

公司研究 | 点评报告 | 天合光能 (688599.SH)

坚定转型解决方案服务商, 现金储备充足助力穿越周期

报告要点

天合光能发布 2024 年年报及 2025 年一季报, 2024 年公司实现收入 802.82 亿元, 同比下降 29%; 归母净利-34.43 亿元, 同比下降 162%; 其中, 2024Q4 实现收入 171.34 亿元, 同比下降 47%; 归母净利-25.97 亿元, 同比下降 672%。2025Q1 实现收入 143.35 亿元, 同比下降 21%; 归母净利-13.2 亿元, 同比下降 356%。

分析师及联系人



邬博华

SAC: S0490514040001

SFC: BQK482



曹海花

SAC: S0490522030001



王耀

SAC: S0490524120006

2025-05-23

天合光能 (688599.SH)

坚定转型解决方案服务商，现金储备充足助力穿越周期

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

天合光能发布 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年公司实现收入 802.82 亿元，同比下降 29%；归母净利-34.43 亿元，同比下降 162%；其中，2024Q4 实现收入 171.34 亿元，同比下降 47%；归母净利-25.97 亿元，同比下降 672%。2025Q1 实现收入 143.35 亿元，同比下降 21%；归母净利-13.2 亿元，同比下降 356%。

事件评论

- 2024 年，公司组件出货超过 70GW，210 系列组件全球销售稳步提升，并连续多年上榜 BNEF Tier 1 一级光伏组件制造商榜单；全年毛利率为 4.3%，预计是受组件跌价、双反保证金、美国出货占比降低等因素影响。储能累计出货量超 10GWh，突破中国、欧洲、亚太、北美、中东非、拉美六大区域市场，全年收入达到 23.35 亿元，同比增长 19.10%，毛利率为 12.95%。系统解决方案收入同比下降 40.99%，预计是分布式系统销量受市场交易政策预期影响而大幅下滑，毛利率为 18.40%，同比增加 4.62pct。数字能源服务收入同比增长 99.61%，得益于新能源发电及运维业务快速扩张。
- 2025Q1，由于组件价格仍处于低位，预计组件收入和利润承压，而系统解决方案和数字能源服务业务提供业绩支撑，表明公司从单一产品供应到提供整体解决方案服务的全价值链服务体系转型的决心。
- 财务数据方面，2024Q4 计提的各类信用及资产减值准备共计 16.6 亿元，2025Q1 计提减值合计 3.6 亿元，公司基于谨慎性原则，减值计提较为充分。2024 年经营性现金流净额为 80 亿元，年末在手现金超过 200 亿元，为穿越本轮周期准备充分。
- 展望后续，公司积极应对美国关税风险：1) 公司在美国提前储备组件库存，预计将充分受益于美国组件涨价；2) 公司在印尼电池+组件已投产，对等关税处于中位水平，考虑到关税向下游传导，印尼盈利水平依旧可观；3) 出售美国工厂有效降低中美地缘政治风险。此外，2024 年减值充分，2025 年有望轻装上阵，系统解决方案、数字能源服务、储能等业务多元发展，提供底部利润支撑。维持“买入”评级。

公司基础数据

当前股价(元)	13.73
总股本(万股)	217,937
流通A股/B股(万股)	217,937/0
每股净资产(元)	11.28
近12月最高/最低价(元)	29.92/12.82

注：股价为 2025 年 5 月 21 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《多元业务助力穿越周期，有望受益于供给侧出清》2024-11-06
- 《产能布局应对贸易风险，多元业务增厚公司盈利》2024-09-11
- 《结构优势支撑组件盈利，多元发展应对周期波动》2024-05-13

风险提示

- 1、光伏产业链价格下跌风险；
- 2、光伏装机不及预期。

请阅读最后评级说明和重要声明


 更多研报请访问
 长江研究小程序

风险提示

- 1、光伏产业链价格下跌风险。国内分布式抢装结束后，产业链价格已有所松动，若行业自律得不到有效落实，产业链价格和盈利可能会进一步恶化。
- 2、光伏装机不及预期。我们预计 2025 年全球光伏装机增速在 10%-15%，如果因消纳压力、政策波动等因素导致装机不达预期，各环节企业出货将相应减少。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	80282	78620	85400	102440	货币资金	22503	18497	17229	19087
营业成本	72579	72670	75600	89640	交易性金融资产	29	29	29	29
毛利	7703	5950	9800	12800	应收账款	15699	15374	16700	20032
%营业收入	10%	8%	11%	12%	存货	22340	22369	23270	27592
营业税金及附加	380	372	404	484	预付账款	1852	1854	1929	2287
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	9845	9787	10189	11201
销售费用	2685	2630	2856	3426	流动资产合计	72267	67909	69346	80227
%营业收入	3%	3%	3%	3%	长期股权投资	3413	2398	1383	368
管理费用	3928	3847	4178	5012	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	5%	5%	5%	5%	固定资产合计	31539	36821	40260	41857
研发费用	1846	1808	1964	2356	无形资产	3110	3178	3245	3312
%营业收入	2%	2%	2%	2%	商誉	154	154	154	154
财务费用	1385	0	0	0	递延所得税资产	3374	3843	3843	3843
%营业收入	2%	0%	0%	0%	其他非流动资产	10076	9727	9400	9073
加: 资产减值损失	-2598	-362	-362	-362	资产总计	123935	124030	127631	138834
信用减值损失	-508	0	0	0	短期贷款	6418	6381	6343	6306
公允价值变动收益	18	0	0	0	应付款项	27772	27807	28928	34301
投资收益	866	849	922	1106	预收账款	0	0	0	0
营业利润	-3746	-1244	2017	3537	应付职工薪酬	1123	1125	1170	1387
%营业收入	-5%	-2%	2%	3%	应交税费	646	632	687	824
营业外收支	86	0	0	0	其他流动负债	19526	20635	21193	23447
利润总额	-3660	-1244	2017	3537	流动负债合计	55485	56580	58322	66265
%营业收入	-5%	-2%	2%	3%	长期借款	23563	23563	23563	23563
所得税费用	-286	-97	158	277	应付债券	8879	8879	8879	8879
净利润	-3373	-1146	1859	3260	递延所得税负债	35	34	34	34
归属于母公司所有者的净利润	-3443	-1170	1898	3327	其他非流动负债	3730	3461	3461	3461
少数股东损益	70	24	-39	-68	负债合计	91693	92516	94258	102202
EPS (元)	-1.59	-0.54	0.87	1.53	归属于母公司所有者权益	26378	25625	27523	30850
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	5864	5888	5849	5782
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	32242	31513	33373	36632
经营活动现金流净额	8008	5942	9871	12797	负债及股东权益	123935	124030	127631	138834
取得投资收益收回现金	1024	849	922	1106	基本指标				
长期股权投资	1015	1015	1015	1015		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-13142	-13045	-13039	-13022	每股收益	-1.59	-0.54	0.87	1.53
其他	-824	-19	0	0	每股经营现金流	3.67	2.73	4.53	5.87
投资活动现金流净额	-11927	-11200	-11102	-10901	市盈率	—	—	15.77	8.99
债券融资	358	0	0	0	市净率	1.59	1.17	1.09	0.97
股权融资	1132	-4	0	0	EV/EBITDA	19.48	9.13	5.22	3.92
银行贷款增加 (减少)	12208	-37	-37	-37	总资产收益率	-2.8%	-0.9%	1.5%	2.4%
筹资成本	-2921	0	0	0	净资产收益率	-13.1%	-4.6%	6.9%	10.8%
其他	-6858	1030	0	0	净利率	-4.3%	-1.5%	2.2%	3.2%
筹资活动现金流净额	3918	990	-37	-37	资产负债率	74.0%	74.6%	73.9%	73.6%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-1	-4269	-1268	1858	总资产周转率	0.66	0.63	0.68	0.77

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。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证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。