

TCL 中环 (002129.SZ)

增持 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

一体化布局加速，技术专利优势渐显

业绩简评

3月24日公司披露2025年年报，2025年实现营收291亿元，同比+2%，实现归母净利润-92.64亿元，亏损同比收窄5.6%；其中Q4实现营收75亿元，同比+28%、环比-9%，实现归母净利润-34.87亿元，亏损同比收窄7.2%、环比有所加深。

经营分析

硅片市占率保持第一，技术工艺改进持续降本。2025年公司光伏硅片业务实现收入122亿元，市占率保持第一；毛利率-19.4%，上游原材料价格上涨、硅片价格传导不足的背景下，公司通过用料结构优化、资源集约管理、单台效率提升等方式优化生产成本，2025年公司硅片工费同比下降超40%，EBITDA已有修复。

电池组件海外渠道实现突破，拟投资一道快速增强一体化能力。2025年公司电池组件业务实现收入93亿元、同增60.5%，营收占比达32%，光伏组件出货15.12GW、同增82.3%，产品结构、业务及客户开拓、品牌能力大幅提升。公司整合Maxeon非美销售平台及Sunpower品牌、构建海外销售体系，实现多个国家地区的销售突破，海外市场已实现GW级突破。1月16日公司公告拟通过受让股份、接受表决权委托、增资等方式对一道新能源进行投资，公司具备BC、TOPCon、多分片等多领域的技术和工艺积累、专利体系及持续研发能力，有望协同一道新能源的电池组件产能快速增强一体化能力，加速专利技术转化、构建完整的技术壁垒。

BC专利许可协议签署落地，有望依托技术专利优势破除内卷式竞争。2月6日公司公告子公司Maxeon与爱旭股份签订《专利许可协议》，在全球范围（除美国）授权其BC专利，授权期5年，许可费用总计16.5亿元（不含税）分5年支付。公司及控股子公司在BC电池组件、叠瓦组件等领域具备全球领先的专利体系，将充分发挥累积的产品技术和专利优势打造高质量的产业生态，有望凭借技术优势破除内卷式竞争。

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2026-2027年归母净利润预测至-23、27亿元，新增2028年利润预测48亿元。光伏行业基本面触底，公司加速一体化布局提升竞争力，有望凭借技术优势破除内卷式竞争，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)：9.69元

相关报告：

- 《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
- 《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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	28,419	29,050	34,019	44,505	54,988
营业收入增长率	-51.95%	2.22%	17.10%	30.82%	23.56%
归母净利润(百万元)	-9,818	-9,264	-2,275	2,663	4,834
归母净利润增长率	-387.42%	-5.65%	-75.44%	N/A	81.56%
摊薄每股收益(元)	-2.428	-2.291	-0.563	0.659	1.196
每股经营性现金流净额	0.70	0.28	2.21	3.03	4.57
ROE(归属母公司)(摊薄)	-31.77%	-42.17%	-11.56%	12.36%	19.40%
P/E	-3.65	-3.74	-17.22	14.71	8.10
P/B	1.16	1.58	1.99	1.82	1.57

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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	59,146	28,419	29,050	34,019	44,505	54,988	货币资金	10,020	12,817	11,889	10,585	11,052	12,398
增长率		-52.0%	2.2%	17.1%	30.8%	23.6%	应收款项	8,485	6,934	7,958	8,342	10,913	13,484
主营业务成本	-47,171	-30,999	-30,898	-31,909	-37,394	-44,383	存货	8,164	6,324	5,867	5,665	7,530	8,937
%销售收入	79.8%	109.1%	106.4%	93.8%	84.0%	80.7%	其他流动资产	7,959	6,211	5,921	5,987	6,228	6,451
毛利	11,976	-2,581	-1,847	2,111	7,111	10,605	流动资产	34,627	32,286	31,636	30,579	35,724	41,270
%销售收入	20.2%	n.a	n.a	6.2%	16.0%	19.3%	总资产	27.7%	25.7%	26.8%	26.6%	29.3%	31.9%
营业税金及附加	-278	-256	-211	-248	-267	-275	长期投资	4,050	2,135	1,770	1,770	1,770	1,770
%销售收入	0.5%	0.9%	0.7%	0.7%	0.6%	0.5%	固定资产	67,247	69,448	64,188	62,279	63,411	65,002
销售费用	-427	-576	-563	-544	-601	-605	总资产	53.8%	55.3%	54.4%	54.1%	52.0%	50.2%
%销售收入	0.7%	2.0%	1.9%	1.6%	1.4%	1.1%	无形资产	7,303	8,684	8,167	8,410	8,694	8,963
管理费用	-1,432	-1,685	-1,427	-1,531	-1,691	-1,705	非流动资产	90,436	93,311	86,361	84,502	86,124	88,179
%销售收入	2.4%	5.9%	4.9%	4.5%	3.8%	3.1%	总资产	72.3%	74.3%	73.2%	73.4%	70.7%	68.1%
研发费用	-2,125	-749	-826	-850	-1,113	-1,375	资产总计	125,063	125,598	117,997	115,081	121,848	129,449
%销售收入	3.6%	2.6%	2.8%	2.5%	2.5%	2.5%	短期借款	4,711	7,486	11,494	11,466	14,101	13,881
息税前利润 (EBIT)	7,713	-5,846	-4,874	-1,063	3,439	6,646	应付款项	15,726	18,272	17,692	18,708	21,176	25,123
%销售收入	13.0%	n.a	n.a	n.a	7.7%	12.1%	其他流动负债	1,886	1,766	1,443	1,752	1,997	2,510
财务费用	-904	-1,159	-1,578	-1,251	-1,282	-1,276	流动负债	22,324	27,524	30,629	31,926	37,274	41,513
%销售收入	1.5%	4.1%	5.4%	3.7%	2.9%	2.3%	长期贷款	35,482	43,303	42,356	42,356	42,356	42,356
资产减值损失	-2,980	-4,390	-3,969	-695	456	-49	其他长期负债	7,020	8,300	5,754	4,192	3,742	3,451
公允价值变动收益	-450	133	37	40	40	40	负债	64,826	79,127	78,738	78,474	83,372	87,320
投资收益	751	-238	-20	-20	10	10	普通股股东权益	41,484	30,907	21,968	19,677	21,540	24,924
%税前利润	16.5%	n.a	n.a	n.a	0.3%	0.2%	其中：股本	4,043	4,043	4,043	4,043	4,043	4,043
营业利润	4,565	-11,139	-10,136	-2,689	2,964	5,671	未分配利润	16,338	5,419	-3,845	-6,120	-4,256	-872
营业利润率	7.7%	n.a	n.a	n.a	6.7%	10.3%	少数股东权益	18,753	15,563	17,291	16,931	16,935	17,205
营业外收支	-21	184	-48	0	0	0	负债股东权益合计	125,063	125,598	117,997	115,081	121,848	129,449
税前利润	4,544	-10,955	-10,184	-2,689	2,964	5,671	比率分析						
利润率	7.7%	n.a	n.a	n.a	6.7%	10.3%		2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
所得税	-645	149	301	54	-296	-567	每股指标						
所得税率	14.2%	n.a	n.a	n.a	10.0%	10.0%	每股收益	0.845	-2.428	-2.291	-0.563	0.659	1.196
净利润	3,899	-10,806	-9,883	-2,635	2,667	5,104	每股净资产	10.260	7.644	5.433	4.867	5.328	6.165
少数股东损益	483	-988	-619	-360	5	269	每股经营现金净流	1.281	0.702	0.283	2.207	3.030	4.574
归属于母公司的净利润	3,416	-9,818	-9,264	-2,275	2,663	4,834	每股股利	0.260	0.000	0.000	0.000	0.198	0.359
净利率	5.8%	n.a	n.a	n.a	6.0%	8.8%	回报率						
							净资产收益率	8.23%	-31.77%	-42.17%	-11.56%	12.36%	19.40%
							总资产收益率	2.73%	-7.82%	-7.85%	-1.98%	2.19%	3.73%
							投入资本收益率	6.53%	-5.86%	-5.04%	-1.14%	3.23%	6.03%
							增长率						
							主营业务收入增长率	-11.74%	-51.95%	2.22%	17.10%	30.82%	23.56%
							EBIT增长率	1.68%	-175.79%	-16.63%	-78.18%	-423.42%	93.23%
							净利润增长率	-49.90%	-387.42%	-5.65%	-75.44%	N/A	81.56%
							总资产增长率	14.60%	0.43%	-6.05%	-2.47%	5.88%	6.24%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	28.5	65.5	70.2	70.0	70.0	70.0
							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	577.4	446.5	368.6
							偿债能力						
							净负债/股东权益	43.65%	76.42%	103.79%	114.79%	114.85%	101.17%
							EBIT利息保障倍数	8.5	-5.0	-3.1	-0.8	2.7	5.2
							资产负债率	51.83%	63.00%	66.73%	68.19%	68.42%	67.46%

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	0	1	1	4
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	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
5	2025-10-29	增持	8.98	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。

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