

天合光能股份有限公司

向不特定对象发行可转换公司债券

2026 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

www.lhratings.com

信用评级公告

联合〔2026〕4451号

联合资信评估股份有限公司通过对天合光能股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持天合光能股份有限公司主体长期信用等级为AA，维持“天23转债”信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二六年六月二十六日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受天合光能股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

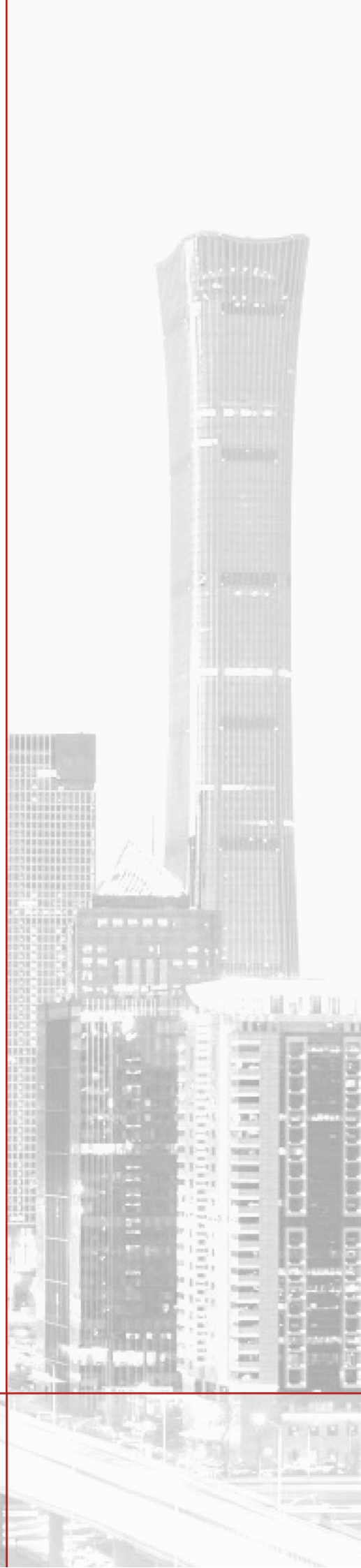
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



天合光能股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券

2026 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
天合光能股份有限公司	AA/稳定	AA/稳定	2026/06/26
天 23 转债	AA/稳定	AA/稳定	

评级观点

跟踪期内，天合光能股份有限公司（以下简称“公司”）在产业布局、研发实力等方面继续保持优势。随着单晶硅片和电池片产能投产释放，公司产业链完整度进一步完善，但光伏制造行业竞争持续加剧，公司光伏产品业务出现成本倒挂。2025 年，储能产品实现规模化量产，产品出货量同比大幅增加，收入同比大幅增长，同时，系统解决方案业务和数字能源服务业务仍保持良好经营态势，以上业务在一定程度上缓解了光伏产品业务亏损对整体业绩的拖累，公司整体经营风险很低。财务层面，公司资产总额有所缩减，流动资产占比相对较高，但仍有一定规模受限资产，且存货、应收账款对公司运营资金形成占用。2025 年，公司利润总额亏损幅度同比显著扩大，以致未分配利润转亏，所有者权益规模收缩，使得债务负担指标上升。公司经营活动现金流持续保持净流入，且融资渠道畅通，可对公司流动性形成有效支撑，公司财务风险较低。综合公司经营和财务风险表现，其偿还债务的能力仍属很强，对“天 23 转债”的保障很强，考虑到债券转股条款的因素，本期债券违约概率仍很低。

个体调整：公司流动性充裕。

外部支持调整：无。

评级展望

2026 年，虽然国家已推动整治“内卷式”竞争，但产能出清周期可能仍需较长时间，叠加短期终端需求放缓、海外市场加快本土化等因素干扰，行业走出阶段性供需失衡拐点存在一定的不确定性，公司短期仍面临较大经营压力。综合考虑公司市场竞争力和技术研发实力，公司整体信用状况有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司盈利能力明显增强，经营获现水平大幅提高，债务规模显著下降，偿债能力指标明显改善等。

可能引致评级下调的敏感性因素：行业竞争加剧或技术迭代加速等因素导致公司利润持续亏损，经营活动现金流持续大规模净流出；债务负担明显加重，偿债能力显著弱化；融资渠道受限，再融资能力显著下降；重要股东或实际控制人发生重要信用风险事件，且对公司的经营和融资构成重大不利影响等。

优势

- **技术储备优势显著，各业务间协同能力较强。**公司围绕光伏组件主业，构建了光伏产品、储能业务、系统解决方案、数字能源服务等多个协同发展的业务板块。其中，2025 年，光伏组件出货量超 67GW；分布式业务已拓展至全国各省市；储能累计出货量超过 8GWh。同时，公司构建了以光伏科学与技术全国重点实验室为核心的研发体系，截至 2025 年底拥有 4071 项专利，其中发明专利 1487 项。公司自主研发的 N 型 i-TOPCon 电池效率达到 26.68%，210 尺寸大面积钙钛矿/晶体硅叠层电池最高转换效率达到 32.6%。
- **经营活动现金持续净流入，现金储备较为充足。**2025 年，公司经营活动现金净流入 69.02 亿元，现金收入比为 102.70%，可为短期流动性提供一定保障。截至 2026 年 3 月底，公司货币资金 224.43 亿元（受限金额 65.68 亿元），剩余可使用授信额度为 241.73 亿元，可自由动用货币资金与剩余未使用授信储备充足，可在一定程度上覆盖到期债务本息，缓解短期偿债压力。

关注

- **行业竞争加剧，公司亏损规模进一步扩大，未分配利润由正转负。**2025 年，公司实现营业总收入 669.75 亿元，同比下降 16.61%；利润总额-81.62 亿元，亏损金额同比增加 44.76 亿元。截至 2025 年底，公司未分配利润由年初的 60.83 亿元转为-9.12 亿元，所有者权益较年初下降 17.67%至 265.34 亿元。

- **海外经营风险。**公司在泰国、越南、印尼等地设立了海外工厂，2025 年境外业务实现营业收入 360.00 亿元，存在较大海外运营风险。

本次评级使用的评级方法、模型及结果

评级方法与模型 [一般工商企业信用评级方法与模型 V4.1.202606](#)

债项评级方法 [债项评级基本方法 V3.0.202207](#)

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	结果档次
经营风险	B	经营环境	宏观经济	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F3	资产质量和盈利能力		3
		资本结构		2
		偿债能力		3
指示评级				aa ⁻
个体调整因素：其他有利因素				+1
个体信用等级				aa
外部支持调整因素：--				--
模型级别				AA

个体信用状况和外部支持调整变动说明：因联合资信于2026年5月及6月对《外部支持评估方法》和《一般工商企业信用评级方法与模型》进行修订，本次评级适用最新评级方法。

其他说明：受评对象的信用等级由联合资信信用评级委员会最终确定。

主要财务数据

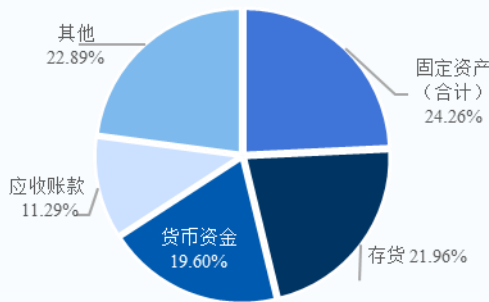
合并口径			
项目	2024年	2025年	2026年3月
现金类资产(亿元)	240.71	236.20	238.92
资产总额(亿元)	1240.52	1150.14	1161.46
所有者权益(亿元)	322.30	265.34	256.06
短期债务(亿元)	191.82	212.91	209.95
长期债务(亿元)	337.18	272.13	250.85
全部债务(亿元)	529.00	485.04	460.79
营业总收入(亿元)	803.14	669.75	168.30
利润总额(亿元)	-36.86	-81.62	-4.09
EBITDA(亿元)	38.38	-2.65	/
净营业周期(天)	90.51	83.98	--
经营性净现金流(亿元)	79.43	69.02	40.92
营业利润率(%)	9.13	4.65	6.25
EBITDA利润率(%)	4.78	-0.40	/
净资产收益率(%)	-10.37	-26.64	--
总资产报酬率(%)	-1.49	-5.50	--
资产负债率(%)	74.02	76.93	77.95
全部债务资本化比率(%)	62.14	64.64	64.28
流动比率(%)	130.12	119.86	113.07
经营现金流流动负债比(%)	14.28	11.72	--
现金短期债务比(倍)	1.25	1.11	1.14
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债(倍)	1.49	1.17	--
EBITDA利息倍数(倍)	2.00	-0.17	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.78	--	--

公司本部口径			
项目	2024年	2025年	2026年3月
资产总额(亿元)	502.76	488.82	/
所有者权益(亿元)	176.00	174.49	/
全部债务(亿元)	181.06	160.66	/
营业总收入(亿元)	208.69	134.24	/
利润总额(亿元)	-21.72	-32.11	/
资产负债率(%)	64.99	64.30	/
全部债务资本化比率(%)	50.71	47.94	/
流动比率(%)	137.15	100.51	/
经营现金流流动负债比(%)	-3.56	-11.87	/

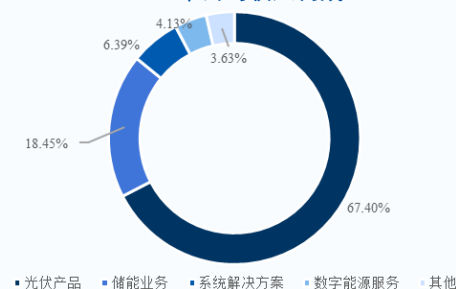
注：1. 公司2026年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告2024年财务数据已追溯调整；4. 将2024—2025年末其他流动负债中未终止确认应收票据计入短期债务；将长期应付款全部计入长期债务；5. “/”表示数据未获取，“-”表示数据不适用

资料来源：公司提供、财务报表、联合资信整理

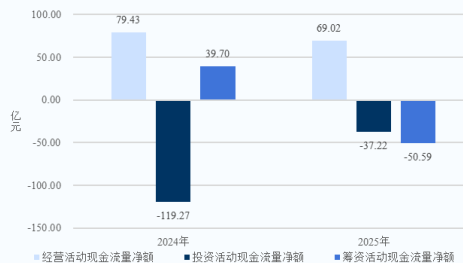
2025年底公司资产构成



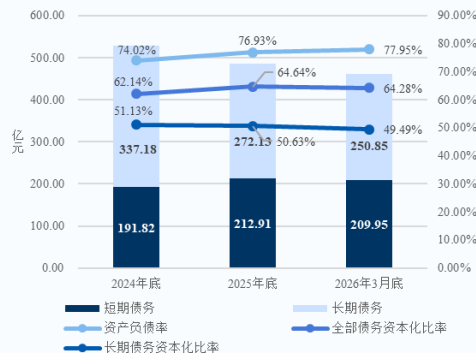
2025年公司收入构成



公司现金流情况



公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
天 23 转债	88.6475 亿元	58.5116 亿元	2029/02/13	--

注：1.上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券；2.上表中债券余额时点为截至本报告出具日
资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
天 23 转债	AA/稳定	AA/稳定	2025/06/23	马金星 刘薇	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
天 23 转债	AA/稳定	AA/稳定	2022/07/21	王爽 黄露	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：马金星 majx@lhratings.com

项目组成员：刘薇 liuwei@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于天合光能股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

2020年6月，公司发行的A股股票在上海证券交易所科创板上市，证券简称“天合光能”，证券代码“688599.SH”。公司首次公开发行股票数量为31020.00万股（28523.93万股股票已于2020年6月10日起上市交易），发行后总股本为2068026375股。截至2025年底，公司总股本为23.43亿股，高纪凡先生直接及间接控制公司32.59%的股权，其中直接持股11.28%，间接通过其控制的江苏盘基投资有限公司（以下简称“盘基投资”）、江苏清海投资有限公司和天合星元投资发展有限公司（以下简称“天合星元”）持股16.05%，并通过一致行动人吴春艳、高纪庆、高海纯和吴伟忠合计控制5.26%的股权。高纪凡先生为公司控股股东和实际控制人。

公司主营业务包含光伏产品、储能业务、系统解决方案和数字能源服务四大板块，按照联合资信行业分类标准划分为光伏发电设备制造行业。公司根据经营管理需要设立了多个职能部门，详见附件1-2。

截至2025年底，公司资产总额1150.14亿元，所有者权益265.34亿元（含少数股东权益50.76亿元）；2025年，公司实现营业总收入669.75亿元，利润总额-81.62亿元。截至2026年3月底，公司资产总额1161.46亿元，所有者权益256.06亿元（含少数股东权益48.89亿元）；2026年1-3月，公司实现营业总收入168.30亿元，利润总额-4.09亿元。

公司注册地址：江苏省常州市新北区天合光伏产业园天合路2号；法定代表人：高纪凡。

三、债券概况及募集资金使用情况

公司由联合资信评级的存续债券为“天23转债”，跟踪期内公司正常付息。“天23转债”债券期限为6年，发行规模为88.6475亿元，转股期自2023年8月17日至2029年2月12日。“天23转债”初始转股价格为69.69元/股，截至本报告出具日转股价格为16.00元/股。截至2026年3月底，“天23转债”累计转股数为188336614股，合计30.14亿元；“天23转债”募集资金使用情况详见图表1。

2026年1月24日，公司发布《关于募投项目变更并将剩余募集资金用于新项目的公告》，缩减“年产35GW直拉单晶项目”的募集资金投资金额，在二期20GW已投产并达到预定可使用状态的背景下，不再实施二期15GW项目。并将该募投项目剩余募集资金17.00亿元用于实施新项目“分布式智慧光伏电站建设项目”，新项目预计2026年底建成并投入运营。

图表1·截至2026年3月底公司由联合资信评级的存续债券募集资金使用情况（单位：亿元）

募投项目	募集资金承诺投资金额（调整前）	调整后投资总额	实际已投资金额
年产35GW直拉单晶项目	62.80	45.31	44.77
补充流动资金及偿还银行贷款	25.85	25.85	25.88
分布式智慧光伏电站建设项目	--	17.00	0.00
合计	88.65	88.16	70.65

资料来源：公司提供

四、宏观经济和政策环境分析

2026年一季度，宏观政策认真落实中央经济工作会议精神，坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度。财政收入稳步修复，支出强度显著提升、进度加快，政府债券发行节奏显著前置。货币政策延续“适度宽松”基调，1月15日推出结构性降息、再贷款额度扩容等八项举措。政策继续着力扩大内需，稳妥应对中东冲突带来的能源化工供给冲击。

2026年是“十五五”规划开局之年，面对地缘冲突加剧、全球供应链成本攀升以及国内结构调整阵痛等多重压力，宏观政策坚持稳中求进、靠前发力，推动经济实现超预期开局。整体来看，一季度经济呈现“生产供给增长加快、市场需求继续改善”的良好态势，但需求端结构分化明显：出口在外需回暖与“抢出口”效应共振下保持两位数高增长，固定资产投资在基建的拉动下实现由负

转正，而消费修复斜率相对平缓，“供强需弱”矛盾仍存。信用方面，一季度社融增量同比少增，企业债券净融资成为主要支撑。宏观杠杆率继续温和上行，名义 GDP 增长回升部分缓解被动升压。工业企业利润高位增长，“量价利”齐升下结构性隐忧仍存。银行资产质量总体稳定，消费贷不良生成压力上升。信用利差低位震荡，流动性宽松驱动中低等级利差压缩。

展望后续，4月政治局会议肯定“起步有力”，但指出“持续稳中向好的基础还需进一步巩固”，政策重心更重效能。财政加快资金落地并推动支出向“投资于人”转型，货币保持适度宽松并引导资金向科创、绿色、消费倾斜，合力巩固回升向好态势。“六张网”建设首次在政治局会议层面明确。外部挑战仍是经济运行面临的重大变量：中东冲突引发的能源价格上行风险正在逐步传导，油价上涨带来的通胀压力、贸易成本上升和需求收缩，可能在二季度开始更充分地显现。内部方面，“供强需弱”格局尚未根本扭转，房地产市场的深度调整仍在持续，居民消费信心修复尚需时日，而基建投资在“十五五”开局项目储备支撑下有望维持较高增速，成为短期内稳增长的核心抓手。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察季报（2026年3月）》](#)。

五、行业分析

2025年是光伏行业由“规模扩张”向“质量效益”转型的关键枢纽期。面对全球装机增速趋缓、产能结构性过剩、价格非理性下行及全产业链亏损的严峻挑战，光伏行业制造端在政策规制引导与市场出清机制的双重共振下，加速推进落后产能淘汰与技术代际迭代。展望2026年，全球装机需求韧性犹存。伴随供需格局的实质性再平衡、新型电力系统建设的持续深化以及全球贸易格局的深刻重塑，光伏制造端将全面开启以“产业集聚化、发展技术化、价值理性化”为标志的高质量发展新阶段。完整版光伏行业分析详见[《2026年光伏行业分析》](#)。

2025年，中国储能行业从“强制配储”的政策驱动迈入了市场驱动的新阶段。据国家能源局及CNESA（中关村储能产业技术联盟）数据，截至2025年底，全国已建成投运的新型储能装机规模达136GW/351GWh，较上年底增长84%。2025年，全国新增投运规模为66.43GW/189.48GWh，同比增长52%/73%，累计装机首次突破100GW，是“十三五”末的45倍；同期，新型储能等效利用小时数达1195小时，同比提升近300小时，调用水平与灵活调节能力大幅增强。2025年，储能产业链价格也逐步企稳回升，形成量价齐增的健康增长格局。同时，2025年同样是中国储能企业出海订单快速增长的一年，中国储能企业全年新增海外订单366GWh，同比增长144%，业务覆盖全球超60个国家和地区。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司实际控制人未发生变化，债务履约情况良好，继续在产业布局和研发实力等方面保持优势。

跟踪期内，公司控股股东和实际控制人未发生变化。

公司围绕光伏组件主业，构建了光伏产品、储能业务、系统解决方案、数字能源服务等多个协同发展的业务板块。2025年，公司光伏组件出货量超67GW。公司储能业务板块海外市场拓展成效显著，截至2025年底，储能出货量超过8GWh，较2024年实现翻倍增长。在系统解决方案领域，2025年，在伍德麦肯兹首次发布的跟踪支架行业综合排名中，子公司天合开拓者光伏支架（江苏常州）有限公司排名全球第二；分布式业务已拓展至全国各省市，公司拥有超过2000家代理商，并以乡镇为单位设立了15000多个服务网点，形成立体化的渠道覆盖，累计为超过140万户家庭提供了原装电站及配套服务。同时，公司向电站资产持有方提供运维服务，截至2025年12月底，公司户用电站运维累计规模接近26GW。

公司构建了以光伏科学与技术国家重点实验室为核心的研发体系，截至2025年底拥有4071项专利，其中发明专利1487项。光伏产品方面，2025年12月，公司自主研发的N型i-TOPCon电池效率达到26.68%；针对电池非硅降本，2025年实现银浆耗量单瓦下降15%。2025年，公司自主研发的210尺寸大面积钙钛矿/晶体硅叠层电池最高转换效率达到32.6%。在组件层面，其1.52平米叠层组件效率达27.2%，同时公司面向工业化应用的3.1平米标准尺寸大面积叠层组件，其输出功率先后达到865W及886W。公司储能产品覆盖电芯、电池舱、PCS、液冷系统等核心环节，2025年，公司国内/海外6MWh+储能系统产品相较5MWh，能量密度提升24.7%，占地面积减少20%；储能电芯产品完成了UL、IEC、UN等多项海外权威标准认证。公司布局了587Ah电芯的产品开发和新一代3.5MW+储能PCS的研发，其中新一代储能PCS相较于1.725MW储能PCS，能量密度提升42.4%。同时，公司发布了“AIDC”场景解决方案，依托垂直一体化布局，打造了涵盖“6.25MWh柔性直流舱+13.8MW MV一体机+系统级管理平台”在内的全自研产品组合。

历史信用记录方面，根据公司提供的中国人民银行征信中心企业信用报告，截至 2026 年 4 月 20 日，公司无已结清和未结清的关注类和不良/违约类贷款。根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录。截至 2026 年 6 月 25 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单，公司在证券期货市场失信记录查询平台、信用中国、重大税收违法失信主体公布栏和国家企业信用信息公示系统上均无重大不良记录。

（二）管理水平

跟踪期内，公司取消监事会，部分董事和管理人员变动属正常调整，未对公司正常经营管理造成不利影响。

2025 年，公司取消监事会，监事会的职权由董事会审计委员会行使。公司部分董事和高级管理人员发生变动，同时对部分管理制度进行完善修订。上述事项均未对公司日常经营管理造成重大影响。

图表 2 • 2025 年公司董事和高级管理人员变动情况

离任人员姓名	原担任职务	变动原因	新任人员姓名	担任职务	变动原因
FENGZHIQIANG 冯志强	核心技术人员	退休	吴森	副总经理	工作调动
丁华章	副总经理	工作调动	朱文瑾	职工代表董事	公司治理结构调整
朱文瑾	董事	公司治理结构调整			

资料来源：公司 2025 年年度报告

（三）经营方面

1 业务经营分析

跟踪期内，随着硅片和电池片产能陆续投产，公司产业链条各环节产能之间匹配程度愈加完善，但受行业竞争加剧及产品价格下行影响，光伏产品业务和系统解决方案业务收入均同比大幅下降，其中光伏产品业务出现成本倒挂。储能产品实现规模化量产，其收入的大幅增长，在一定程度上缓解光伏产品业务业绩下降对公司盈利带来的不利影响。此外，公司海外业务规模较大，仍需关注境外经营风险。

跟踪期内，公司主营业务未发生变化；随着光伏制造产业竞争加剧，公司营业收入有所减少，综合毛利率持续下降。

从细分业务来看，公司收入主要来源于光伏产品业务和系统解决方案业务。2025 年，光伏行业仍面临阶段性供需失衡，市场竞争进一步加剧，叠加国际贸易保护政策持续影响，上半年光伏产品价格承压；尽管下半年光伏产品价格行业“反内卷”工作推进下有所回升，但受硅料、银浆等关键原材料成本快速上涨影响，公司光伏产品业务的盈利水平降至-1.42%。光伏行业竞争加剧亦导致系统解决方案业务收入和毛利率均同比下降。同期，受益于储能业务规模化量产，储能业务收入同比大幅增长，但整体收入规模仍较小。同期，公司数字能源服务业务主要由新能源运维、新能源发电及其他业务构成，随着电站运维规模的增加，2025 年该板块收入实现增长。2025 年，公司其他业务收入同比增长，该业务毛利率同比下降。

从经营地来看，公司在泰国、越南、印尼等地设立了海外工厂，2025 年境外业务实现营业收入 360.00 亿元，占比较高。

2026 年 1—3 月，随着储能和系统解决方案业务拓展，公司营业总收入同比增长 17.40%至 168.30 亿元，综合毛利率同比上涨 0.14 个百分点至 6.75%。

图表 3 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2024 年			2025 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
光伏产品	557.09	69.36%	4.30%	451.43	67.40%	-1.42%
储能业务	23.35	2.91%	12.95%	42.80	6.39%	14.69%
系统解决方案	188.06	23.42%	18.40%	123.58	18.45%	11.66%
数字能源服务	19.64	2.45%	54.93%	27.65	4.13%	55.69%
其他	15.00	1.87%	31.65%	24.28	3.63%	20.78%
合计	803.14	100.00%	9.60%	669.75	100.00%	5.18%

注：尾差系数数据四舍五入所致
资料来源：公司提供、联合资信整理

(1) 光伏产品

公司构建了“硅片—电池片—组件”产业链布局，跟踪期内光伏产品生产及销售模式均未发生明显变化。2025年，随着硅片环节产能释放，公司单晶硅片产量同比增长，产能利用率有所提高。但自有硅片产能仍无法满足下游电池片生产需求，叠加硅片市场价格持续低位运行等因素，公司仍外购部分硅片。同时，随着前期N型电池片和组件产能投产释放，公司电池片和组件产能均有所扩大，自产电池片基本可以满足光伏组件生产需求，2025年受行业竞争加剧影响，公司组件产量同比变化不大，产能利用率同比略有下降。销售方面，公司单晶硅片和电池片主要用于光伏组件生产，2025年光伏组件产销率同比略有下降，组件销售均价随着市场竞争加剧而进一步下降，期末库存量同比增长。同时，因组件下游客户以央企为主，且受行业竞争加剧影响，光伏组件回款周期有所延长，货款前比例有所下降。2025年，公司光伏产品前五名客户销售额为67.15亿元，占光伏产品业务收入的14.88%，公司对前五大客户的依赖度很低。

图表4·公司光伏产品产销情况（单位：GW、元/W）

项目	项目	2024年	2025年
单晶硅片	有效产能	58.42	68.64
	产量	27.53	38.41
	产能利用率	47.12%	55.96%
单晶电池片	有效产能	79.19	89.27
	产量	59.44	68.79
	产能利用率	75.06%	77.06%
光伏组件	有效产能	98.47	104.95
	产量	66.95	69.50
	产能利用率	67.99%	66.22%
	销量	64.48	63.84
	产销率	97.61%	94.93%
	销售均价	0.89	0.71
	库存量	5.66	6.48

注：1. 上表相关产品外销量不含用于电站、电站工程建设管理及系统产品的组件量，2024年和2025年用于电站、电站工程建设管理及系统产品的组件量分别为6.00GW和4.04GW；2024年和2025年合计组件出货量分别为70.47GW和67.88GW；2. 上表中所列的“有效产能”为每期加权平均的产能
 资料来源：联合资信根据公司提供的数据和年报整理

原材料采购方面，跟踪期内，公司主要采购的原材料仍为多晶硅料、单晶硅片、光伏玻璃、EVA胶膜和铝边框等，采购模式和结算方式均未发生明显变化。2025年，随着产能逐步释放，公司单晶硅片和电池片外采量均大幅减少，多晶硅料采购量有所增加，光伏玻璃、EVA胶膜和铝边框等原材料采购量随着光伏组件产量增加而有所增长。2025年，银价大幅上涨，银浆替代多晶硅料成为公司光伏组件第一大成本来源，但随着光伏产业供需失衡持续深化，多晶硅料、硅片、电池片以及其他辅料市场价格探底，除银浆外，公司其他主要原材料采购均价均存在不同程度的下跌。2025年，公司前五名供应商采购额118.29亿元，占年度采购总额22.20%，其中关联方采购额占年度采购总额5.34%。

(2) 储能业务

公司储能业务已实现电芯、电池舱（储能系统）、PCS储能变流器、液冷温控系统核心环节，主要面向大型地面电站、工商业储能、户用储能等多种储能解决方案。

在储能电芯环节，公司核心产品类型包含280Ah、314Ah、587Ah大容量磷酸铁锂储能专用电芯，截至2025年底滁州基地已建成12GWh储能电芯产能，配套20GWhPACK、储能系统集成产能，实现电芯、PACK和电池舱一体化生产。在PCS储能变流器环节，公司PCS产品覆盖集中式、组串式、集散式、构网型PCS四大类型，同时配套生产BMS电池管理系统和EMS能量管理系统。2025年，公司储能产品产量和销量分别为8.63GWh和7.91GWh，分别同比增长207.12%和141.90%，其中受益于欧洲区域项目数量增长贡献，海外出货占比超过60%。2025年，公司储能业务新获订单量为7.80GWh，订单金额为44.32亿元。

(3) 系统解决方案

公司系统解决方案仍主要包括支架、分布式系统、集中式电站及其他相关业务。

公司支架主要为定制化产品，2025 年，随着红海局势缓和，公司支架外销量较 2024 年的 6.31GW 增长至 7.62GW，销售收入同比增长 25.65%至 31.76 亿元。

公司分布式系统业务运营主体仍为天合富家能源股份有限公司（以下简称“天合富家”），主要业务模式包括分布式光伏系统设备销售、分布式光伏系统解决方案，并根据应用场景，分为针对居民家庭住宅屋顶的户用分布式和针对工商业建筑如企业厂房等的工商业分布式。公司负责分布式光伏电站的施工建设，在开展过程中向上游供应商采购分布式光伏电站建设所需的光伏组件、逆变器、电表箱、支架等原材料，并组织、指导、监督代理商协助完成电站的具体施工，主要包括勘察设计、安装调试、并网验收三个阶段；代理商参与到分布式光伏电站的开发施工和运维工作中，公司根据代理商执行情况，相应结算费用。公司户用分布式业务的销售模式主要包括大客户（大型能源国企及金融机构等）直销和渠道经销的模式，向其提供标准化产品；工商业分布式业务的销售模式主要为直销，以定制化产品为主。跟踪期内，公司分布式系统下游客户仍主要为大型电力央企和金融租赁公司。2025 年，受新能源上网电价市场化影响，市场需求减少，公司分布式系统产品销量为 3.07GW，较 2024 年的 3.86GW 大幅下降，同时受售价下降影响，分布式系统销售收入同比下降 31.98%至 75.89 亿元。截至 2026 年 3 月底，公司已建成的可用于出售的分布式光伏电站合计装机容量为 3.87GW，正在开发或建设的光伏分布式电站装机容量为 0.43GW，已核准拟建项目 0.58GW。

2 未来发展

公司 2026 年经营规划可行性较高，后续主要推进储能和系统解决方案等业务，当前投资压力可控。

2026 年，光伏制造行业预计进入深度整合期，市场集中度将进一步提升，公司将巩固光伏产品基本盘，在保持组件产品行业第一梯队地位和技术领先性的基础上，不再刻意追求市占率的绝对领先，转而聚焦盈利修复和现金流改善。依托自身 N 型 i-TOPCon 技术优势和一体化成本竞争力，通过优化产品结构、深耕高价值海外市场、严控生产成本等措施，推动组件业务实现扭亏为盈。二是全力做强储能第二增长曲线。储能业务已进入高速成长通道，公司将充分发挥全栈自研优势，依托已储备的海外在手订单，加快高毛利市场交付节奏；同时坚持创新引领战略，以建立构网型储能系统能力、直流舱研发、测试、仿真能力为目标，使公司能够提供满足未来电网需求的先进储能解决方案，向光储融合的全面解决方案领先者迈进。三是系统解决方案与数字能源服务协同发力。依托分布式发电系统交付能力积累和光储融合产品矩阵，积极拓展“光伏+”应用场景，包括数据中心绿色算力升级、工商业智慧能源管理等方向，打造差异化竞争优势，提升整体解决方案的附加值和客户粘性。截至 2026 年 3 月底，公司主要在建项目为盐城大丰 16GWh 储能电池项目（一期），总投资为 15.53 亿元，剩余投资金额为 2.68 亿元，整体投资压力可控。

（四）财务方面

公司提供了 2025 年财务报告，容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2026 年一季度财务报表未经审计。

2025 年，证监会发布《监管规则适用指引——会计类第 5 号》，对财政部发布的《企业会计准则第 18 号——所得税》等关于递延所得税初始确认豁免相关规定给予进一步的处理意见，明确企业发行可转债时应纳税暂时性差异不满足递延所得税负债豁免确认条件，应就该应纳税暂时性差异确认递延所得税负债并将其影响计入所有者权益。公司自 2025 年度开始执行该项会计处理规定，并对 2024 年合并及本部财务数据进行追溯调整，因此本报告 2024 年数据采用 2025 年期初数。

合并范围方面，2025 年，公司发生同一控制下企业合并，新增 2 家子公司（江苏天合蓝途新能源科技有限公司和天合机器人科技（江苏常州）有限公司）。

整体看，公司主营业务未发生变化，财务数据可比性较强。

1 主要财务数据变化

跟踪期内，公司流动资产占比有所提高，存货和应收账款对资金形成占用且存在一定规模的受限资产。受行业竞争加剧影响，公司经营亏损规模扩大，导致权益规模大幅减少并进一步抬升杠杆指标水平。得益于经营活动现金持续净流入，公司可动用资金储备较为充裕，可为公司到期债务偿付提供流动性支撑。

截至 2025 年底，公司资产总额较年初有所下降，流动资产占比有所提高。公司货币资金保持稳定，受限金额为 54.78 亿元，可动用资金储备较为充足。公司应收账款和存货占比较高，其中应收账款较年初有所下降，但销售债权周转次数略有下降（由 2024 年的 4.30 次下降至 2025 年的 4.28 次）；应收账款仍主要为光伏组件款和分布式系统销售款，账龄主要集中在 1 年以内（含 1 年）和 1~2 年，累计计提坏账准备 15.89 亿元。公司存货主要由光伏电站（149.32 亿元）、原材料（26.02 亿元）、在产品（14.68 亿元）和库存商品（50.00 亿元）构成，累计计提跌价准备 6.96 亿元；存货对资金形成明显占用。公司其他流动资产主要为待抵扣增值税。

非流动资产方面，2025年，受参股企业 T1 Energy Inc.和通合新能源（金堂）有限公司确认投资损失影响，公司期末长期股权投资较年初有所下降。截至2025年底，随着在建项目转固，公司在建工程较年初大幅减少，但受计提折旧影响，固定资产较年初有所下降。固定资产主要由房屋建筑物（57.45亿元）、机器设备（208.19亿元）和光伏电站（9.50亿元）构成，累计计提折旧180.68亿元，固定资产成新率62.89%，成新率较高；公司累计计提固定资产减值准备26.82亿元。公司无形资产变动不大；受长期原材料采购预付款减少影响，公司其他非流动资产较年初大幅减少。

截至2026年3月底，公司资产总额和资产结构均较上年底变化不大。

2026年3月，公司户用光伏首单权益出表型ABS项目“太保资产-天合富家新能源基础设施碳中和绿色持有型不动产资产专项计划”在上海证券交易所正式挂牌上市。未来，随着部分电站资产出表，或在一定程度减轻公司资产运营压力。

图表5·公司主要资产构成情况（单位：亿元）

科目	2025年初		2025年末		2026年3月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	723.57	58.33%	705.99	61.38%	713.16	61.40%
货币资金	225.06	18.14%	225.47	19.60%	224.43	19.32%
应收账款	157.02	12.66%	129.86	11.29%	140.00	12.05%
存货	223.51	18.02%	252.58	21.96%	242.54	20.88%
其他流动资产	50.60	4.08%	47.55	4.13%	47.14	4.06%
非流动资产	516.95	41.67%	444.16	38.62%	448.30	38.60%
长期股权投资	34.13	2.75%	31.35	2.73%	27.55	2.37%
固定资产（合计）	315.47	25.43%	279.00	24.26%	263.67	22.70%
在建工程（合计）	31.38	2.53%	3.65	0.32%	7.71	0.66%
无形资产	31.11	2.51%	31.87	2.77%	31.48	2.71%
递延所得税资产	33.86	2.73%	49.49	4.30%	52.37	4.51%
其他非流动资产	32.46	2.62%	15.27	1.33%	13.09	1.13%
资产总额	1240.52	100.00%	1150.14	100.00%	1161.46	100.00%

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

受限资产方面，截至2026年3月底，公司仍存在一定规模的受限资产，整体资产受限比例尚可。

图表6·公司受限资产情况（单位：亿元）

受限资产	金额	占总资产的比例	受限原因
货币资金	65.68	5.65%	保证金、监管户等
应收账款	1.08	0.09%	借款质押
固定资产	54.44	4.69%	借款抵押
在建工程	0.09	0.01%	借款抵押
存货	6.88	0.59%	借款抵押
无形资产	15.61	1.34%	借款抵押
合计	143.79	12.38%	--

资料来源：公司提供

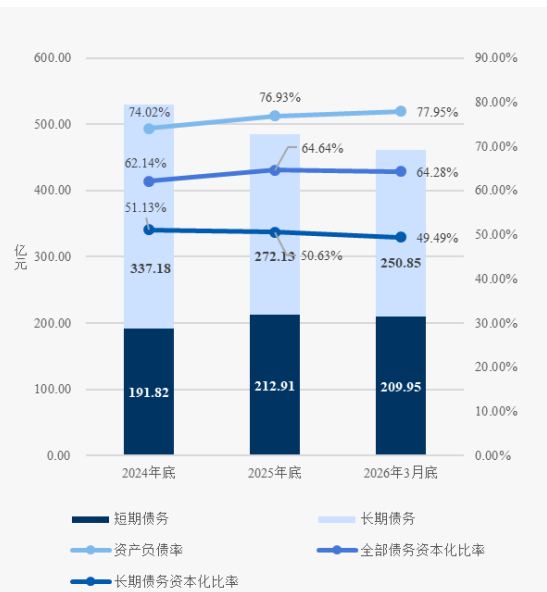
所有者权益方面，2025年，“天23转债”共有30.13亿元已转换为公司股票，影响公司期末股本和资本公积分别较年初增长7.49%和12.08%至23.43亿元和201.04亿元，但因公司持续亏损，2025年底未分配利润由年初的60.83亿元降至-9.12亿元，少数股东权益亦有所下降。综合影响下，截至2025年底，公司所有者权益较年初下降17.67%至265.34亿元；所有者权益中资本公积占比高，权益结构稳定性较高。截至2026年3月底，未分配利润亏损规模进一步扩大，公司所有者权益下降至256.06亿元。

图表 7 • 公司负债情况（单位：亿元）

科目	2025年初		2025年末		2026年3月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	556.07	60.56%	589.02	66.57%	630.73	69.66%
短期借款	64.98	7.08%	73.81	8.34%	79.70	8.80%
应付票据	47.00	5.12%	37.04	4.19%	35.47	3.92%
应付账款	277.77	30.25%	238.79	26.99%	258.71	28.57%
其他应付款（合计）	45.92	5.00%	97.33	11.00%	88.12	9.73%
一年内到期的非流动负债	73.64	8.02%	95.09	10.75%	94.71	10.46%
合同负债	21.84	2.38%	25.69	2.90%	63.24	6.98%
非流动负债	362.15	39.44%	295.78	33.43%	274.67	30.34%
长期借款	235.63	25.66%	194.32	21.96%	172.60	19.06%
应付债券	88.79	9.67%	60.94	6.89%	61.03	6.74%
预计负债	24.59	2.68%	23.42	2.65%	23.44	2.59%
负债总额	918.22	100.00%	884.80	100.00%	905.40	100.00%

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

图表 8 • 公司有息债务情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

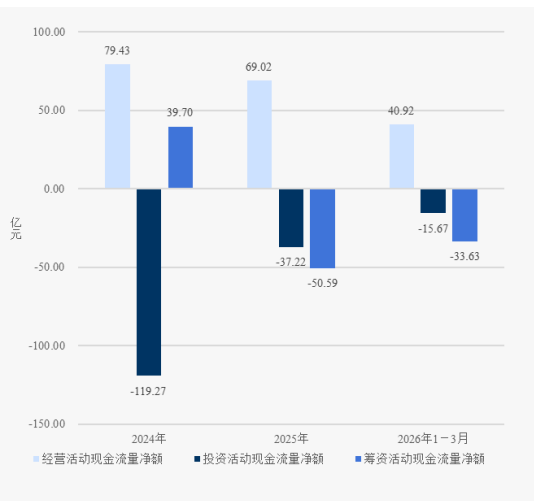
负债方面，跟踪期内，公司负债总额有所下降，流动负债占比持续提高。经营性负债方面，2025年，公司应付设备及工程款重分类至其他应付款，影响期末应付账款较年初有所减少，其他应付款有所增加。但细分来看，2025年，公司为保障现金流，延长辅材款账期，期末应付账款中应付货款较年初的194.94亿元增长至238.79亿元。公司其他应付款主要为应付运费、保证金押金、专业服务费用和双反保证金等。截至2025年底，受预收储能系统款增加影响，合同负债亦较年初有所增长，但占比仍低。截至2026年3月底，公司合同负债较上年底大幅增长，主要系收到子公司天合富家发行的ABS项目预收款30.73亿元所致。公司有息债务主要由银行借款、应付票据、应付债券和融资租赁借款构成。截至2025年底，短期借款主要由保证借款（20.29亿元）、抵质押借款（33.66亿元）和信用借款（19.65亿元）构成；长期借款（含一年内到期的长期借款）主要由信用借款（26.18亿元）、保证借款（84.91亿元）和抵质押借款（169.76亿元）构成。若将其他流动负债中的未终止确认应收票据¹和长期应付款计入有息债务，跟踪期内，公司全部债务规模持续收缩，但受未分配利润亏损影响所有者权益减少，资产负债率和全部债务资本化比率有所提高。截至2025年底，公司全部债务485.04亿元，较上年底下降8.31%；资产负债率和全部债务资本化比率较上年底分别提高2.91个百分点和2.50个百分点。截至2026年3月底，公司全部债务进一步下降至460.79亿元，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底分别提高1.02个百分点、下降0.36个百分点和下降1.15个百分点。

债务期限方面，截至2025年底，公司短期债务占比由年初的36.26%提高至43.89%。截至2026年3月底，公司短期债务占比进一步提高至45.56%，长期债务期限较为分散。

图表 9 • 公司盈利指标情况（单位：亿元）

科目	2024年	2025年	2026年1-3月
营业总收入	803.14	669.75	168.30
营业成本	726.02	635.02	156.93
营业利润率	9.13%	4.65%	6.25%
费用总额	98.77	85.98	23.12
资产减值损失	-26.00	-19.52	-4.11
信用减值损失	-5.08	-6.44	-1.25
投资收益	8.66	-4.36	0.59
利润总额	-36.86	-81.62	-4.09
折旧	28.52	54.93	--
摊销	1.72	2.27	
计入财务费用的利息支出	18.59	15.82	

图表 10 • 公司现金流情况



¹ 本报告将 2024—2025 年末其他流动负债中未终止确认应收票据计入短期债务。

EBITDA	38.38	-2.65	--
EBITDA 利润率	4.78%	-0.40%	/
总资产报酬率	-1.49%	-5.50%	--
总资产收益率	-1.74%	-7.31%	--
净资产收益率	-10.37%	-26.64%	--

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

盈利能力方面，跟踪期内，市场竞争持续加剧，公司经营业绩水平持续下降。2025 年，公司毛利润下降，虽费用总额和减值损失均同比下降，但部分参股企业确定的投资损失同比增加，综合影响公司利润总额亏损幅度扩大，EBITDA 由正转负，各项盈利指标恶化。

现金流方面，2025 年，公司经营性现金净流入量同比大幅减少，现金收入比同比变化不大，为 102.70%，收入实现质量高。同期，公司因购买和赎回理财使得投资活动现金流入和流出量规模很大（收回投资收到的现金和投资支付的现金分别为 149.56 亿元和 150.06 亿元），若不考虑理财产品影响，公司主要投资支出为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 46.69 亿元，投资支出同比明显减少，公司经营活动产生的现金尚可覆盖当期投资需求。为保障自身财务安全和稳健，公司降低融资力度，筹资活动现金转为净流出状态。2026 年一季度，公司经营活动现金仍维持净流入态势，因投资需求较少，公司筹资活动现金仍持续净流出。

同行业对比来看，2025 年，因公司资产中电站资产较多，存货周转率在行业内处于较低水平，总资产周转率表现较好。公司资产负债率较高，但受益于储能、系统解决方案和数字能源服务等业务的盈利贡献，各项盈利指标表现处于行业较高水平，经营活动现金净流入规模在行业内表现良好，可动用资金储备较多。

图表 11 • 2025 年光伏制造企业对比情况（单位：次、亿元）

指标	隆基绿能	晶科能源	晶澳科技	阿特斯	通威股份	TCL中环	东方日升	公司
存货周转率	4.46	4.69	4.86	4.16	5.74	4.76	5.43	2.51
应收账款周转率	5.52	4.89	5.41	4.79	12.40	5.20	3.57	4.67
总资产周转率	0.46	0.55	0.45	0.62	0.44	0.24	0.34	0.56
资产总额	1538.04	1179.63	1050.10	643.78	1877.79	1179.97	315.08	1150.14
所有者权益	547.11	268.97	224.54	234.00	513.88	392.59	86.13	265.34
资产负债率	64.43%	77.20%	78.62%	63.65%	72.63%	66.73%	72.66%	76.93%
营业总收入	703.47	654.92	491.29	402.56	841.28	290.50	125.84	669.75
利润总额	-75.62	-92.46	-50.51	11.23	-116.71	-101.84	-30.83	-81.62
销售毛利率	0.81%	-0.60%	-2.10%	10.37%	2.70%	-6.36%	0.44%	5.18%
现金类资产	580.23	321.60	270.45	137.47	379.35	134.45	33.26	236.20
受限货币资金	21.23	64.44	88.87	0.00	22.00	30.40	16.41	54.78
经营活动现金流净额	43.59	20.00	42.80	70.75	13.79	11.44	14.10	69.02

注：上表现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资，应收账款周转率=营业收入 / ((期初应收账款账面价值+期末应收账款账面价值) / 2)

资料来源：Wind

2 偿债指标变化

跟踪期内，受经营业绩下滑和经营获现能力下降影响，公司偿债指标明显弱化，同时公司存在部分对外担保和未决诉讼，存在一定或有负债风险。但考虑到公司剩余授信额度较为充足，可为公司到期债务接续提供一定保障。

图表 13 • 公司偿债指标情况

项目	指标	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
短期偿债指标	经营现金流流动负债比	14.28%	11.72%	--
	销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	1.49	1.17	--
	现金短期债务比（倍）	1.25	1.11	1.14

长期偿债指标	全部债务/EBITDA（倍）	13.78	--	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.15	0.14	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	2.00	-0.17	--
	经营现金/利息支出（倍）	4.13	4.35	--

注：“--”表示数据无意义
资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

截至 2025 年底，公司现金短期债务比均有所下降，但现金类资产对短期债务的覆盖程度仍很高。2025 年，公司经营业绩下滑，经营活动现金净流入量同比减少，公司 EBITDA 已无法对全部债务本息形成保障，经营现金流流动负债比有所下降。但受益于债务规模缩减，以及利息支出减少，公司经营活动现金净流入量对全部债务本息的覆盖程度变化不大。截至 2026 年 3 月底，公司现金短期债务比有所回升。

对外担保方面，截至 2025 年底，公司主要对户用光伏业务用户提供连带担保责任。

图表 14 • 截至 2025 年底公司对外担保情况（单位：亿元）

担保方	被担保方	担保起始日	担保到期日	担保金额	反担保措施
天合富家能源股份有限公司	公司户用光伏业务用户	2023/5/12	2035/8/31	8.22	无
天合富家能源股份有限公司	公司户用光伏业务用户	2022/1/21	2036/6/15	0.07	无
天合富家能源股份有限公司	公司户用光伏业务用户	2021/6/30	2033/12/31	0.27	无
天合富家能源股份有限公司	公司户用光伏业务用户	2021/1/10	2033/12/31	5.47	无
天合富家能源股份有限公司	公司户用光伏业务用户	2021/1/10	2033/12/31	2.18	无
天合富家能源股份有限公司	公司户用光伏业务用户	2023/2/7	2028/12/31	0.05	无
江苏天合分布式能源管理有限公司	江苏家誉户用分布式能源管理有限公司	2023/11/7	2037/6/28	0.20	无
江苏天合分布式能源管理有限公司	江苏家诚户用分布式能源管理有限公司	2023/11/7	2037/6/28	0.55	无
江苏天合分布式能源管理有限公司	江苏家熠户用分布式能源管理有限公司	2023/11/7	2037/6/28	0.47	无
江苏天合分布式能源管理有限公司	江苏家晟户用分布式能源管理有限公司	2023/11/7	2037/6/28	0.39	无
江苏天合分布式能源管理有限公司	河北家新富新能源科技有限公司	2023/11/8	2037/6/28	0.17	无
Trina Solar Investment Pte Ltd	Base Floating Solar Sdn. Bhd.	2024/4/17	协议签署日直到担保债务清偿完毕或股东贷款被替换成无追索第三方融资，以在先者为准	0.10	无
公司本部	金开新能科技有限公司	2022/9/22	2037/1/6	1.60	是
公司本部	宜君县天兴新能源有限公司	2020/12/18	2035/12/17	1.20	是
合计		--	--	20.94	--

注：“--”表示不适用，江苏家熠户用分布式能源管理有限公司现已更名为河北家熠新能源科技有限公司
资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

未决诉讼方面，截至 2026 年 3 月底，公司作为被告涉及的重大诉讼情况如下：TOTAL ENERGIES RENEWABLES USA, LLC（以下简称“道达尔”）相关方在 2021 年 7 月与公司下属子公司签署了约 900MW、价值 3 亿美元的组件合同，后因原始协议签订的形势背景发生重大变更，双方对新的交货条件重新进行协商，但未达成新的变更协议。2022 年 7 月，道达尔相关方于加利福尼亚州阿拉米达县法院提起诉讼。公司已于 2022 年 8 月在伦敦提起对道达尔相关方的仲裁反诉（该仲裁申请已于 2022 年 10 月获得受理），并在美国诉讼案中提出申请，要求驳回美国诉讼案中的所有诉讼请求。2022 年 10 月，加州法院驳回了天合光能和天合美国强制仲裁的请求，同意案件由加州法院继续审理。2022 年 11 月，天合美国和天合光能就管辖权一事向美国巡回上诉法院提起上诉。道达尔相关方随后提出申请，请求将案件立即发回加州法院审理，加州法院于 2023 年 2 月判决驳回道达尔相关方的前述请求。天合美国、天合瑞士撤回在伦敦提起对道达尔相关方的仲裁反诉，该仲裁程序于 2023 年 3 月终止。2024 年 2 月 20 日，公司要求加州法院以缺乏属人管辖权为由驳回道达尔相关方对公司的起诉，法院已于 2025 年 11 月最终驳回了公司提起的管辖权异议。截至本报告出具日，上述案件处于前期证据开示阶段，尚未开庭。

银行授信方面，截至 2026 年 3 月底，公司共获得金融机构综合授信贷款额度折合人民币为 1457.03 亿元（含项目贷额度及融资租赁额度等），实际可使用授信额度为 796.77 亿元，已使用授信额度为 555.04 亿元，剩余可使用授信额度为 241.73 亿元，剩余授信额度较为充足。此外，公司为上市公司，具备直接融资条件。

3 公司本部主要变化情况

2025 年，公司本部呈亏损状态，经营压力较大。

公司本部承担投融资及资金归集职能。截至 2025 年底，公司本部资产总额 488.82 亿元，其中货币资金 79.16 亿元；所有者权益 174.49 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 64.30%和 47.94%。公司本部主要承担集团平台职能，并负责部分光伏组件生产及销售等业务。2025 年，公司本部营业总收入 134.24 亿元，利润总额-32.11 亿元，其中投资收益-2.44 亿元。

（五）ESG 方面

公司注重 ESG 管理和相关信息披露，ESG 方面表现较好。

环境方面，作为光伏制造企业，主业契合国家“双碳”政策导向。2025 年，公司未发生环境处罚事件；以 2020 年为基准，2025 年单位组件范围 1 和范围 2 温室气体排放强度（tCO₂e/MW）下降 50%。公司建立环境风险管控机制，环保工作任务和目标明确，相关环保制度健全。以 2020 年为基准，2025 年单位组件产品耗水量（吨/兆瓦）下降 20%，单位电池产品耗水量（吨/兆瓦）下降 20%。

社会责任方面，公司纳税情况良好，2025 年底解决就业 24840 人，社会保障覆盖率 100%。公司注重研发创新和产品质量，2025 年研发投入占营业收入的比例为 6.09%，且未发生重大产品安全事故和行政处罚，光伏产品事业部、储能事业部和支架事业部客户满意度均维持在 80%以上。2025 年，公司未发生重大合规事件，以及不正当竞争导致的诉讼、行政处罚等。同时，公司积极响应政府政策，参与地方帮扶工作，2025 年公益慈善、志愿活动等投入资金金额 671.96 万元，乡村振兴总投入金额 416.00 万元。

公司治理方面，公司董事会作为治理架构的核心，负责参与并决定与政策事务、策略、预算、内部监控及风险管理等公司运营事务有关的所有重大事宜。公司下设 4 个董事会委员会作为治理架构中的监督与执行机构，均经由董事会委任并授权，按其职权范围有效运作。公司女性董事占比 33.33%。同时，公司已建立涵盖治理层、管理层、执行层、监督层的 ESG 治理架构，将 ESG 职能充分融入到战略与可持续发展委员会。

七、债券偿还能力分析

公司 2025 年 EBITDA 已不具备对“天 23 转债”的保障能力，经营活动现金流入量对“天 23 转债”的保障能力强，经营活动现金流量净额对“天 23 转债”的保障能力较强，考虑到债券转股条款的因素，本期债券违约概率仍很低。

截至 2026 年 5 月 30 日，“天 23 转债”债券余额为 58.5116 亿元。2025 年，公司经营活动现金流入量对“天 23 转债”的保障能力强，经营活动现金流量净额对“天 23 转债”的保障能力较强，EBITDA 已不具备对“天 23 转债”的保障能力。此外，考虑到“天 23 转债”已进入转股期，未来若债券持有人行使转股权，公司偿债压力将减轻。

图表 15 • 公司债券偿还能力指标情况

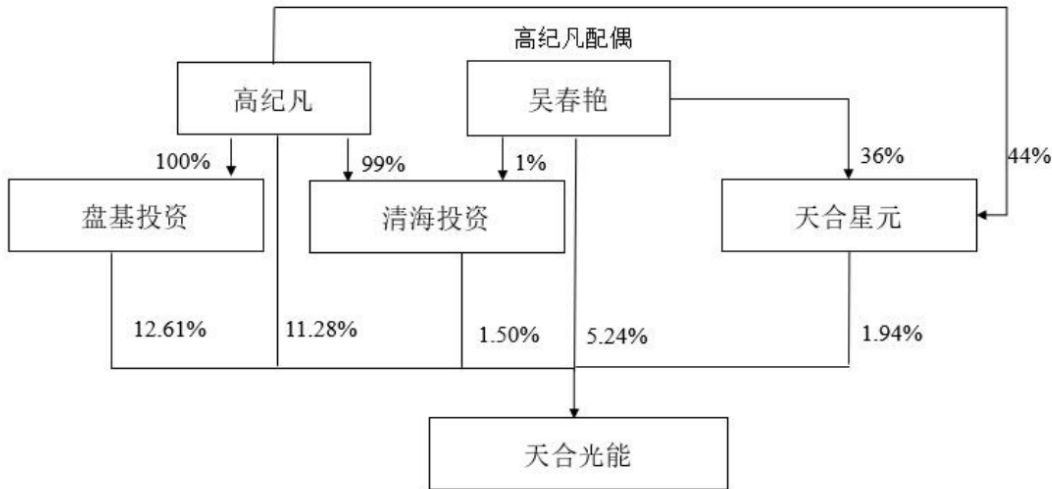
项目	2025 年
截至 2026 年 5 月 30 日“天 23 转债”债券余额（亿元）	58.5116
2025 年经营活动现金流入量/债券余额（倍）	13.06
2025 年经营活动现金流量净额/债券余额（倍）	1.18
2025 年 EBITDA/债券余额（倍）	--

资料来源：联合资信根据公司财务数据和公开资料整理

八、跟踪评级结论

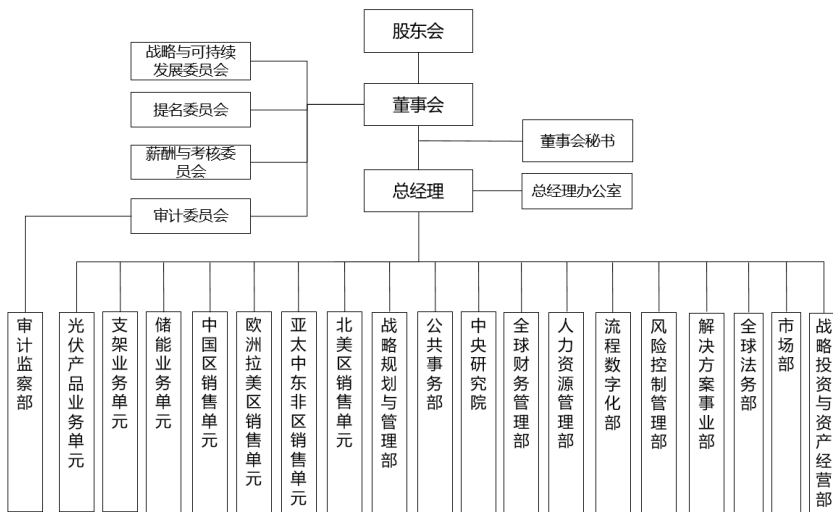
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“天 23 转债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司与实际控制人之间的产权及控制关系的方框图（截至 2025 年底）



资料来源：公司年报

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2026 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2025 年底；单位：万元）

企业名称	持股比例	注册资本	业务范围	总资产	净资产	营业收入	净利润
天合光能（常州）科技有限公司	100.00%	288956.81	组件生产和销售	1733370.18	1359784.14	637249.38	-20778.53
天合富家能源股份有限公司	73.57%	200000.00	家用光伏产品销售	1114021.94	483586.64	373178.07	7623.24

资料来源：公司年报

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	240.71	236.20	238.92
应收账款（亿元）	157.02	129.86	140.00
其他应收款（合计）（亿元）	13.57	16.09	16.21
存货（亿元）	223.51	252.58	242.54
长期股权投资（亿元）	34.13	31.35	27.55
固定资产（合计）（亿元）	315.47	279.00	263.67
在建工程（合计）（亿元）	31.38	3.65	7.71
资产总额（亿元）	1240.52	1150.14	1161.46
实收资本（亿元）	21.79	23.43	23.43
少数股东权益（亿元）	58.64	50.76	48.89
所有者权益（亿元）	322.30	265.34	256.06
短期债务（亿元）	191.82	212.91	209.95
长期债务（亿元）	337.18	272.13	250.85
全部债务（亿元）	529.00	485.04	460.79
营业总收入（亿元）	803.14	669.75	168.30
营业成本（亿元）	726.02	635.02	156.93
其他收益（亿元）	9.19	4.02	1.22
利润总额（亿元）	-36.86	-81.62	-4.09
EBITDA（亿元）	38.38	-2.65	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	829.00	687.83	187.90
经营活动现金流入小计（亿元）	927.93	763.99	207.20
经营活动现金流量净额（亿元）	79.43	69.02	40.92
投资活动现金流量净额（亿元）	-119.27	-37.22	-15.67
筹资活动现金流量净额（亿元）	39.70	-50.59	-33.63
财务指标			
销售债权周转次数（次）	4.30	4.28	--
存货周转次数（次）	3.17	2.67	--
总资产周转次数（次）	0.66	0.56	--
现金收入比（%）	103.22	102.70	111.65
营业利润率（%）	9.13	4.65	6.25
净营业周期（天）	90.51	83.98	--
EBITDA 利润率（%）	4.78	-0.40	/
总资产报酬率（%）	-1.49	-5.50	--
总资本收益率（%）	-1.74	-7.31	--
净资产收益率（%）	-10.37	-26.64	--
长期债务资本化比率（%）	51.13	50.63	49.49
全部债务资本化比率（%）	62.14	64.64	64.28
资产负债率（%）	74.02	76.93	77.95
流动比率（%）	130.12	119.86	113.07
速动比率（%）	89.93	76.98	74.62
经营现金流动负债比（%）	14.28	11.72	--
现金短期债务比（倍）	1.25	1.11	1.14
EBITDA 利息倍数（倍）	2.00	-0.17	--
全部债务/EBITDA（倍）	13.78	--	--

注：1. 公司 2026 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告将 2024—2025 年末其他流动负债中未终止确认应收票据计入短期债务；将 2024—2026 年 3 月末长期应付款全部计入长期债务；3. “/”表示数据未获取，“--”表示数据不适用
 资料来源：公司提供、财务报表、联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	119.49	80.95	/
应收账款（亿元）	51.55	56.71	/
其他应收款（合计）（亿元）	68.83	79.72	/
存货（亿元）	3.02	2.44	/
长期股权投资（亿元）	220.68	229.74	/
固定资产（合计）（亿元）	8.92	9.86	/
在建工程（合计）（亿元）	1.90	0.11	/
资产总额（亿元）	502.76	488.82	/
实收资本（亿元）	21.79	23.43	/
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	/
所有者权益（亿元）	176.00	174.49	/
短期债务（亿元）	43.46	78.06	/
长期债务（亿元）	137.60	82.60	/
全部债务（亿元）	181.06	160.66	/
营业总收入（亿元）	208.69	134.24	/
营业成本（亿元）	202.68	133.62	/
其他收益（亿元）	3.15	0.26	/
利润总额（亿元）	-21.72	-32.11	/
EBITDA（亿元）	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	280.21	127.74	/
经营活动现金流入小计（亿元）	346.65	173.00	/
经营活动现金流量净额（亿元）	-6.68	-27.43	/
投资活动现金流量净额（亿元）	-10.46	-24.68	/
筹资活动现金流量净额（亿元）	-5.04	4.44	/
财务指标			
销售债权周转次数（次）	2.69	2.36	/
存货周转次数（次）	36.48	48.97	/
总资产周转次数（次）	0.38	0.27	/
现金收入比（%）	134.27	95.16	/
营业利润率（%）	2.68	0.26	/
总资本收益率（%）	-3.13	-6.05	/
净资产收益率（%）	-10.38	-15.53	/
长期债务资本化比率（%）	43.88	32.13	/
全部债务资本化比率（%）	50.71	47.94	/
资产负债率（%）	64.99	64.30	/
流动比率（%）	137.15	100.51	/
速动比率（%）	135.54	99.46	/
经营现金流动负债比（%）	-3.56	-11.87	/
现金短期债务比（倍）	2.75	1.04	/
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：公司本部 2026 年一季度财务报表未披露；2 “/” 表示数据未获取，“—” 表示数据不适用
 资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

附件3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年)^(1/(n-1))]-1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
应收账款周转次数	营业总收入/平均应收账款净额
存货周转次数 ²	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
净营业周期	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
盈利指标	
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
调整后营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-财务费用-管理费用-研发费用)/营业总收入×100%
总资产报酬率	(利润总额+费用化利息支出)/总资产 ³ ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
EBITDA 利润率	EBITDA/营业总收入×100%
调整后 EBITDA 利润率	调整后 EBITDA/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
调整后资产负债率	(负债总额-预收款项-合同负债)/(资产总额-预收款项-合同负债)×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
调整后 EBITDA 利息倍数	调整后 EBITDA/利息支出
全部债务/调整后 EBITDA	全部债务/调整后 EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率 ⁴	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债	销售商品提供劳务收到的现金/流动负债合计
经营活动现金流入/流动负债	经营活动现金流入/流动负债合计
经营活动现金流入/(流动负债-合同负债)	经营活动现金流入/(流动负债合计-合同负债)
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务
 长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销
 调整后 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销-非经常性损益
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 应收账款周转天数=360/应收账款周转次数
 存货周转天数=360/存货周转次数
 应付账款周转天数=360/(营业成本/平均应付账款)

² 使用《建筑与工程企业信用评级方法与模型》的企业, 存货周转次数=营业成本/(平均存货净额+平均合同资产)

³ 使用《一般工商企业信用评级方法与模型》的企业, 总资产报酬率=(利润总额+费用化利息支出)/平均资产总额×100%

⁴ 使用《建筑与工程企业信用评级方法与模型》的企业, 速动比率=(流动资产合计-存货-合同资产)/流动负债合计×100%

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

附件 4-4 列入评级观察设置及含义

列入评级观察是对于已对受评主体给出了评级结果，由于突发事件，且对突发事件暂时没有结论时，采取的一种评级行动。评级观察分为“列入正面观察名单”“列入负面观察名单”和“列入评级观察名单”。

评级观察分类	含义
列入正面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能上调
列入负面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能下调
列入评级观察名单	重大事件或者其他变动因素对受评对象信用水平的影响不明朗，未来 3~6 个月内信用评级的调整方向尚无法判断