

面板进入收获期， 迎接估值体系重构

核心观点

TCL 科技已度过半导体显示业务最重资本的投入期，LCD 竞争格局从“规模战”转向“价值战”，行业盈利稳定性显著增强；T9 中尺寸满产增效叠加折旧自然退坡与少数股权回收，归母净利润弹性即将释放。TCL 中环底部确认，2026 年多维减亏路径清晰。同时，印刷 OLED 前瞻布局与玻璃基板新赛道打开长期空间。当前 SOTP 估值下安全边际充足，随着面板盈利持续兑现与光伏减亏趋势明朗，公司估值有望修复与重构。

摘要

TCL 科技是全球领先的半导体显示及新能源光伏科技企业，其中 TCL 华星作为公司最核心的经营盘和利润引擎，2025 年实现营业收入 1052.38 亿元，净利润达 80.08 亿元；TCL 中环实现营业收入 290.50 亿元。面板周期弱化、光伏触底、新业务卡位先进封装，TCL 科技正处于三重拐点叠加的关键窗口。

TCL 华星资本开支高峰已过，利润释放周期即将到来。LCD 行业竞争格局由大陆双寡头主导，叠加电视大屏化趋势长效消化产能，大尺寸 LCD 业务正从“周期波动”走向“现金流与利润”双重收获期；叠加华星折旧进入下降周期，并持续收购盈利产线少数股权，利润增长的确定性和幅度有望超预期，预计 2030 年 TCL 华星收入有望突破 1700 亿元，净利润达到 250 亿元以上。

TCL 中环底部已获确认，2026 年多维减亏路径清晰。TCL 中环 2026Q2 亏损环比进一步收窄。公司通过降本增效、一体化战略、BC 高效产线技改以及半导体材料业务稳健托底等四条路径同步推进减亏，光伏板块对整体业绩和估值的拖累正逐季收窄。

布局玻璃基板先进封装新赛道，打开长期成长空间。公司加速切入玻璃基板赛道，布局“华星+普林+芯颖”三件套协同架构，瞄准 AI 芯片封装与 CPO 光电共封装等下一代先进封装核心应用，打开全新成长空间。

投资建议：采用 SOTP 分部估值，公司合理市值区间约 1850-2200 亿元，对应每股价值区间约 8.9-10.6 元；采用 DCF 绝对估值，公司的股权价值约为 2963 亿元，对应每股价值为 14.24 元。当前安全边际充足。我们预测 2026-2028 年公司实现归母净利润分别为 75.42/119.01/140.54 亿元，对应 EPS 为 0.36/0.57/0.68 元，当前股价对应 PE 为 13.05/8.27/7.00 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：终端消费需求不及预期、光伏行业竞争出清速度慢于预期、汇率波动及海外贸易壁垒风险、印刷 OLED 技术量产进度不及预期、宏观经济波动风险。

TCL 科技 (000100.SZ)

首次覆盖

买入

马王杰

mawangjie@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521070002

吕育儒

lyyuru@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070012

发布日期： 2026 年 08 月 02 日

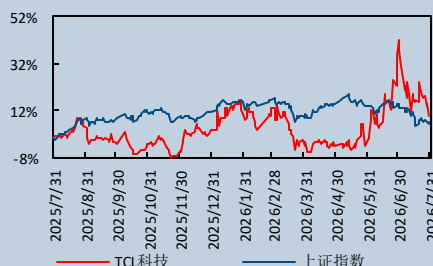
当前股价： 4.73 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-10.59/-4.65	9.49/16.19	4.88/-1.11
12 月最高/最低价 (元)		6.12/4.05
总股本 (万股)		2,080,086.24
流通 A 股 (万股)		2,011,498.02
总市值 (亿元)		983.88
流通市值 (亿元)		951.44
近 3 月日均成交量 (万)		117812.67
主要股东		
李东生, 宁波九天联成股权投资合		6.10%
伙企业(有限合伙)		

股价表现



相关研究报告

目录

一、公司概况：显示产业与新能源光伏巨头	1
1.1 业务版图中半导体显示业务为核心	1
1.2 股权结构相对分散，无控股股东及实际控制人	3
二、TCL 华星：面板多重拐点显现，进入收获期	4
2.1 LCD 业务：高壁垒、重资本，进入“现金流与利润”双重收获期	4
2.2 OLED 业务：高额投入期尾声，高端化战略与颠覆性技术并进	10
2.3 财务预测与净利润释放弹性测算	12
三、TCL 中环：光伏底部确认，技改与海外布局推动全面减亏	15
3.1 行业周期寻底，中环筑底明确	15
3.2 2026 年多维减亏路径	16
四、投资项目与协同资产：培育稳健利润增长极	17
五、AI 领域新布局：玻璃基板——下一代先进封装核心材料	18
5.1 为什么要用玻璃基板——传统基板的物理极限与玻璃的四大核心优势	18
5.2 TCL 科技的玻璃基板布局与进展	19
六、盈利预测与 SOTP 估值	20
6.1 股权激励	20
6.2 盈利预测	21
6.3 分部估值（SOTP）框架构建与 DCF 估值（FCFF）	22
6.4 投资建议	23
七、风险提示	24
报表预测	25

图表目录

图表 1：TCL 科技 2021-2025 年收入及增速	1
图表 2：TCL 科技 2025 年营收结构（亿元）	1
图表 3：TCL 华星收入结构拆分（大尺寸/中尺寸/小尺寸）	2
图表 4：TCL 中环 2021-2025 年收入及增速	2
图表 5：TCL 科技前十大股东持股情况（截至 2026Q1）	3
图表 6：TCL 华星投资逻辑图	4
图表 7：2016-2025 年全球液晶电视面板出货量占比	5
图表 8：2016-2025 年全球液晶电视面板出货面积占比	5
图表 9：全球面板厂商高世代线拥有情况（条）	5
图表 10：2020-2025 年群创与友达营业收入对比（亿新台币）	6
图表 11：2020-2025 年群创与友达净利润对比（亿新台币）	6
图表 12：全球 LCD 电视面板厂商稼动率与供需比	6
图表 13：京东方、TCL 科技、惠科股份的资本开支（亿元）	7
图表 14：2022 年以来 LCD 电视面板价格走势（美元/片）	7
图表 15：2018-2025 年 TCL 华星、京东方净利润对比（亿元）	8

图表 16: 全球各尺寸电视出货量占比及平均尺寸变化	9
图表 17: 全球大尺寸 LCD 面板供需平衡分析	9
图表 18: 广州 T9 产线营业收入与净利润及增速	10
图表 19: TCL 华星 OLED 产线全景图	11
图表 20: 2018-2025 年 TCL 华星的净利润和归母净利润及同比增速	12
图表 21: TCL 科技半导体显示业务资本开支及预测	12
图表 22: TCL 科技半导体显示业务折旧摊销及预测	12
图表 23: 历史上公司少数股权回收统计	13
图表 24: 目前还有哪些少数股权还没回收?	14
图表 25: 光伏硅片价格自 2023Q2 以来单边走低 (美元/片)	15
图表 26: TCL 中环营业收入和净利润 (亿元)	16
图表 27: 玻璃基板 vs ABF 有机基板 vs 硅中介层: 关键技术参数对比	18
图表 28: 玻璃基板产业链全景及 TCL 科技布局	19
图表 29: TCL 科技 2026 年股权激励计划	20
图表 30: 2026 年股权激励计划的三层业绩考核目标 KPI	20
图表 31: TCL 科技收入拆分	21
图表 32: TCL 科技重要财务指标	22
图表 33: TCL 科技 SOTP 估值框架	22
图表 34: TCL 科技 DCF 估值 (FCFF) 假设及结果	23
图表 35: TCL 科技敏感性分析	24

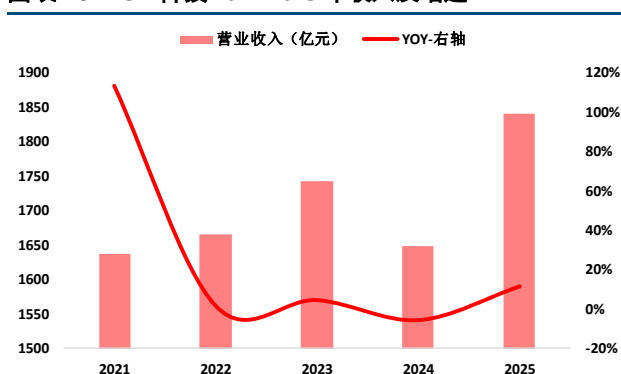
一、公司概况：显示产业与新能源光伏巨头

TCL 科技集团股份有限公司是全球领先的半导体显示及新能源光伏科技企业。经过 2018 年以来的战略转型，公司已将业务聚焦在半导体显示（TCL 华星）、新能源光伏及半导体材料（TCL 中环）两大核心主业，并辅以产业金融与创投业务，形成了“高科技、重资产、长周期”的独特发展模式。

1.1 业务版图中半导体显示业务为核心

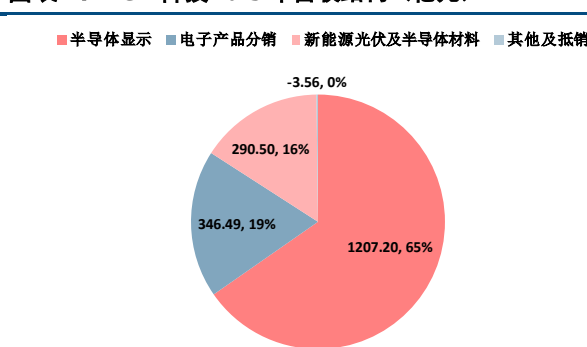
2025 年，公司实现营业收入 1840.63 亿元，同比增长 11.67%。半导体显示业务为其核心业务。

图表 1：TCL 科技 2021-2025 年收入及增速



资料来源：公司公告，中信建投

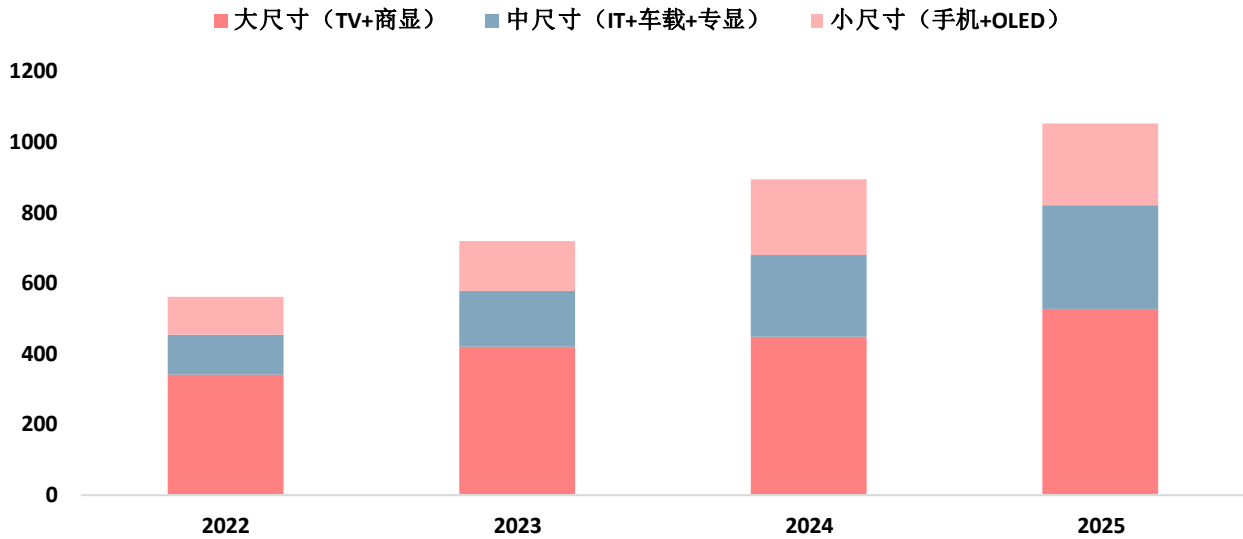
图表 2：TCL 科技 2025 年营收结构（亿元）



资料来源：公司公告，中信建投

（1）半导体显示业务（TCL 华星+TCL 茂佳）：作为公司最核心的经营盘和利润引擎，2025 年实现营业收入 1207.20 亿元，同比增长 15.79%，占公司整体营收的 65.59%，净利润 87.13 亿元，同比增长 39.90%。其中，TCL 华星是全球大尺寸液晶面板领域的龙头企业之一，电视面板出货量全球第二，显示器、笔电及手机面板出货量均位居全球前列，2025 年营收 1052.38 亿元，同比增长 17.36%，净利润达 80.08 亿元，同比增长 44.44%，归属 TCL 科技股东净利润 53.62 亿元，同比增长 54.39%，盈利能力大幅提升；茂佳科技作为 TCL 科技旗下的显示终端代工平台，2025 年营收 217.30 亿元，同比增长 5.90%，全球 TV 代工市场份额达 14.5%，进一步延展了半导体显示产业链布局。

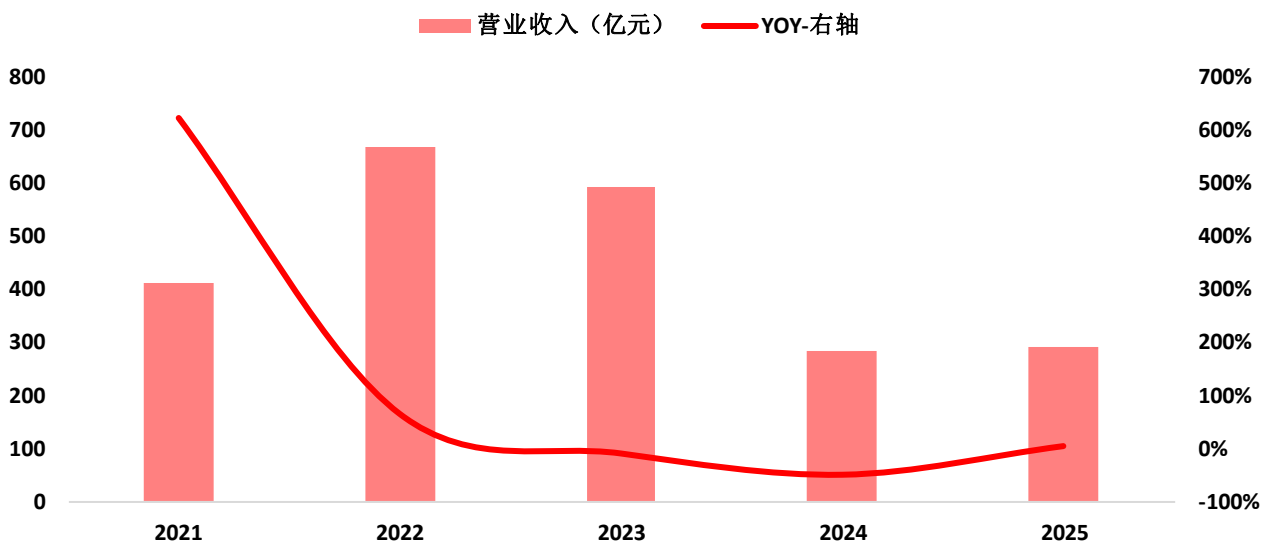
图表 3：TCL 华星收入结构拆分（大尺寸/中尺寸/小尺寸）



资料来源：公司公告，中信建投

（2）新能源光伏及半导体材料业务（TCL 中环）：2025 年实现营业收入 290.50 亿元，同比增长 2.22%，占公司整体营收的 15.78%。受光伏行业周期性调整影响，该业务板块 2025 年仍处于亏损状态，净亏损 98.83 亿元，归属 TCL 科技股东净利润-27.80 亿元，但硅片出货量保持行业第一，半导体材料业务经营稳健，2026 年上半年预亏 30-33 亿元、同比减亏 22.2%-29.3%，减亏信号明确。

图表 4：TCL 中环 2021-2025 年收入及增速



资料来源：公司公告，中信建投

（3）**分销业务及其他**：2025 年分销业务实现收入 346.5 亿元，同比增长 10.1%，占营收的 18.8%。该业务板块为公司提供稳定的现金流支撑，与核心业务形成有效协同。

1.2 股权结构相对分散，无控股股东及实际控制人

TCL 科技股权结构较为分散，不存在控股股东及实际控制人。截至 2026 年一季度末，公司董事长李东生先生与宁波九天联成股权投资合伙企业(有限合伙)因签署《一致行动协议》成为一致行动人，合计持股约 6.09%，为公司第一大股东。第二大股东为深圳市重大产业发展一期基金有限公司（持股 4.74%），该股东为产业投资基金，不参与公司日常经营管理。惠州市投资控股有限公司作为地方国资代表，持股 2.58%，体现了惠州市政府对 TCL 科技长期发展的支持。

图表 5：TCL 科技前十大股东持股情况（截至 2026Q1）

序号	股东名称	持股比例	股东性质
1	李东生及其一致行动人	6.09%	第一大股东
2	深圳市重大产业发展一期基金	4.74%	产业投资基金
3	香港中央结算有限公司	3.78%	QFII/北向资金
4	惠州市投资控股有限公司	2.58%	地方国资
5	武汉光谷产业投资有限公司	1.20%	地方国资
6	高毅晓峰 2 号致信基金	0.90%	私募基金
7	其他股东	80.71%	机构/个人

资料来源：公司公告，中信建投

公司公告拟以 93.25 亿元收购广州华星半导体 45%股权（截至本报告披露日，该交易处于交易所审核问询阶段）。交易完成后，恒健投资、城发投资、科学城投资等交易对方将合计持有公司约 5.11%股份，李东生及其一致行动人持股比例将由 6.09%稀释至 5.78%，但仍保持第一大股东地位。

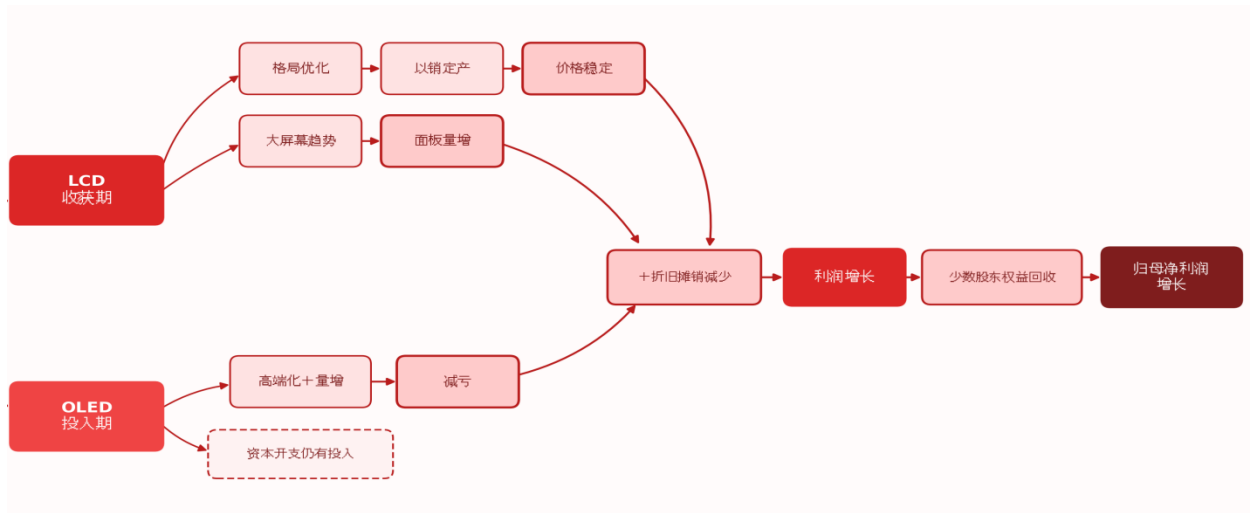
二、TCL 华星：面板多重拐点显现，进入收获期

TCL 华星是公司最核心的利润引擎，也是当前投资价值最为凸显的业务板块。2025 年，TCL 华星实现营业收入 1052.4 亿元，同比增长 17.4%；净利润 80.1 亿元，同比增长 44.4%。

我们认为华星光电的核心逻辑是：传统大尺寸 LCD 已进入红利期，行业竞争格局从“规模战”转向“价值战”；中尺寸高附加值产线（T9）成为核心利润增量来源；柔性 OLED 短期承压但高端化战略成效显著；伴随折旧达峰下行和少数股权回收，归母净利润弹性一触即发。展望未来，从 TCL 华星的净利润口径看，到 2030 年，我们预计有望达到 250 亿元以上。

最新业绩验证：2026 年 7 月 13 日，公司披露 2026 年半年度业绩预告，预计上半年实现归母净利润 37.0-39.2 亿元，同比增长 96%-108%；其中 TCL 华星上半年净利润超 38 亿元、归母净利润超 32 亿元，华星“收获期”逻辑已开始兑现。

图表 6：TCL 华星投资逻辑图



资料来源：公司公告，中信建投

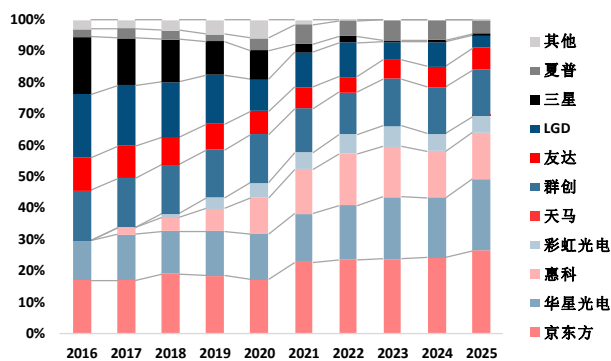
2.1 LCD 业务：高壁垒、重资本，进入“现金流与利润”双重收获期

大尺寸 LCD 面板业务是 TCL 华星的基本盘：2025 年 TV 面板出货量达到 5870 万片，占据全球 24% 的市场份额，位居世界第二。随着行业竞争格局的根本性改善，LCD 业务已从“产能扩张驱动”转向“价值创造驱动”，进入高质量发展的收获期。从华星的收入结构来看，大尺寸（TV+商显）仍然是收入的主体部分，但中尺寸（IT+车载+专显）占比正在快速提升，从 2021 年的约 10% 提升至 2025 年的约 19%，产品结构持续优化。

2.1.1 行业竞争格局重塑，价格稳定性增强

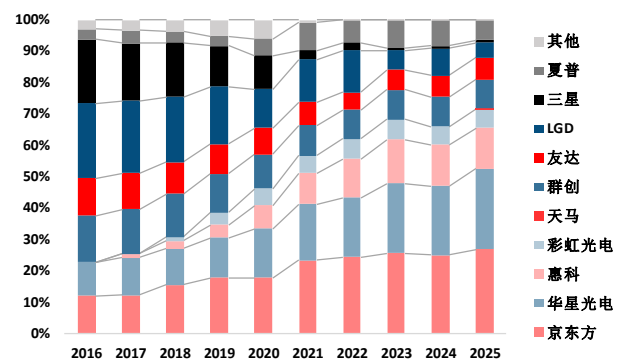
集中度提升，中国大陆企业掌握绝对话语权。随着三星显示、LGD 相继退出 LCD 面板生产，韩系产能已基本出清。目前，中国大陆厂商已掌握行业绝对话语权：京东方、TCL 华星、惠科三家企业合计占据全球液晶电视面板出货份额的 65%以上。回顾过去十年的行业变迁，LCD 面板的竞争格局经历了深刻的重塑：2016 年日韩+中国台湾企业仍占据 70%左右的市场份额，而到了 2025 年，中国大陆企业的份额已攀升至 70%左右。这一格局转变的核心驱动力在于中国大陆企业在高世代线投资上的战略决心和持续投入。

图表 7：2016-2025 年全球液晶电视面板出货量占比



资料来源：Omdia，中信建投

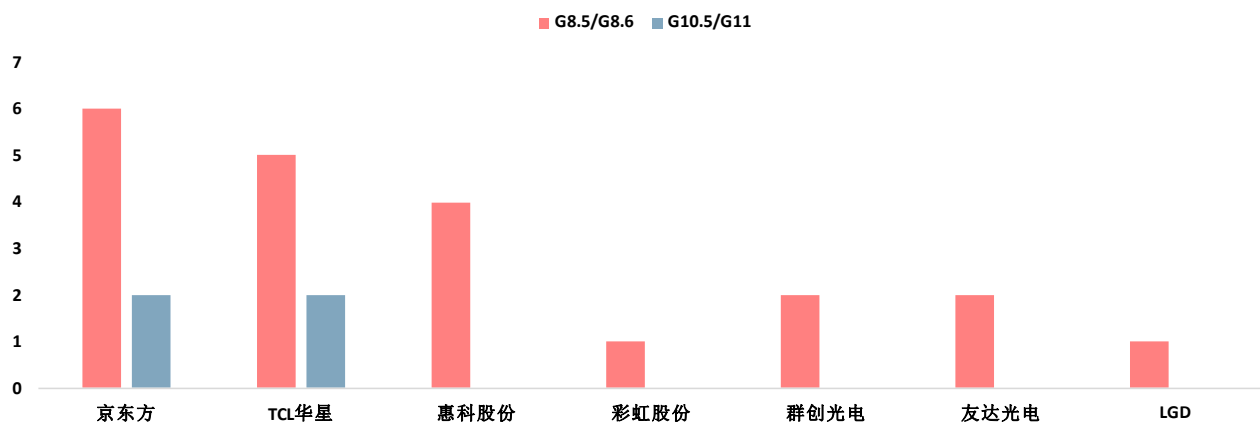
图表 8：2016-2025 年全球液晶电视面板出货面积占比



资料来源：Omdia，中信建投

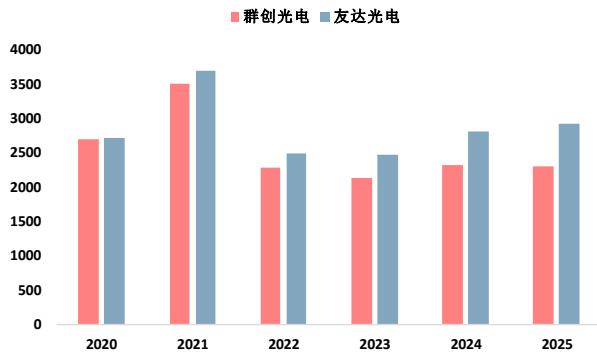
在与中国台湾企业的竞争中，大陆企业也占据更大的优势。大陆企业拥有更多高世代线，而台系企业群创、友达主要以低世代线为主。高世代线在生产大尺寸面板时具有显著的成本优势——以 G11 代线为例，单片 65 英寸面板的生产效率远高于 G6 代线。在未来的竞争中，预计大陆企业还会继续集中份额。群创、友达盈利长期承压，2025 年面板景气回升带动两家业绩改善，但其产能以低世代线为主，成本劣势难以逆转。

图表 9：全球面板厂商高世代线拥有情况（条）



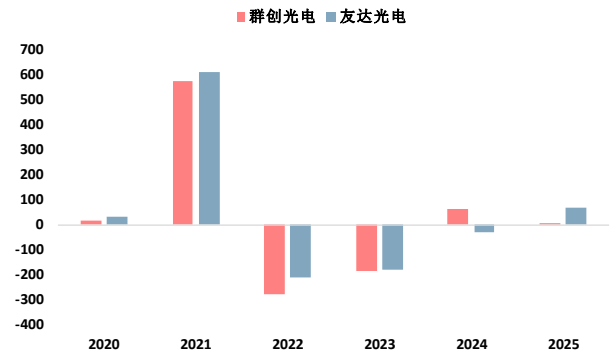
资料来源：各公司公告，中信建投

图表 10：2020-2025 年群创与友达营业收入对比（亿新台币）



资料来源：各公司公告，中信建投

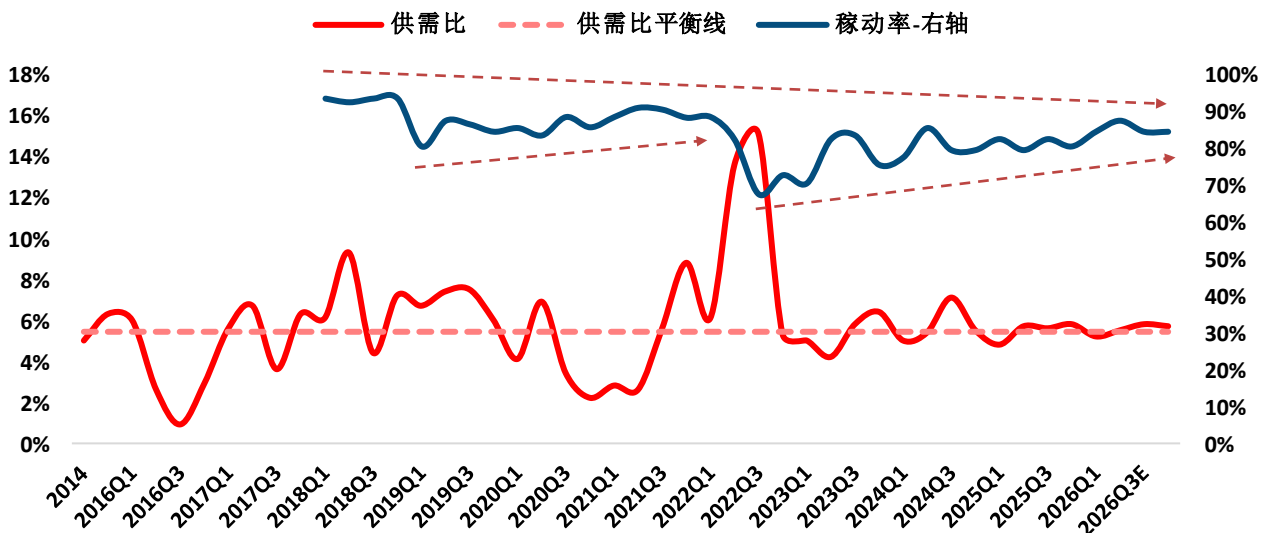
图表 11：2020-2025 年群创与友达净利润对比（亿新台币）



资料来源：各公司公告，中信建投

以销定产，面板进入新常态。过去 15 年间，中国大陆因为要追赶韩国企业，不断投入新的 LCD 产线，为了尽早摊薄成本，所有大陆企业的策略都是拼命生产，追求满产满销，无论需求是否阶段性过剩。因此，经常出现面板价格的大起大落，甚至在价格低谷期，价格低于现金成本，导致行业内的公司出现亏损。随着行业 CR3 持续提升，双寡头（京东方、TCL 华星）控产稳价模式已成为行业常态，LCD 面板产业的竞争格局从“价格战”转向“按需生产（以销定产）”，行业盈利稳定性显著增强。

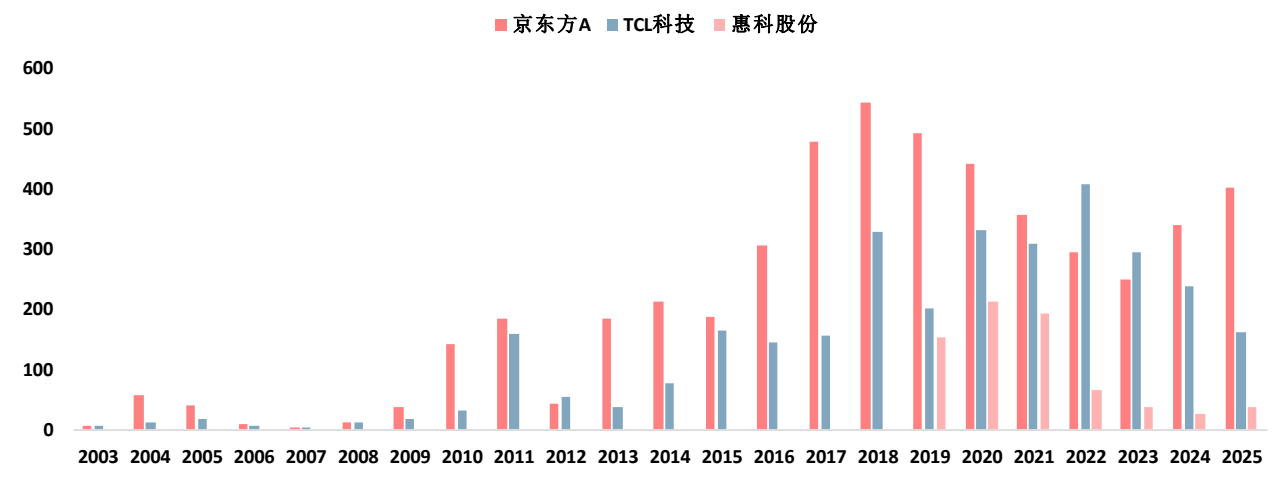
图表 12：全球 LCD 电视面板厂商稼动率与供需比



资料来源：AVC Revo，Sigmaintell，Omdia，中信建投

供给端高度自律，无新增产能担忧。行业已实质进入“存量竞争”阶段，政策与资金壁垒限制了大陆新高世代 LCD 产线的审批建设。展望未来 2-3 年，全球大尺寸 LCD 面板产能增量极为有限，供需关系将维持在相对紧平衡状态，这为龙头企业的盈利修复创造了极为有利的条件。从资本开支的角度来看，京东方、TCL 科技和惠科股份在过去十年中累计投入数千亿元建设 LCD 产线。京东方、TCL 科技、惠科股份累计投资分别超过 5000 亿元、3000 亿元、700 亿元。这些巨额投资构建了极高的行业壁垒，后进入者难以复制。

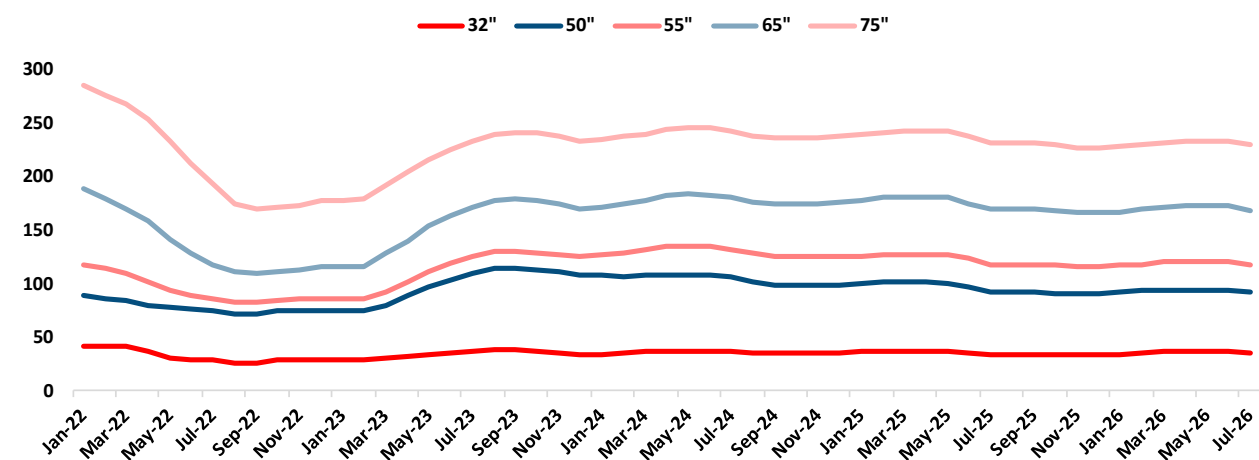
图表 13：京东方、TCL 科技、惠科股份的资本开支（亿元）



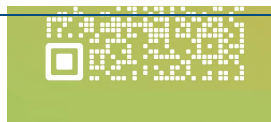
资料来源：各公司公告，中信建投

因此，面板价格稳定性不断增强。2022-2023 年面板价格经历了低谷期后，2024 年以来价格逐步回暖。2025 年 3 月，32 英寸面板价格约 36 美元/片，55 英寸约 125 美元/片，65 英寸约 182 美元/片，较 2023 年低谷期分别回升约 30%、47%和 46%。2023 年以后到 2026H1，面板价格总体波动性越来越小。

图表 14：2022 年以来 LCD 电视面板价格走势（美元/片）

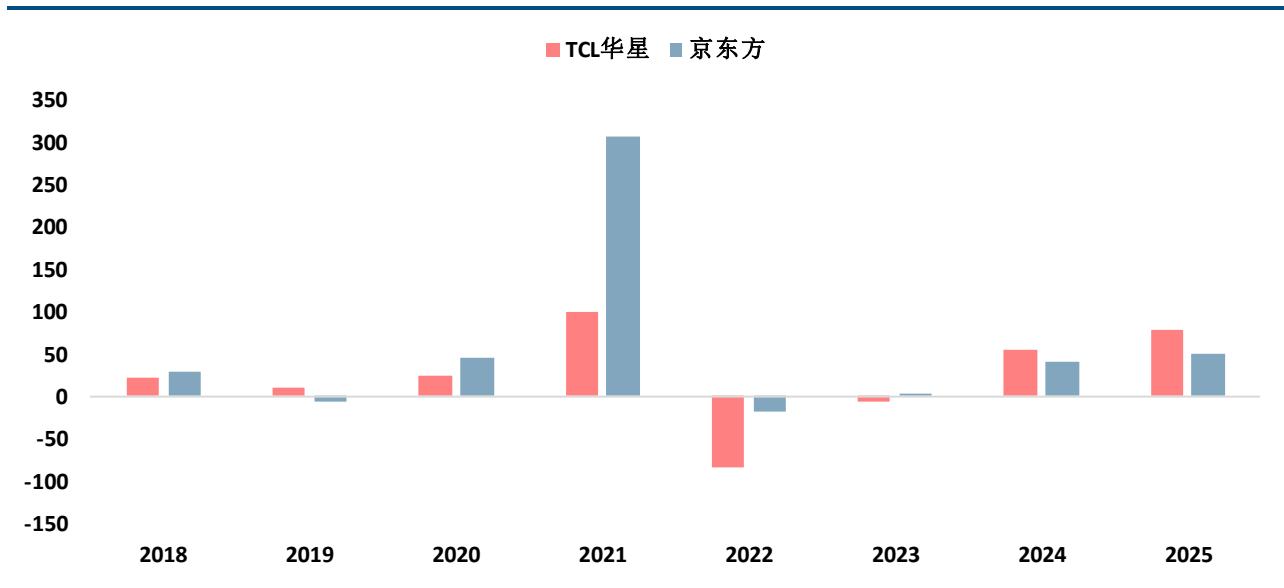


资料来源：AVC Revo，中信建投



未来，TCL 华星利润的稳定性也会增强。面板行业原来因为价格的波动比较大，所以始终是个强周期行业，利润波动极其大。在周期高点均能实现百亿级别的利润，但在周期低谷也都经历过亏损。2024 年 TCL 华星净利润 55.44 亿元、京东方净利润 41.45 亿元；2025 年 TCL 华星净利润进一步攀升至 80.08 亿元，京东方净利润增至 50.27 亿元。双寡头格局下，两家企业的盈利能力均显著增强。

图表 15：2018-2025 年 TCL 华星、京东方净利润对比（亿元）



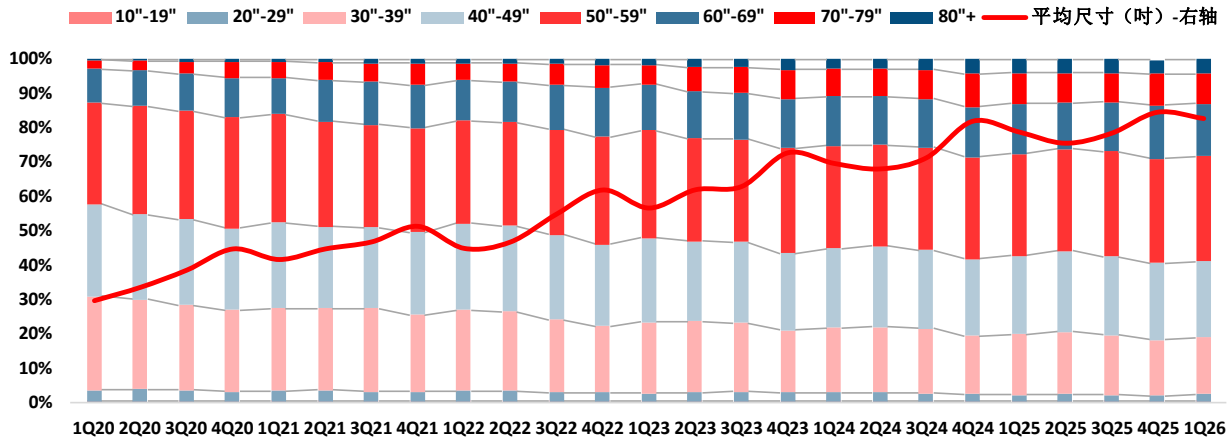
资料来源：各公司公告，中信建投

2.1.2 大尺寸领域：电视尺寸大屏化，长效消化产能

预计未来的销量总体稳定，全球出货量维持在 2 亿台左右。2025 年全球电视出货量约 2.06 亿台，较 2024 年的约 2.1 亿台微降，但受美加墨世界杯等体育赛事拉动，2026 年预计恢复至 2.1 亿台。整体而言，电视出货量已进入成熟期，增长空间有限。

我们认为更重要的是电视机平均尺寸的增长。近年来，全球电视平均尺寸以每年约 1 英寸的速度持续增长。2023 年全球 LCD TV 面板平均尺寸为 49.1 英寸，2024 年突破 50 英寸大关，2025 年预计达到 51 英寸以上。电视尺寸每增加 1 英寸，对 G8.5/G11 代线产能的消耗明显增长。以一个 65 英寸面板为例，其面积约为 32 英寸面板的 4 倍以上。“大屏化”趋势有效消化了新增产能压力，同时提升了单位面积的价值量。

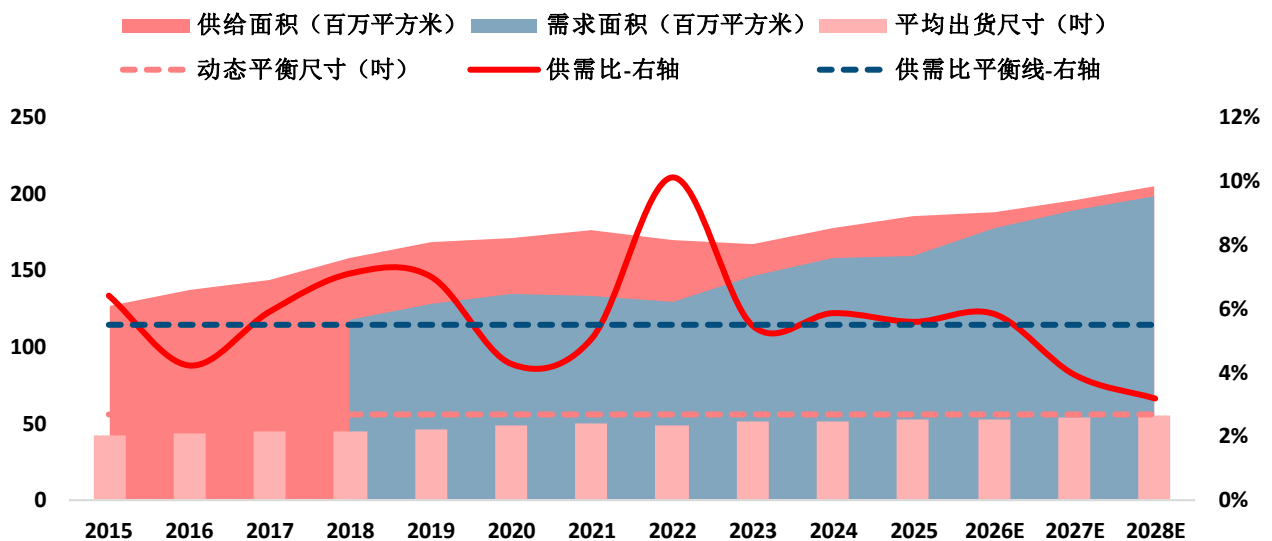
图表 16：全球各尺寸电视出货量占比及平均尺寸变化



资料来源：Omdia，中信建投

目前 LCD 面板供给依然偏过剩，但随着供应减少以及电视机平均尺寸的增长，行业将逐渐从供给过剩转向紧平衡。一方面，根据 DISCIEN 数据，占全球 TV 面板总产能 2% 的友达 L7A 工厂有关厂可能，友达更多产线也列入资产活化名单；另一方面，根据我们的测算，预计 2027 年供给为 1.96 亿平方米，而需求将增长至 1.89 亿平方米，供需比降至 4%，行业将从供过于求转为紧平衡。这一供需拐点的到来，将为面板价格提供长期支撑。

图表 17：全球大尺寸 LCD 面板供需平衡分析



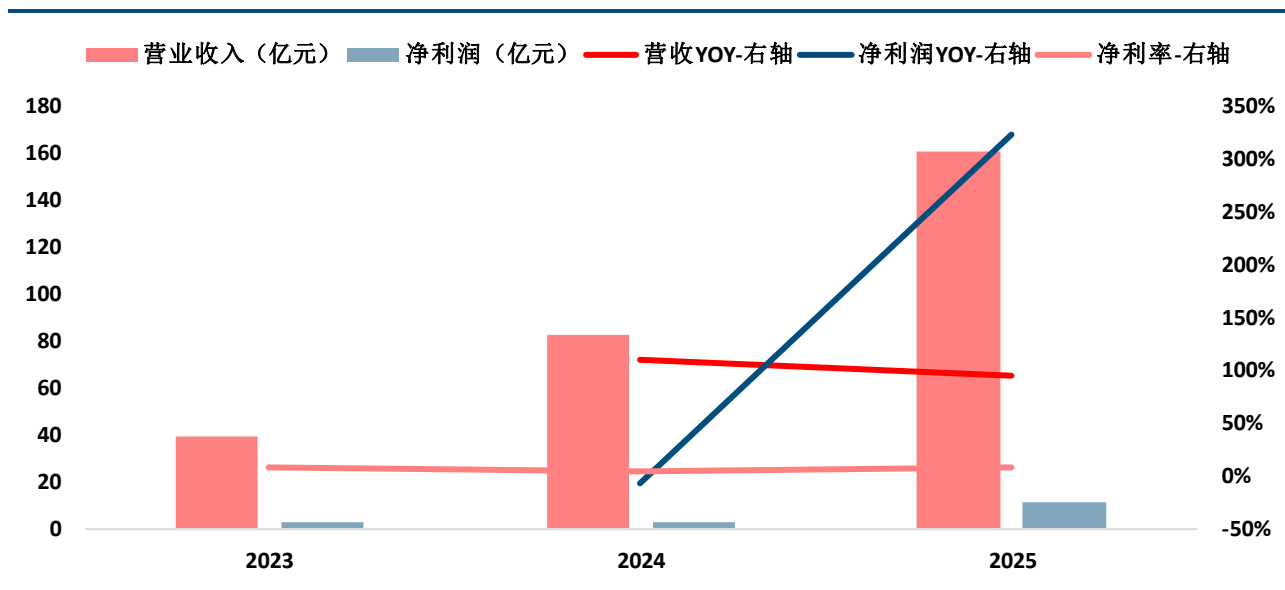
资料来源：AVC Revo，Sigmaintell，Omdia，WIND，中信建投

2.1.3 中尺寸领域：广州 T9 产线满产增效，产品结构再升级

T9 产线是布局中尺寸高端显示领域的战略级资产，为目前国内首条、全球少数已实现量产的 G8.6 代 a-Si 半导体显示面板产线。采用自主研发的高迁移率氧化物技术及 HFS 边缘场开关技术，在高刷新率、低功耗、高解析度等方面具备行业领先优势，主攻显示器、笔记本电脑、平板电脑及汽车显示器等中高附加值应用领域。

T9 产线经营数据表现亮眼。2024-2025 年，广州华星半导体（T9 运营主体）营业收入由 82.48 亿元增长至 160.39 亿元，同比增长 94.46%；净利润由 2.74 亿元增长至 11.58 亿元，同比大幅增长 322.45%。2025 年 T9 产线已实现满产运行，与联想、戴尔、三星、华硕等全球一线品牌建立了长期稳定的合作关系。我们预计随着产能提升以及产品结构改善，2026 年 T9 的净利润将提升至 16 亿元左右。

图表 18：广州 T9 产线营业收入与净利润及增速



资料来源：公司公告，中信建投

从盈利质量来看，T9 产线的产品结构正在持续升级。高刷新率电竞显示器面板、AI PC 用低功耗面板、车载 LTPS 面板等高毛利产品占比持续提升。2026 年，T9 产线稼动率保持满载，叠加产品结构进一步优化，中尺寸 IT 面板的毛利率显著高于传统 TV 面板，T9 产线已成为 2026 年华星最核心的利润增量来源。

2.2 OLED 业务：高额投入期尾声，高端化战略与颠覆性技术并进

TCL 华星在 OLED 领域采取“柔性 OLED 量产+印刷 OLED 前瞻”并进战略。尽管短期内 OLED 业务仍面临折旧压力，但高端化突围和前瞻性技术布局为公司打开了长期增长空间。公司目前已建成多条 OLED 产线，形成了从研发到量产的完整布局。

目前 TCL 华星的 OLED 产线情况：武汉 T4 产线（G6 柔性 AMOLED，投资 320 亿元，设计产能 45K/月，2020 年投产，目前处于折旧高峰期）；武汉 T12（G5.5 印刷 OLED 试验线，2024 年 11 月量产交付）；以及正在建设中的广州 T8 产线（G8.6 印刷 OLED，总投资 295 亿元，预计 2027 年下半年量产）。

图表 19：TCL 华星 OLED 产线全景图

产线	地点	世代	技术路线	投资金额	产能 (K/月)	投产时间	折旧状态
T4	武汉	G6	柔性 AMOLED	320 亿元	45	2020 年	折旧高峰
T12	武汉	G5.5	印刷 OLED	未披露	9 (扩产后)	2024 年 11 月	试验线
T8	广州	G8.6	印刷 OLED	295 亿元	22.5	2027 年 (预计)	尚未投产

资料来源：公司公告，中信建投

2.2.1 柔性 OLED（T4 产线）短期承压与高端化突围

T4 产线为第 6 代柔性 OLED 生产线，总投资 320 亿元，设计产能 45K/月，2020 年 1 月投产。该产线主要面向智能手机、智能穿戴等终端应用。尽管该产线仍处投入折旧期（折旧年限约 10 年，目前折旧约 5-6 年），折旧压力对净利润形成一定拖累（年亏损约 8-12 亿元），但稼动率持续攀升，产品高端化战略成效显著。

在产品结构方面，T4 产线折叠屏、LTPO（低温多晶氧化物）等高端产品出货占比稳步提升，产品均价（ASP）改善明显。公司已成为多家头部终端品牌的核心供应商，多款差异化产品实现稳定交付。2025 年，华星手机面板出货量同比增长 29%，平板业务实现跨越式增长，市场份额跃升至全球第二。

LTPS 车载业务成为新亮点。2025 年 TCL 华星车载显示出货面积同比增长 61%，市场份额提升至 11%，LTPS 车载出货面积位居全球第一。随着智能座舱多屏化、大屏化趋势加速，车载显示业务有望成为华星新的增长极。

2.2.2 前瞻性技术落子：T8 产线构建印刷 OLED 生态

印刷 OLED 是 TCL 华星在下一代显示技术领域最重要的战略布局。2025 年 9 月，公司公告投资 295 亿元建设全球首条第 8.6 代印刷 OLED 生产线（T8 项目）。该项目自 2025 年 11 月 30 日主体开工，仅历时 151 天（至 2026 年 5 月 8 日）即完成主体封顶，刷新行业“最快封顶”纪录，标志着全球首条规模化量产的 G8.6 代印刷 OLED 产线建设迈入全新阶段。

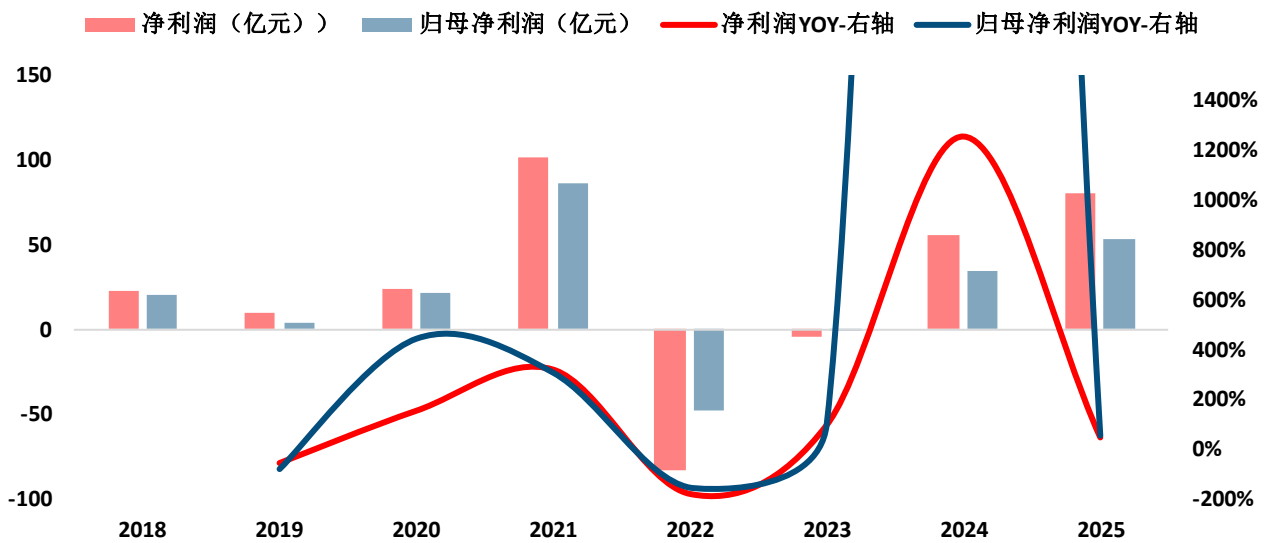
T8 产线设计月加工玻璃基板能力约 2.25 万片，聚焦中尺寸高端显示市场，覆盖笔记本电脑、桌面显示器、平板电脑等多元应用场景。项目采用喷墨印刷制程，将有机发光材料以“按需沉积”方式精准印刷到 8.6 代玻璃基板上。相比传统真空蒸镀工艺，印刷 OLED 具备以下显著优势：（1）材料利用率更高：真空蒸镀的材料利用率不足 30%，而印刷 OLED 可达 80%以上，大幅降低材料成本；（2）潜在良率更优：无需精密金属掩膜版（FMM），避免了蒸镀工艺中的对位精度难题；（3）更适配大尺寸产品：8.6 代基板面积远超 6 代，印刷工艺在大尺寸面板的应用潜力更大；（4）生产过程更绿色高效：低温工艺、能耗更低，符合可持续发展趋势。

T8 产线预计 2027 年下半年实现量产，届时将有力推动我国显示产业从“跟跑”向“领跑”跨越。该项目建成后，TCL 华星将在中尺寸高端 OLED 市场建立起先发优势，平板、笔电、车载等领域的产品竞争力将得到质的飞跃。在此之前，T12（G5.5 印刷 OLED 试验线）已于 2024 年 11 月实现量产交付，为 T8 的顺利投产积累了宝贵的工艺经验。

2.3 财务预测与净利润释放弹性测算

TCL 华星已度过资本开支高峰期，未来将进入收获期，同时少数股东权益的收回也提升了归母净利润水平。我们预计 2030 年 TCL 华星收入有望突破 1700 亿元，净利润达到 250 亿元以上，较 2025 年 80 亿元增长 200%+。这一增长除了来自业务层面改善，也来自于折旧退坡带来的成本下降以及少数股东权益回升的归母增长。

图表 20：2018-2025 年 TCL 华星的净利润和归母净利润及同比增速

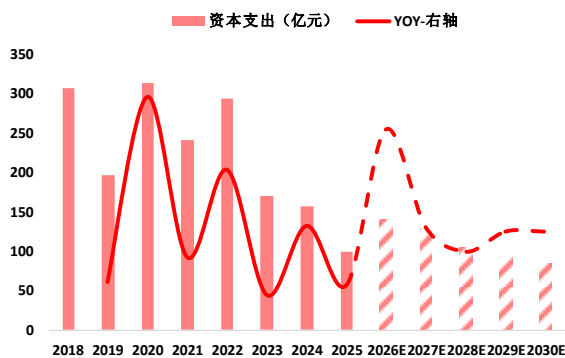


资料来源：公司公告，中信建投

2.3.1 资本开支见顶与折旧摊销下行趋势

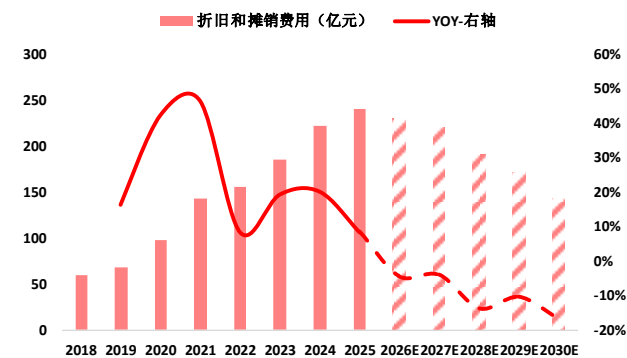
我们预计未来公司重大的产线资本开支主要是 T8 的印刷 OLED 线，总投资预计 295 亿元左右。除此之外，后续公司的资本开支将逐步下行，直至变成维持性的资本开支。2020-2022 年是 TCL 华星资本开支的高峰期（年均 280 亿元左右），主要用于 T9 产线建设和 T7 产线爬坡。2023-2024 年资本开支逐步降至 150 亿元左右，2025 年进一步降至 100 亿元不到，2026 年预计因 T8 项目启动资本开支回升至约 140 亿元，但预计此后逐年递减。

图表 21：TCL 科技半导体显示业务资本开支及预测



资料来源：公司公告，中信建投

图表 22：TCL 科技半导体显示业务折旧摊销及预测



资料来源：公司公告，中信建投

资本开支的减少意味着未来的折旧摊销也会不断减少。根据我们的测算，TCL 华星的折旧金额在 2025 年达到峰值（约 240 亿元），此后将进入自然退坡通道。T1 产线（2011 年投产）的折旧已于 2021 年结束，T2 产线（2015 年投产）的折旧也将于 2025-2026 年结束。T6、T7 产线（2019-2021 年投产）虽然仍处于折旧高峰期，但随着时间推移，折旧压力将逐步缓解。预计到 2028 年，华星整体折旧金额将降低至 200 亿元，较 2025 年减少约 50 亿元。重资产行业的折旧非现金属性意味着，固定成本的下降将直接转化为账面利润红利。

2.3.1 广州 T9 少数股东权益收回，增厚归母净利润

TCL 科技公告拟作价 93.25 亿元收购广州华星半导体 45% 股权（截至本报告披露日，该交易处于交易所审核问询阶段）。交易完成后，TCL 科技将直接及间接控制广州华星半导体合计 100% 的股权比例。本次收购对财务指标的提振效果显著。根据备考数据测算（基于 2025 年实际数据），交易完成后：TCL 科技归母净利润将由 45.17 亿元增至约 50.38 亿元，增幅约 11.53%。

图表 23：历史上公司少数股权回收统计

时间	产线/资产	对手方	收购股权比例	交易金额	收购后持股比例	交易方式
2013 年	华星光电 (T1/T2)	深超投	30%	31.82 亿元	85%	现金 (分两期支付: 2013 年 6 月 30 日前支付 50%, 12 月 15 日前支付剩余 50%)
2020 年	武汉华星 (T3)	武汉产投	39.95%	42.17 亿元	85.50%	发行股份+可转换公司债券+现金 (股份 47.43%约 20 亿/可转债 14.23%约 6 亿/现金 38.34%约 16.17 亿)
2020 年	苏州三星	三星显示	60%+100%	76 亿元	全资+并表	现金+换股 (TCL 华星以 7.39 亿美元现金收购 SSL 60%股权、3.41 亿美元收购 SSM 100%股权; 三星显示以 SSL 对价 7.39 亿美元对 TCL 华星增资, 换取 TCL 华星 12.33%股权)
2021 年	苏州华星	苏州工业园国资	30%	24.54 亿元	100%	现金 (通过苏州市公共资源交易中心公开摘牌, 一次性现金支付)
2024 年	深圳华星半导体 (T6/T7)	重大产业基金	8.37%	42.08 亿元	逐步提升	现金 (TCL 华星以 42.08 亿元现金向重大产业基金购买)
2024-2025 年	LGDC 广州工厂	LG 显示+广州国资	80%+20%	134 亿元	100%	现金 (108 亿元收购 LGDC 80%股权及 LGDGZ 100%股权, 分期现金支付, 资金来源为自有或自筹资金; 2025 年 1 月再以 26.15 亿元现金收购 LGDC 剩余 20%股权)
2024 年	武汉华星	国开基金	1.94%	3.08 亿元	小幅提升	现金 (分三次回购: 2024 年 3 月以 1.00 亿元购 0.63%、6 月以 1.00 亿元购 0.63%、10 月以 1.08 亿元购 0.68%, 均为现金支付)
2025 年	深圳华星半导体 (T6/T7)	重大产业基金	21.53%	115.62 亿元	84.21%	发行股份+现金 (现金 72.08 亿元+发行股份 43.59 亿元, 同时向不超过 35 名特定对象发行股份募集配套资金 43.59 亿元)
2025 年	深圳华星半导体 (T6/T7)	重大产业基金	10.77%	60.45 亿元	94.98%	现金 (TCL 华星以 60.45 亿元现金购买, 无需提交股东会审议)
2025 年	华兆光电 (LED)	福建省电子信息集团	80%	4.9 亿元	80%	现金 (TCL 华星以 4.9 亿元成功竞买摘牌福建省产权交易中心挂牌的股权及相关债权, 现金支付)
2026 年	广州华星半导体 (T9)	恒健投资等	45%	93.25 亿元	100% (推进中)	发行股份+现金 (股份 46.62 亿元+现金 46.62 亿元, 各占 50%; 原拟募集配套资金 46.62 亿元, 后于 2026 年 6 月取消配套募资, 现金部分改由自有/自筹资金支付)

资料来源：公司公告，中信建投

图表 24：目前还有哪些少数股权还没回收？

序号	产线/运营主体	产线类型	TCL 科技最终持股比例	剩余比例	少数股东	备注
1	深圳华星半导体	T6/T7 (G11)	84.21%	15.79%	深圳国资委产业基金 (10.77%)、三星显示(5.02%)	2025 年 12 月公告拟再收购重大产业基金所持 10.77%股权，完成后 TCL 华星直接持股将达 94.98%；73.06%为上市公司穿透 TCL 华星后的最终受益口径
2	武汉华星光电半导体	T4/T5 (G6)	51.28%	48.72%	国开基金 (12.56%)、武汉光谷产投 (23.87%)、湖北省级配套产业基金 (12.29%)	2024 年曾分三次小额收购国开基金约 1.94%股权，剩余约 12.56%未回收
3	武汉华星光电技术	T3 (G6 LTPS)	85.5%	14.5%	国开基金	2020 年收购武汉产投 39.95%股权后持股升至 85.50%
4	广州华星光电印刷显示	T8 (G8.6 印刷 OLED)	14.51%	85.49%	国开新型金融工具 (36.72%)、城发星印 (12.66%)、黄埔开投 (12.66%)	2025 年 8 月成立，12 月增资，注册资本 177 亿元，各方需在 2026 年 12 月 31 日前完成出资
5	惠州华星光电	模组厂	79.17%	20.83%	惠州本地产业国资平台	主要为模组配套
6	苏州华星光电技术	原三星苏州 (G8.5)	81.6%	18.4%	-	2020 年收购 60%股，2021 年 10 月收购苏州工业园国资剩余 30%股权，TCL 华星 100%全资控股
7	苏州华星光电显示	模组厂	81.6%	18.4%	-	原三星显示模组厂
8	华兆光电	LED 芯片	80%	20%	福建省电子信息（集团）有限责任公司	2025 年 12 月收购 80%股权，反垄断审查 2026 年 2 月获批

资料来源：公司公告，中信建投

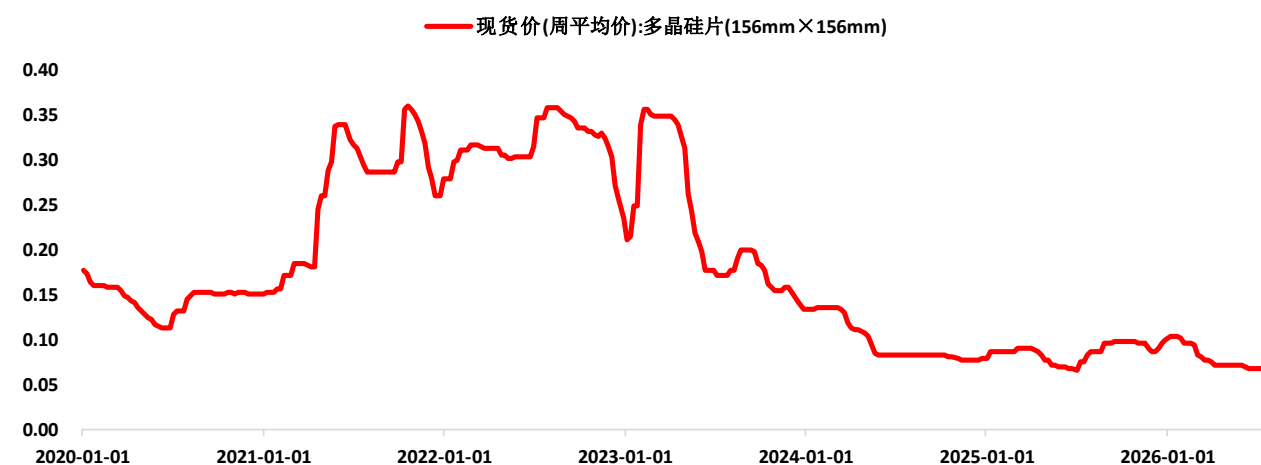
三、TCL 中环：光伏底部确认，技改与海外布局推动全面减亏

TCL 中环是 TCL 科技旗下的新能源光伏及半导体材料平台，也是中国唯一拥有太阳能级和电子级硅材料双产业链的上市公司。受光伏行业周期性调整影响，TCL 中环 2025 年仍处于深度亏损状态，但 2026 年以来经营修复拐点信号显现。

3.1 行业周期寻底，中环筑底明确

2025 年，光伏行业加速进入深度调整期。全球光伏终端装机虽保持一定增长，但需求增长远低于产能增速，产能过剩导致全产业链供需失衡。恶性竞争下产品价格大跌，硅片价格从 2023 年初的约 0.35 元/W 下滑至 2024 年底的约 0.08 元/W，跌幅超 70%，行业陷入“卖得越多亏得越惨”的困境。

图表 25：光伏硅片价格自 2023Q2 以来单边走低（美元/片）

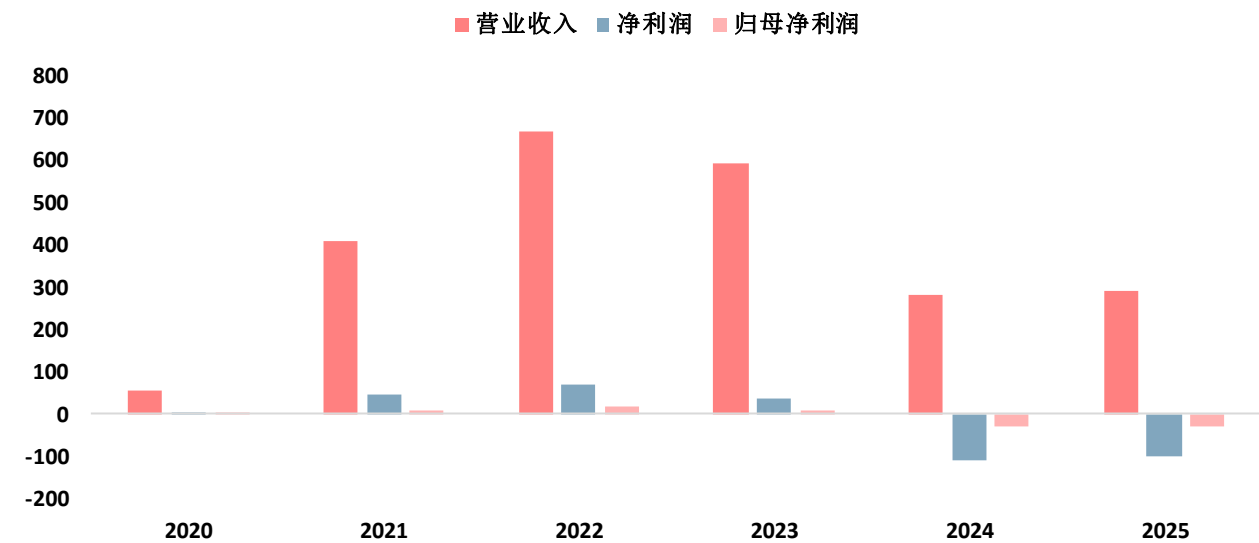


资料来源：WIND，中信建投

TCL 中环 2025 年年报显示，全年实现营业收入 290.5 亿元，归属于上市公司股东的净利润亏损 92.64 亿元，同比减亏 5.65%。尽管绝对亏损额仍然较大，但经营现金流净额 11.44 亿元，EBITDA 同比改善，显示出公司的经营基本面正在逐步修复。2025 年，公司硅片市占率保持行业第一；半导体材料业务实现营收 57.07 亿元，同比增长 21.75%，经营稳健。

行业层面，光伏产业链价格已在底部区域运行较长时间。硅片环节库存去化持续推进，行业限产提价措施逐步落地。随着供给侧低效产能的加速出清，产业链价格有望在 2026 年下半年企稳回升，行业盈利修复的逻辑正在逐步兑现。近期三部委出台光伏三项强制能效国标，2027 年起全链条执行能耗、衰减硬性指标，将加速落后产能淘汰。

图表 26：TCL 中环营业收入和净利润（亿元）



资料来源：公司公告，中信建投

3.2 2026 年多维减亏路径

2026 年上半年，TCL 中环减亏趋势明确。公司披露的业绩预告显示，预计上半年归母净利润亏损 30 亿-33 亿元，相较 2025 年同期亏损 42.42 亿元同比改善 22.2%-29.3%。其中，第二季度亏损预计 13.5 亿-16.5 亿元，较第一季度亏损 16.5 亿元环比收窄。公司推行多维减亏路径，成效逐步显现：

（1）降本增效成果显著。通过优化用料结构、提升单台效率、控制人力成本、降低能耗等方式，2026 年上半年硅片业务非硅成本同比下降超 13%，核心主业成本竞争力进一步夯实。

（2）适度一体化战略取得实质进展。电池组件业务收入同比增长近 40%，其中第二季度收入占公司光伏业务收入比重超过 50%。组件海外出货约 2GW，较去年同期提升 4 倍。2026 年 7 月 2 日，公司完成一道新能源控股权交割（三季度起并表），通过本次交易快速高效形成 20GW 电池和 50GW 组件产能。

（3）BC 高效产线技改打开长期空间。公司同步推进全线 BC 高效产线技改，计划将全部电池、半数组件改造为 BC 产能，将于三季度起集中投产。BC 产品能效指标更好适配行业能效升级趋势，TCL 中环提前锁定规模化 BC 产能，精准契合供给侧出清、高效高溢价产品的行业主线。

（4）半导体材料业务稳健托底。2026 年上半年半导体材料业务收入超 30 亿元，出货量同比增长 17%，12 英寸产品布局持续稳步推进。该业务毛利率稳定在 19% 左右，成为穿越周期的“压舱石”。中环领先坚持“国内领先，全球追赶”战略，2025 年全年营收超 57 亿元，稳居国内第一。

四、投资项目与协同资产：培育稳健利润增长极

除两大核心业务外，TCL 科技通过 TCL 创投、中环产业基金等平台，以及产业链上下游的战略布局，沉淀了一批优质资产。这些资产每年稳定贡献数亿元投资收益，对业绩起到“安全垫”作用。2025 年，公司实现投资收益 25.22 亿元，其中对联营及合营企业的投资收益 17.21 亿元，同比增长近 3 倍。

主要投资项目包括：（1）金融类投资：参股上海银行等金融机构，每年贡献稳定的投资收益和现金分红。（2）半导体生态链投资：围绕半导体显示和半导体材料产业链，投资了涵盖上游材料、设备、下游应用等多个环节的企业，既获取了投资收益，也强化了产业协同效应。（3）产业基金布局：通过 TCL 创投、中环产业基金等平台，布局了一批具有成长潜力的科技创新企业，为未来业务拓展储备了战略资源。

特别值得关注的是，TCL 科技对长鑫科技进行了战略性投资。此外，TCL 科技通过 TCL 创投对盛合晶微（穿透约 3.2%）、集创北方（穿透约 1.8%）、得一微电子（约 2.1%）等半导体企业进行了布局。

TCL 创投的 AI 大模型和硬科技布局同样值得关注。2024-2025 年，TCL 创投分多轮累计出资约 5 亿元战略投资智谱华章，经多层股权穿透后合计持股中枢约 1.0%；智谱 AI 作为国内通用大模型龙头登陆港股（02513.HK），上市后盘中总市值最高突破万亿港元，TCL 创投穿透持股对应公允价值已远超投资成本，未来退出或重估有望释放可观投资收益。此外，公司通过直投与产业基金布局多条机器人、量子科技赛道：穿透持有智元机器人约 1.5%、灵猴机器人约 2.0%、科创板待上市企业国仪量子约 1.54%，覆盖人形具身智能、工业机器人核心零部件、量子精密测量等高景气硬科技赛道。

这些跨周期硬科技投资资产有效平滑面板主业行业周期波动，持续增厚公司投资收益。2025 年，公司公允价值变动收益 9.89 亿元，显著增厚当期利润。截至当前，TCL 创投累计投资超 130 家科技企业，覆盖半导体、AI 大模型、机器人、新能源、新材料五大赛道，已有 40 余家项目完成 IPO 或并购退出，形成“屏-芯-AI-先进制造”协同赋能的完整产业投资生态，长鑫科技成功上市成为 TCL 产业投资板块标志性收益兑现项目。

五、AI 领域新布局：玻璃基板——下一代先进封装核心材料

AI 算力进入大芯片、高带宽、高密度互连时代，GPU、ASIC、HBM 与 Chiplet 持续推动封装尺寸和线路精度升级。在这一背景下，TCL 科技凭借其在显示面板领域积累的大尺寸玻璃加工能力，正加速布局玻璃基板（Glass Core Substrate）赛道。玻璃基板被视为下一代先进封装的核心底座，有望为公司打开全新的成长空间。

5.1 为什么要用玻璃基板——传统基板的物理极限与玻璃的四大核心优势

传统有机基板（以 ABF 载板为代表）和硅中介层在 AI 大芯片时代正面临越来越严峻的挑战。理解玻璃基板的价值，首先要理解现有技术的“天花板”在哪里。

有机基板（ABF 载板）的三大“死穴”：第一，翘曲（Warpage）失控。有机基板的 CTE 约 17 ppm/°C，而硅芯片的 CTE 仅约 2.6 ppm/°C，两者相差 6 倍以上。当 AI 加速芯片封装尺寸迈向 60×60mm 以上、回流焊温度 260°C 时，热应力带来的基板翘曲量超过 100μm，会直接导致微凸点断裂、布线错位。市场普遍认为，这正是 GPU 厂商下一代多芯片封装方案必须直面的物理约束。第二，高频信号损耗严重。有机基板的 Df 值在 10GHz 下约为 0.02，在 112Gbps PAM4 乃至 224Gbps 信号速率下，介电损耗严重、信号失真甚至失效。第三，尺寸扩展受限。ABF 载板目前最大尺寸约 100×100mm，难以满足 AI 芯片封装越来越大的面积需求。

硅中介层虽然在高密度互连方面表现优异，但成本高。但受晶圆尺寸限制（最大 12 英寸/300mm），且加工成本极高（一片 300mm 硅中介层约 500-1000 美元），对于大型 AI 芯片封装来说已成为成本最大的单项。

图表 27：玻璃基板 vs ABF 有机基板 vs 硅中介层：关键技术参数对比

	 Organic	 Silicon	 Glass
CTE Match to Si	6-7x off	identical	tunable to match
Signal Loss	high at GHz	moderate	very low
Wiring Density	100s um pitch	finest available	10s um (maturing)
Cost	lowest	fab-dependent	moderate (panel helps)
Scalability	large panels exist	wafer-limited	panel-level ready
Manufacturing Maturity	25+ years	12+ years (CoWoS)	early stage

No single material wins every category — the question is which layer to upgrade first.

资料来源：NuttyCLD，半导体行业观察，中信建投

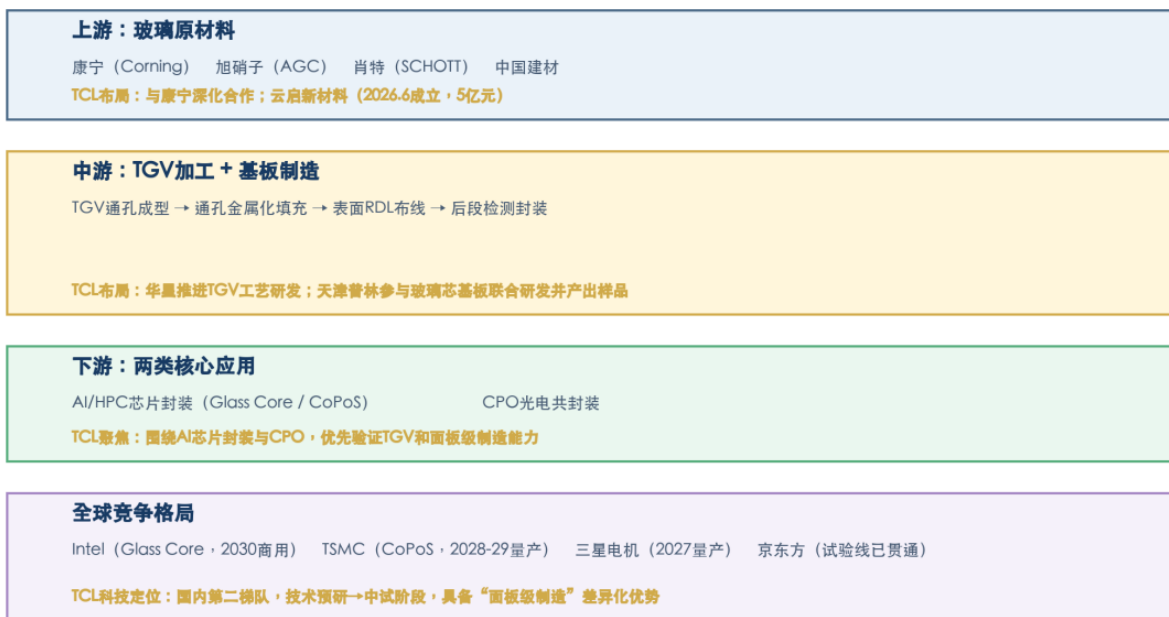
玻璃基板之所以被业界寄予厚望，源于其本征特性恰好解决了上述痛点：CTE 可精确调控至 3-5 ppm/°C，

与硅芯片（2.6ppm/°C）高度匹配；Df 值仅 0.001-0.003，信号损耗仅为有机基板的 1/10；最大尺寸可达 510×515mm（G8.5 面板切割），面积利用率较传统晶圆级制造提升 5 倍以上；透光性优异，支持 CPO 光电共封装。

5.2 TCL 科技的玻璃基板布局与进展

TCL 科技在玻璃基板领域的布局呈现“低调推进、多点开花”的特点。虽然公开披露的信息相对简练，但从产业链布局看，公司已形成了覆盖玻璃加工、载板制造、精密键合的协同链条。

图表 28：玻璃基板产业链全景及 TCL 科技布局



资料来源：公司公告，中信建投

TCL 科技的玻璃基板布局呈现“三件套”协同架构：①TCL 华星——前道玻璃加工核心，拥有 G8.5/G8.6 代线的面板级制造能力，已开始切入 TGV 相关核心工艺；②天津普林（002134.SZ）——中游载板制造，拥有 36 年 PCB 制造经验，涉及玻璃基板电镀治具等关键环节；③芯颖显示——精密键合技术，TCL 华星与三安光电合资公司，开发面向玻璃基的 Micro LED 技术产品。

关键里程碑事件：2024 年 12 月 TCL 全球技术创新大会首次展出玻璃芯基板；2026 年 5 月 SID 2026 华星展示全球最高 1700PPI Real RGB 玻璃基 OLED 显示；2026 年 5 月天津普林联合华星成功产出 TGV 样品；2026 年 6 月康宁 CEO 亲访 TCL 华星深化合作；2026 年 6 月 16 日出资 5 亿元设立深圳市云启新材料科技公司（持股 51%），专属布局功能玻璃、半导体电子材料研发制造。

竞争格局方面：TCL 科技的玻璃基板布局进度在国内属于第二梯队，处于技术预研向中试验证推进阶段，落后于京东方，但领先于绝大多数后进入者。围绕 AI 芯片封装与 CPO 两类核心应用，TCL 的差异化优势在于：G8.5/G8.6 的面板级制造能力（这是从显示产业迁移到封装产业的独特资产）；与康宁的深度战略合作（确保高端玻璃原材料供应）；“华星+普林+芯颖”的产业链协同架构（覆盖从玻璃加工到精密键合的全流程）。

六、盈利预测与 SOTP 估值

6.1 股权激励

事件：2026 年 6 月 2 日，TCL 科技披露《2026 年合伙人持股计划（草案）》及《2026 年中长期员工持股计划（草案）》，同步推出 11-12 亿元回购方案。

核心结论：公司推出双轨制激励体系——针对核心高管的“合伙人持股计划”与针对中层骨干的“中长期员工持股计划”，均设置三层业绩考核目标，强化长期利益绑定。

锁定期显著延长：核心管理人员持股锁定期由原“锁一年、分两年归属”变更为“锁五年，期满后一次性解锁”，强化核心团队与公司的长期绑定。

图表 29：TCL 科技 2026 年股权激励计划

项目	合伙人持股计划	中长期员工持股计划
参加对象	董事、CFO、高级副总裁等核心高管	中层管理人员、高级专业人员及优秀核心骨干
资金总额	不超过 2.8 亿元	不超过 9.2 亿元
股票上限	约 6,542 万股（占股本 0.31%）	约 21,495 万股（占股本 1.03%）
考核层级	三层（公司 KPI+经营单位 KPI+个人绩效）	三层（公司 KPI+经营单位 KPI+个人绩效）

资料来源：公司公告，中信建投

图表 30：2026 年股权激励计划的三层业绩考核目标 KPI

层次	考核指标	具体目标	达成条件（二选一）
公司层面关键业绩指标	归母净利润增速	2026 年归母净利润较 2025 年增长率 + 2025 年归母净利润较 2024 年增长率	两者平均不低于 30%
	营业收入增速	2026 年营业收入较 2025 年增长率 + 2025 年营业收入较 2024 年增长率	两者平均不低于 30%
下属经营单位层面关键业绩指标	考核方式：各经营单位设置差异化关键业绩指标		
	挂钩机制：实际归属股票数量与经营单位 KPI 达成情况严格挂钩		
持有人个人层面绩效考核	A 及以上：归属日后满 12 个月（2028 年 5 月 30 日）归属 50%；满 24 个月（2029 年 5 月 30 日）归属剩余 50%；退休后归属长期服务激励份额		
	A 以下：归属日后满 12 个月归属 50%；满 24 个月归属剩余 50%		

资料来源：公司公告，中信建投

6.2 盈利预测

我们预测 2026-2028 年公司实现营业收入 2046.19/2344.67/2584.05 亿元，同比增速 11.17%/14.59%/10.21%，归母净利润 75.42/119.01/140.54 亿元，同比增速 66.98%/57.79%/18.10%，净利率为 3.69%/5.08%/5.44%，对应 EPS 为 0.36/0.57/0.68 元，当前股价对应 PE 为 13.05/8.27/7.00 倍。

图表 31：TCL 科技收入拆分

单位：亿元，%	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
半导体显示	836.55	1042.54	1207.20	1300.60	1437.13	1576.19
YOY	27.30%	24.62%	15.79%	7.74%	10.50%	9.68%
占比	47.98%	63.25%	65.59%	63.56%	61.29%	61.00%
TCL 华星	720.78	896.68	1052.38	1153.62	1284.78	1419.66
YOY	28.12%	24.40%	17.36%	9.62%	11.37%	10.50%
占半导体显示比重	86.16%	86.01%	87.17%	88.70%	89.40%	90.07%
TCL 茂佳	157.60	205.19	217.30	204.46	206.38	208.40
YOY	23.64%	30.20%	5.90%	-5.91%	0.94%	0.98%
占半导体显示比重	18.84%	19.68%	18.00%	15.72%	14.36%	13.22%
其他及抵消	-41.83	-59.33	-62.48	-57.48	-54.03	-51.87
YOY	-27.30%	-41.84%	-5.30%	8.00%	6.00%	4.00%
占半导体显示比重	-5.00%	-5.69%	-5.18%	-4.42%	-3.76%	-3.29%
新能源光伏及半导体材料	591.46	284.19	290.50	334.08	434.30	477.73
YOY	-11.74%	-51.95%	2.22%	15.00%	30.00%	10.00%
占比	33.92%	17.24%	15.78%	16.33%	18.52%	18.49%
电子产品分销	301.10	314.65	346.49	415.79	478.16	535.54
YOY	-5.46%	4.50%	10.12%	20.00%	15.00%	12.00%
占比	17.27%	19.09%	18.82%	20.32%	20.39%	20.72%
其他及抵消	14.56	6.85	-3.56	-4.28	-4.92	-5.41
YOY	-26.38%	-52.98%	-152.05%	20.00%	15.00%	10.00%
占比	0.83%	0.42%	-0.19%	-0.21%	-0.21%	-0.21%
营业收入合计	1743.67	1648.23	1840.63	2046.19	2344.67	2584.05
YOY	4.69%	-5.47%	11.67%	11.17%	14.59%	10.21%
归母净利润	22.15	15.64	45.17	75.42	119.01	140.54
YOY	747.60%	-29.38%	188.78%	66.98%	57.79%	18.10%
净利率	1.27%	0.95%	2.45%	3.69%	5.08%	5.44%

资料来源：公司公告，中信建投

图表 32：TCL 科技重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	164,822.83	184,063.39	204,618.93	234,467.24	258,404.92
YoY(%)	-5.47	11.67	11.17	14.59	10.21
净利润(百万元)	1,564.11	4,516.78	7,541.98	11,900.64	14,054.23
YoY(%)	-29.38	188.78	66.98	57.79	18.10
毛利率(%)	11.59	13.15	12.42	15.80	16.78
净利率(%)	0.95	2.45	3.69	5.08	5.44
ROE(%)	2.94	7.35	11.67	17.07	18.57
EPS(摊薄/元)	0.08	0.22	0.36	0.57	0.68
P/E(倍)	62.90	21.78	13.05	8.27	7.00
P/B(倍)	1.85	1.60	1.52	1.41	1.30

资料来源：iFinD，中信建投

6.3 分部估值（SOTP）框架构建与 DCF 估值（FCFF）

首先，我们采用 SOTP（分部加总）估值法对 TCL 科技各业务板块分别估值。由于公司跨越面板和新能源两大完全不同估值体系的行业，必须使用 SOTP 估值。

图表 33：TCL 科技 SOTP 估值框架

业务板块	估值方法	核心假设	估值结果
半导体显示（TCL 华星）	PE 估值	2030 年左右的净利润给 10 倍左右，再折现回 2026 年	1700-2050 亿元
新能源光伏（TCL 中环）	市值法	市值*持股比例	100 亿元
投资及其他	PE/折价	投资收益*5 倍左右	50 亿元
合理市值区间			1850-2200 亿元

资料来源：公司公告，中信建投

分部估值结果显示，TCL 科技的未来稳态市值区间约为 1850-2200 亿元，按当前总股本 208 亿股计算，对应每股价值区间约 8.9-10.6 元。

其次，我们采用 DCF 估值（FCFF）对 TCL 科技进行估值。TCL 科技当前属于重资产、强周期、双主业平台（显示面板+光伏硅片），盈利周期性仍然极强、阶段性利润大幅波动，因此仅用 PE、EV/EBITDA 等相对估值存在不足。FCFF（企业自由现金流）DCF 立足于长期现金流创造能力，穿透短期周期盈亏，衡量企业全部资产（经营性资产）的内在价值，是适合 TCL 科技的基本面绝对估值方法。

图表 34：TCL 科技 DCF 估值（FCFF）假设及结果

假设	数值	FCFF 估值	现金流折现值
无风险利率Rf	2.10%	第一阶段	68,568.65
市场预期回报率Rm	10.71%	第二阶段	143,698.52
第二阶段年数（年）	5	第三阶段（终值）	273,354.47
第二阶段增长率	3.50%	企业价值AEV	485,621.64
永续增长率(可参考CPI)	1.00%	加：非核心资产	18,373.27
有效税率Tx	2.00%	减：带息债务(账面价值)	135,822.34
资本成本		减：少数股东权益	71,910.22
β系数（参考值）	1.0760	股权价值	296,262.34
计算周期	日	除：总股本(股)	20,800,862,447.00
收益率计算方法	普通收益率	每股价值(元)	14.24
标的指数	上证综合指数		
税后债务资本成本Kd	4.00%		
债务资本比重Wd	35.00%		
股权资本成本Ke	11.36%		
WACC	8.78%		

资料来源：iFinD，中信建投

DCF 估值结果显示，TCL 科技的股权价值约为 2963 亿元，按当前总股本 208 亿股计算，对应每股价值为 14.24 元。

综合相对估值与绝对估值方法的结果，我们采取保守估值结果作为目标价。考虑公司半导体显示业务盈利持续释放、TCL 中环减亏趋势明确，以及 T9 少数股权收购落地后的利润增厚效应，我们给予“买入”评级，目标价区间 8.9-10.6 元。

6.4 投资建议

投资评级：买入。

核心投资逻辑：

1. 半导体显示业务（TCL 华星）进入“现金流与利润”双重收获期。LCD 行业竞争格局优化、无新增产能、电视大屏化三重因素支撑面板价格中枢上移。T9 中尺寸产线满产增效，产品结构升级，成为 2026 年核心利润增量之一。

2. 折旧退坡+少数股权回收，归母净利润弹性显著。LCD 大尺寸产线折旧陆续到期，未来 2-3 年华星折旧额将进入自然退坡通道。T9 少数股权收购完成后，归母净利润直接提升约 11.53%。到 2030 年，TCL 华星净利润有望达到 250 亿元以上级别。

3. 印刷 OLED 前瞻布局，抢占下一代显示技术制高点。T8 产线 2027 年下半年量产，有望在中尺寸 OLED 市场建立先发优势，打开长期增长天花板。

4. TCL 中环底部确认，2026 年多维减亏路径清晰。硅片成本持续下降，一体化和全球化战略取得实质进展，BC 技改打开长期空间。光伏板块对整体业绩的拖累有望在 2026 年下半年进一步收窄。

5. 产业投资生态价值凸显。TCL 科技参与长鑫科技战略配售，子公司 TCL 创投持有智谱等一系列优质资产，随 IPO 退出将释放可观的投资收益。

七、风险提示

- (1) 终端消费需求不及预期：如电视及 IT 端需求不振导致面板跌价，将影响华星盈利能力；
- (2) 光伏行业竞争出清速度慢于预期：TCL 中环亏损难以继续收窄，拖累整体业绩；
- (3) 汇率波动及海外贸易壁垒风险：公司海外收入占比超 36%，汇率波动和贸易政策变化可能影响盈利；
- (4) 印刷 OLED 技术量产进度不及预期：T8 产线良率爬坡慢于预期，影响中长期增长预期；
- (5) 宏观经济波动风险：全球经济复苏不确定性可能影响终端消费和投资需求。

图表 35：TCL 科技敏感性分析

2026 年规模及增长率	悲观假设	中性假设	乐观假设
半导体显示增长率	4%	8%	12%
新能源光伏及半导体材料增长率	10%	15%	20%
电子产品分销增长率	15%	20%	25%
其他及抵消增长率	15%	20%	25%
营业收入（亿元）	1969.41	2049.19	2129.33
营业收入增长率	7.00%	11.17%	15.68%
归母净利润（亿元）	72.59	75.42	78.48
归母净利润增长率	3.69%	66.98%	73.76%
2027 年规模及增长率	悲观假设	中性假设	乐观假设
半导体显示增长率	5%	10%	15%
新能源光伏及半导体材料增长率	20%	30%	40%
电子产品分销增长率	10%	15%	20%
其他及抵消增长率	10%	15%	20%
营业收入（亿元）	2135.53	2344.67	2557.31
营业收入增长率	8.44%	14.59%	20.10%
归母净利润（亿元）	108.39	119.01	129.80
归母净利润增长率	5.08%	57.79%	65.38%
2027 年规模及增长率	悲观假设	中性假设	乐观假设
半导体显示增长率	5%	10%	15%
新能源光伏及半导体材料增长率	5%	10%	15%
电子产品分销增长率	5%	12%	15%
其他及抵消增长率	5%	10%	15%
营业收入（亿元）	2242.31	2584.05	2940.91
营业收入增长率	5.00%	10.21%	15.00%
归母净利润（亿元）	121.96	140.54	159.95
归母净利润增长率	12.51%	18.10%	23.23%

资料来源：公司公告，中信建投

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	95,373.44	102,777.2	112,180.1	125,470.4	136,491.4
现金	23,007.77	30,460.06	30,692.84	35,170.09	38,760.74
应收票据及应收账款合	23,658.53	23,644.59	27,907.65	31,978.61	35,243.43
其他应收款	4,723.14	3,500.62	5,484.02	6,283.99	6,925.55
预付账款	2,090.49	1,909.44	2,725.13	3,122.65	3,441.45
存货	17,594.13	18,370.71	21,497.46	23,682.34	25,797.13
其他流动资产	24,299.38	24,891.78	23,873.08	25,232.75	26,323.17
非流动资产	282,878.4	269,961.1	269,078.3	263,319.8	252,972.7
长期投资	24,595.63	23,349.19	31,412.64	38,431.27	44,670.85
固定资产	177,209.7	171,192.3	153,124.1	136,575.7	120,718.0
无形资产	18,117.47	18,467.31	15,682.30	12,932.84	10,176.60
其他非流动资产	62,955.68	56,952.27	68,859.23	75,379.97	77,407.21
资产总计	378,251.9	372,738.3	381,258.5	388,790.3	389,464.1
流动负债	111,056.3	105,531.2	122,975.8	135,912.1	140,888.0
短期借款	8,193.28	7,552.52	9,201.36	9,998.33	3,508.09
应付票据及应付账款合	36,455.46	38,717.54	43,469.71	47,887.74	52,164.02
其他流动负债	66,407.59	59,261.19	70,304.76	78,026.12	85,215.96
非流动负债	134,491.8	133,864.0	122,637.0	109,807.4	95,317.50
长期借款	129,638.5	128,269.8	117,042.8	104,213.1	89,723.23
其他非流动负债	4,853.30	5,594.26	5,594.26	5,594.26	5,594.26
负债合计	245,548.1	239,395.3	245,612.9	245,719.6	236,205.5
少数股东权益	79,536.14	71,910.22	71,483.32	73,420.63	76,299.21
股本	18,779.08	20,800.86	20,800.86	20,800.86	20,800.86
资本公积	10,553.08	14,155.73	14,155.73	14,155.73	14,155.73
留存收益	23,835.45	26,476.17	29,205.68	34,693.46	42,002.84
归属母公司股东权益	53,167.61	61,432.76	64,639.15	69,698.57	75,673.57
负债和股东权益	378,251.9	372,738.3	381,258.5	388,790.3	389,464.1

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	29,526.57	44,021.70	43,353.43	48,150.02	51,963.90
净利润	-4,156.14	213.85	7,115.08	13,837.95	16,932.80
折旧摊销	30,581.89	33,272.81	28,083.22	29,278.01	29,625.93
财务费用	4,179.27	4,769.71	5,729.33	6,096.15	6,201.72
投资损失	-1,399.54	-2,522.30	-2,934.82	-3,332.49	-3,665.74
营运资金变动	-5,289.44	5,137.91	6,625.56	3,326.37	4,035.73
其他经营现金流	5,610.53	3,149.73	-1,264.94	-1,055.97	-1,166.54
投资活动现金流	-26,682.0	-20,254.1	-23,000.6	-19,131.1	-14,446.4
资本支出	24,693.64	15,537.45	18,829.41	16,500.92	13,039.19
长期投资	-6,300.64	-7,713.14	-6,170.51	-4,936.41	-3,949.13
其他投资现金流	-45,075.0	-28,078.4	-35,659.5	-30,695.6	-23,536.5
筹资活动现金流	-2,005.94	-18,248.0	-20,119.9	-24,541.6	-33,926.7
短期借款	-280.30	-640.76	1,648.84	796.97	-6,490.24
长期借款	-2,874.81	-1,368.72	-11,227.0	-12,829.6	-14,489.9
其他筹资现金流	1,149.17	-16,238.6	-10,541.8	-12,509.0	-12,946.5
现金净增加额	864.44	5,704.55	232.78	4,477.25	3,590.65

资料来源：公司公告，iFinD，中信建投证券

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	164,822.8	184,063.3	204,618.9	234,467.2	258,404.9
营业成本	145,722.4	159,857.4	179,200.7	197,413.7	215,042.3
营业税金及附加	1,048.97	1,274.80	1,220.16	1,398.15	1,540.89
销售费用	2,054.07	2,403.61	2,046.19	3,048.07	3,876.07
管理费用	4,446.29	4,601.27	4,092.38	5,861.68	6,718.53
研发费用	9,433.29	11,144.74	10,230.95	11,957.83	13,437.06
财务费用	4,179.27	4,769.71	5,729.33	6,096.15	6,201.72
资产减值损失	-6,026.73	-5,543.45	-1,636.95	-1,875.74	-2,067.24
信用减值损失	1.41	-76.61	0.00	0.00	0.00
其他收益	1,953.42	2,447.24	2,646.31	2,646.31	2,646.31
公允价值变动收益	479.85	988.62	1,087.48	1,196.23	1,315.85
投资净收益	1,399.54	2,522.30	2,934.82	3,332.49	3,665.74
资产处置收益	38.47	3.13	3.13	3.13	3.13
营业利润	-4,097.97	488.38	7,269.33	14,129.41	17,287.42
营业外收入	291.56	114.40	159.08	159.08	159.08
营业外支出	147.39	168.13	168.13	168.13	168.13
利润总额	-3,953.81	434.65	7,260.28	14,120.36	17,278.37
所得税	202.34	220.80	145.21	282.41	345.57
净利润	-4,156.14	213.85	7,115.08	13,837.95	16,932.80
少数股东损益	-5,720.25	-4,302.94	-426.90	1,937.31	2,878.58
归属母公司净利润	1,564.11	4,516.78	7,541.98	11,900.64	14,054.23
EBITDA	30,807.36	38,477.16	41,072.84	49,494.52	53,106.02
EPS (元)	0.08	0.22	0.36	0.57	0.68

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	-5.47	11.67	11.17	14.59	10.21
营业利润(%)	-179.05	111.92	1388.47	94.37	22.35
归属于母公司净利润	-29.38	188.78	66.98	57.79	18.10
获利能力					
毛利率(%)	11.59	13.15	12.42	15.80	16.78
净利率(%)	0.95	2.45	3.69	5.08	5.44
ROE(%)	2.94	7.35	11.67	17.07	18.57
ROIC(%)	-0.18	0.83	4.71	7.64	9.09
偿债能力					
资产负债率(%)	64.92	64.23	64.42	63.20	60.65
净负债比率(%)	86.53	79.02	70.20	55.23	35.84
流动比率	0.86	0.97	0.91	0.92	0.97
速动比率	0.61	0.68	0.64	0.65	0.68
营运能力					
总资产周转率	0.44	0.49	0.54	0.60	0.66
应收账款周转率	7.02	7.95	7.47	7.47	7.47
应付账款周转率	4.97	4.96	4.99	4.99	4.99
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.08	0.22	0.36	0.57	0.68
每股经营现金流(最新	1.42	2.12	2.08	2.31	2.50
每股净资产(最新摊薄)	2.56	2.95	3.11	3.35	3.64
估值比率					
P/E	62.90	21.78	13.05	8.27	7.00
P/B	1.85	1.60	1.52	1.41	1.30
EV/EBITDA	9.50	7.30	6.76	5.41	4.70

分析师介绍

马王杰

中信建投证券家电和农业行业首席分析师，上海交通大学管理学硕士。研究扎实，观点鲜明。家电领域重点覆盖白电、黑电、小家电、清洁电器、两轮车、摩托车、电动园林工具。曾获证券时报新财富最佳分析师入围、上证报最佳分析师，Wind 金牌金牌分析师，新浪金麒麟最佳分析师等。

吕育儒

中信建投证券家电和农业行业分析师，西南财经大学经济学硕士，专注于显示产业链（面板/电视/投影仪/AI 眼镜）、智能出行（全地形车/摩托车/两轮车/电动低速车）、智能硬件（影像设备/智能穿戴/AI NAS/智能家居/便携储能）、地产链（厨电/照明电工）、宠物等领域研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投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，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。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。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。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

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。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk