

业绩稳步提升，光储并济铸就竞争力

2023 年 10 月 29 日

➤ **事件：**2023 年 10 月 27 日，公司发布 2023 年三季度，2023 年前三季度公司实现营收 811.94 亿元，同比+39.38%；归母净利润为 50.77 亿元，同比+111.34%；扣非归母净利润 51.20 亿元，同比+128.49%。分季度来看，23 年 Q3 公司营收 317.36 亿元，同比+40.25%；归母净利润 15.37 亿元，同比+35.67%；扣非归母净利润 14.08 亿元，同比+29.14%。公司收入增加主要系光伏组件、支架、分布式系统和储能产品出货量同比增长显著，利润增加主要系 N 型硅片产能的逐步释放，公司组件综合成本进一步下降，自有电芯下线和良率提升，储能产品综合成本持续下降。

➤ **盈利能力加强，出货量稳居行业第一梯队。**盈利方面，23 年 Q3 毛利率为 16.7%，同比+3.43Pcts；净利率为 5.44%，同比增长 1.12Pcts。出货量方面，根据索比光伏统计，公司前三季度组件出货约 45-46GW，位居行业前三。

➤ **至尊 N 型 700W+ 风靡海外，有效降低度电成本。**10 月 25-26 日，公司在澳大利亚 All Energy 展会上，推广至尊 N 型 700W+ 系列组件及至尊 N 型家族。基于 i-TOPCon 技术的尊 N 型 700W+ 超高功率组件率先实现量产，削减了光伏电站 BOS 系统成本和度电成本，适配市场需求，为终端客户价值保障护航。

➤ **Elementa 2+ Potentia，打造储能新纪元。**天合储能基于市场的需求，以全栈自研技术能力创新推出一代柔性液冷电池舱 Elementa 2 和工商业储能系统新品 Potentia。电池方面，通过优化电芯结构和智造工艺，天电池舱 Elementa 2 系统能量由原先进代的 3.727MWh 提升至 5.015MWh，搭配天合 314Ah 天合芯，电池子阵超配量更少。同时搭载 Pack Plus 技术，大幅度降低了后期维护成本，数智赋能赢得市场竞争力。储能方面，储能一体机 Potentia 已经实现多端数字化能量管理全面覆盖。天合精准捕捉市场革新趋势和潜在需求，以成熟可靠的产品在高速迭代的储能赛道上持续推进全球光储垂直一体化发展。

➤ **投资建议：**公司持续发挥全球化品牌以及渠道市场优势，组件出货量有望持续提升。同时，公司进一步丰富储能产品线，叠加自有电芯下线及良率提升，储能产品或将迎来量利齐升。预计公司 23-25 年实现收入 1146/1507/1773 亿元，归母净利润 66.04/70.71/87.82 亿元，对应 PE 10/9/7。公司为光伏组件领先企业，随着全球化布局加速和新技术迭代，市占率和盈利能力有望持续提升，储能业务的放量或将为公司带来新的增量，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**原材料价格波动风险、下游行业景气度波动风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	85,052	114,596	150,686	177,323
增长率 (%)	91.2	34.7	31.5	17.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	3,680	6,604	7,071	8,782
增长率 (%)	104.0	79.4	7.1	24.2
每股收益 (元)	1.69	3.04	3.25	4.04
PE	18	10	9	7
PB	2.5	2.1	1.7	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 27 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

29.94 元


分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

电话：021-60876734

邮箱：wangyiru_yj@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

电话：021-60876734

邮箱：zhubiye@mszq.com

研究助理 林誉韬

执业证书：S0100122060013

电话：021-60876734

邮箱：linyutao@mszq.com

相关研究

1.天合光能 (688599.SH) 2023 年半年报点评：业绩符合预期，光储协同发展夯实竞争力-2023/09/03

2.天合光能 (688599.SH) 22 年年报及 23 年一季报点评：深化一体化布局增厚盈利，储能打开成长天花板-2023/04/28

3.天合光能 (688599.SH) 2022 年三季度点评：加强一体化布局，发力 N 型电池赛道-2022/11/01

4.天合光能 (688599.SH)：2022 年半年报点评：业绩大幅增长，一体化布局夯实竞争力-2022/08/29

5.天合光能 (688599.SH) 2021 年报及 22 年一季报点评：组件出货快速增长，渠道优势保障盈利-2022/04/30

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	85,052	114,596	150,686	177,323
营业成本	73,633	98,140	130,890	153,935
营业税金及附加	262	401	527	621
销售费用	2,399	3,667	4,671	5,320
管理费用	2,209	3,094	3,993	4,610
研发费用	1,221	1,719	2,185	2,483
EBIT	4,785	7,705	8,671	10,660
财务费用	272	407	404	385
资产减值损失	-1,363	-300	-100	-100
投资收益	610	1,719	753	887
营业利润	4,078	8,716	8,920	11,062
营业外收支	-93	-352	-70	-70
利润总额	3,984	8,364	8,850	10,992
所得税	332	1,255	1,328	1,649
净利润	3,653	7,109	7,523	9,343
归属于母公司净利润	3,680	6,604	7,071	8,782
EBITDA	6,992	10,062	11,688	14,328

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	19,143	19,503	21,928	29,306
应收账款及票据	15,502	17,408	22,972	27,041
预付款项	1,464	1,963	2,618	3,079
存货	18,715	24,603	33,170	35,045
其他流动资产	6,241	9,465	9,609	11,321
流动资产合计	61,065	72,942	90,297	105,792
长期股权投资	3,649	3,649	3,649	3,649
固定资产	12,302	18,588	23,924	28,466
无形资产	2,632	2,732	2,832	2,932
非流动资产合计	28,911	34,774	39,962	44,499
资产合计	89,976	107,716	130,259	150,291
短期借款	9,718	9,718	9,718	9,718
应付账款及票据	30,114	37,244	48,973	57,630
其他流动负债	15,117	19,957	24,248	27,280
流动负债合计	54,950	66,919	82,939	94,628
长期借款	3,572	3,572	3,572	3,572
其他长期负债	2,659	2,659	2,659	2,659
非流动负债合计	6,231	6,231	6,231	6,231
负债合计	61,181	73,150	89,170	100,859
股本	2,173	2,173	2,173	2,173
少数股东权益	2,457	2,962	3,414	3,974
股东权益合计	28,796	34,566	41,089	49,432
负债和股东权益合计	89,976	107,716	130,259	150,291

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	91.21	34.74	31.49	17.68
EBIT 增长率	106.05	61.02	12.54	22.94
净利润增长率	103.97	79.45	7.08	24.20
盈利能力 (%)				
毛利率	13.43	14.36	13.14	13.19
净利率	4.33	5.76	4.69	4.95
总资产收益率 ROA	4.09	6.13	5.43	5.84
净资产收益率 ROE	13.97	20.90	18.77	19.32
偿债能力				
流动比率	1.11	1.09	1.09	1.12
速动比率	0.68	0.64	0.62	0.68
现金比率	0.35	0.29	0.26	0.31
资产负债率 (%)	68.00	67.91	68.46	67.11
经营效率				
应收账款周转天数	45.25	45.00	45.00	45.00
存货周转天数	76.93	80.00	80.00	80.00
总资产周转率	1.11	1.16	1.27	1.26
每股指标 (元)				
每股收益	1.69	3.04	3.25	4.04
每股净资产	12.12	14.54	17.33	20.91
每股经营现金流	4.25	4.66	5.29	7.51
每股股利	0.48	0.48	0.48	0.48
估值分析				
PE	18	10	9	7
PB	2.5	2.1	1.7	1.4
EV/EBITDA	10.37	7.21	6.21	5.06
股息收益率 (%)	1.60	1.60	1.60	1.60

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	3,653	7,109	7,523	9,343
折旧和摊销	2,208	2,357	3,017	3,668
营运资金变动	2,074	1,061	940	3,422
经营活动现金流	9,237	10,121	11,507	16,326
资本开支	-8,076	-8,522	-8,235	-8,235
投资	-166	-1,027	-40	-40
投资活动现金流	-8,966	-7,831	-7,522	-7,388
股权募资	2,196	0	0	0
债务募资	5,358	-31	0	0
筹资活动现金流	6,173	-1,930	-1,560	-1,560
现金净流量	7,054	360	2,425	7,378

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026