

2025 年 11 月 01 日

业绩稳定释放，印刷 OLED 产业化进程加速

TCL 科技(000100)

评级：	买入	股票代码：	000100
上次评级：	买入	52 周最高价/最低价：	5.83/3.68
目标价格：		总市值(亿)	896.52
最新收盘价：	4.31	自由流通市值(亿)	779.97
		自由流通股数(百万)	18,096.75

事件：

2025 年前三季度，公司实现营业收入 1360.65 亿元，同比增加 10.50%；归母净利润 30.47 亿元，同比增加 99.75%；扣非归母净利润 24.29 亿元，同比增加 233.33%；

2025 年单三季度，公司实现营业收入 504.03 亿元，同比增加 17.69%；归母净利润 11.63 亿元，同比增加 119.44%；扣非归母净利润 8.70 亿元，同比增加 412.11%。

1、面板行业进入复苏通道，供需关系持续改善

前三季度，TCL 华星累计实现营业收入 780.1 亿元，同比增长 17.5%；净利润 61 亿元，同比增长 53.5%；归属 TCL 科技股东净利润 39 亿元，同比增长 41.9%。报告期内，全球面板市场需求回暖价格止跌，行业供需关系改善。

大尺寸稳中有进：市场份额同比提升 5pct 达到 25%，综合竞争力和 EBITDA 利润率全球领先。

中小尺寸高速增长：已成为公司增长核心引擎，其中 IT 领域持续领跑电竞市场，NB 销量增长势头强劲，同比增长 63%；移动终端领域 LCD 手机出货量同比增长 28%，市场份额同比提升 4pct 达到 14%；平板市场份额同比提升 6pct 达到 13%，全球排名从第五跃居第二；车载显示出货面积同比增长 47%，市场份额提升 3pct 至 11%；专显业务保持高速增长，广泛应用于医疗、电子纸、智能投影等领域。

2、公司持续推动印刷 OLED 和 Micro LED 前沿技术的产业化进程

报告期内，公司稳步推进 t11 产线并购整合，一方面单产线单位成本显著下降，产能利用率保持高位，运营效率与盈利能力显著增强；另一方面 t11 与 t9 深化协同，实现差异化分工，产能协同效应进一步释放。同时 OLED（t4，G6 代线）稳健运营，柔性 OLED 手机市场出货量稳居全球第四。

公司持续推动印刷 OLED 和 Micro LED 前沿技术的产业化进程。现有 G5.5 印刷 OLED（t12）产能从 3K/月稳步提升至 9K/月，产品良率持续改善。医疗显示产品已稳定出货，并向 NB、MNT 客户推广，预计明年上半年实现量产。10 月下旬，正式启动 t8 项目建设，预计总投资约 295 亿元，各方共同出资本金 147.5 亿元，其中 TCL 华星出资 88.5 亿元占比 60%，广州市人民政府及广州市经开区管理委员会统筹协调的国企（以下简称“国有股东”）共出资 59 亿元。T8 项目满产产能为 2290mm x 2620mm 玻璃基板能力约 2.25 万片，项目规划建设周期 2 年，我们预计按照公司当前企业自由现金流增长和折旧下降趋势，相关资本开支对公司整体现金流水平影响较小。

近年来，包括笔电、显示器、可穿戴、车载显示等全球新型显示领域，OLED 逐渐成为高端显示技术主流。我们认为，伴随 OLED 在手机等小尺寸渗透增速下降，OLED 在中尺寸渗透率提升趋势是未来市场关键机遇。根据群智咨询数据显示，2023 年全球 OLED 平板面板渗透率约为 1.5%。而随着 2024 年苹果 iPad Pro 采用 OLED 面板，以及三星、华为、荣耀等品牌高端产品线布局 OLED 技术，2024 年前三季度，OLED 渗透率提升至 4.2%。

目前 OLED 技术主要包括 QD-OLED、WOLED、FMM-OLED 以及印刷 OLED 技术，其中印刷 OLED 是唯一由国内面板厂先发主导的技术路线。印刷显示技术在材料利用率、制程环境、显示性能、量产潜力等方面具备优势。

根据公司公告，印刷 OLED 技术是我国显示产业从“跟跑”到“领跑”的关键突破点，公司助力构建从器件技术开发，到上游材料，再到核心装备的自主可控显示技术生态。

我们认为，在 G5.5 代线印刷 OLED 成功量产并实现产能爬坡，为公司建立高世代线印刷 OLED 产线提供技术支持与商业路径支撑。基于此基础，T8 项目的成功运营有望在此轮 OLED 技术升级过程中为我国抢占竞争战略制高点发挥关键作用，将成为我国显示厂商在基于印刷 AMOLED 技术上超越境外企业在高世代 AMOLED 领导地位的重要契机。

此外，根据公司公告，Micro LED 作为公司重点战略布局方向，将于年底前实现规模量产与稳定交付，AI 眼镜市场需求强劲，预计到 2035 年全球出货量将突破 1 亿台。

3、光伏产业盈利有所修复，盈利水平单三季度显著改善

光伏产业链上游价格在 Q3 进一步回升，逐步传导至硅片环节，产业盈利有所修复。前三季度新能源光伏业务实现销售收入 160.1 亿元，三季度环比改善 22%。报告期内，公司优化运营策略，通过供应链管理、用料能力提升等降低硅成本，截至 9 月末，非硅成本较年初下降超 40%。光伏材料业务第三季度盈利水平显著改善。

报告期内，公司光伏电池及组件业务的产品力进一步提升，建立以 SUNPOWER、TCLSolar、TCL 中环为核心的品牌矩阵，半片及 BC 组件逐步上量，BC 产品效率达 25%。

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。同时，公司密切关注周期底部的产业整合机会，补齐短板，增强竞争力。

4、投资建议：

股权激励计划发布，少数股权过户，推动显示业绩增长以及公司长期价值实现，在当下稳定基本面向好背景下，公司长期价值凸显。我们认为，面板行业受益于按需定产整体面板价格保持稳定，叠加多条产线收购，保证显示业绩稳定持续释放，TCL 中环 2024 年受行业周期波动影响，有望在 2025 年持续改善，维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年营收分别为 1939.9/2275.9/2694.0 亿元，受增发影响，总股本变动为 208 亿股，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.29/0.40/0.56 元，对应 2025 年 10 月 31 日 4.31 元/股收盘价 PE 分别为 14.9/10.6/7.7 倍，持续看好显示行业长期竞争格局改善和产业链战略价值的提升，维持公司“买入”评级。

5、风险提示：

面板价格波动影响；先进显示技术快速商用，LCD 面板产能过早淘汰；TCL 中环业绩波动对公司业绩影响；需求恢复不及预期；系统性风险带来 TCL 中环股价大幅下降；地缘政治等系列风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	174,446	164,963	193,994	227,592	269,396
YoY (%)	4.7%	-5.4%	17.6%	17.3%	18.4%
归母净利润(百万元)	2,215	1,564	6,037	8,424	11,708
YoY (%)	747.6%	-29.4%	286.0%	39.5%	39.0%
毛利率 (%)	14.2%	11.6%	15.6%	17.0%	17.7%
每股收益 (元)	0.12	0.08	0.29	0.40	0.56
ROE	4.2%	2.9%	9.0%	11.2%	13.4%
市盈率	36.07	51.19	14.85	10.64	7.66

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：马军

邮箱：majun@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523090003

联系电话：

分析师：柳珏廷

邮箱：liujt@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	164,963	193,994	227,592	269,396	净利润	-4,156	10,062	14,040	19,513
YoY (%)	-5.4%	17.6%	17.3%	18.4%	折旧和摊销	30,582	34,270	37,814	40,952
营业成本	145,745	163,821	188,805	221,811	营运资金变动	-5,508	-1,959	977	-2,395
营业税金及附加	1,049	1,039	1,267	1,516	经营活动现金流	29,527	47,111	58,712	63,866
销售费用	2,054	2,134	2,565	3,066	资本开支	-23,376	-35,480	-34,116	-34,111
管理费用	4,446	4,850	5,932	6,967	投资	-6,265	804	1,206	987
财务费用	4,179	3,863	3,971	3,626	投资活动现金流	-26,682	-31,974	-30,117	-29,840
研发费用	9,433	10,759	12,745	15,093	股权募资	100	7,860	0	0
资产减值损失	-6,027	-2,858	-4,105	-4,537	债务募资	7,037	-721	-744	-659
投资收益	1,400	2,702	2,792	3,284	筹资活动现金流	-2,006	2,586	-5,266	-5,150
营业利润	-4,098	10,244	14,216	19,801	现金净流量	864	17,723	23,329	28,876
营业外收支	144	130	110	110	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
利润总额	-3,954	10,374	14,326	19,911	成长能力				
所得税	202	311	287	398	营业收入增长率	-5.4%	17.6%	17.3%	18.4%
净利润	-4,156	10,062	14,040	19,513	净利润增长率	-29.4%	286.0%	39.5%	39.0%
归属于母公司净利润	1,564	6,037	8,424	11,708	盈利能力				
YoY (%)	-29.4%	286.0%	39.5%	39.0%	毛利率	11.6%	15.6%	17.0%	17.7%
每股收益	0.08	0.29	0.40	0.56	净利率	0.9%	3.1%	3.7%	4.3%
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	0.4%	1.5%	2.0%	2.5%
货币资金	23,008	40,731	64,060	92,936	净资产收益率 ROE	2.9%	9.0%	11.2%	13.4%
预付款项	2,090	2,896	3,192	3,712	偿债能力				
存货	17,594	19,767	21,170	26,231	流动比率	0.86	1.02	1.17	1.36
其他流动资产	52,681	56,009	64,968	69,925	速动比率	0.61	0.76	0.92	1.09
流动资产合计	95,373	119,403	153,389	192,804	现金比率	0.21	0.35	0.49	0.65
长期股权投资	24,596	23,505	22,044	20,811	资产负债率	64.9%	62.5%	61.7%	60.0%
固定资产	170,512	176,175	177,017	172,621	经营效率				
无形资产	18,117	18,979	19,581	20,119	总资产周转率	0.43	0.50	0.55	0.60
非流动资产合计	282,878	282,548	276,652	267,905	每股指标（元）				
资产合计	378,252	401,951	430,041	460,709	每股收益	0.08	0.29	0.40	0.56
短期借款	8,193	7,472	6,728	6,069	每股净资产	2.83	3.22	3.63	4.19
应付账款及票据	36,455	39,292	49,477	54,984	每股经营现金流	1.57	2.26	2.82	3.07
其他流动负债	66,408	70,069	74,677	80,985	每股股利	0.05	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	111,056	116,833	130,882	142,038	估值分析				
长期借款	116,815	116,815	116,815	116,815	PE	51.19	14.85	10.64	7.66
其他长期负债	17,677	17,677	17,677	17,677	PB	1.78	1.34	1.19	1.03
非流动负债合计	134,492	134,492	134,492	134,492					
负债合计	245,548	251,325	265,374	276,530					
股本	18,779	20,626	20,626	20,626					
少数股东权益	79,536	83,561	89,177	96,982					
股东权益合计	132,704	150,627	164,666	184,179					
负债和股东权益合计	378,252	401,951	430,041	460,709					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。