



TCL 中环 (002129.SZ)

增持 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

组件出货快速提升，半导体实现经营性盈利

业绩简评

10月30日公司发布2026年三季报,前三季度实现营收235.14亿元,同比+9.0%;归母净利润-45.56亿元,同比改善21.1%。其中Q3实现营收91.99亿元,同比+12.6%、环比+18.5%;归母净利润-13.52亿元,同比改善11.9%、环比改善13.2%。

经营分析

组件出货快速提升,海外出货高增。1-9月公司新能源光伏业务实现收入186.1亿元,其中组件收入占比50.1%,较上半年提升3.2PCT。1-9月公司光伏硅片出货83.4GW,市占率行业第一,其中海外出货占比13.8%、出货量同增355%;电池组件实现销量14.5GW、同增43%,其中海外出货占比20.6%、出货量同增202%。公司电池组件业务积极提升国内重点战略客户覆盖和订单交付能力,同时把握中东非、东南亚、欧洲、澳新等重点区域市场增量机会,出货量快速增长,Q3电池组件销量6.6GW,环比增长32%。

BC产能技改推进,有望进一步提升产品溢价及盈利能力。公司电池组件业务围绕TCL Solar、Sunpower等品牌矩阵,完善多分片、BC等产品结构,持续提升产品溢价。公司收购一道新能源的控股权于7月初完成交割,20GW电池和25GW组件的BC技改项目,预计至明年一季度陆续完成,届时公司电池和组件产能分别达到20GW(BC)和50GW(BC、TOPCon各25GW),产能结构更加均衡,有望进一步提升产品溢价及盈利能力。

半导体材料实现单季度经营性盈利,推进产能建设。1-9月半导体材料子公司中环领先(持股32.72%)实现营收49亿元、同增15%,整体盈亏平衡,其中Q3实现营收18.6亿元、同增23%,净利润0.8亿元,单季度实现经营性盈利。1-9月中环领先出货同增21%,其中12英寸、8英寸及以下产品分别增长24%、18%。中环领先积极推进产能扩张,预计26年底宜兴和徐州基地12英寸硅片产能提升至100万片/月,待深圳、宜兴、天津、内蒙等基地新增及升级产能达产后,公司12英寸、8英寸硅片产能将分别达到210、140万片/月,进一步提升重点客户的配套服务能力。

盈利预测、估值与评级

调整公司2026-2028年归母净利润预测至-57、23、42亿元。光伏行业基本面触底,公司BC技改推进提升盈利能力,半导体材料盈利能力国内领先,维持“增持”评级。

风险提示

BC放量不及预期,半导体材料扩产进度不及预期,行业竞争加剧。

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):9.20元

相关报告:

- 《TCL中环公司点评:电池组件显著减亏,半导体材料盈利领先》,2026.8.27
- 《一体化布局加速,技术专利优势渐显》,2026.3.25
- 《TCL中环公司点评:亏损显著收窄,“反内卷”带动盈利能力修复》,2025.10.29



公司基本情况(人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	28,419	29,050	34,128	48,855	58,781
营业收入增长率	-51.95%	2.22%	17.48%	43.15%	20.32%
归母净利润(百万元)	-9,818	-9,264	-5,739	2,250	4,195
归母净利润增长率	-387.42%	-5.65%	-38.05%	N/A	86.47%
摊薄每股收益(元)	-2.428	-2.291	-1.420	0.556	1.038
每股经营性现金流净额	0.70	0.28	1.85	2.09	4.29
ROE(归属母公司)(摊薄)	-31.77%	-42.17%	-35.37%	12.64%	20.23%
P/E	-3.65	-3.74	-6.48	16.53	8.87
P/B	1.16	1.58	2.29	2.09	1.79

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)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	59,146	28,419	29,050	34,128	48,855	58,781
增长率		-52.0%	2.2%	17.5%	43.2%	20.3%
主营业务成本	-47,171	-30,999	-30,898	-35,893	-41,287	-48,370
%销售收入	79.8%	109.1%	106.4%	105.2%	84.5%	82.3%
毛利	11,976	-2,581	-1,847	-1,765	7,568	10,411
%销售收入	20.2%	n.a	n.a	n.a	15.5%	17.7%
营业税金及附加	-278	-256	-211	-307	-391	-411
%销售收入	0.5%	0.9%	0.7%	0.9%	0.8%	0.7%
销售费用	-427	-576	-563	-546	-635	-647
%销售收入	0.7%	2.0%	1.9%	1.6%	1.3%	1.1%
管理费用	-1,432	-1,685	-1,427	-1,365	-1,563	-1,646
%销售收入	2.4%	5.9%	4.9%	4.0%	3.2%	2.8%
研发费用	-2,125	-749	-826	-819	-1,026	-1,176
%销售收入	3.6%	2.6%	2.8%	2.4%	2.1%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	7,713	-5,846	-4,874	-4,802	3,953	6,532
%销售收入	13.0%	n.a	n.a	n.a	8.1%	11.1%
财务费用	-904	-1,159	-1,578	-1,379	-1,268	-1,335
%销售收入	1.5%	4.1%	5.4%	4.0%	2.6%	2.3%
资产减值损失	-2,980	-4,390	-3,969	-1,458	-94	-33
公允价值变动收益	-450	133	37	140	40	40
投资收益	751	-238	-20	450	10	10
%税前利润	16.5%	n.a	n.a	-6.4%	0.3%	0.2%
营业利润	4,565	-11,139	-10,136	-6,699	2,891	5,464
营业利润率	7.7%	n.a	n.a	n.a	5.9%	9.3%
营业外收支	-21	184	-48	-300	0	0
税前利润	4,544	-10,955	-10,184	-6,999	2,891	5,464
利润率	7.7%	n.a	n.a	n.a	5.9%	9.3%
所得税	-645	149	301	700	-289	-546
所得税率	14.2%	n.a	n.a	n.a	10.0%	10.0%
净利润	3,899	-10,806	-9,883	-6,299	2,602	4,917
少数股东损益	483	-988	-619	-560	352	722
归属于母公司的净利润	3,416	-9,818	-9,264	-5,739	2,250	4,195
净利率	5.8%	n.a	n.a	n.a	4.6%	7.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	3,899	-10,806	-9,883	-6,299	2,602	4,917
少数股东损益	483	-988	-619	-560	352	722
非现金支出	9,737	12,438	12,857	10,245	10,051	11,562
非经营收益	1,281	1,301	1,002	1,001	1,312	1,380
营运资金变动	-9,735	-94	-2,832	2,512	-5,530	-498
经营活动现金净流	5,181	2,839	1,144	7,460	8,435	17,362
资本开支	-12,035	-6,894	-5,228	-5,166	-11,200	-13,200
投资	-825	-1,471	-1,767	1,319	40	40
其他	1,764	1,244	490	450	10	10
投资活动现金净流	-11,096	-7,122	-6,505	-3,397	-11,150	-13,150
股权募资	2,227	0	2,600	0	0	0
债权募资	6,630	10,230	1,452	-1,563	3,597	708
其他	-4,151	-2,628	-1,901	-1,359	-2,037	-2,689
筹资活动现金净流	4,706	7,602	2,151	-2,922	1,560	-1,981
现金净流量	-1,208	3,310	-3,182	1,141	-1,155	2,231

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	10,020	12,817	11,889	12,158	10,622	12,437
应收款项	8,485	6,934	7,958	9,295	13,968	17,284
存货	8,164	6,324	5,867	5,947	7,296	8,746
其他流动资产	7,959	6,211	5,921	3,692	3,982	4,192
流动资产	34,627	32,286	31,636	31,092	35,868	42,659
%总资产	27.7%	25.7%	26.8%	27.6%	30.1%	33.3%
长期投资	4,050	2,135	1,770	1,591	1,591	1,591
固定资产	67,247	69,448	64,188	62,029	63,161	64,752
%总资产	53.8%	55.3%	54.4%	55.1%	53.0%	50.5%
无形资产	7,303	8,684	8,167	8,410	8,694	8,963
非流动资产	90,436	93,311	86,361	81,536	83,279	85,450
%总资产	72.3%	74.3%	73.2%	72.4%	69.9%	66.7%
资产总计	125,063	125,598	117,997	112,627	119,147	128,109
短期借款	4,711	7,486	11,494	10,000	13,597	14,305
应付款项	15,726	18,272	17,692	21,028	23,364	27,363
其他流动负债	1,886	1,766	1,443	3,423	1,859	2,302
流动负债	22,324	27,524	30,629	34,451	38,821	43,971
长期贷款	35,482	43,303	42,356	42,356	42,356	42,356
其他长期负债	7,020	8,300	5,754	2,861	3,084	3,237
负债	64,826	79,127	78,738	79,667	84,260	89,563
普通股股东权益	41,484	30,907	21,968	16,228	17,803	20,740
其中：股本	4,043	4,043	4,043	4,043	4,043	4,043
未分配利润	16,338	5,419	-3,845	-9,584	-8,009	-5,072
少数股东权益	18,753	15,563	17,291	16,731	17,083	17,805
负债股东权益合计	125,063	125,598	117,997	112,627	119,147	128,109

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.845	-2.428	-2.291	-1.420	0.556	1.038
每股净资产	10.260	7.644	5.433	4.014	4.403	5.130
每股经营现金净流	1.281	0.702	0.283	1.845	2.086	4.294
每股股利	0.260	0.000	0.000	0.000	0.167	0.311
回报率						
总资产收益率	8.23%	-31.77%	-42.17%	-35.37%	12.64%	20.23%
投入资本收益率	2.73%	-7.82%	-7.85%	-5.10%	1.89%	3.27%
增长率	6.53%	-5.86%	-5.04%	-5.02%	3.88%	6.12%
主营业务收入增长率	-11.74%	-51.95%	2.22%	17.48%	43.15%	20.32%
EBIT 增长率	1.68%	-175.79%	-16.63%	-1.47%	-182.32%	65.23%
净利润增长率	-49.90%	-387.42%	-5.65%	-38.05%	N/A	86.47%
总资产增长率	14.60%	0.43%	-6.05%	-4.55%	5.79%	7.52%
资产管理能力						
应收账款周转天数	28.5	65.5	70.2	80.0	85.0	88.0
存货周转天数	56.5	85.3	72.0	72.0	75.0	75.0
应付账款周转天数	90.2	137.4	141.3	140.0	140.0	140.0
固定资产周转天数	331.3	696.4	677.5	575.5	406.7	344.8
偿债能力						
净负债/股东权益	43.65%	76.42%	103.79%	121.31%	129.32%	114.17%
EBIT 利息保障倍数	8.5	-5.0	-3.1	-3.5	3.1	4.9
资产负债率	51.83%	63.00%	66.73%	70.74%	70.72%	69.91%

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	1	2	3	4
增持	0	0	2	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.50	1.50	1.00

来源：聚源数据

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



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究