

公司研究

210 组件累计出货量稳居行业第一，持续优化全球供应链配置

——天合光能（688599.SH）2024 年年报&2025 年一季报点评

要点

事件：公司发布 2024 年年报&2025 年一季报，2024 年实现营业收入 802.82 亿元，同比-29.2%，实现归母净利润-34.43 亿元，同比-162.25%；2025Q1 实现营业收入 143.35 亿元，同比-21.48%，实现归母净利润-13.20 亿元，环比减亏。
210 组件累计出货量稳居行业第一，计提减值阶段性影响公司业绩。（1）2024 年公司组件销量同比增长 18.31%至 64.48GW（包含电站、电站工程建设管理及系统产品的合计出货量为 70.47GW），210 组件累计出货超 170GW 稳居行业第一，但在产业价格快速下跌情况下公司光伏产业营业收入同比减少 27.13%至 557.09 亿元，毛利率同比减少 10.24 个 pct 至 4.30%。（2）2024 年公司风光储项目指标获取量超 5.7GW，支架业务出货量达 7.3GW，储能舱及系统销售累计出货超过 10GWh，在户用电站运维方面领域已积累形成超 15GW 的业务规模，在组件产品外的其他领域实现突破。（3）2024 年公司基于审慎性原则计提各类减值损失共 31.06 亿元（其中资产减值损失 25.98 亿元），阶段性影响公司业绩。2025Q1 公司毛利率环比增长 7.56 个 pct 至 6.61%，货币资金已连续九个季度维持在 200 亿元以上。2025 年公司光伏组件业务计划实现出货量 70~75GW，储能系统业务计划实现出货量 8~10GWh，系统解决方案业务与数字能源服务计划实现业务同比增幅不低于 20%。

钙钛矿/晶体硅叠层组件实现突破，持续优化全球供应链配置。（1）2025 年 3 月 23 日公司自主研发的 210 大尺寸钙钛矿/晶体硅两端叠层电池组件（面积 3.1m²）峰值功率达 808W，成为全球首块功率突破 800W 的工业标准尺寸光伏组件产品；2025 年 4 月 10 日自主研发的 210mm 大面积钙钛矿/晶体硅两端叠层太阳电池最高效率达到 31.1%，首次在 210mm 工业级电池尺寸上实现超过 31%的电池效率，标志着公司在钙钛矿/晶体硅叠层电池工业化应用中的技术领先地位。

（2）公司持续优化全球供应链配置，组件业务 2024 年海外收入占比超 60%，在印尼建设生产基地有效规避贸易壁垒风险，推进美国合作基地本土化运营；支架业务 2024 年在欧洲、拉美、中东等区域出货量位于区域前五，并战略性进行海外轻制造投资，在沙特设立智能跟踪制造工厂并多次中标 GW 级订单。

下调至“增持”评级：行业竞争加剧致组件价格快速下降，我们下调盈利预测，预计公司 2025-27 年实现归母净利润-9.60/17.63/36.41 亿元（下调 130%/下调 58%/新增）。公司聚焦大尺寸光伏组件并持续开发电池新技术，同时拓展多项业务品类，在光伏业务盈利承压的背景跟踪支架、储能等多业务有望给公司贡献新的业绩增长点，但分布式光伏和新能源电力市场化新政使得公司分布式光伏业务未来的收益不确定性有所增加，审慎起见我们下调公司评级至“增持”评级。

风险提示：大尺寸组件竞争环境恶化导致盈利不及预期；公司分布式销售业务进度低于预期；产业链涨价影响光伏装机等；关税政策变化风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	113,392	80,282	75,408	80,786	87,741
营业收入增长率	33.32%	-29.20%	-6.07%	7.13%	8.61%
归母净利润（百万元）	5,531	-3,443	-960	1,763	3,641
归母净利润增长率	50.31%	-162.25%	-	-	106.59%
EPS（元）	2.54	-1.58	-0.44	0.81	1.67
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.55%	-13.05%	-3.78%	6.48%	11.81%
P/E	5	-	-	16	8
P/B	0.9	1.1	1.1	1.1	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-30

增持（下调）

当前价：13.10 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452071

yinzs@ebscn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

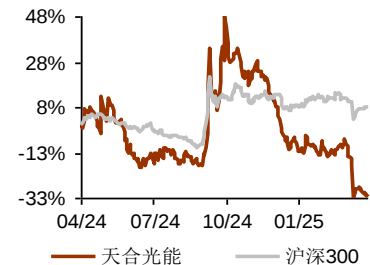
021-52523827

haopian@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	21.79
总市值(亿元):	285.50
一年最低/最高(元):	12.82/29.92
近 3 月换手率:	73.87%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-17.92	-22.75	-39.82
绝对	-20.85	-23.39	-36.74

资料来源：Wind

相关研报

适度一体化布局保障盈利能力行业领先，储能出货量维持高增——天合光能（688599.SH）2024 年中报点评（2024-09-05）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	113,392	80,282	75,408	80,786	87,741
营业成本	95,409	72,579	68,106	70,835	76,035
折旧和摊销	3,206	5,548	6,510	6,777	7,045
税金及附加	444	380	357	382	415
销售费用	3,289	2,685	2,413	2,424	2,457
管理费用	3,200	3,928	3,393	3,393	3,422
研发费用	1,543	1,846	1,734	1,858	1,755
财务费用	380	1,385	1,505	1,338	1,248
投资收益	1,259	866	866	866	866
营业利润	6,955	-3,746	-985	1,975	4,017
利润总额	6,533	-3,660	-935	2,025	4,067
所得税	535	-286	-75	162	325
净利润	5,998	-3,373	-860	1,863	3,741
少数股东损益	466	70	100	100	100
归属母公司净利润	5,531	-3,443	-960	1,763	3,641
EPS(元)	2.54	-1.58	-0.44	0.81	1.67

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	23,996	8,008	7,580	11,435	14,182
净利润	5,531	-3,443	-960	1,763	3,641
折旧摊销	3,206	5,548	6,510	6,777	7,045
净营运资金增加	5,120	638	-4,718	-1,249	-1,623
其他	10,139	5,265	6,749	4,144	5,119
投资活动产生现金流	-18,669	-11,927	-1,342	-1,334	-1,334
净资本支出	-18,791	-13,142	-2,200	-2,200	-2,200
长期投资变化	4,428	3,413	0	0	0
其他资产变化	-4,307	-2,198	858	866	866
融资活动现金流	-1,255	3,918	-6,923	-338	-248
股本变化	0	6	0	0	0
债务净变化	12,094	16,885	-5,418	1,000	1,000
无息负债变化	10,494	-8,960	-8,270	868	1,808
净现金流	4,879	106	-685	9,764	12,600

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	15.9%	9.6%	9.7%	12.3%	13.3%
EBITDA 率	14.4%	9.9%	9.5%	12.2%	13.6%
EBIT 率	11.5%	3.0%	0.9%	3.9%	5.5%
税前净利润率	5.8%	-4.6%	-1.2%	2.5%	4.6%
归母净利润率	4.9%	-4.3%	-1.3%	2.2%	4.1%
ROA	5.0%	-2.7%	-0.8%	1.6%	3.1%
ROE (摊薄)	17.5%	-13.1%	-3.8%	6.5%	11.8%
经营性 ROIC	20.6%	3.3%	1.1%	5.5%	9.7%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	70%	74%	71%	71%	69%
流动比率	1.25	1.30	1.43	1.59	1.78
速动比率	0.87	0.90	1.06	1.25	1.46
归母权益/有息债务	1.07	0.57	0.62	0.65	0.72
有形资产/有息债务	3.90	2.53	2.51	2.54	2.63

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	120,312	123,935	109,387	113,117	119,666
货币资金	24,350	22,503	21,818	31,582	44,182
交易性金融资产	28	29	29	29	29
应收账款	18,089	15,699	12,758	12,092	11,456
应收票据	1,752	1,060	980	1,050	1,141
其他应收款 (合计)	1,305	1,285	1,132	1,210	1,308
存货	23,404	22,340	16,073	15,066	14,593
其他流动资产	3,898	5,536	5,536	5,536	5,536
流动资产合计	76,460	72,267	62,028	70,336	81,731
其他权益工具	1,383	1,760	1,760	1,760	1,760
长期股权投资	4,428	3,413	3,413	3,413	3,413
固定资产	23,157	31,539	27,186	22,567	17,682
在建工程	3,966	3,138	3,171	3,203	3,232
无形资产	3,043	3,110	3,150	3,187	3,223
商誉	154	154	154	154	154
其他非流动资产	4,632	3,246	3,246	3,246	3,246
非流动资产合计	43,852	51,668	47,358	42,781	37,936
总负债	83,768	91,693	78,005	79,873	82,681
短期借款	6,455	6,418	0	0	0
应付账款	25,057	27,772	20,432	21,251	22,810
应付票据	14,587	4,700	4,086	4,250	4,562
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	1,682	715	715	715	715
流动负债合计	60,947	55,485	43,256	44,123	45,932
长期借款	11,319	23,563	24,563	25,563	26,563
应付债券	8,521	8,879	8,879	8,879	8,879
其他非流动负债	15	3	3	3	3
非流动负债合计	22,821	36,207	34,749	35,749	36,749
股东权益	36,544	32,242	31,381	33,244	36,985
股本	2,174	2,179	2,179	2,179	2,179
公积金	18,289	18,314	18,314	18,490	18,854
未分配利润	10,833	6,028	5,068	6,654	9,931
归属母公司权益	31,522	26,378	25,417	27,180	30,821
少数股东权益	5,023	5,864	5,964	6,064	6,164

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	2.90%	3.34%	3.20%	3.00%	2.80%
管理费用率	2.82%	4.89%	4.50%	4.20%	3.90%
财务费用率	0.33%	1.73%	2.00%	1.66%	1.42%
研发费用率	1.36%	2.30%	2.30%	2.30%	2.00%
所得税率	8%	8%	8%	8%	8%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.63	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	11.04	3.67	3.48	5.25	6.51
每股净资产	14.50	12.10	11.66	12.47	14.14
每股销售收入	52.17	36.84	34.60	37.07	40.26

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	5	-	-	16	8
PB	0.9	1.1	1.1	1.1	0.9
EV/EBITDA	3.8	9.7	9.9	6.4	4.5
股息率	4.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分都不与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP