

天合光能 (688599.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

组件全球化推进，多业务支撑成长性

业绩简评

4 月 29 日公司发布 2024 年报及 2025 年一季报，2024 年实现营收 803 亿元，同比-29%；归母净利润-34.43 亿元，同比-162%；扣非归母净利润-52.32 亿元，同比-191%。其中 Q4 实现归母净利润-25.97 亿元、扣非归母净利润-41.62 亿元，非经常损益预计主要来自美国工厂出售贡献。25Q1 公司实现营收 143 亿元，同比-21%、环比-16%，实现归母净利润-13.20 亿元，环比减亏。

经营分析

组件出货持续增长，前瞻性海外布局提升竞争力。2024 年公司组件外销 64.5GW、同增 18.3%，2025 年组件计划实现出货 70-75GW，出货持续增长。2024 年光伏产业链价格持续下降，公司组件业务盈利能力承压，24Q4 销售毛利率下降至-0.95%；25Q1 公司销售毛利率修复至 6.61%，预计主要因前期低价订单影响逐步消除。国际贸易形势日益复杂的背景下，公司前瞻性布局印尼生产基地，有望提升公司供应链优势、增强组件业务竞争力。

储能快速放量提供业绩增长点。2024 年公司储能舱及系统销售突破中国、欧洲、亚太、北美、中东非、拉美六大区域市场，位列标普全球储能系统集成商排名榜中国、英国、澳大利亚市场前十，储能电池、直流电池舱及交直流产品组合产能达到 16GWh。2025 年公司储能系统计划出货 8-10GWh，有望提供新的利润增长点。

系统整体解决方案能力提升，多业务协同差异化竞争。2024 年公司支架业务实现出货 7.3GW，在重点市场欧洲、拉美、中东等区域出货量位于区域前五。分布式业务稳健走向高质量发展，集中式光储系统业务实现重大突破，国内风光储项目指标获取量高达 5.7GW，储备量 8GW。公司规划 2025 年系统解决方案业务与数字能源服务实现业务同比增幅不低于 20%，提供多利润支撑点。

审慎计提减值拖累业绩。24Q4 公司计提资产/信用减值损失 14.6/2.0 亿元拖累业绩，主要为固定资产减值损失 (8.2 亿元)、存货跌价损失 (6 亿元) 及应收账款坏账损失。25Q1 公司计提资产/信用减值损失 2.85/0.73 亿元，主要为存货跌价损失 (2.8 亿元)。

盈利预测、估值与评级

根据我们对产品价格的最新判断，调整公司 2025-2026 年归母净利润预测至 1.98、12.57 亿元，新增 2027 年归母净利润预测 26.09 亿元。考虑到公司组件业务全球化布局推进及分布式、支架、储能多业务协同优势带来的成长性，维持“买入”评级。

风险提示

国际贸易加剧，下游需求不及预期，行业竞争加剧。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

分析师：张嘉文 (执业 S1130523090006)

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：12.92 元

相关报告：

- 《天合光能公司点评：产业链低价业绩承压，多业务协同空间可期》，2024.10.31
- 《天合光能公司点评：全球化布局推进，多业务协同助力穿越周期》，2024.9.1



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	113,392	80,282	84,685	94,523	103,568
营业收入增长率	33.32%	-29.20%	5.48%	11.62%	9.57%
归母净利润(百万元)	5,531	-3,443	198	1,257	2,609
归母净利润增长率	50.31%	-162.25%	N/A	535.80%	107.59%
摊薄每股收益(元)	2.545	-1.580	0.091	0.577	1.197
每股经营性现金流净额	11.04	3.67	2.05	5.02	5.76
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.55%	-13.05%	0.75%	4.58%	8.87%
P/E	11.21	-12.22	142.43	22.40	10.79
P/B	1.97	1.59	1.06	1.03	0.96

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	85,052	113,392	80,282	84,685	94,523	103,568
增长率		33.3%	-29.2%	5.5%	11.6%	9.6%
主营业务成本	-73,633	-95,409	-72,579	-73,998	-82,283	-89,434
%销售收入	86.6%	84.1%	90.4%	87.4%	87.1%	86.4%
毛利	11,419	17,983	7,703	10,687	12,240	14,134
%销售收入	13.4%	15.9%	9.6%	12.6%	12.9%	13.6%
营业税金及附加	-262	-444	-380	-364	-406	-445
%销售收入	0.3%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-2,399	-3,289	-2,685	-2,795	-3,025	-3,107
%销售收入	2.8%	2.9%	3.3%	3.3%	3.2%	3.0%
管理费用	-2,209	-3,200	-3,928	-3,811	-4,065	-4,143
%销售收入	2.6%	2.8%	4.9%	4.5%	4.3%	4.0%
研发费用	-1,221	-1,543	-1,846	-1,821	-1,985	-2,071
%销售收入	1.4%	1.4%	2.3%	2.2%	2.1%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	5,329	9,507	-1,136	1,897	2,760	4,368
%销售收入	6.3%	8.4%	n.a	2.2%	2.9%	4.2%
财务费用	-272	-380	-1,385	-1,381	-1,463	-1,489
%销售收入	0.3%	0.3%	1.7%	1.6%	1.5%	1.4%
资产减值损失	-1,723	-3,740	-3,106	-496	-121	-111
公允价值变动收益	-3	13	18	10	0	0
投资收益	610	1,259	866	-500	-100	-100
%税前利润	15.3%	19.3%	-23.7%	n.a	n.a	n.a
营业利润	4,078	6,955	-3,746	330	1,576	3,167
营业利润率	4.8%	6.1%	n.a	0.4%	1.7%	3.1%
营业外收支	-93	-422	86	20	20	20
税前利润	3,984	6,533	-3,660	350	1,596	3,187
利润率	4.7%	5.8%	n.a	0.4%	1.7%	3.1%
所得税	-332	-535	286	-53	-239	-478
所得税率	8.3%	8.2%	n.a	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	3,653	5,998	-3,373	298	1,357	2,709
少数股东损益	-27	466	70	100	100	100
归属于母公司的净利润	3,680	5,531	-3,443	198	1,257	2,609
净利率	4.3%	4.9%	n.a	0.2%	1.3%	2.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	3,653	5,998	-3,373	298	1,357	2,709
少数股东损益	-27	466	70	100	100	100
非现金支出	3,930	7,012	8,767	6,056	6,897	8,099
非经营收益	-420	-1,205	-469	1,565	2,545	1,763
营运资金变动	2,074	12,192	3,082	-3,454	146	-10
经营活动现金净流	9,237	23,996	8,008	4,464	10,944	12,561
资本开支	-8,076	-18,791	-13,142	-8,174	-8,830	-8,830
投资	-166	-453	406	-5	0	0
其他	-723	575	809	-450	-100	-100
投资活动现金净流	-8,966	-18,669	-11,927	-8,629	-8,930	-8,930
股权募资	2,196	2,664	1,132	-22	0	0
债权募资	5,358	-1,422	6,669	2,008	2,833	1,374
其他	-1,381	-2,498	-3,882	-1,597	-1,936	-2,335
筹资活动现金净流	6,173	-1,255	3,918	389	897	-961
现金净流量	7,054	4,879	106	-3,776	2,911	2,670

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	19,143	24,350	22,503	18,555	21,315	23,849
应收款项	18,114	21,461	18,519	18,741	19,636	20,111
存货	18,715	23,404	22,340	23,081	24,550	25,470
其他流动资产	5,093	7,245	8,905	9,124	9,582	9,990
流动资产	61,065	76,460	72,267	69,501	75,083	79,420
%总资产	67.9%	63.6%	58.3%	56.0%	57.3%	58.3%
长期投资	4,802	6,139	6,345	6,295	6,295	6,295
固定资产	16,342	27,123	34,677	36,746	38,615	39,285
%总资产	18.2%	22.5%	28.0%	29.6%	29.5%	28.8%
无形资产	2,836	3,335	3,449	3,651	3,790	3,921
非流动资产	28,911	43,852	51,668	54,680	55,910	56,773
%总资产	32.1%	36.4%	41.7%	44.0%	42.7%	41.7%
资产总计	89,976	120,312	123,935	124,181	130,994	136,193
短期借款	13,673	9,499	13,781	16,031	18,864	20,238
应付款项	31,975	44,283	37,029	36,397	38,202	39,045
其他流动负债	9,302	7,165	4,676	3,611	4,536	5,261
流动负债	54,950	60,947	55,485	56,039	61,602	64,544
长期贷款	3,572	11,319	23,563	24,063	24,063	24,063
其他长期负债	2,659	11,502	12,644	11,611	11,818	12,019
负债	61,181	83,768	91,693	91,713	97,483	100,626
普通股股东权益	26,339	31,522	26,378	26,504	27,446	29,403
其中：股本	2,173	2,174	2,179	2,179	2,179	2,179
未分配利润	6,451	10,833	6,028	6,177	7,119	9,076
少数股东权益	2,457	5,023	5,864	5,964	6,064	6,164
负债股东权益合计	89,976	120,312	123,935	124,181	130,994	136,193

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.696	2.545	-1.580	0.091	0.577	1.197
每股净资产	12.142	14.502	12.103	12.161	12.594	13.492
每股经营现金净流	4.258	11.040	3.674	2.048	5.022	5.764
每股股利	0.000	0.000	0.633	0.023	0.144	0.299
回报率						
净资产收益率	13.97%	17.55%	-13.05%	0.75%	4.58%	8.87%
总资产收益率	4.09%	4.60%	-2.78%	0.16%	0.96%	1.92%
投入资本收益率	10.54%	13.19%	-1.33%	1.98%	2.75%	4.18%
增长率						
主营业务收入增长率	91.21%	33.32%	-29.20%	5.48%	11.62%	9.57%
EBIT 增长率	128.02%	78.41%	-111.95%	-266.94%	45.49%	58.27%
净利润增长率	103.97%	50.31%	-162.25%	N/A	535.80%	107.59%
总资产增长率	41.61%	33.72%	3.01%	0.20%	5.49%	3.97%
资产管理能力						
应收账款周转天数	45.9	50.4	76.8	70.0	65.0	60.0
存货周转天数	78.0	80.6	115.0	115.0	110.0	105.0
应付账款周转天数	48.0	70.9	132.8	130.0	120.0	110.0
固定资产周转天数	52.8	74.5	143.4	147.4	137.8	126.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-7.55%	13.57%	73.48%	93.55%	90.86%	82.34%
EBIT 利息保障倍数	19.6	25.0	-0.8	1.4	1.9	2.9
资产负债率	68.00%	69.63%	73.98%	73.85%	74.42%	73.88%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	4	7	18
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.20	1.13	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-08-30	买入	35.61	N/A
2	2023-10-29	买入	29.94	N/A
3	2024-04-26	买入	19.94	N/A
4	2024-09-01	买入	17.24	N/A
5	2024-10-31	买入	25.44	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806