

TCL 中环 (002129.SZ)

增持 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

亏损显著收窄, “反内卷” 带动盈利能力修复

业绩简评

10 月 28 日公司披露 2025 年三季报, 前三季度实现营收 216 亿元, 同比-5%, 实现归母净利-57.77 亿元, 亏损同比收窄; 其中 Q3 实现营收 82 亿元, 同比+28%, 环比+12%, 实现归母净利-15.34 亿元, 亏损同环比均有所收窄。

经营分析

“反内卷” 持续推进, 硅片价格回升。前三季度公司新能源光伏业务实现销售收入 160.1 亿元, 其中 Q3 环比改善 22%, 主要因“反内卷” 推进下产业链上游价格上涨逐步传导至硅片环节, 据 InfoLink, Q3 硅片均价较 Q2 回升约 12%。

降本持续推进, 光伏材料盈利能力显著修复。报告期内公司光伏材料业务持续优化运营策略, 提升高效能和高附加值产品占比; 同时通过供应链管理、用料能力提升等降低硅成本, 推动功耗下降、产效提升及一系列研发项目持续降低制造成本, 截至 9 月末, 非硅成本较年初下降超 40%, 叠加“反内卷” 推动产品价格修复, Q3 公司光伏材料业务盈利水平显著改善, 带动销售毛利率环比修复 4.0 PCT 至-4.06%。

电池组件产品力提升, 全球化稳步推进。报告期内公司光伏电池及组件业务的产品力进一步提升, 逐步建立以 SUNPOWER、TCLSolar、TCL 中环为核心的品牌矩阵, 产品和客户结构进一步优化, 半片及 BC 组件逐步上量。公司已与多家央国企大客户开展战略合作, 正在加速突破分布式市场, 海外的中东、拉美、澳新等市场出货快速增长。全球化方面, 公司菲律宾、中东等海外业务按计划推进, 公司控股子公司 Maxeon 仍处变革调整阶段, 对公司业绩造成负向影响。

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-71、12、27 亿元。光伏行业基本面明确触底, “反内卷” 持续推动景气度修复, 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

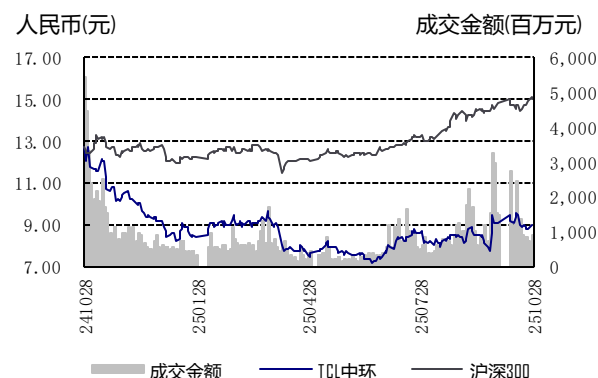
分析师: 张嘉文 (执业 S1130523090006)

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 8.98 元

相关报告:

- 《TCL 中环公司点评: 组件亏损收窄, “反内卷” 有望带动盈利修复》, 2025.8.24
- 《TCL 中环公司点评: Q1 硅片减亏, 海外布局提升竞争力》, 2025.4.27



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	29,513	47,861	55,267
营业收入增长率	-11.74%	-51.95%	3.85%	62.17%	15.47%
归母净利润(百万元)	3,416	-9,818	-7,107	1,222	2,665
归母净利润增长率	-49.90%	-387.42%	-27.62%	N/A	118.12%
摊薄每股收益(元)	0.845	-2.428	-1.758	0.302	0.659
每股经营性现金流净额	1.28	0.70	-0.22	2.51	3.28
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.23%	-31.77%	-27.40%	4.56%	9.30%
P/E	18.51	-3.65	-5.11	29.72	13.63
P/B	1.52	1.16	1.40	1.36	1.27

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)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	67,010	59,146	28,419	29,513	47,861	55,267
增长率		-11.7%	-52.0%	3.9%	62.2%	15.5%
主营业务成本	-55,067	-47,171	-30,999	-30,885	-40,498	-45,519
%销售收入	82.2%	79.8%	109.1%	104.6%	84.6%	82.4%
毛利	11,943	11,976	-2,581	-1,372	7,363	9,749
%销售收入	17.8%	20.2%	n.a	n.a	15.4%	17.6%
营业税金及附加	-249	-278	-256	-266	-431	-497
%销售收入	0.4%	0.5%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-277	-427	-576	-620	-957	-1,105
%销售收入	0.4%	0.7%	2.0%	2.1%	2.0%	2.0%
管理费用	-908	-1,432	-1,685	-1,594	-1,914	-1,934
%销售收入	1.4%	2.4%	5.9%	5.4%	4.0%	3.5%
研发费用	-2,923	-2,125	-749	-885	-1,436	-1,658
%销售收入	4.4%	3.6%	2.6%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	7,586	7,713	-5,846	-4,737	2,624	4,554
%销售收入	11.3%	13.0%	n.a	n.a	5.5%	8.2%
财务费用	-792	-904	-1,159	-1,386	-1,432	-1,413
%销售收入	1.2%	1.5%	4.1%	4.7%	3.0%	2.6%
资产减值损失	-1,579	-2,980	-4,390	-2,179	-84	-39
公允价值变动收益	56	-450	133	40	10	10
投资收益	1,752	751	-238	-50	10	10
%税前利润	23.5%	16.5%	n.a	n.a	0.7%	0.3%
营业利润	7,325	4,565	-11,139	-7,917	1,524	3,516
营业利润率	10.9%	7.7%	n.a	n.a	3.2%	6.4%
营业外收支	124	-21	184	-100	0	0
税前利润	7,449	4,544	-10,955	-8,017	1,524	3,516
利润率	11.1%	7.7%	n.a	n.a	3.2%	6.4%
所得税	-376	-645	149	-40	-152	-352
所得税率	5.1%	14.2%	n.a	n.a	10.0%	10.0%
净利润	7,073	3,899	-10,806	-8,057	1,372	3,165
少数股东损益	254	483	-988	-950	150	500
归属于母公司的净利润	6,819	3,416	-9,818	-7,107	1,222	2,665
净利率	10.2%	5.8%	n.a	n.a	2.6%	4.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	7,073	3,899	-10,806	-8,057	1,372	3,165
少数股东损益	254	483	-988	-950	150	500
非现金支出	6,161	9,737	12,438	8,619	7,073	7,625
非经营收益	-709	1,281	1,301	1,579	1,570	1,565
营运资金变动	-7,468	-9,735	-94	-3,012	122	924
经营活动现金净流	5,057	5,181	2,839	-871	10,137	13,278
资本开支	-11,208	-12,035	-6,894	-3,872	-6,205	-6,205
投资	-5,169	-825	-1,471	-630	10	10
其他	85	1,764	1,244	-50	10	10
投资活动现金净流	-16,292	-11,096	-7,122	-4,552	-6,185	-6,185
股权募资	462	2,227	0	0	0	0
债权募资	14,279	6,630	10,230	3,209	443	-1,700
其他	-4,087	-4,151	-2,628	579	-1,952	-2,379
筹资活动现金净流	10,654	4,706	7,602	3,788	-1,509	-4,079
现金净流量	-382	-1,208	3,310	-1,634	2,443	3,014

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	10,167	10,020	12,817	9,024	9,356	10,292
应收款项	5,154	8,485	6,934	8,504	9,439	10,899
存货	6,430	8,164	6,324	6,346	7,789	8,374
其他流动资产		7,959	6,211	7,922	8,247	8,377
流动资产	31,830	34,627	32,286	31,797	34,830	37,943
%总资产	29.2%	27.7%	25.7%	25.7%	27.2%	28.8%
长期投资	9,198	4,050	2,135	2,154	2,154	2,154
固定资产	55,585	67,247	69,448	66,976	66,305	65,133
%总资产	50.9%	53.8%	55.3%	54.1%	51.8%	49.4%
无形资产	5,206	7,303	8,684	8,887	9,202	9,498
非流动资产	77,304	90,436	93,311	92,056	93,266	93,881
%总资产	70.8%	72.3%	74.3%	74.3%	72.8%	71.2%
资产总计	109,134	125,063	125,598	123,852	128,096	131,824
短期借款	2,986	4,711	7,486	8,157	8,600	6,900
应付款项	17,059	15,726	18,272	19,380	22,056	24,789
其他流动负债	2,975	1,886	1,766	1,868	2,008	2,378
流动负债	23,020	22,324	27,524	29,406	32,664	34,067
长期贷款	31,911	35,482	43,303	45,805	45,805	45,805
其他长期负债	7,143	7,020	8,300	8,094	8,075	8,035
负债	62,074	64,826	79,127	83,305	86,544	87,907
普通股股东权益	37,618	41,484	30,907	25,933	26,789	28,654
其中：股本	3,234	4,043	4,043	4,043	4,043	4,043
未分配利润	13,246	16,338	5,419	444	1,300	3,165
少数股东权益	9,442	18,753	15,563	14,613	14,763	15,263
负债股东权益合计	109,134	125,063	125,598	123,852	128,096	131,824

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	2.109	0.845	-2.428	-1.758	0.302	0.659
每股净资产	11.633	10.260	7.644	6.414	6.626	7.087
每股经营现金净流	1.564	1.281	0.702	-0.215	2.507	3.284
每股股利	0.100	0.260	0.260	-0.527	0.091	0.198
回报率						
净资产收益率	18.13%	8.23%	-31.77%	-27.40%	4.56%	9.30%
总资产收益率	6.25%	2.73%	-7.82%	-5.74%	0.95%	2.02%
投入资本收益率	8.70%	6.53%	-5.86%	-4.98%	2.43%	4.19%
增长率						
主营业务收入增长率	63.02%	-11.74%	-51.95%	3.85%	62.17%	15.47%
EBIT 增长率	31.65%	1.68%	-175.79%	-18.97%	-155.41%	73.51%
净利润增长率	69.21%	-49.90%	-387.42%	-27.62%	N/A	118.12%
总资产增长率	39.95%	14.60%	0.43%	-1.39%	3.43%	2.91%
资产管理能力						
应收账款周转天数	18.8	28.5	65.5	78.0	50.0	50.0
存货周转天数	31.7	56.5	85.3	100.0	90.0	85.0
应付账款周转天数	61.8	90.2	137.4	148.0	140.0	140.0
固定资产周转天数	226.7	331.3	696.4	662.2	399.4	334.9
偿债能力						
净负债/股东权益	42.97%	43.65%	76.42%	103.16%	100.93%	89.49%
EBIT 利息保障倍数	9.6	8.5	-5.0	-3.4	1.8	3.2
资产负债率	56.88%	51.83%	63.00%	67.26%	67.56%	66.69%

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	二个月内	三月内	六月内
买入	0	1	4	7	13
增持	0	0	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.20	1.22	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	2024-04-26	买入	9.96	N/A
2	2024-08-26	增持	7.39	N/A
3	2025-04-27	增持	7.79	N/A
4	2025-08-24	增持	8.45	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：北京市东城区建国门内大街 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