.25%	65.98%	66.49%	66.72%
成本	30,478.91	38,864.96	66,411.85	65,148.14	72,095.22	84,289.59	95,142.65	103,986.04	112,613.53
毛利	3,514.63	7,900.19	21,691.07	569.01	11,559.52	19,964.91	26,835.11	30,189.50	33,637.81
毛利率	10.34%	16.89%	24.62%	0.87%	13.82%	19.15%	22.00%	22.50%	23.00%
二、新能源光伏及其他硅材料业务	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入（百万元）		5682.96	41104.69	67010.16	59146.46	28418.50	30,172.70	34,322.40	39,075.35
YoY			623.30%	63.02%	-11.74%	-51.95%	6.17%	13.75%	13.85%
占比			25.13%	40.23%	33.92%	17.24%	16.32%	17.01%	17.82%
成本			32,190.40	55,066.99	47,170.53	30,999.32	31077.89	32606.28	35949.32
毛利			8914.29	11943.16	11,975.93	-2,580.81	-905.18	1,716.12	3,126.03
毛利率			21.69%	17.82%	20.25%	-9.08%	-3.00%	5.00%	8.00%
三、电子产品分销	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入（百万元）	20835.62	22518.40	31932.02	31847.80	30109.53	31465.20	32,094.51	32,736.40	33,391.13
YoY		8.08%	41.80%	-0.26%	-5.46%	4.50%	2.00%	2.00%	2.00%
占比	68.36%	57.94%	48.08%	48.89%	41.76%	37.33%	17.36%	16.22%	15.23%
成本	20,087.79	21,737.80	30,775.27	30,574.48	28,949.39	30,361.96	30,915.80	31,529.57	32,147.91
毛利	747.83	780.60	1156.75	1273.32	1,160.14	1,103.25	1,178.70	1,206.83	1,243.21
毛利率	3.59%	3.47%	3.62%	4.00%	3.85%	3.51%	3.67%	3.69%	3.72%
四、其他及抵销	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入（百万元）	20103.94	1710.72	2400.94	1977.67	1,455.92	684.63	616.17	554.55	499.09
YoY		-91.49%	40.35%	-17.63%	-26.38%	-52.98%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
占比		2.23%	1.47%	1.19%	0.83%	0.42%	0.33%	0.27%	0.23%
成本		5,639.51	1,681.15	1,135.87	552.45	71.57	270.89	207.68	161.97
毛利		-3928.79	719.79	841.80	903.47	613.06	345.28	346.87	337.12
毛利率		-229.66%	29.98%	42.57%	62.05%	89.55%	56.04%	62.55%	67.55%

数据来源：公司公告、wind、华福证券研究所

4.2 投资建议

选取面板上市公司京东方、深天马，光伏企业隆基绿能作为可比公司，鉴于公司作为半导体显示和硅片双龙头，对比 2026 年可比公司平均 PE 估值 27.00 倍，公司 2026 年 PE9.04 倍，估值偏低，给予“买入”评级。

图表 29：可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价(元)	EPS				PE（倍）				总市值(亿元)
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
000725.SZ	京东方A	3.99	0.14	0.23	0.32	0.41	28.22	17.17	12.47	9.82	1,493
000050.SZ	深天马A	8.47	-0.27	0.09	0.24	0.37	(14.67)	97.69	35.56	22.85	208
601012.SH	隆基绿能	14.86	-1.14	(0.27)	0.45	0.72	(3.51)	(55.99)	32.96	20.64	1,126
可比公司平均值							-	-	27.00	17.77	
000100.SZ	TCL科技	4.37	0.08	0.33	0.48	0.55	52.46	13.33	9.04	7.87	821

数据来源：可比公司采用 Wind 一致预期，TCL 科技采用华福证券研究所预测，截止日期 2025 年 7 月 1 日、华福证券研究所

5 风险提示

面板下游需求不及预期：面板下游包括电视、PC、手机等消费电子，如果消费需求不佳可能传递到上游面板行业；



面板价格下跌风险：面板价格存在波动，如果下跌会对公司收入产生负面影响；

面板新建产能爬坡和释放不及预期：新建产能因为运营、下游需求等因素影响产能释放可能导致公司产销量增加不及预期；

光伏装机量不及预期：光伏装机量的增长不及预期会传递到上游组件、硅片环节影响公司收入；

光伏行业竞争加剧风险：光伏行业竞争激烈，导致硅片组件价格下降，不排除竞争进一步加剧的风险。

图表 30：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	23,008	25,627	29,005	31,488
应收票据及账款	22,432	21,853	22,145	23,400
预付账款	2,090	3,033	2,997	3,100
存货	17,594	18,569	20,271	21,868
合同资产	395	355	413	457
其他流动资产	30,249	30,124	31,466	32,909
流动资产合计	95,373	99,205	105,885	112,765
长期股权投资	24,596	24,596	24,596	24,596
固定资产	170,512	164,820	161,460	160,084
在建工程	23,581	28,581	33,581	38,581
无形资产	18,117	19,496	20,400	21,060
商誉	11,160	11,160	11,160	11,160
其他非流动资产	34,913	34,808	34,607	34,106
非流动资产合计	282,878	283,460	285,803	289,585
资产合计	378,252	382,665	391,687	402,350
短期借款	8,193	8,193	8,287	8,224
应付票据及账款	36,455	36,785	40,355	43,627
预收款项	3	3	2	3
合同负债	1,969	2,272	2,363	2,627
其他应付款	20,059	20,059	20,059	20,059
其他流动负债	44,377	43,853	44,489	45,300
流动负债合计	111,056	111,164	115,555	119,839
长期借款	116,815	115,921	115,051	114,168
应付债券	6,489	6,489	6,489	6,489
其他非流动负债	11,188	11,188	11,188	11,188
非流动负债合计	134,492	133,598	132,727	131,845
负债合计	245,548	244,762	248,282	251,684
归属母公司所有者权益	53,168	58,385	62,904	67,378
少数股东权益	79,536	79,518	80,501	83,288
所有者权益合计	132,704	137,903	143,405	150,666
负债和股东权益	378,252	382,665	391,687	402,350

现金流量表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	29,527	31,483	36,191	36,370
现金收益	30,046	34,950	36,879	38,148
存货影响	888	-975	-1,702	-1,597
经营性应收影响	7,070	2,745	2,851	1,750
经营性应付影响	-614	330	3,570	3,272
其他影响	-7,863	-5,567	-5,408	-5,203
投资活动现金流	-26,682	-23,060	-23,457	-22,958
资本支出	-30,509	-25,528	-25,342	-25,187
股权投资	836	0	0	0
其他长期资产变化	2,991	2,468	1,886	2,229
融资活动现金流	-2,006	-5,803	-9,356	-10,930
借款增加	7,840	-894	-777	-945
股利及利息支付	-7,922	-9,359	-11,521	-14,162
股东融资	100	0	0	0
其他影响	-2,023	4,450	3,835	4,177

利润表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	164,823	184,861	201,789	219,217
营业成本	145,722	157,407	168,330	180,873
税金及附加	1,049	867	984	1,125
销售费用	2,054	2,218	2,421	2,631
管理费用	4,446	4,622	5,045	5,480
研发费用	9,433	10,086	11,193	12,222
财务费用	4,061	3,970	4,020	4,037
信用减值损失	1	-70	-80	-50
资产减值损失	-6,027	-3,108	-3,108	-3,108
公允价值变动收益	480	123	210	271
投资收益	1,400	1,640	1,520	1,580
其他收益	1,953	1,760	1,857	1,808
营业利润	-4,098	6,073	10,232	13,388
营业外收入	292	384	249	308
营业外支出	147	168	173	163
利润总额	-3,954	6,289	10,308	13,534
所得税	202	151	248	325
净利润	-4,156	6,138	10,061	13,209
少数股东损益	-5,720	-18	983	2,788
归属母公司净利润	1,564	6,157	9,078	10,421
EPS（按最新股本摊薄）	0.08	0.33	0.48	0.55

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	-5.5%	12.2%	9.2%	8.6%
EBIT 增长率	-98.8%	9,441.1%	39.7%	22.6%
归母公司净利润增长率	-29.4%	293.6%	47.4%	14.8%
获利能力				
毛利率	11.6%	14.9%	16.6%	17.5%
净利率	-2.5%	3.3%	5.0%	6.0%
ROE	1.2%	4.5%	6.3%	6.9%
ROIC	0.0%	4.4%	6.1%	7.3%
偿债能力				
资产负债率	64.9%	64.0%	63.4%	62.6%
流动比率	0.9	0.9	0.9	0.9
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.8
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5
应收账款周转天数	48	42	38	37
存货周转天数	45	41	42	42
每股指标（元）				
每股收益	0.08	0.33	0.48	0.55
每股经营现金流	1.57	1.68	1.93	1.94
每股净资产	2.83	3.11	3.35	3.59
估值比率				
P/E	52	13	9	8
P/B	2	1	1	1
EV/EBITDA	13	11	10	10

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn