



天合光能（688599.SH）：

光储协同业务增速较好，25Q1毛利率改善

——24年报&25Q1业绩点评

分析师

梁晨

执业证书编号：S1380518120001

联系电话：010-88300853

邮箱：liangchen@gkzq.com.cn

公司评级

当前价格（元）：13.63

本次评级：推荐

公司基本数据

总股本（亿股）：21.79

流通股本（亿股）：21.79

流通A股市值（亿元）：297.00

每股净资产（元）：11.28

资产负债率（%）：74.97

天合光能与沪深300走势比较



资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

内容摘要：

2025年5月6日

- **事件：**公司发布2024年报及2025年一季报，24年实现营业收入802.82亿元，同比-29.21%；归母净利润-34.43亿元，同比-162.30%；2025Q1实现营收143.35亿元，同比-21.48%，环比-16.34%，归母净利润-13.20亿元，同比-355.88%，环比减亏。
- **组件盈利能力下滑，公司25Q1毛利率改善。**全年经营业绩出现亏损，一方面受光伏组件价格持续下降的影响，组件业务盈利能力下滑，另一方面计提资产减值损失25.98亿元，对业绩有一定影响。24年公司毛利率9.59%，同比减少6.27pct，25Q1公司毛利率6.61%，环比提升7.56pct，预计主要受抢装影响。
- **多元化业务布局稳步增长，光储系统业务增速较好。**1)24年公司组件出货量超70GW，210组件累计出货超170GW，稳居行业第一；2)公司储能舱及系统销售累计出货超过10GWh；3)24年国内风光储项目指标获取量达5.7GW；4)公司支架业务实现出货7.3GW。
- **钙钛矿晶体硅叠层技术在组件功率、电池效率方面实现全面突破。**2025年3月公司成功制备全球首块210标准工业尺寸800W+叠层组件，2025年4月公司首次在210mm工业级电池尺寸上实现超过31%的电池效率，开启钙钛矿/晶体硅叠层电池组件产业化新时代。
- **盈利预测及投资建议。**预计储能、支架等业务将为公司带来更多业绩弹性，分布式业务受政策影响，增速存在不确定性。预计公司2025-2027年归母净利润分别为1.39、13.28和27.76亿元，EPS分别为0.06、0.61和1.27元，以2025年5月6日收盘价13.63元计算，对应PE为213.24、22.36和10.70倍，给予公司“推荐”的投资评级。
- **风险提示。**光伏装机不及预期，产能出清不及预期，公司业绩不达预期，海外关税壁垒风险，市场恶性竞争，国内外二级市场系统性风险，国内外经济复苏低于预期。

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	80282	85094	93845	101713
(+/-)%	-29.20%	5.99%	10.28%	8.38%
营业利润（百万元）	(3746)	199	1511	3096
(+/-)%	-153.90%	-105.32%	657.62%	104.90%
归母净利润（百万元）	-3443	139	1328	2776
(+/-)%	-162.25%	-	853.52%	108.99%
每股收益（元）	-1.58	0.06	0.61	1.27
市盈率（倍）	-8.63	213.24	22.36	10.70

备注：2024年数据系公司公告，2025-2027年数据系作者预测值，其中2025-2027PE根据2025年5月6日收盘价预测

资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

事件：公司发布2024年报及2025年一季报，24年实现营业收入802.82亿元，同比-29.21%；归母净利润-34.43亿元，同比-162.30%，其中，2024Q4实现营收171.34亿元，同比-46.94%，环比-15.09%，归母净利润-25.97亿元，同比-677.24%，环比-89.17%；2025Q1实现营收143.35亿元，同比-21.48%，环比-16.34%，归母净利润-13.20亿元，同比-355.88%，环比减亏。

组件盈利能力下滑，公司25Q1毛利率改善。全年经营业绩出现亏损，一方面受光伏组件价格持续下降的影响，组件业务盈利能力下滑，另一方面计提资产减值损失25.98亿元，对业绩有一定影响。24年公司毛利率9.59%，同比减少6.27pct，25Q1公司毛利率6.61%，环比提升7.56pct，预计主要受抢装影响。

多元化业务布局稳步增长，光储系统业务增速较好。1) 24年公司组件出货量超70GW，210组件累计出货超170GW，稳居行业第一；2) 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，累计出货超过10GWh；3) 受益于度电成本进一步降低，24年电站装机量增长超预期，公司集中式光储系统业务实现突破，国内风光储项目指标获取量达 5.7GW；4) 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。

钙钛矿晶体硅叠层技术在组件功率、电池效率方面实现全面突破。2025年3月公司成功制备全球首块210标准工业尺寸800W+叠层组件，2025年4月公司首次在210mm工业级电池尺寸上实现超过31%的电池效率，开启钙钛矿/晶体硅叠层电池组件产业化新时代。

盈利预测及投资建议。2025年公司光伏组件计划实现出货70-75GW，储能系统计划实现出货8-10GWh，系统解决方案与数字能源服务计划实现同比+20%以上。预计储能、支架等业务将为公司带来更多业绩弹性，分布式业务受政策影响，增速存在不确定性。预计公司2025-2027年归母净利润分别为1.39、13.28和27.76亿元，EPS分别为0.06、0.61和1.27元，以2025年5月6日收盘价13.63元计算，对应PE为213.24、22.36和10.70倍，给予公司“推荐”的投资评级。

风险提示。光伏装机不及预期，产能出清不及预期，公司业绩不达预期，海外关税壁垒风险，市场恶性竞争，国内外二级市场系统性风险，国内外经济复苏低于预期。

表1: 公司盈利预测情况

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	80282	85094	93845	101713
(+/-)%	-29.20%	5.99%	10.28%	8.38%
营业利润 (百万元)	(3746)	199	1511	3096
(+/-)%	-153.90%	-105.32%	657.62%	104.90%
归母净利润 (百万元)	-3443	139	1328	2776
(+/-)%	-162.25%	-	853.52%	108.99%
每股收益 (元)	-1.58	0.06	0.61	1.27
市盈率 (倍)	-8.63	213.24	22.36	10.70

备注: 2024年数据系公司公告, 2025-2027年数据系作者预测值, 其中2025-2027PE根据2025年5月6日收盘价预测

资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

表2: 天合光能财务预测表 (百万元)

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	22503	21273	23461	25428	营业收入	80282	85094	93845	101713
应收和预付款项	19895	20468	22882	24452	营业成本	72579	76532	84304	91119
存货	22340	20916	22345	24075	营业税金及附加	380	402	444	481
其他流动资产	7529	5100	5350	5600	销售费用	2685	2553	2815	2950
长期股权投资	3413	3413	3413	3413	管理+研发费用	3928	3829	3754	3967
固定资产和在建工程	34677	34106	34435	35563	财务费用	1385	1289	1121	716
无形资产和开发支出	3265	3615	3949	4267	资产减值损失	(2598)	(2301)	(2401)	(2501)
其他非流动资产	10313	17752	10961	4260	投资收益	866	0	0	0
资产总计	123935	126645	126796	127058	公允价值变动	18	10	10	10
短期借款	6418	12884	14685	16151	其他经营损益	(6554)	(2601)	(2308)	(1896)
应付和预收款项	37029	40013	43659	46937	营业利润	(3746)	199	1511	3096
长期借款	32442	37220	30082	22332	其他非经营损益	86	102	100	98
其他负债	15804	4048	4461	4853	利润总额	(3660)	301	1611	3194
负债合计	91693	94163	92887	90273	所得税	(286)	62	183	318
股本	2179	2179	2179	2179	净利润	(3373)	239	1428	2876
资本公积	17904	17904	17904	17904	少数股东损益	70	100	100	100
留存收益	6295	6434	7762	10538	归属母公司净利润	(3443)	139	1328	2776
少数股东权益	5864	5964	6064	6164	财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
股东权益合计	32242	32481	33910	36785	销售毛利率	9.59%	10.06%	10.17%	10.42%
负债及权益合计	123935	126645	126796	127058	销售净利率	-4.20%	0.28%	1.52%	2.83%
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	ROE	-13.05%	0.53%	4.77%	9.07%
经营活动现金流	8008	1948	6072	7464	EPS (元/股)	(1.58)	0.06	0.61	1.27
投资活动现金流	(11927)	(12731)	3253	2254	PE (倍)	(8.63)	213.24	22.36	10.70
融资活动现金流	3918	9554	(7137)	(7750)	PB (倍)	1.13	1.12	1.07	0.97
现金流量净额	106	-1229	2188	1967	EV/EBITDA (倍)	20.93	12.06	9.20	7.26

备注: 2024年数据系公司公告, 2025-2027年数据系作者预测值, 其中PE、PB、EV/EBITDA根据2025年5月6日收盘价计算。

资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

分析师简介承诺

梁晨，新能源环保行业研究员，2011年毕业于英国圣安德鲁斯大学，硕士，2011年至今就职于国开证券股份有限公司。

本人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登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大势：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大势：相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层