

出货量稳步向上，布局钙钛矿着眼未来

2025 年 05 月 06 日

► **事件：**2025 年 4 月 29 日，公司发布 2024 年年报以及 2025 年一季报，根据公告，公司 24 年全年实现收入 802.82 亿元，同比-29.21%，实现归母净利润-34.43 亿元，实现扣非归母净利润-52.32 亿元，同比均由盈转亏。分季度看，公司 24Q4 实现收入 171.34 亿元，同比-46.94%，环比-15.09%，实现归母净利润-25.97 亿元，实现扣非归母净利润-41.62 亿元；25Q1 实现收入 143.35 亿元，同比-21.48%，环比-16.34%，实现归母净利润-13.20 亿元，实现扣非归母净利润-13.73 亿元。公司业绩承压主要系产业链价格快速下降，企业盈利空间被严重压缩所致。

► **出货量同比提升，TOPCon 产品持续优化。**24 年全年公司光伏组件外销量为 64.48GW，同比+18.31%，自用组件约 6GW，24 年合计组件出货量 70.47GW。在组件产品与市场销售端，公司持续引领 TOPCon 技术进阶，700W+ 高功率 N 型组件产品持续领先，市场份额持续扩大。基于 i-TOPCon Ultra 技术的 N 型全场景化产品功率、效率全线升级，高价值辐射集中式和分布式应用场景。

► **前瞻性布局钙钛矿叠层电池，引领行业技术突破。**25 年 3 月，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经 TÜV 测试实验室认证，峰值功率达 808W，成为全球首块功率突破 800W 门槛的工业标准尺寸光伏组件产品；4 月，公司自主研发的 210mm 大面积钙钛矿/晶体硅两端叠层太阳电池经第三方独立认证，最高电池效率达到 31.1%，是行业内首次在 210mm 工业级电池尺寸上实现超过 31% 的电池效率，标志着天合光能在钙钛矿晶体硅叠层技术领域从电池效率到组件功率的全面突破。

► **多业务齐头并进，打造综合能源整体解决方案服务商。**储能：公司储能产品销售遍及全球，累计出货超过 10GWh，参与多个国内外大项目。支架：24 年公司支架实现出货 7.3GW，其中跟踪支架维持增长态势，在欧洲、拉美和中东等重点区域出货量位居前五，且在沙特建立本土产能，多次中标 GW 级订单。电站：分布式方面，公司在市场化交易在即的背景下，通过调整客户结构确保价格稳定，加速并网降低电站库存风险，并构建了完整的电力交易队伍；集中式方面，公司 24 年获取风光储项目指标 5.7GW，储备量 8GW，稳居民企前列。

► **投资建议：**公司为光伏一体化头部企业，前瞻性布局钙钛矿技术，分布式光伏、支架、储能等业务有望提供业绩支撑。预计公司 25-27 年实现收入 777.20/889.05/1011.61 亿元，归母净利 9.98/19.56/29.05 亿元，基于 4 月 30 日收盘价，25-27 年对应 PE 为 29x/15x/10x，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**原材料价格波动、下游行业景气度波动、行业竞争加剧、资产减值风险、国际贸易风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	80,282	77,720	88,905	101,161
增长率 (%)	-29.2	-3.2	14.4	13.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	-3,443	998	1,956	2,905
增长率 (%)	-162.3	129.0	95.9	48.5
每股收益 (元)	-1.58	0.46	0.90	1.33
PE	/	29	15	10
PB	1.1	1.0	1.0	0.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 30 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

13.10 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 林誉韬

执业证书：S0100524070001

邮箱：linyutao@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

邮箱：zhubiye@mszq.com

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

邮箱：wangyiru_yj@mszq.com

相关研究

- 1.天合光能 (688599.SH) 2024 年三季报点评：Q3 业绩承压，加速布局海外产能-2024/11/03
- 2.天合光能 (688599.SH) 2024 年半年报点评：海外产能扩张加速，打造智慧能源综合服务商-2024/09/02
- 3.天合光能 (688599.SH) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：业绩符合预期，多业务协同布局巩固竞争力-2024/04/28
- 4.天合光能 (688599.SH) 2023 年三季报点评：业绩稳步提升，光储并济铸就竞争力-2023/10/29
- 5.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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	80,282	77,720	88,905	101,161
营业成本	72,579	65,221	74,373	84,464
营业税金及附加	380	350	400	455
销售费用	2,685	3,264	3,556	3,844
管理费用	3,928	3,808	4,356	4,957
研发费用	1,846	2,021	2,312	2,630
EBIT	-2,257	3,245	4,252	5,217
财务费用	1,385	1,582	1,640	1,674
资产减值损失	-2,598	-600	-500	-400
投资收益	866	0	0	0
营业利润	-3,746	1,140	2,112	3,142
营业外收支	86	80	80	80
利润总额	-3,660	1,220	2,192	3,222
所得税	-286	98	175	258
净利润	-3,373	1,123	2,017	2,965
归属于母公司净利润	-3,443	998	1,956	2,905
EBITDA	3,404	9,385	11,303	13,417

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	22,503	28,948	30,350	32,779
应收账款及票据	16,758	18,431	21,213	24,151
预付款项	1,852	1,957	2,157	2,365
存货	22,340	24,364	28,650	31,852
其他流动资产	8,814	6,832	6,968	7,458
流动资产合计	72,267	80,532	89,338	98,605
长期股权投资	3,413	3,413	3,413	3,413
固定资产	31,539	31,299	32,148	33,848
无形资产	3,110	3,160	3,210	3,260
非流动资产合计	51,668	50,445	50,385	51,174
资产合计	123,935	130,978	139,722	149,779
短期借款	6,418	9,418	9,418	9,418
应付账款及票据	32,472	36,701	41,983	47,771
其他流动负债	16,596	14,226	15,161	16,192
流动负债合计	55,485	60,345	66,562	73,381
长期借款	23,563	24,563	25,563	26,563
其他长期负债	12,644	12,727	12,727	12,727
非流动负债合计	36,207	37,290	38,290	39,290
负债合计	91,693	97,635	104,853	112,671
股本	2,179	2,179	2,179	2,179
少数股东权益	5,864	5,988	6,049	6,108
股东权益合计	32,242	33,342	34,870	37,108
负债和股东权益合计	123,935	130,978	139,722	149,779

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-29.21	-3.19	14.39	13.79
EBIT 增长率	-129.48	243.77	31.06	22.67
净利润增长率	-162.30	129.00	95.94	48.51
盈利能力 (%)				
毛利率	9.59	16.08	16.35	16.51
净利率	-4.29	1.28	2.20	2.87
总资产收益率 ROA	-2.78	0.76	1.40	1.94
净资产收益率 ROE	-13.05	3.65	6.79	9.37
偿债能力				
流动比率	1.30	1.33	1.34	1.34
速动比率	0.74	0.82	0.81	0.81
现金比率	0.41	0.48	0.46	0.45
资产负债率 (%)	73.98	74.54	75.04	75.22
经营效率				
应收账款周转天数	75.76	80.00	80.00	80.00
存货周转天数	113.45	130.00	130.00	130.00
总资产周转率	0.66	0.61	0.66	0.70
每股指标 (元)				
每股收益	-1.58	0.46	0.90	1.33
每股净资产	12.10	12.55	13.22	14.22
每股经营现金流	3.67	4.17	4.53	6.05
每股股利	0.00	0.00	0.22	0.33
估值分析				
PE	/	29	15	10
PB	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	16.54	6.00	4.98	4.20
股息收益率 (%)	0.00	0.00	1.71	2.54

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-3,373	1,123	2,017	2,965
折旧和摊销	5,661	6,140	7,050	8,200
营运资金变动	3,082	-571	-1,586	-320
经营活动现金流	8,008	9,096	9,873	13,182
资本开支	-13,142	-4,992	-7,070	-9,070
投资	406	61	-40	-40
投资活动现金流	-11,927	-4,950	-7,110	-9,110
股权募资	1,132	0	0	0
债务募资	6,669	4,084	1,000	1,000
筹资活动现金流	3,918	2,299	-1,361	-1,643
现金净流量	106	6,446	1,402	2,429

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获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室；518048