

天合光能（688599）

2023 年三季报点评：硅片自供+N 型占比持续提升，光储协同多元发展

买入（维持）

2023 年 10 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	124,529	155,028	198,822
同比	91%	46%	24%	28%
归属母公司净利润（百万元）	3,680	6,974	8,461	10,035
同比	104%	90%	21%	19%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.69	3.21	3.89	4.62
P/E（现价&最新股本摊薄）	17.68	9.33	7.69	6.48

关键词：#业绩符合预期

投资要点

■ **事件：**公司 2023Q1-3 营业收入 811.19 亿，同比增长 39.38%；归母净利润 50.77 亿元，同比增长 111.34%；扣非归母净利润 51.2 亿元，同比增长 128.49%。其中 2023Q3 营业收入 317.36 亿元，同比增长 41.25%，环比增长 13.08%；归母净利润 15.37 亿，同比增长 35.67%，环比下降 13.27%；扣非归母净利润 14.08 亿元，同比增长 29.17%，环比下降 28.96%。业绩符合预期。

■ **出货持续增长、硅片+N 型自供率持续提升。**2023Q1-3 组件出货约 45-46GW，同比增长约 68%；2023Q3 出货 18.5GW，确收超 16GW，同比增长超 52%/环增 33%+；其中含硅片自供约 4GW 不到，受益于 N 型提升+硅片自供，测算单瓦净利约 11 分，环比持平。2023Q4 看，预计组件出货 20GW+，硅片自供约 7GW，占比进一步提升；全年出货 65-70GW，预计美国出货 4-5GW，N 型出货约 10GW；预计 2024 年出货超 100GW，N 型占比 70%+硅片自供 60%，持续支撑盈利。

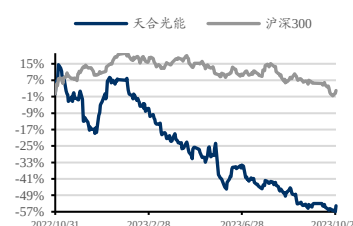
■ **光储协同、分布式及支架多元增长。**公司 2023Q1-3 分布式出货约 6.7GW，其中 Q3 出货超 2GW，确认销售 2.5GW（权益出货约 1.8GW），环增约 25%；受益组件价格下行，单瓦盈利约 18-19 分，环比基本持平；预计全年开发 10GW（权益约 7.4GW），2024 年保持 40-50%增长；支架 Q1-3 出货 5.6GW，跟踪占比超 50%，2023Q3 出货 2.3GW；全年出货预计约 8GW，24 年 40-50%增长。储能 2023Q1-3 出货略不到 1GWh，2023Q3 略亏，预计全年出货 2-3GWh；现有 12GWh 产能建成，2024Q1 另有 14GWh 电芯+系统产能投产，届时达 26GWh 规模，2024 年出货保持高增，2028 年目标全球前三。光储协同，业务多元化高增。

■ **产能一体化扩展、海外布局启动。**公司硅片占比提升，预计 2023 年底硅片/电池/组件产能达 50/75/95GW，自供硅片 15GW-20GW，2024 年底 70/90/135GW，自供预计超 60GW，自供提升增厚组件盈利。海外方面，公司布局东南亚 6.5GW 一体化产能+美国 5GW 组件，推动美国销售持续增长；10 月公司签署合作备忘录，意向于阿联酋投建 5 万吨硅料+30GW 晶体硅片+5GW 电池组件，分三期建设；战略性全球化布局，针对后续海外市场发展。

■ **盈利预测与投资评级：**基于产业价格快速下行，我们下调盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利为 70/85/100 亿元（前值为 75/95/116），同比增长 90%/21%/19%，参考行业可比公司估值，给予 2024 年 12 倍 PE，对应目标价 46.7 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)	29.94
一年最低/最高价	27.37/76.85
市净率(倍)	2.12
流通 A 股市值(百万元)	65,076.43
总市值(百万元)	65,076.43

基础数据

每股净资产(元,LF)	14.15
资产负债率(%，LF)	71.61
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 年中报点评：组件稳步增长，一体化持续拓展》

2023-08-30

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

2023-07-26

图表目录

图 1:	2023Q1-3 营业收入 811.19 亿元, 同比+39.38% (亿元, %)	3
图 2:	2023Q1-3 归母净利润 50.77 亿元, 同比+111.34% (亿元, %)	3
图 3:	2023Q3 营业收入 317.36 亿元, 同比+41.25%, 环比+13.08% (亿元, %)	4
图 4:	2023Q3 归母净利润 15.37 亿元, 同比+35.67%, 环比-13.27% (亿元, %)	4
图 5:	2023Q1-3 毛利率、归母净利率分别为 16.83%、6.26% (%)	4
图 6:	2023Q3 毛利率、归母净利率分别为 16.70%、4.84% (%)	4
图 7:	2023Q1-3 期间费用 60.36 亿元, 同比+41.78% (亿元, %)	5
图 8:	2023Q3 期间费用 25.34 亿元, 同比+79.89%, 环比+79.69% (亿元, %)	5
图 9:	2023Q1-3 期间费用率 7.32%, 同比+0.13pct (%)	6
图 10:	2023Q3 期间费用率 7.98%, 同比+1.71pct, 环比+2.96pct (%)	6
图 11:	2023Q1-3 经营活动现金净流入 102.55 亿元, 同比+159.28% (亿元, %)	6
图 12:	2023Q3 经营活动现金净流入 74.5 亿元, 同比+209.11%, 环比+101.45% (亿元, %)	6
图 13:	2023Q3 期末存货 269.15 亿元, 同比+37.27%, 环比+2.01% (亿元, %)	7
图 14:	2023Q3 期末应收账款 203.75 亿元, 同比+70.54%, 环比+18.99% (亿元, %)	7

表 1:	2023Q1-3 收入 811.19 亿元, 同比增长 39.38%; 归母净利润 50.77 亿元, 同比增长 111.34% (单位: 亿元)	3
------	---	---

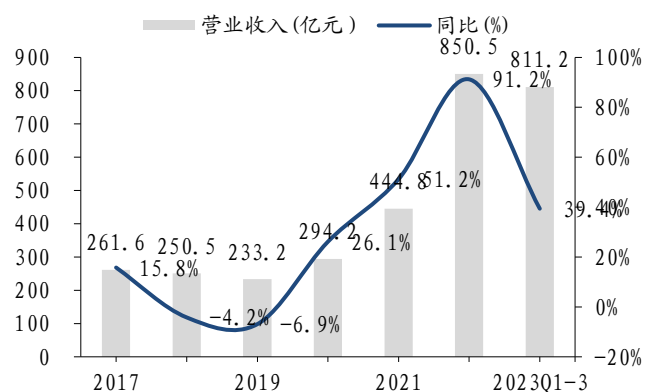
事件: 公司发布 2023 年三季报, 2023Q3 实现营业收入 317.36 亿元, 同比增长 41.25%, 环比增长 13.08%; 实现利润总额 19.24 亿元, 同比增长 71.86%, 环比下降 7.03%; 实现归属母公司净利润 15.37 亿元, 同比增长 35.67%, 环比下降 13.27%; 实现扣非归母净利润 14.08 亿元, 同比增长 29.17%, 环比下降 28.96%。2023Q3 毛利率为 16.70%, 同比上升 3.43pct, 环比增长 0.56pct; 2023Q3 归母净利率为 4.84%, 同比下降 0.20pct, 环比下降 1.47pct; 2023Q3 扣非归母净利率 4.44%, 同比下降 0.41pct, 环比下降 2.62pct。

表1: 2023Q1-3 收入 811.19 亿元, 同比增长 39.38%; 归母净利润 50.77 亿元, 同比增长 111.34% (单位: 亿元)

天合光能	2023Q3	2022Q3	同比	2023Q1-3	2022Q1-3	同比	2023Q2	环比
营业收入	317.36	224.68	41.3%	811.19	581.98	39.4%	280.65	13.1%
营业成本	264.37	194.87	35.67%	674.65	503.71	33.94%	235.36	12.3%
毛利率	16.7%	13.3%	3.4pct	16.8%	13.4%	3.4pct	16.1%	0.6pct
营业利润	19.31	11.89	62.4%	66.37	27.66	140.0%	23.62	-18.3%
利润总额	19.24	11.20	71.9%	62.85	27.05	132.4%	20.70	-7.0%
归属母公司净利润	15.37	11.33	35.7%	50.77	24.02	111.3%	17.72	-13.3%
扣非归母净利润	14.08	10.90	29.17%	51.20	22.41	128.5%	19.82	-28.96%
归母净利率	4.8%	5.0%	-0.2pct	6.3%	4.1%	2.1pct	6.3%	-1.5pct
扣非归母净利率	4.4%	4.9%	-0.41pct	6.3%	3.9%	2.5pct	7.1%	-2.62pct

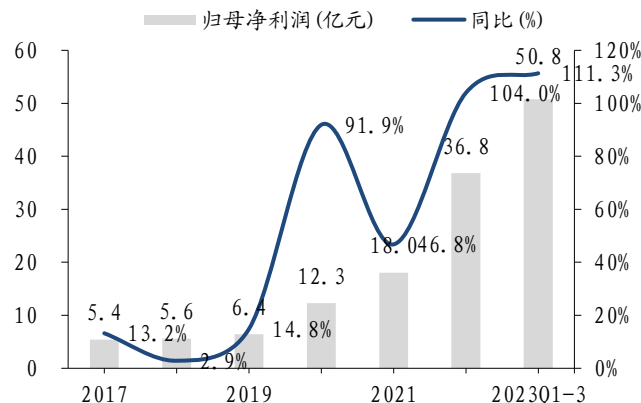
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图1: 2023Q1-3 营业收入 811.19 亿元, 同比+39.38%(亿元, %)



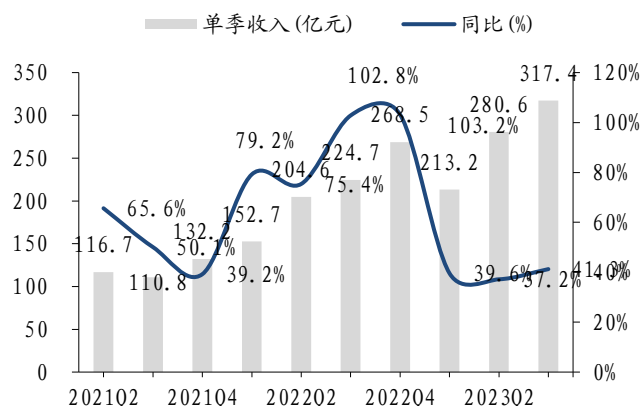
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2023Q1-3 归母净利润 50.77 亿元, 同比+111.34%(亿元, %)



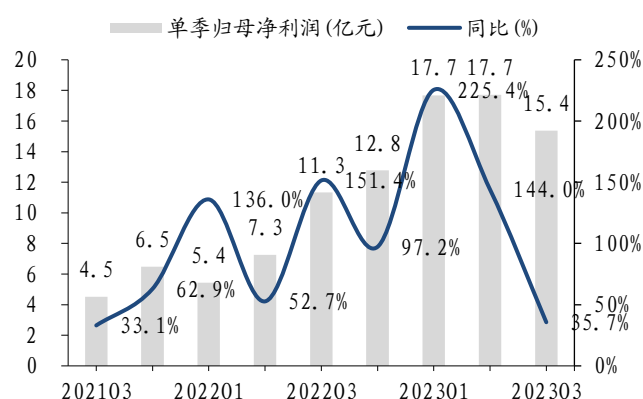
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2023Q3 营业收入 317.36 亿元, 同比+41.25%, 环比+13.08% (亿元, %)



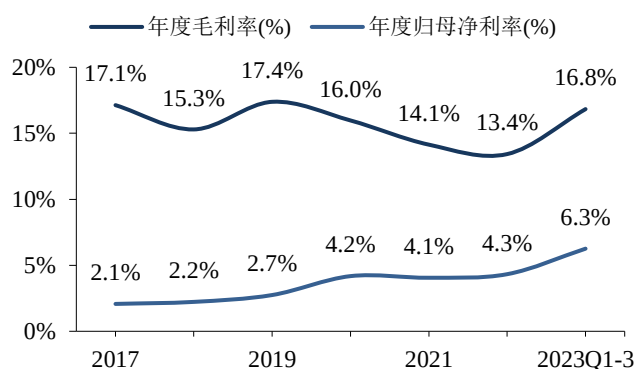
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2023Q3 归母净利润 15.37 亿元, 同比+35.67%, 环比-13.27% (亿元, %)



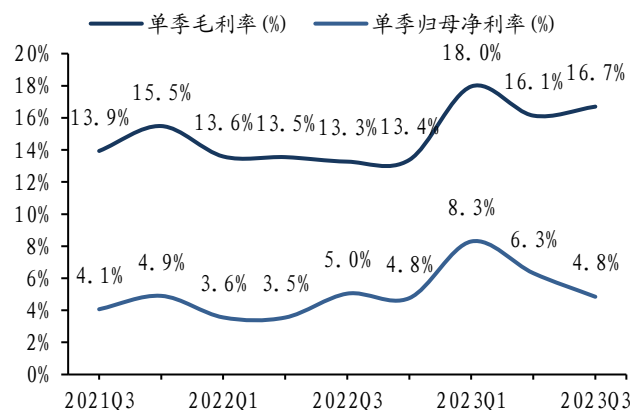
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2023Q1-3 毛利率、归母净利率分别为 16.83%、6.26% (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2023Q3 毛利率、归母净利率分别为 16.70%、4.84% (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

出货持续增长、硅片+N型自供率持续提升。2023Q1-3 组件出货约 45-46GW, 同比增长约 68%; Q3 出货 18.5GW, 确收超 16GW, 同比增长超 52%/环增 33%+; 其中含硅片自供约 4GW 不到, 受益于 N 型提升+硅片自供, 测算单瓦净利约 11 分, 环比持平。2023Q4 看, 预计组件出货 20GW+, 硅片自供约 7GW, 占比进一步提升; 全年出货 65-70GW, 预计美国出货 4-5GW, N 型出货约 10GW; 预计 2024 年出货超 100GW, N 型占比 70%+硅片自供 60%, 持续支撑盈利。

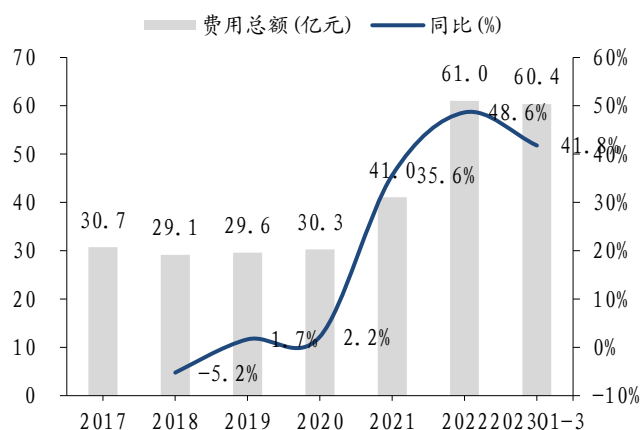
光储协同、分布式及支架多元增长。公司 2023Q1-3 分布式出货约 6.7GW, 其中 Q3 出货超 2GW, 确认销售 2.5GW (权益出货约 1.8GW), 环增约 25%; 受益组件价格下行, 单瓦盈利约 18-19 分, 环比基本持平; 预计全年开发 10GW (权益约 7.4GW), 2024 年保持 40-50%增长; 支架 Q1-3 出货 5.6GW, 跟踪占比超 50%, 2023Q3 出货 2.3GW; 全年出货预计约 8GW, 24 年 40-50%增长。储能 2023Q1-3 出货略不到 1GWH, 2023Q3

略亏，预计全年出货 2-3GWh；现有 12GWh 产能建成，2024Q1 另有 14GWh 电芯+系统产能投产，届时达 26GWh 规模，2024 年出货保持高增，2028 年目标全球前三。光储协同，业务多元化高增。

产能一体化扩展、海外布局启动。公司硅片占比提升，预计 2023 年底硅片/电池/组件产能达 50/75/95GW，自供硅片 15GW-20GW，2024 年底 70/90/135GW，自供预计超 60GW，自供提升增厚组件盈利。海外方面，公司布局东南亚 6.5GW 一体化产能+美国 5GW 组件，推动美国销售持续增长；10 月公司签署合作备忘录，意向于阿联酋投建 5 万吨硅料+30GW 晶体硅片+5GW 电池组件，分三期建设；战略性全球化布局，针对后续海外市场发展。

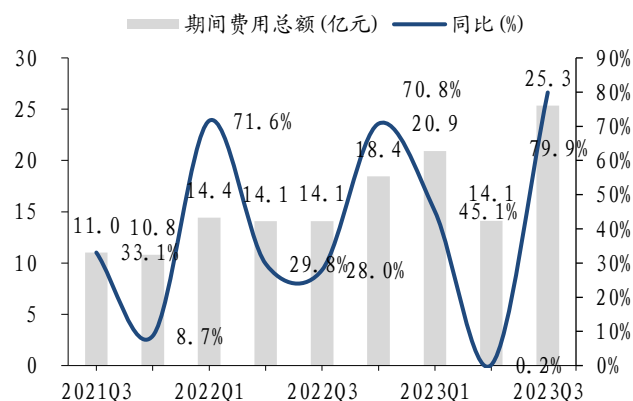
在手现金充沛、审慎计提资产减值。2023Q3 经营现金净流入 74.5 亿元，同比增长 209%，环比增长 101%；截至 Q3 末，公司在手货币资金 270 亿元、应收账款+票据 229 亿元，在手现金充沛、流动性充足。2023Q3 期间费用 25.34 亿，同比增长 79.89%，环比增长 79.69%；费用率 7.98%，同比增长 1.71pct，环比增长 2.96pct，费用有所提升。同时公司审慎计提减值约 10.89 亿元，其中资产减值约 6.2 亿元，主要为存量 PERC 产能；公司现有 PERC 产能约 20GW+，预计年底剩余资产规模约 30 亿+，后续将合理消化。

图7: 2023Q1-3 期间费用 60.36 亿元，同比+41.78%
(亿元，%)



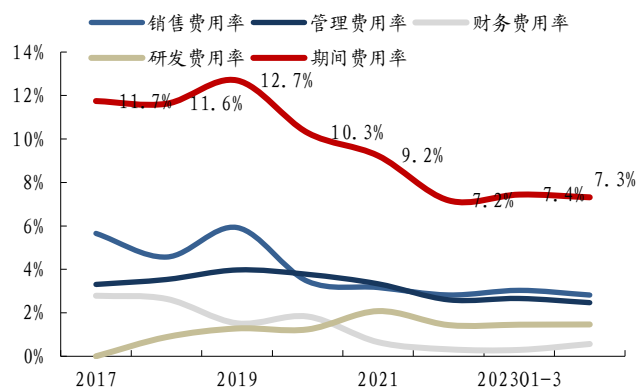
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8: 2023Q3 期间费用 25.34 亿元，同比+79.89%，环比+79.69% (亿元，%)



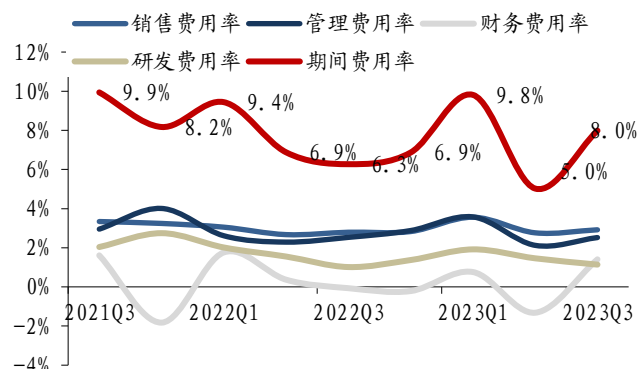
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9: 2023Q1-3 期间费用率 7.32%, 同比+0.13pct (%)



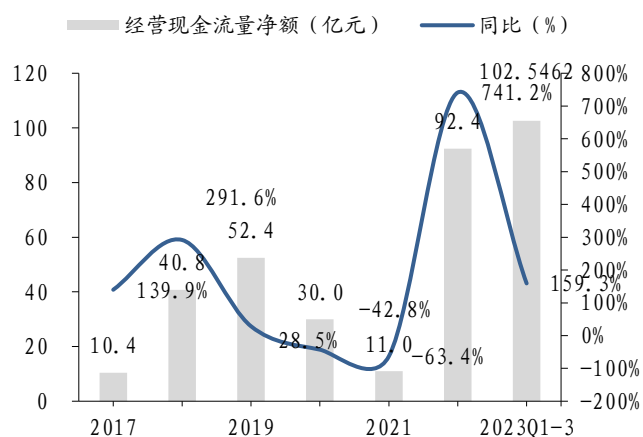
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 2023Q3 期间费用率 7.98%, 同比+1.71pct, 环比+2.96pct (%)



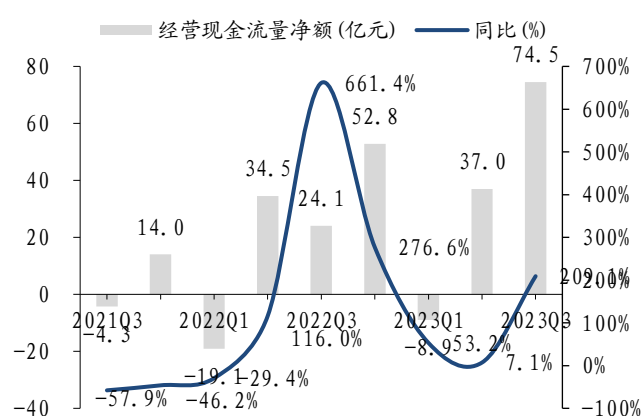
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 2023Q1-3 经营活动现金净流入 102.55 亿元, 同比+159.28% (亿元, %)



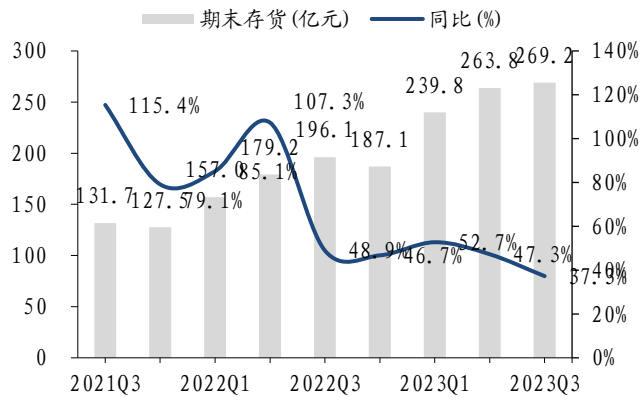
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 2023Q3 经营活动现金净流入 74.5 亿元, 同比+209.11%, 环比+101.45% (亿元, %)



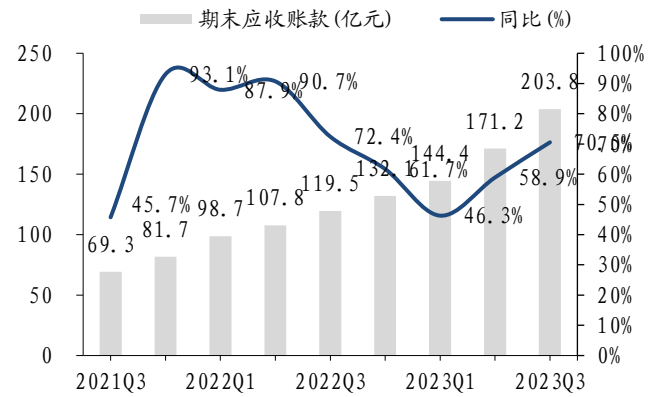
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 2023Q3 期末存货 269.15 亿元, 同比+37.27%, 环比+2.01% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 2023Q3 期末应收账款 203.75 亿元, 同比+70.54%, 环比+18.99% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 基于产业价格快速下行, 我们下调盈利预测, 预计公司 2023-2025 年归母净利为 70/85/100 亿元 (前值为 75/95/116), 同比增长 90%/21%/19%, 参考行业可比公司估值, 给予 2024 年 12 倍 PE, 对应目标价 46.7 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	99,451	114,814	148,466	营业总收入	85,052	124,529	155,028	198,822
货币资金及交易性金融资产	19,232	25,537	31,357	36,613	营业成本(含金融类)	73,633	106,768	133,349	172,390
经营性应收款项	17,434	33,426	37,696	50,894	税金及附加	262	560	698	895
存货	18,715	31,096	36,102	48,373	销售费用	2,399	3,611	4,108	5,169
合同资产	1,037	2,052	2,222	3,063	管理费用	2,209	3,300	3,953	4,971
其他流动资产	4,648	7,341	7,436	9,524	研发费用	1,221	2,242	2,611	3,181
非流动资产	28,911	32,729	37,543	42,403	财务费用	272	670	761	906
长期股权投资	3,649	3,649	3,649	3,649	加:其他收益	309	548	662	834
固定资产及使用权资产	12,379	16,578	21,051	25,720	投资净收益	610	1,083	775	994
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)	(249)	(233)	(298)
长期待摊费用	49	84	75	55	营业利润	4,078	8,249	10,013	11,850
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	132,180	152,357	190,869	利润总额	3,984	8,208	9,946	11,796
流动负债	54,950	87,417	97,685	124,768	减:所得税	332	1,106	1,339	1,588
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	7,102	8,607	10,209
经营性应付款项	30,114	55,509	64,495	80,440	减:少数股东损益	(27)	128	146	174
合同负债	4,967	5,872	7,820	10,406	归属母公司净利润	3,680	6,974	8,461	10,035
其他流动负债	6,196	10,295	11,407	13,353	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.69	3.21	3.89	4.62
非流动负债	6,231	8,866	10,091	11,311	EBIT	4,785	8,048	10,309	12,216
长期借款	3,572	4,772	5,972	7,172	EBITDA	6,992	9,150	11,720	13,891
应付债券	0	1,400	1,400	1,400	毛利率(%)	13.43	14.26	13.98	13.29
租赁负债	54	89	114	134	归母净利率(%)	4.33	5.60	5.46	5.05
其他非流动负债	2,605	2,605	2,605	2,605	收入增长率(%)	91.21	46.42	24.49	28.25
负债合计	61,181	96,283	107,776	136,079	归母净利润增长率(%)	103.97	89.51	21.32	18.61
归属母公司股东权益	26,339	33,313	41,850	51,885					
少数股东权益	2,457	2,584	2,731	2,904					
所有者权益合计	28,796	35,897	44,581	54,790					
负债和股东权益	89,976	132,180	152,357	190,869					

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	6,558	13,017	4,497	每股净资产(元)	12.14	15.36	18.63	23.10
投资活动现金流	(8,966)	(4,176)	(5,819)	(5,983)	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	13.39	14.40	14.09
现金净增加额	7,054	6,305	5,821	5,256	ROE-摊薄(%)	13.97	20.93	20.22	19.34
折旧和摊销	2,208	1,102	1,411	1,675	资产负债率(%)	68.00	72.84	70.74	71.29
资本开支	(8,076)	(5,289)	(6,599)	(6,982)	P/E(现价&最新股本摊薄)	17.68	9.33	7.69	6.48
营运资本变动	1,855	(3,516)	855	(8,630)	P/B(现价)	2.47	1.95	1.61	1.30

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>