

TCL 中环 (002129.SZ)

增持 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

组件亏损收窄，“反内卷”有望带动盈利修复 业绩简评

8月22日公司披露2025年中报，上半年实现营收134亿元，同比-17%，实现归母净利-42.4亿元，同比亏损加深；其中Q2实现营收73亿元，同比+16%，环比+20%，实现归母净利-23.36亿元，环比亏损加深（25Q1为-19.06亿元）。

经营分析

硅片价格低位盈利承压，技术工艺改进持续降本。上半年公司光伏硅片业务实现收入57.77亿元、毛利率-23.74%，产业链价格低位背景下，公司通过用料结构优化、细线化推进、供应链管理及技术革新进一步强化成本控制能力，单瓦工费实现同比下降40%，单炉成本下降超20%。

组件出货规模逐季提升，单瓦亏损收窄。上半年公司组件业务实现收入38.46亿元，毛利率-6.2%。公司光伏组件出货规模逐季提升，第二季度出货量实现环比增长翻倍；单瓦亏损环比收窄，经营能力逐步改善。截至报告期末，公司具有组件产能24GW。展望后续，公司有望完善产品布局，补齐BC技术工程化研发及量产能力，加强BC专利合作，与行业合作伙伴共建BC生态；打造组件产品差异化竞争力，改善电池组件业务板块经营业绩。

“反内卷”扎实推进，有望推动产业链价格及盈利修复。6月底以来光伏行业“反内卷”扎实推进，7月起硅片价格开始上涨，截至8月20日183硅片均价1.2元/片，较前期低点上涨36%，后续价格有望逐步覆盖全成本，带动硅片环节盈利修复。8月19日六部委联合召开光伏产业座谈会，相关光伏制造企业及发电企业参会，后续组件价格有望传导上游涨幅、逐步覆盖成本。

控股子公司Maxeon拖累业绩表现。公司持续推进Maxeon业务转型，但其组件业务进入美国市场被退回仍对上半年业绩产生较大负面影响，导致产品积压，市场份额下降。

全球化布局稳步推进。公司积极推动建设独立、完善的海外供应链，报告期内中东项目前期工作稳步推进，Maxeon聚焦美国高壁垒市场，非美销售平台及菲律宾等资产完成转让，将菲律宾产能定位为BC电池、组件等全球化产能基地，有望增强全球竞争力。

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，调整公司2025-2027年归母净利润预测至-58、15、31亿元。光伏“反内卷”推进下公司盈利有望逐步改善，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)：8.45元

相关报告：

- 《TCL中环公司点评：Q1硅片减亏，海外布局提升竞争力》，2025.4.27
- 《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



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%
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	投入资本收益率	8.70%	6.53%	-5.86%	-1.56%	2.56%	4.02%
净利润	7,073	3,899	-10,806	-2,794	1,667	3,568	增长率						
少数股东损益	254	483	-988	-500	200	500	主营业务收入增长率	63.02%	-11.74%	-51.95%	15.52%	25.64%	12.17%
非现金支出	6,161	9,737	12,438	7,200	7,415	7,541	EBIT增长率	31.65%	1.68%	-175.79%	-74.04%	-296.86%	59.17%
非经营收益	-709	1,281	1,301	1,112	1,300	1,238	净利润增长率	69.21%	-49.90%	-387.42%	-76.64%	N/A	109.14%
营运资金变动	-7,468	-9,735	-94	-2,442	-817	93	总资产增长率	39.95%	14.60%	0.43%	-2.25%	1.53%	1.56%
经营活动现金净流	5,057	5,181	2,839	3,076	9,564	12,440	资产管理能力						
资本开支	-11,208	-12,035	-6,894	-4,669	-5,425	-6,025	应收账款周转天数	18.8	28.5	65.5	50.0	50.0	50.0
投资	-5,169	-825	-1,471	10	10	10	存货周转天数	31.7	56.5	85.3	85.0	85.0	85.0
其他	85	1,764	1,244	50	50	50	应付账款周转天数	61.8	90.2	137.4	140.0	140.0	140.0
投资活动现金净流	-16,292	-11,096	-7,122	-4,609	-5,365	-5,965	固定资产周转天数	226.7	331.3	696.4	595.4	463.5	400.0
股权募资	462	2,227	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	14,279	6,630	10,230	1,045	821	-1,316	净负债/股东权益	42.97%	43.65%	76.42%	90.19%	86.85%	76.24%
其他	-4,087	-4,151	-2,628	-848	-1,975	-2,394	EBIT利息保障倍数	9.6	8.5	-5.0	-1.2	2.3	4.0
筹资活动现金净流	10,654	4,706	7,602	197	-1,154	-3,710	资产负债率	56.88%	51.83%	63.00%	63.86%	63.42%	61.90%
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	0	0	1	9
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	0.00	0.00	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	2023-08-29	买入	24.77	N/A
2	2023-10-26	买入	19.02	N/A
3	2024-04-26	买入	9.96	N/A
4	2024-08-26	增持	7.39	N/A
5	2025-04-27	增持	7.79	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	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