

公司研究 | 点评报告 | TCL 中环 (002129.SZ)

Q3 环比减亏明显，经营性现金流持续为正

报告要点

TCL 中环发布 2025 年三季报，2025 前三季度公司实现收入 215.72 亿元，同比下降 4.48%；归母净利-57.77 亿元；其中，2025Q3 实现收入 81.74 亿元，同比增长 28.34%，环比增长 12.01%；归母净利-15.34 亿元，环比减亏。

分析师及联系人



邬博华

SAC: S0490514040001
SFC: BQK482



曹海花

SAC: S0490522030001



王耀

SAC: S0490524120006



任佳惠

SAC: S0490524070005

TCL 中环 (002129.SZ)

2025-11-13

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

Q3 环比减亏明显，经营性现金流持续为正

事件描述

TCL 中环发布 2025 年三季报，2025 前三季度公司实现收入 215.72 亿元，同比下降 4.48%；归母净利润-57.77 亿元；其中，2025Q3 实现收入 81.74 亿元，同比增长 28.34%，环比增长 12.01%；归母净利润-15.34 亿元，环比减亏。

事件评论

- 随着光伏行业反内卷持续推进，产业链上游价格在 7-9 月有所回升，从而带动硅片盈利有所修复。公司持续推动制造成本降低，截至 2025 年 9 月末，公司硅片非硅成本较年初下降超 40%，光伏材料业务 2025Q3 盈利水平显著改善。2025Q1-3，公司新能源光伏业务营收 160.1 亿元，三季度环比改善 22%。具体来看：
 - 1) 公司电池及组件业务的产品力进一步提升。中环已经建立以 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。
 - 2) 公司继续完善全球化战略。菲律宾、中东等海外业务按计划推进，控股子公司 Maxeon 仍处变革调整阶段，对中环业绩造成负向影响。为应对经营挑战和匹配业务战略，公司以市场和客户为核心深化组织变革和流程优化，建立敏捷高效响应机制，加快效益改善。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。
- 半导体业务方面，公司坚持“国内领先，全球追赶”战略，实现出货 907MSI，2025Q1-3 实现营业收入 42.4 亿元，同比增长 28.7%。公司将持续丰富产品和客户结构，提升市场竞争力和影响力。
- 财务数据方面，2025Q3，公司计提 3.29 亿元资产减值，主要为存货跌价。公司持续重视研发投入，把握产业技术升级机遇，以知识产权及专利商业化运作构建全新 BC 合作生态。行业较大的盈利压力背景下，公司仍保持了正的现金流入，2025Q1、2025Q2、2025Q3 公司经营活动产生的现金流量净额分别为 4.91 亿元、0.32 亿元、1.09 亿元。
- 近期光伏反内卷进展积极，中环作为光伏硅片领域龙头企业，盈利水平亦有望得到修复。

风险提示

- 1、反内卷进展不及预期；
- 2、光伏装机不及预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	10.75
总股本(万股)	404,312
流通A股/B股(万股)	404,004/0
每股净资产(元)	6.22
近12月最高/最低价(元)	12.26/7.11

注：股价为 2025 年 11 月 11 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《成本控制能力进一步强化，经营性现金流持续为正》2025-09-04
- 《减值计提拖累业绩，经营性现金流为正》2025-05-11
- 《行业供需过剩拖累业绩，经营性现金流为正》2024-10-31


 更多研报请访问
 长江研究小程序

风险提示

- 1、反内卷进展不及预期。近期光伏反内卷带动产业链价格盈利修复，如果反内卷进展不及预期，光伏行业可能盈利压力仍将延续。
- 2、光伏装机不及预期。如果因消纳压力、政策波动等因素导致全球光伏装机增速不达预期，各环节企业出货将相应减少。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	28419	23363	28650	40044	货币资金	12817	16984	7986	31314
营业成本	30999	24531	24639	34038	交易性金融资产	2457	2957	3457	3857
毛利	-2581	-1168	4011	6007	应收账款	4788	6894	4248	9100
%营业收入	-9%	-5%	14%	15%	存货	6324	11393	5034	15767
营业税金及附加	256	210	258	400	预付账款	886	981	986	1362
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	5014	5150	4738	7048
销售费用	576	467	117	140	流动资产合计	32286	44359	26449	68447
%营业收入	2%	2%	0%	0%	长期股权投资	1393	1393	1393	1393
管理费用	1685	1635	573	601	投资性房地产	373	373	373	373
%营业收入	6%	7%	2%	2%	固定资产合计	54218	48979	46401	43605
研发费用	749	467	573	601	无形资产	5090	5090	5090	5090
%营业收入	3%	2%	2%	2%	商誉	2036	2036	2036	2036
财务费用	1159	449	1166	1846	递延所得税资产	333	333	333	333
%营业收入	4%	2%	4%	5%	其他非流动资产	29869	28346	26976	25742
加: 资产减值损失	-4434	-3000	-100	-100	资产总计	125598	130908	109049	147018
信用减值损失	45	0	0	0	短期贷款	142	142	142	142
公允价值变动收益	133	0	0	0	应付款项	12117	21954	5423	32397
投资收益	-238	-117	287	400	预收账款	0	0	0	0
营业利润	-11139	-7453	1586	2825	应付职工薪酬	544	245	246	340
%营业收入	-39%	-32%	6%	7%	应交税费	205	93	115	160
营业外收支	184	0	0	0	其他流动负债	14516	17704	10800	18887
利润总额	-10955	-7453	1586	2825	流动负债合计	27524	40139	16726	51926
%营业收入	-39%	-32%	6%	7%	长期借款	43303	43303	43303	43303
所得税费用	-149	-149	32	56	应付债券	0	0	0	0
净利润	-10806	-7304	1554	2768	递延所得税负债	1124	1124	1124	1124
归属于母公司所有者的净利润	-9818	-6939	1476	2630	其他非流动负债	7177	7177	7177	7177
少数股东损益	-988	-365	78	138	负债合计	79127	91742	68329	103529
EPS (元)	-2.46	-1.72	0.37	0.65	归属于母公司所有者权益	30907	23968	25444	28074
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	15563	15198	15276	15414
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	46470	39166	40720	43488
经营活动现金流净额	2839	5322	-8240	23888	负债及股东权益	125598	130908	109049	147018
取得投资收益收回现金	439	-117	287	400	基本指标				
长期股权投资	679	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-6894	-532	-539	-555	每股收益	-2.46	-1.72	0.37	0.65
其他	-1346	-500	-500	-400	每股经营现金流	0.70	1.32	-2.04	5.91
投资活动现金流净额	-7122	-1149	-753	-554	市盈率	—	—	29.44	16.53
债券融资	0	0	0	0	市净率	1.16	1.81	1.71	1.55
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	—	204.72	13.29	7.80
银行贷款增加 (减少)	7713	0	0	0	总资产收益率	-7.8%	-5.3%	1.4%	1.8%
筹资成本	-2526	-6	-6	-6	净资产收益率	-31.8%	-28.9%	5.8%	9.4%
其他	2415	0	0	0	净利率	-34.5%	-29.7%	5.2%	6.6%
筹资活动现金流净额	7602	-6	-6	-6	资产负债率	63.0%	70.1%	62.7%	70.4%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	3319	4168	-8998	23328	总资产周转率	0.23	0.18	0.24	0.31

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数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，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内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，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。