



# 天合光能（688599.SH）：产业链价格持续下跌，Q1 业绩承压

——2023 年年报及 2024 年一季报业绩点评

2024 年 5 月 6 日

推荐/维持

天合光能

公司报告

**财务要点：**公司 23 年全年实现营业收入 1133.92 亿，同比增长 33.32%，实现归母净利 55.31 亿元，同比增长 50.26%。24 年 Q1 实现营业收入 182.56 亿元，同比下滑 14.37%，实现归母净利 5.16 亿元，同比下滑 70.83%。

**产品出货持续高增，价跌致 Q1 业绩承压。**23 年公司业绩高增，主要是得益于各项产品出货量快速增长，其中，23 年公司组件出货量 65.2GW，同比增长 51.3%，分布式系统出货量 9.6GW，同比增长 54.8%，支架业务出货 9.6GW，同比增长 118.2%。24 年 Q1 公司组件出货量达 14GW，在销量保持增长的背景下，营收净利润双双下滑，主要是光伏供给端竞争激烈，产业链价格大幅下降，导致行业盈利能力下滑。截止 4/25，致密料价格已跌至 4.28 万元/吨，伴随产业链价格快速探底，行业需求逐季回暖，公司盈利能力有望在 Q2 触底。

**展望 2024 年，多业务协同发展，以量补价。**公司坚定多业务融合发展，积极开拓以高效组件、智能跟踪支架、以及电站开发能力三位一体的整体解决方案服务，为客户提供从项目开发、设计、采购至建设管理服务的一揽子整体解决方案。全年争取多业务协同发力，以量补价，目标 24 年组件出货量 80-90GW，增长约 23%-38%，分布式系统出货量增长 20%，支架出货量增长 50%。

**技术领跑，全球布局构筑核心竞争力。**公司在持续优化技术工艺、提升产品性能的同时，加速上游生态建设，在全球构建一体化战略布局。23 年公司自主研发的 210+N 型 i-TOPCon 光伏组件，经 TÜV 南德认证，最高输出功率达 740.6W，创造了新的世界纪录。在供应链端，公司青海基地 210+N 单晶硅棒、越南基地 210 单晶硅棒成功下线，标志着公司实现了 N 型产业链一体化布局，进一步降低组件产品的综合成本。此外，公司新增在美国、印度尼西亚、阿联酋规划产能项目，未来将持续提升全球化能力和海外市场竞争力。

**公司盈利预测及投资评级：**我们预计公司 2024-2026 年净利润分别为 40.83、57.00 和 69.55 亿元，对应 EPS 分别为 1.87、2.62 和 3.19 元。当前股价对应 2024-2026 年 PE 值分别为 11、8 和 7 倍。维持“推荐”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧；产品价格、原材料价格或大幅波动。

## 财务指标预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	85,051.79	113,391.78	119,175.92	144,199.00	166,089.19
增长率（%）	91.21%	33.32%	5.10%	21.00%	15.18%
归母净利润（百万元）	3,680.02	5,531.30	4,082.91	5,699.83	6,954.57
增长率（%）	103.97%	50.26%	-26.19%	39.60%	22.01%
净资产收益率（%）	13.97%	17.55%	11.72%	14.44%	15.41%
每股收益（元）	1.69	2.54	1.87	2.62	3.19
PE	12.60	8.38	11.36	8.14	6.67
PB	1.76	1.50	1.36	1.19	1.04

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 公司简介：

天合光能股份有限公司创立于 1997 年，业务覆盖光伏组件的研发、生产和销售，电站及系统产品，光伏发电及运维服务、智能微网及多能系统的开发和销售以及能源云平台运营等，致力于成为全球光伏智慧能源解决方案的领导者。

资料来源：公司公告、恒生聚源

## 未来 3-6 个月重大事项提示：

2024-05-16 2023 年年度股东大会

资料来源：公司公告、恒生聚源

## 发债及交叉持股介绍：

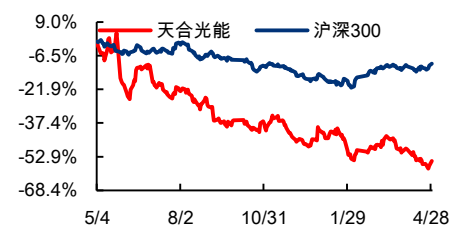
无

## 交易数据

52 周股价区间（元）	50.41-19.94
总市值（亿元）	470.96
流通市值（亿元）	470.96
总股本/流通 A 股（万股）	217,936/217,936
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	1.6

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

## 52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

## 分析师：洪一

0755-82832082

hongyi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110001

## 分析师：侯河清

010-66554108

houhq@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480524040001

## 研究助理：吴征洋

010-66554045

wuzhy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480123010003

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产合计</b>	61,065.05	76,459.83	101,008.08	122,101.60	140,505.76	<b>营业收入</b>	85,051.79	113,391.78	119,175.92	144,199.00	166,089.19
货币资金	19,142.93	24,349.57	35,752.78	43,259.70	49,826.76	<b>营业成本</b>	73,632.70	95,409.17	102,249.20	123,326.15	141,589.86
应收账款	17,006.52	21,977.84	26,215.10	31,719.42	36,534.60	营业税金及附加	261.54	443.60	400.07	484.07	557.56
其他应收款	2,365.33	2,144.53	1,304.75	3,571.22	4,321.07	营业费用	2,399.20	3,288.52	3,617.38	4,340.85	5,209.02
预付款项	1,463.87	1,791.51	3,188.40	3,857.86	4,443.51	管理费用	2,208.89	3,200.28	3,520.30	4,048.35	4,655.60
存货	18,714.70	23,403.83	28,405.05	34,260.28	39,333.98	财务费用	272.12	379.86	786.18	846.24	722.74
其他流动资产	2,592.50	3,632.32	3,875.52	4,683.27	5,389.88	研发费用	1,220.85	1,543.37	2,006.39	2,407.66	2,889.20
<b>非流动资产合计</b>	28,911.01	43,852.45	44,191.99	43,716.03	42,578.56	资产减值损失	-1,722.50	-3,740.09	-2,579.24	-2,837.17	-3,089.03
长期股权投资	3,649.44	4,428.35	5,628.35	6,828.35	8,028.35	公允价值变动收益	-3.22	13.47	-16.00	-16.00	-16.00
固定资产	12,379.41	23,231.38	23,522.62	23,083.63	21,914.41	投资净收益	610.07	1,259.01	1,000.00	1,000.00	1,000.00
无形资产	2,631.82	3,043.11	2,535.92	2,028.74	1,521.55	加: 其他收益	136.73	295.26	217.24	217.24	217.24
其他非流动资产	6,161.38	9,045.81	9,131.08	9,131.08	9,131.08	<b>营业利润</b>	4,077.56	6,954.62	5,218.40	7,109.74	8,577.43
<b>资产总计</b>	89,976.06	120,312.29	145,200.07	165,817.62	183,084.32	营业外收入	34.91	66.48	45.93	45.93	45.93
<b>流动负债合计</b>	54,949.61	60,946.89	86,706.98	107,028.07	123,056.75	营业外支出	128.40	488.45	488.45	488.45	488.45
短期借款	9,718.39	6,454.86	21,005.53	27,785.52	32,030.11	<b>利润总额</b>	3,984.07	6,532.64	4,775.87	6,667.21	8,134.91
应付账款	30,113.89	39,644.09	44,797.39	54,031.62	62,033.30	所得税	331.51	534.94	559.47	781.03	952.97
其他流动负债	15,117.34	14,847.95	20,904.07	25,210.93	28,993.33	<b>净利润</b>	3,652.57	5,997.70	4,216.40	5,886.18	7,181.94
<b>非流动负债合计</b>	6,230.90	22,820.97	18,492.51	13,964.11	9,315.14	少数股东损益	-27.45	466.40	133.49	186.35	227.37
长期借款	3,626.18	19,895.00	15,566.54	11,038.14	6,389.17	归属母公司净利润	3,680.02	5,531.30	4,082.91	5,699.83	6,954.57
其他非流动负债	2,604.71	2,925.97	2,925.97	2,925.97	2,925.97	<b>主要财务比率</b>					
<b>负债合计</b>	61,180.51	83,767.87	105,199.50	120,992.18	132,371.89	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
少数股东权益	2,456.58	5,022.66	5,156.15	5,342.50	5,569.88	<b>成长能力</b>					
实收资本 (或股本)	2,173.24	2,173.56	2,173.56	2,173.56	2,173.56	营业收入增长	91.21%	33.32%	5.10%	21.00%	15.18%
资本公积	17,224.65	17,878.93	17,878.93	17,878.93	17,878.93	营业利润增长	80.35%	70.56%	-24.97%	36.24%	20.64%
未分配利润	6,941.08	11,469.27	14,791.93	19,430.45	25,090.07	归属于母公司净利润增长	103.97%	50.26%	-26.19%	39.60%	22.01%
归属母公司股东权益合计	26,338.97	31,521.76	34,844.43	39,482.94	45,142.56	<b>获利能力</b>					
<b>负债和所有者权益</b>	89,976.06	120,312.29	145,200.07	165,817.62	183,084.32	毛利率(%)	13.43%	15.86%	14.20%	14.48%	14.75%
<b>现金流量表</b>						净利率(%)	4.29%	5.29%	3.54%	4.08%	4.32%
						总资产净利润(%)	4.09%	4.60%	2.81%	3.44%	3.80%
						ROE(%)	13.97%	17.55%	11.72%	14.44%	15.41%
<b>经营活动现金流</b>	9,224.66	23,968.95	7,115.06	11,550.53	13,376.77	<b>偿债能力</b>					
净利润	3,652.57	5,997.70	3,546.57	5,216.34	6,512.11	资产负债率(%)	68%	70%	72%	73%	72%
折旧摊销	2,195.17	3,244.30	4,945.74	5,675.97	6,337.46	流动比率	1.11	1.25	1.16	1.14	1.14
财务费用	272.12	379.86	786.18	846.24	722.74	速动比率	0.70	0.78	0.76	0.74	0.74
投资损失	-610.07	-1,259.01	-1,000.00	-1,000.00	-1,000.00	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	1,855.16	12,045.32	-1,935.62	-45.50	-53.02	总资产周转率	0.95	0.94	0.82	0.87	0.91
其他经营现金流	1,859.72	3,560.77	772.20	857.48	857.48	应收账款周转率	5.78	5.61	5.30	5.30	5.30
<b>投资活动现金流</b>	-8,965.65	-18,669.46	-4,387.64	-4,387.64	-4,387.64	应付账款周转率	6.12	3.81	4.85	4.85	4.85
资本支出	7,845.03	18,641.06	3,800.00	3,800.00	3,800.00	<b>每股指标 (元)</b>					
长期投资	-526.26	-513.84	-200.00	-200.00	-200.00	每股收益(最新摊薄)	1.69	2.54	1.87	2.62	3.19
其他投资现金流	-16,284.41	-36,796.68	-7,987.64	-7,987.64	-7,987.64	每股净现金流(最新摊薄)	-0.53	0.01	6.15	3.58	3.40
<b>筹资活动现金流</b>	6,172.85	-1,254.81	8,675.79	344.03	-2,422.07	每股净资产(最新摊薄)	12.09	14.18	15.70	17.83	20.43
短期借款增加	3,070.93	-3,263.53	14,550.67	6,779.99	4,244.59	<b>估值比率</b>					
长期借款增加	-4,359.46	16,268.82	-4,328.46	-4,528.40	-4,648.97	P/E	12.60	8.38	11.36	8.14	6.67
普通股增加	99.57	0.32	0.00	0.00	0.00	P/B	1.76	1.50	1.36	1.19	1.04
资本公积增加	5,711.13	654.28	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	22.09	7.77	5.98	4.57	3.67
<b>现金净增加额</b>	7,041.55	4,851.62	11,403.21	7,506.92	6,567.06						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 洪一

中山大学金融学硕士, CPA、CIIA, 2016 年加盟东兴证券研究所, 主要覆盖电力设备新能源等研究领域, 从业期间获得 2017 年水晶球公募榜入围, 2020 年 wind 金牌分析师第 5。

### 侯河清

金融学硕士, 3 年产业投资经验, 2022 年加盟东兴证券研究所, 主要覆盖电新行业的研究。

## 研究助理简介

### 吴征洋

美国密歇根大学金融工程硕士, 3 年投资研究经验, 2022 年加盟东兴证券研究所, 主要覆盖电力设备新能源等研究领域。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (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):  
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (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):  
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526