

天合光能 (688599)

2023 年中报点评：组件稳步增长，一体化持续拓展

买入 (维持)

2023 年 08 月 30 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书：S0600520070006
chenyao@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书：S0600523070003
guoyn@dwzq.com.cn

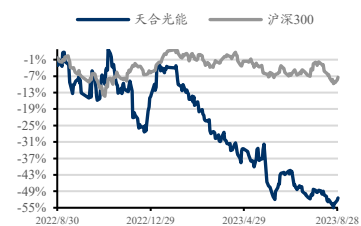
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	85,052	128,814	163,086	196,967
同比	91%	51%	27%	21%
归属母公司净利润 (百万元)	3,680	7,457	9,514	11,649
同比	104%	103%	28%	22%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.69	3.43	4.38	5.36
P/E (现价&最新股本摊薄)	21.03	10.38	8.14	6.64

关键词：#业绩符合预期

投资要点

- **事件：**公司发布 2023 年中报，2023H1 营收 493.84 亿元，同增 38.21%；归母净利 35.4 亿元，同增 178.88%；扣非净利 37.12 亿元，同增 222.60%。2023Q2 营收 280.65 亿元，同环增 37.18%/31.64%；归母净利 17.72 亿元，同环增 144.05%/0.24%；扣非净利 19.82 亿元，同环增 200.46%/14.59%。业绩符合预期。
- **Q2 出货稳步增长，上调全年出货目标。**公司 2023H1 组件出货 27GW (含 4GW 分布式系统)，其中 2023Q2 出货约 14GW，确认收入口径约 12GW，同增 26%/环增 14%，我们测算单瓦净利约 1.1-1.2 毛，环比持平；2023H1 向美国出货约 2GW，其中 2023Q2 约 1GW+，环增 10%+，我们测算单瓦净利约 5 毛。展望 2023Q3，公司在手订单充足，我们预计出货 18-19GW，公司上调全年出货目标至 65-70GW，公司预计美国出货 4-5GW，N 型出货 20GW；2024 年出货保持 50%增长，N 型占比提升+硅片自供支撑盈利。
- **分布式+支架多点开花，储能 H2 有望放量。**2023H1 公司分布式系统出货 4.5GW (确认收入口径 3.5GW)；其中 2023Q2 出货近 2.5GW (确认收入口径 2GW，权益约 1.5GW)，受益组件价格下行，我们测算单瓦盈利增厚至 0.2 元，环增约 7 分；公司预计全年开发 10GW (权益约 7.4GW)，同增 60%+；支架 2023H1 出货 3.3GW，跟踪支架占比 60%；其中 2023Q2 出货约 2GW，环增 40%+，我们测算单瓦盈利约 1.5 分+，全年出货预计约 8GW，同比翻倍增长，跟踪支架占比 50%+。储能 2023H1 出货近 500MWh，其中 2023Q2 出货约 300+MWh，2023Q2 微亏，2023H2 出货有望放量，公司预计全年出货 3-4GWh，海外占比 30-40%，可实现盈利贡献，2024 年出货有望翻番，公司逐步自制电芯，目标 100%自制，毛利率进一步提升，储能市占率目标全球 10%。
- **一体化+N 型产能持续提升，技术布局领先。**公司青海+东南亚硅片逐步投产，2023/2024 年预计自供硅片 15-20GW/40GW+，一体化率提升增厚组件盈利，公司预计 2023 年底硅片/电池/组件产能达 50/75/95GW。N 型产能加速投放，宿迁 8GW+泰国 2.5GW 电池已满产，淮安及青海各 5GW 分别于 6/7 月投产爬坡，2023 年底 N 型产能达 40GW，电池自配率达 70-80%，增强核心竞争力。公司 TOPCON 量产效率达 25.8% (良率 97%)，公司预计年底效率 26%，成本有望持平 PERC。钙钛矿/晶硅叠层电池实验室效率已超 31%，技术布局全面、处行业前列水平。
- **盈利预测与投资评级：**基于光伏需求旺盛，我们维持 2023-2025 年盈利预测，我们预计 2023-2025 年归属于母公司净利润为 75/95/116 亿元，同增 103%/28%/22%，基于公司光伏组件龙头地位，我们给予公司 2024 年 12 倍 PE，对应目标价 52.5 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策不及预期，竞争加剧，产业链波动价格超预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	35.61
一年最低/最高价	32.99/78.42
市净率(倍)	2.64
流通 A 股市值(百万元)	77,400.48
总市值(百万元)	77,400.48

基础数据

每股净资产(元,LF)	13.51
资产负债率(% ,LF)	70.29
总股本(百万股)	2,173.56
流通 A 股(百万股)	2,173.56

相关研究

《天合光能(688599)：2023 年中报业绩预告点评：23Q2 组件出货稳增长，盈利坚挺》

2023-07-26

《天合光能(688599)：2023 年一季报点评：Q1 量利高增，看好 23 年组件一体化深化，全业务多点开花》

2023-04-27

图表目录

图 1:	2023H1 营业收入 493.84 亿元, 同比+38.21% (亿元, %)	3
图 2:	2023H1 归母净利润 35.4 亿元, 同比+178.88% (亿元, %)	3
图 3:	2023Q2 营业收入 280.65 亿元, 同比+37.18%, 环比+31.64% (亿元, %)	4
图 4:	2023Q2 归母净利润 17.72 亿元, 同比+144.05%, 环比+0.24% (亿元, %)	4
图 5:	2023H1 毛利率、归母净利率分别为 16.92%、7.17% (%)	4
图 6:	2023Q2 毛利率、归母净利率分别为 16.14%、6.31% (%)	4
图 7:	2023H1 期间费用 35.02 亿元, 同比+22.94% (亿元, %)	5
图 8:	2023Q2 期间费用 14.1 亿元, 同比+0.23%, 环比-32.59% (亿元, %)	5
图 9:	2023H1 期间费用率 7.09%, 同比-0.88pct (%)	5
图 10:	2023Q2 期间费用率 5.02%, 同比-1.85pct, 环比-4.79pct (%)	5
图 11:	2023Q2 经营活动现金净流入 36.98 亿元, 同比+7.11%, 环比+513.95% (亿元, %)	6
图 12:	2023Q2 期末合同负债 61.34 亿元, 同比+92.36%, 环比+0.09% (亿元, %)	6
图 13:	2023Q2 期末存货 263.84 亿元, 同比+47.25%, 环比+10.03% (亿元, %)	6
图 14:	2023Q2 期末应收账款 171.24 亿元, 同比+58.92%, 环比+18.54% (亿元, %)	6
表 1:	2023H1 收入 493.84 亿元, 同比增长 38.21%; 归母净利润 35.4 亿元, 同比增长 178.88% (单位: 亿元)	3

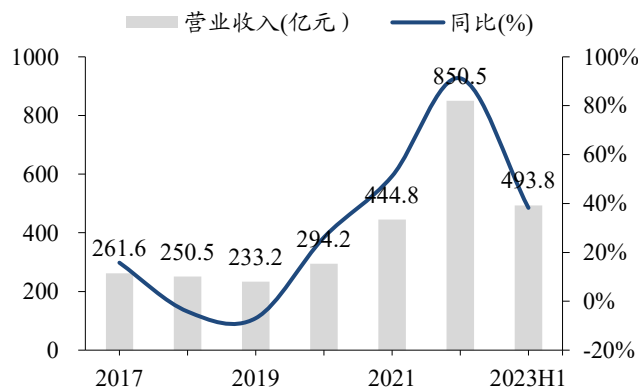
事件: 公司发布 2023 年半年报, 2023H1 实现营业收入 493.84 亿元, 同比增长 38.21%; 实现利润总额 43.61 亿元, 同比增长 175.13%; 实现归属母公司净利润 35.4 亿元, 同比增长 178.88%; 实现扣非归母净利润 37.12 亿元, 同比增长 222.60%。2023H1 毛利率为 16.92%, 同比上升 3.36pct, 2023H1 归母净利率为 7.17%, 同比上升 3.62pct; 2023H1 扣非归母净利率 7.52%, 同比上升 4.30pct。2023Q2 实现营业收入 280.65 亿元, 同比增长 37.18%, 环比增长 31.64%; 实现利润总额 20.7 亿元, 同比增长 136.72%, 环比下降 9.66%; 实现归属母公司净利润 17.72 亿元, 同比增长 144.05%, 环比增长 0.24%; 实现扣非归母净利润 19.82 亿元, 同比增长 200.46%, 环比增长 14.59%。2023Q2 毛利率为 16.14%, 同比上升 2.59pct, 环比下降 1.82pct; 2023Q2 归母净利率为 6.31%, 同比上升 2.77pct, 环比下降 1.98pct; 2023Q2 扣非归母净利率 7.06%, 同比上升 3.84pct, 环比下降 1.05pct。

表1: 2023H1 收入 493.84 亿元, 同比增长 38.21%; 归母净利润 35.4 亿元, 同比增长 178.88% (单位: 亿元)

天合光能	2023H1	2022H1	同比	2023Q2	2022Q2	同比	2023Q1	环比
营业收入	493.84	357.31	38.21%	280.65	204.58	37.18%	213.19	31.64%
营业成本	410.28	308.84	32.84%	235.36	176.87	33.07%	174.91	34.56%
毛利率	16.9%	13.6%	+3.36pct	16.1%	13.5%	+2.59pct	18.0%	-1.82pct
营业利润	47.06	15.77	198.50%	23.62	8.66	172.69%	23.44	0.78%
利润总额	43.61	15.85	175.13%	20.70	8.74	136.72%	22.91	-9.66%
归属母公司净利润	35.40	12.69	178.88%	17.72	7.26	144.05%	17.68	0.24%
扣非归母净利润	37.12	11.51	222.60%	19.82	6.60	200.46%	17.30	14.59%
归母净利率	7.2%	3.6%	+3.62pct	6.3%	3.5%	+2.77pct	8.3%	-1.98pct
扣非归母净利率	7.5%	3.2%	+4.30pct	7.1%	3.2%	+3.84pct	8.1%	-1.05pct

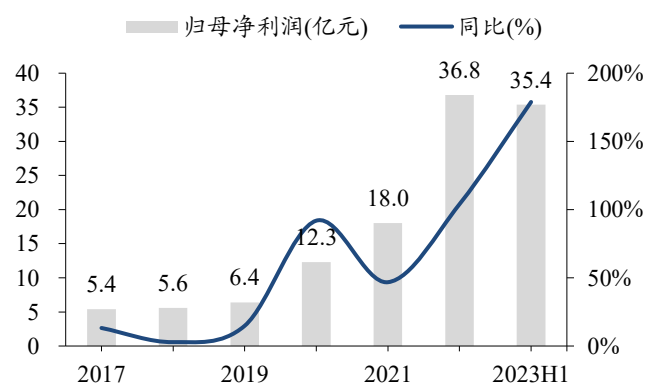
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图1: 2023H1 营业收入 493.84 亿元, 同比+38.21% (亿元, %)



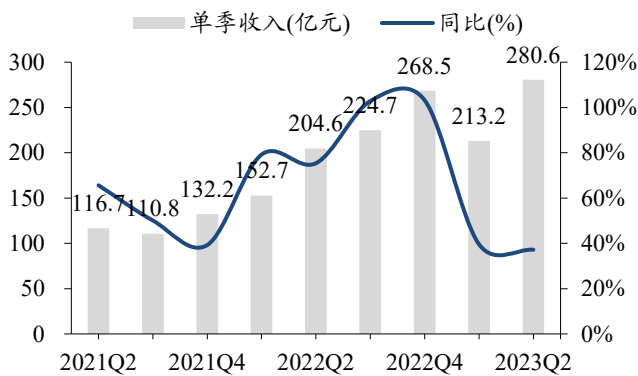
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2023H1 归母净利润 35.4 亿元, 同比+178.88% (亿元, %)



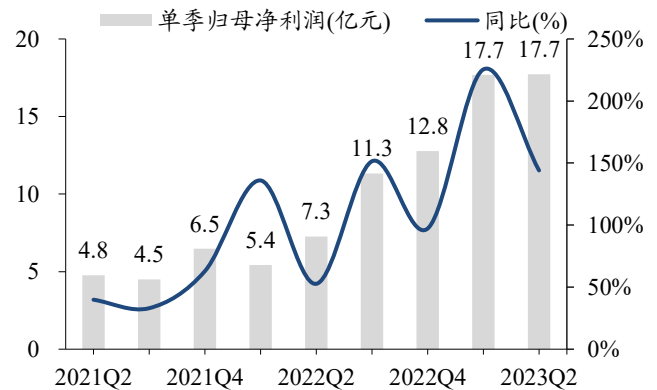
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2023Q2 营业收入 280.65 亿元, 同比+37.18%, 环比+31.64% (亿元, %)



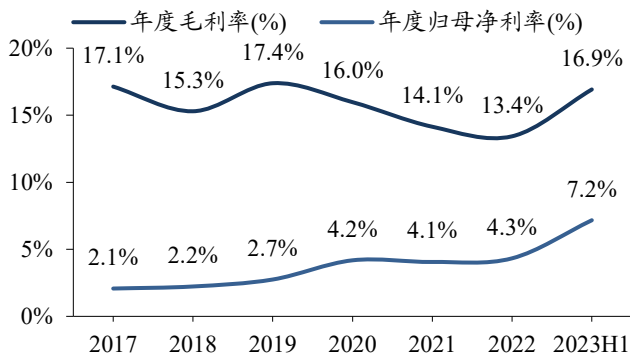
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2023Q2 归母净利润 17.72 亿元, 同比+144.05%, 环比+0.24% (亿元, %)



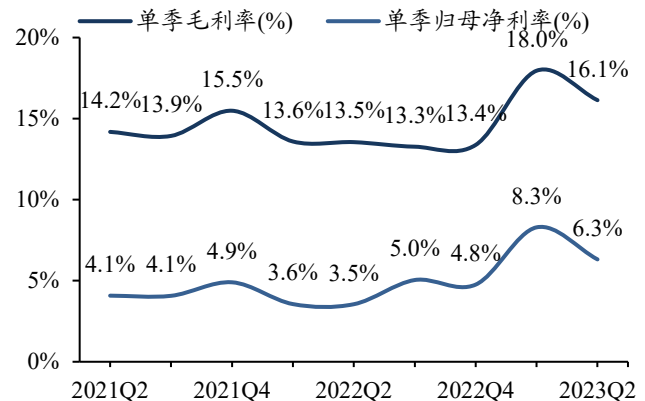
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2023H1 毛利率、归母净利率分别为 16.92%、7.17% (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2023Q2 毛利率、归母净利率分别为 16.14%、6.31% (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

Q2 出货稳步增长, 上调全年出货目标。公司 2023H1 组件出货 27GW (含 4GW 分布式系统), 其中 2023Q2 出货约 14GW, 确认收入口径约 12GW, 同增 26%/环增 14%, 我们测算单瓦净利约 1.1-1.2 毛, 环比持平; 2023H1 向美国出货约 2GW, 其中 2023Q2 约 1GW+, 环增 10%+, 我们测算单瓦净利约 5 毛。展望 2023Q3, 公司在手订单充足, 我们预计出货 18-19GW, 公司上调全年出货目标至 65-70GW, 公司预计美国出货 4-5GW, N 型出货 20GW; 2024 年出货保持 50% 增长, N 型占比提升+硅片自供支撑盈利。

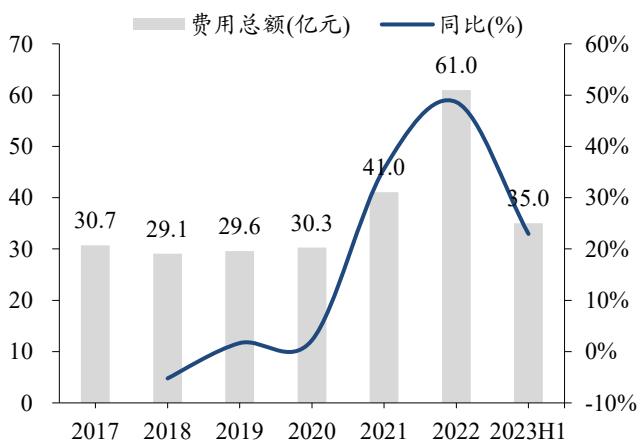
分布式+支架多点开花, 储能 H2 有望放量。2023H1 公司分布式系统出货 4.5GW (确认收入口径 3.5GW); 其中 2023Q2 出货近 2.5GW (确认收入口径 2GW, 权益约 1.5GW), 受益组件价格下行, 我们测算单瓦盈利增厚至 0.2 元, 环增约 7 分; 公司预计全年开发 10GW (权益约 7.4GW), 同增 60%+; 支架 2023H1 出货 3.3GW, 跟踪支架占比 60%; 其中 2023Q2 出货约 2GW, 环增 40%+, 我们测算单瓦盈利约 1.5 分+, 全年出

货预计约 8GW，同比翻倍增长，跟踪支架占比 50%+。储能 2023H1 出货近 500MWh，其中 2023Q2 出货约 300+MWh，2023Q2 微亏，2023H2 出货有望放量，公司预计全年出货 3-4GWh，海外占比 30-40%，可实现盈利贡献，2024 年出货有望翻番，公司逐步自制电芯，目标 100%自制，毛利率进一步提升，储能市占率目标全球 10%。

一体化+N 型产能持续提升，技术布局领先。公司青海+东南亚硅片逐步投产，2023/2024 年预计自供硅片 15-20GW/40GW+，一体化率提升增厚组件盈利，公司预计 2023 年底硅片/电池/组件产能达 50/75/95GW。N 型产能加速投放，宿迁 8GW+泰国 2.5GW 电池已满产，淮安及青海各 5GW 分别于 6/7 月投产爬坡，2023 年底 N 型产能达 40GW，电池自配率达 70-80%，增强核心竞争力。公司 TOPCON 量产效率达 25.8%(良率 97%)，公司预计年底效率 26%，成本有望持平 PERC。钙钛矿/晶硅叠层电池实验室效率已超 31%，技术布局全面、处行业前列水平。

期间费用优化、盈利能力增强。公司 2023H1 期间费用合计 35.02 亿元，同比增长 22.94%；期间费用率为 7.09%，同比下降 0.88pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 51.55%、上升 56.60%、上升 30.98%、下降 160.64%至 15.35 亿元、13.58 亿元、8.18 亿元、-2.09 亿元；费用率分别同比上升 0.27、上升 0.32、下降 0.09、下降 1.39 个百分点至 3.11%、2.75%、1.66%、-0.42%。公司 2023Q2 期间费用合计 14.10 亿元，同比增长 0.23%，环比下降 32.59%；期间费用率为 5.02%，同比下降 1.85pct，环比下降 4.79pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 41.89%、上升 27.21%、上升 29.13%、下降 593.40%至 7.75 亿元、5.96 亿元、4.1 亿元、-3.7 亿元；费用率分别同比上升 0.09、下降 0.17、下降 0.09、下降 1.69 个百分点至 2.76%、2.12%、1.46%、-1.32%。

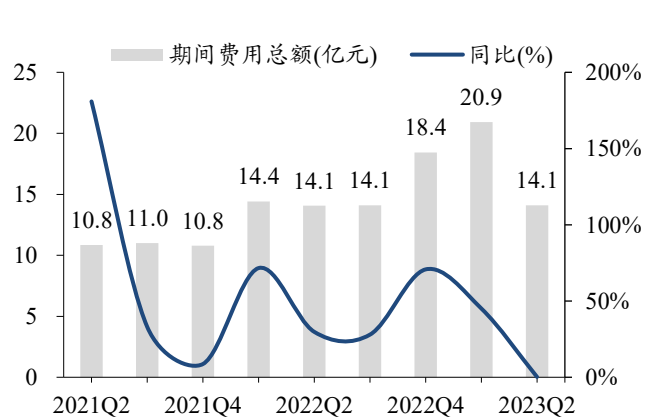
图7：2023H1 期间费用 35.02 亿元，同比+22.94%（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

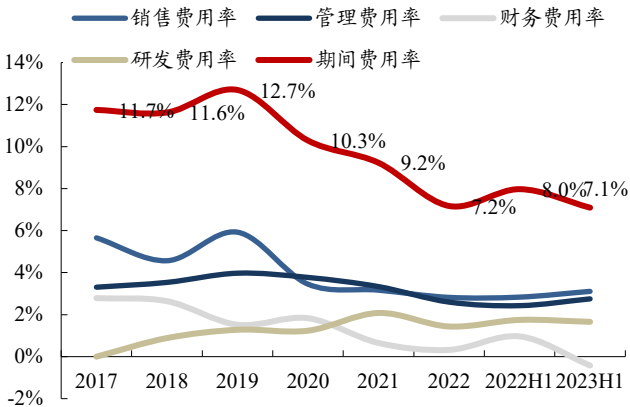
图9：2023H1 期间费用率 7.09%，同比-0.88pct（%）

图8：2023Q2 期间费用 14.1 亿元，同比+0.23%，环比-32.59%（亿元，%）

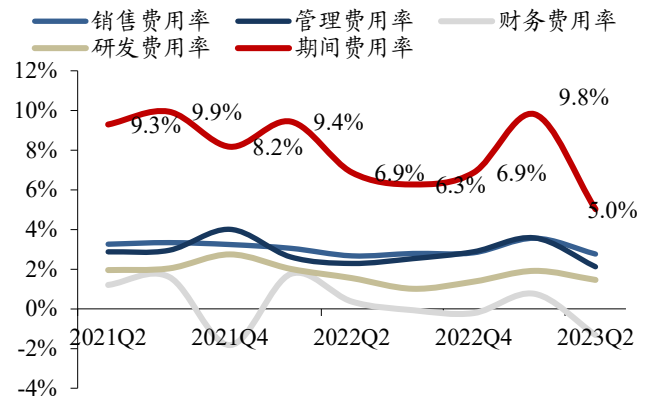


数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：2023Q2 期间费用率 5.02%，同比-1.85pct，环比-4.79pct（%）



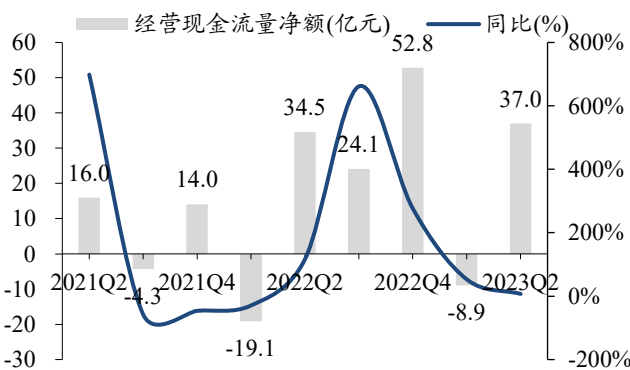
数据来源：Wind，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

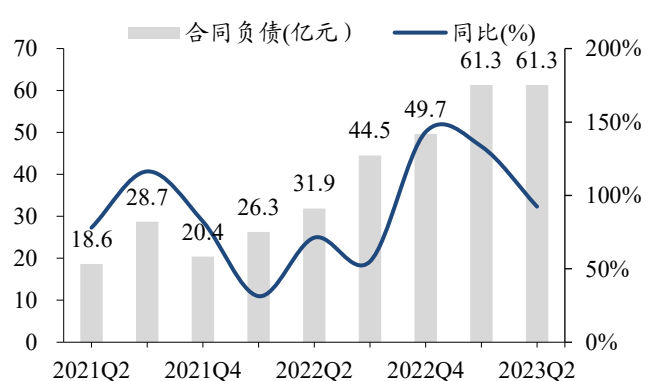
现金流大幅改善，应收账款持续增加。2023H1 经营活动现金流量净流入 28.05 亿元，同比增长 81.55%。销售商品取得现金 419.19 亿元，同比增长 25.65%。期末合同负债 61.34 亿元，同比增长 92.36%。期末应收账款 171.24 亿元，同比增长 58.92%。应收账款周转天数同比上升 7.56 天至 55.28 天。期末存货 263.84 亿元，同比上升 47.25%。存货周转天数同比上升 9.19 天至 103.56 天。2023Q2 经营活动现金流量净流入 36.98 亿元，同比增长 7.11%，环比增长 513.95%。销售商品取得现金 241.05 亿元，同比增长 24.36%，环比增长 35.31%。期末合同负债 61.34 亿元，同比增长 92.36%，环比增长 0.09%。期末应收账款 171.24 亿元，同比增长 58.92%，环比增长 18.54%。应收账款周转天数同比上升 7.56 天至 55.28 天。期末存货 263.84 亿元，同比上升 47.25%，环比增长 10.03%。存货周转天数同比上升 9.19 天至 103.56 天。

图11：2023Q2 经营活动现金净流入 36.98 亿元，同比 +7.11%，环比+513.95%（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12：2023Q2 期末合同负债 61.34 亿元，同比+92.36%，环比+0.09%（亿元，%）

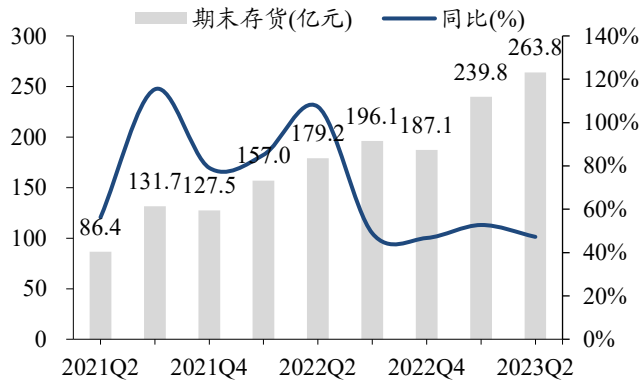


数据来源：Wind，东吴证券研究所

图13：2023Q2 期末存货 263.84 亿元，同比+47.25%，

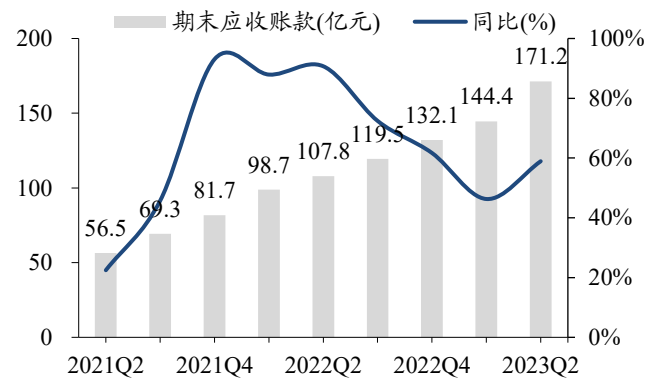
图14：2023Q2 期末应收账款 171.24 亿元，同比

环比+10.03% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

+58.92%, 环比+18.54% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 基于光伏需求旺盛, 我们维持 2023-2025 年盈利预测, 我们预计 2023-2025 年归属于母公司净利润为 75/95/116 亿元, 同增 103%/28%/22%, 基于公司光伏组件龙头地位, 我们给予公司 2024 年 12 倍 PE, 对应目标价 52.5 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 政策不及预期, 竞争加剧, 产业链波动价格超预期。

天合光能三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	61,065	102,148	120,210	149,760	营业总收入	85,052	128,814	163,086	196,967
货币资金及交易性金融资产	19,232	25,852	32,707	39,483	营业成本(含金融类)	73,633	110,175	139,646	169,107
经营性应收款项	17,434	34,567	39,642	50,346	税金及附加	262	580	734	886
存货	18,715	32,097	37,828	47,440	销售费用	2,399	3,542	4,322	5,023
合同资产	1,037	2,122	2,337	3,034	管理费用	2,209	3,414	4,159	4,826
其他流动资产	4,648	7,509	7,696	9,457	研发费用	1,221	2,319	2,746	3,000
非流动资产	28,911	32,729	37,543	42,403	财务费用	272	667	756	904
长期股权投资	3,649	3,649	3,649	3,649	加:其他收益	309	567	696	826
固定资产及使用权资产	12,379	16,578	21,051	25,720	投资净收益	610	902	815	985
在建工程	4,039	3,624	3,974	4,185	公允价值变动	(3)	0	0	0
无形资产	2,632	2,632	2,632	2,632	减值损失	(1,723)	(512)	(740)	(990)
商誉	154	154	154	154	资产处置收益	(173)	(258)	(245)	(295)
长期待摊费用	49	84	75	55	营业利润	4,078	8,817	11,250	13,747
其他非流动资产	6,007	6,007	6,007	6,007	营业外净收支	(93)	(40)	(67)	(54)
资产总计	89,976	134,877	157,753	192,163	利润总额	3,984	8,776	11,183	13,693
流动负债	54,950	89,622	101,519	122,858	减:所得税	332	1,183	1,505	1,843
短期借款及一年内到期的非流动负债	13,673	15,741	13,964	20,569	净利润	3,653	7,593	9,678	11,850
经营性应付款项	30,114	57,280	67,540	78,909	减:少数股东损益	(27)	137	165	201
合同负债	4,967	6,060	8,189	10,208	归属母公司净利润	3,680	7,457	9,514	11,649
其他流动负债	6,196	10,542	11,826	13,173	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.69	3.43	4.38	5.36
非流动负债	6,231	8,866	10,091	11,311	EBIT	4,785	8,786	11,479	14,125
长期借款	3,572	4,772	5,972	7,172	EBITDA	6,992	9,887	12,890	15,800
应付债券	0	1,400	1,400	1,400	毛利率(%)	13.43	14.47	14.37	14.14
租赁负债	54	89	114	134	归母净利率(%)	4.33	5.79	5.83	5.91
其他非流动负债	2,605	2,605	2,605	2,605	收入增长率(%)	91.21	51.45	26.61	20.78
负债合计	61,181	98,488	111,610	134,169	归母净利润增长率(%)	103.97	102.63	27.59	22.44
归属母公司股东权益	26,339	33,796	43,386	55,035					
少数股东权益	2,457	2,593	2,758	2,959					
所有者权益合计	28,796	36,389	46,144	57,994					
负债和股东权益	89,976	134,877	157,753	192,163					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	9,237	7,063	14,022	6,024	每股净资产(元)	12.14	15.58	19.32	24.51
投资活动现金流	(8,966)	(4,366)	(5,791)	(5,989)	最新发行在外股份(百万股)	2,174	2,174	2,174	2,174
筹资活动现金流	6,173	3,923	(1,377)	6,741	ROIC(%)	10.80	14.55	15.77	15.79
现金净增加额	7,054	6,620	6,854	6,776	ROE-摊薄(%)	13.97	22.06	21.93	21.17
折旧和摊销	2,208	1,102	1,411	1,675	资产负债率(%)	68.00	73.02	70.75	69.82
资本开支	(8,076)	(5,298)	(6,612)	(6,979)	P/E (现价&最新股本摊薄)	21.03	10.38	8.14	6.64
营运资本变动	1,855	(3,771)	737	(8,477)	P/B (现价)	2.93	2.29	1.84	1.45

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码：215021
 传真：（0512）62938527
 公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>