2026 年 11 月 01 日

TCL 中环（002129.SZ）

买入（上调评级）

公司点评

证券研究报告

拟发行股份收购中环领先少数股权，强化半导体材料控制、增厚归母利润

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）：9.38 元

相关报告：

1.《TCL 中环公司点评：组件出货快速提升，半导体实现经营性盈利》，2026.10.30

2.《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

3.《一体化布局加速，技术专利优势渐显》，2026.3.25

事件

10 月 30 日公司公告，筹划以发行股份方式购买控股子公司中环领先除上市公司所持股权外的剩余全部或部分少数股权，本次交易预计构成重大资产重组、不构成重组上市，公司股票自 11 月 2 日开市起停牌，预计不超过 10 个交易日内披露方案。

点评

中环领先半导体材料业务全球领先，收购少数股权强化控制、增厚归母利润。中环领先是公司半导体材料业务的运营主体，为全球少数具备全尺寸、多平台产品布局的半导体硅片厂商之一。2026 年前三季度中环领先面向存储和逻辑领域的硅片产品持续快速放量，市场份额位居国内第一梯队；功率、图像传感器（CIS）、区熔硅片等特色工艺产品聚焦高附加值细分市场，市场份额保持绝对领先地位。目前公司对中环领先持股比例 32.72%，预计本次收购将显著提升公司对中环领先的权益比例、强化公司对半导体材料业务的管控与战略投入能力，同时直接增厚上市公司归母净利润。

半导体硅片行业高景气，26Q3 中环领先经营拐点已现。AI 及算力需求扩张带动逻辑、存储芯片需求上行，叠加新能源汽车、光伏储能、工控领域需求回暖，拉动功率、模拟芯片需求增长，半导体行业结构性复苏，高端规格产品结构性供不应求，价格进入修复上行周期。行业量价齐升、国产替代加速推进的背景下，中环领先有望充分受益硅片涨价与国产替代的双重红利。1-9 月中环领先实现营收 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。中环领先积极推进产能扩张，待五大基地新建及升级产能达产后，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。

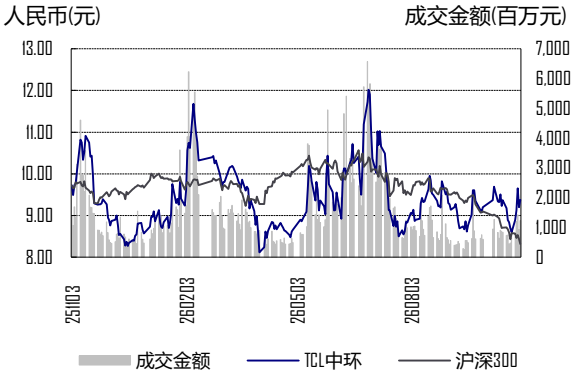
光伏+半导体双主线有望加强底层技术协同、平滑业绩波动。半导体与光伏硅片底层原理、材料体系与工艺制程相通，收购少数股权可加强技术协同，提升公司硅片材料竞争力。此外，光伏经营承压背景下，半导体材料业务可增厚公司利润、平滑业绩波动。

盈利预测、估值与评级

上调公司 2026-2028 年归母净利润预测至-57、24、44 亿元。公司收购中环领先少数股权强化半导体业务控制、增厚归母利润，光伏+半导体双主线打开成长空间，上调为“买入”评级。

风险提示

交易方案存不确定性；半导体材料扩产进度不及预期。



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	49,198	59,243
营业收入增长率	-51.95%	2.22%	17.48%	44.15%	20.42%
归母净利润(百万元)	-9,818	-9,264	-5,739	2,386	4,392
归母净利润增长率	-387.42%	-5.65%	-38.05%	N/A	84.09%
摊薄每股收益(元)	-2.428	-2.291	-1.420	0.590	1.086
每股经营性现金流净额	0.70	0.28	1.85	2.07	4.26
ROE(归属母公司)(摊薄)	-31.77%	-42.17%	-35.37%	13.33%	20.94%
P/E	-3.65	-3.74	-6.48	15.59	8.47
P/B	1.16	1.58	2.29	2.08	1.77

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**	**49,198**	**59,243**
增长率		-52.0%	2.2%	17.5%	44.2%	20.4%
主营业务成本	-47,171	-30,999	-30,898	-35,893	-41,753	-48,999
%销售收入	79.8%	109.1%	106.4%	105.2%	84.9%	82.7%
毛利	11,976	-2,581	-1,847	-1,765	7,445	10,245
%销售收入	20.2%	n.a	n.a	n.a	15.1%	17.3%
营业税金及附加	-278	-256	-211	-307	-394	-415
%销售收入	0.5%	0.9%	0.7%	0.9%	0.8%	0.7%
销售费用	-427	-576	-563	-546	-640	-652
%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	-1,574	-1,659
%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	-1,033	-1,185
%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	3,805	6,335
%销售收入	13.0%	n.a	n.a	n.a	7.7%	10.7%
财务费用	-904	-1,159	-1,578	-1,379	-1,271	-1,345
%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	-108	-35
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%	0.4%	0.2%
营业利润	4,565	-11,139	-10,136	-6,699	2,725	5,254
营业利润率	7.7%	n.a	n.a	n.a	5.5%	8.9%
营业外收支	-21	184	-48	-300	0	0
税前利润	4,544	-10,955	-10,184	-6,999	2,725	5,254
利润率	7.7%	n.a	n.a	n.a	5.5%	8.9%
所得税	-645	149	301	700	-273	-525
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	2,453	4,729
少数股东损益	483	-988	-619	-560	67	337
归属于母公司的净利润	**3,416**	**-9,818**	**-9,264**	**-5,739**	**2,386**	**4,392**
净利率	5.8%	n.a	n.a	n.a	4.8%	7.4%

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	2,453	4,729
少数股东损益	483	-988	-619	-560	67	337
非现金支出	9,737	12,438	12,857	10,245	10,065	11,564
非经营收益	1,281	1,301	1,002	1,001	1,316	1,392
营运资金变动	-9,735	-94	-2,832	2,512	-5,470	-479
经营活动现金净流	**5,181**	**2,839**	**1,144**	**7,460**	**8,363**	**17,206**
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	3,856	984
其他	-4,151	-2,628	-1,901	-1,359	-2,082	-2,760
筹资活动现金净流	**4,706**	**7,602**	**2,151**	**-2,922**	**1,774**	**-1,776**
现金净流量	**-1,208**	**3,310**	**-3,182**	**1,141**	**-1,013**	**2,280**

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	10,764	12,628
应收款项	8,485	6,934	7,958	9,295	14,066	17,420
存货	8,164	6,324	5,867	5,947	7,378	8,860
其他流动资产	7,959	6,211	5,921	3,692	3,998	4,212
流动资产	34,627	32,286	31,636	31,092	36,207	43,120
%总资产	27.7%	25.7%	26.8%	27.6%	30.3%	33.5%
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%	52.9%	50.4%
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%	69.7%	66.5%
资产总计	**125,063**	**125,598**	**117,997**	**112,627**	**119,486**	**128,570**
短期借款	4,711	7,486	11,494	10,000	13,856	14,839
应付款项	15,726	18,272	17,692	21,028	23,628	27,719
其他流动负债	1,886	1,766	1,443	3,423	1,864	2,309
流动负债	22,324	27,524	30,629	34,451	39,347	44,867
长期贷款	35,482	43,303	42,356		42,356	42,356
其他长期负债	7,020	8,300	5,754	2,861	3,086	3,240
负债	64,826	79,127	78,738	79,667	84,789	90,462
普通股股东权益	41,484	30,907	21,968	16,228	17,898	20,973
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	-7,914	-4,840
少数股东权益	18,753	15,563	17,291	16,731	16,798	17,135
负债股东权益合计	**125,063**	**125,598**	**117,997**	**112,627**	**119,486**	**128,570**

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	0.590	1.086
每股净资产	10.260	7.644	5.433	4.014	4.427	5.187
每股经营现金净流	1.281	0.702	0.283	1.845	2.069	4.256
每股股利	0.260	0.000	0.000	0.000	0.177	0.326
回报率						
净资产收益率	8.23%	-31.77%	-42.17%	-35.37%	13.33%	20.94%
总资产收益率	2.73%	-7.82%	-7.85%	-5.10%	2.00%	3.42%
投入资本收益率	6.53%	-5.86%	-5.04%	-5.02%	3.73%	5.93%
增长率						
主营业务收入增长率	-11.74%	-51.95%	2.22%	17.48%	44.15%	20.42%
EBIT增长率	1.68%	-175.79%	-16.63%	-1.47%	-179.22%	66.50%
净利润增长率	-49.90%	-387.42%	-5.65%	-38.05%	N/A	84.09%
总资产增长率	14.60%	0.43%	-6.05%	-4.55%	6.09%	7.60%
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	403.9	342.1
偿债能力						
净负债/股东权益	43.65%	76.42%	103.79%	121.31%	130.36%	116.38%
EBIT利息保障倍数	8.5	-5.0	-3.1	-3.5	3.0	4.7
资产负债率	51.83%	63.00%	66.73%	70.74%	70.96%	70.36%

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	1	2	3	4	5
增持	1	1	3	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**1.50**	**1.33**	**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
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
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