

一季度毛利率表现突出，储能业务有望放量

核心观点

公司一季度毛利率 6.61%，环比提升 7pct+，趋势明显好于同业。2024 年公司组件出货超 70GW，但受产业链价格下行影响，毛利率有所下降。展望 2025 年，公司组件出货预计 70-75GW，同时公司前瞻布局钙钛矿技术。另外，公司储能业务 2024 年出货及收入实现较高增长，全年出货 4.3GWh，预计 2025 年有望达到 8-10GWh。并且公司海外储能订单持续落地，海外出货占比提升将推动储能业务毛利率进一步提升。

事件

公司发布 2024 年报&2025 一季报

2024 年全年公司实现收入 802.82 亿元，同比-29.21%；归母净利润-34.43 亿元，同比-162.25%；扣非后归母净利润-35.47 亿元，同比-159.72%。2025 年 Q1 单季度公司实现收入 143.35 亿元，同比-21.48%，环比-16.34%；归母净利润-13.20 亿元，扣非后归母净利润-13.23 亿元，环比实现减亏。

简评

组件业务：产业链价格下行拖累毛利率，前瞻布局钙钛矿技术

2024 年光伏组件业务实现营业收入 557.09 亿元（同比-27.13%），全年组件出货量超过 70GW，外销量 64.48GW（同比+18.31%），210 大尺寸组件累计出货量超 170GW，稳居全球第一。受产业链价格下行影响，组件全年毛利率同比下降 10.24pct 至 4.3%。技术端，公司实现 N 型 i-TOPCon 电池效率 26.58% 的世界纪录，并成功制备全球首块 210 标准工业尺寸 800W+叠层组件，开启钙钛矿/晶体硅叠层电池组件产业化新时代。根据规划，2025 年公司组件出货有望达到 70-75GW。

分布式业务：收入持续增长，关注市场化后行业需求

2024 年系统产品收入 188 亿元，同比增长 19.1%，全年出货 5GW，毛利率 18.4%，同比增加 4.62pct。公司在国内分布式系统市场具备较强的品牌及渠道优势，2024 年收入保持较高增速。近期国内发布新能源市场化政策，5 月 31 日后新增的新能源电站都将进入市场化交易，导致近期行业出现一定抢装，预计二季度公司分布式出货环比有望进一步增长。后续分布式系统业务出货情况需要关注新能源入市后行业需求的边际走向。

天合光能 (688599.SH)

调低

增持

朱玥

zhuyue@csc.com.cn

010-56135232

SAC 编号:S1440521100008

SFC 编号:BTM546

任佳玮

renjiawei@csc.com.cn

021-68821600

SAC 编号:S1440520070012

发布日期：2025 年 05 月 26 日

当前股价：13.47 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
0.75/-0.73	-21.23/-20.32	-41.00/-47.01
12 月最高/最低价 (元)		29.00/12.92
总股本 (万股)		217,936.54
流通 A 股 (万股)		217,936.54
总市值 (亿元)		293.56
流通市值 (亿元)		293.56
近 3 月日均成交量 (万)		2693.34
主要股东		
江苏盘基投资有限公司		13.56%

股价表现



储能及支架业务成为公司业绩重要增量

2024 年储能业务收入 23.35 亿元（同比+19.10%），系统出货量 4.3GWh（同比+115%），毛利率 12.95%（同比-3.07pct）。2025 年，公司储能业务将成为公司重要的利润增量来源之一。随着光伏配储成本的降低，海外储能需求爆发，公司不断获取海外大单，并逐步在欧洲、澳洲等海外市场形成突破。我们预计公司 2025 年储能系统出货量有望达到 8-10GWh，相比 2024 年大幅增长，同时因为海外占比提升，储能业务毛利率也将随之扩大。另外，公司支架业务 2024 年出货量达到 7.3GW，其中跟踪支架占比突破 50%，预计 2025 年公司支架出货量仍将维持高增速。

盈利预测及投资建议：我们预计 2025-2027 年公司将分别实现营业收入 761.07、914.05、1059.29 亿元，归母净利润-24.12、11.84、31.37 亿元，调低评级至“增持”。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	113,391.78	80,281.74	76,107.09	91,404.62	105,928.81
YoY(%)	33.32	-29.20	-5.20	20.10	15.89
净利润(百万元)	5,531.30	-3,443.22	-2,411.70	1,183.74	3,137.35
YoY(%)	50.31	-162.25	29.96	149.08	165.04
毛利率(%)	15.86	9.59	7.12	11.56	13.22
净利率(%)	4.88	-4.29	-3.17	1.30	2.96
ROE(%)	17.55	-13.05	-10.06	4.75	11.40
EPS(摊薄/元)	2.54	-1.58	-1.11	0.54	1.44
P/E(倍)	5.31	-8.53	-12.17	24.80	9.36
P/B(倍)	0.95	1.14	1.26	1.21	1.09

资料来源：iFinD，中信建投证券

风险分析

1、分布式需求下滑幅度超预期的风险：国内新能源全面入市后，光伏上网电价预计进入下行通道，可能会使得国内分布式需求下滑，若下滑幅度超预期，将对公司分布式系统出货及毛利率造成负面影响；**2、全球贸易环境变化导致美国出货不及预期的风险：**2024 年组件业务预计仅美国市场维持较高毛利率，而东南亚双反及美国关税政策下，美国市场出货及毛利率存在较大不确定性；**3、行业竞争加剧的风险：**目前光伏行业仍处于供需错配阶段，产业链竞争较为激烈，价格持续承压，可能会导致公司组件业务毛利率持续处于较低水平。

分析师介绍

朱玥

中信建投证券电力设备新能源行业首席分析师。2021 年加入中信建投证券研究发展部，8 年证券行业研究经验，曾就职于兴业证券、方正证券，《财经》杂志，专注于新能源产业链研究和国家政策解读跟踪，在 2019 至 2022 年期间带领团队多次在新财富、金麒麟，水晶球等行业权威评选中名列前茅。

任佳玮

中信建投证券电力设备及新能源分析师，南京大学经济学学士，复旦大学金融硕士，研究方向为光伏。2022 年所在团队荣获新财富最佳分析师评选第四名，2022 年上证报最佳电力设备新能源分析师第二名，金麒麟评选光伏设备第二名，水晶球新能源行业第三名，水晶球电力设备行业第五名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投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,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。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。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。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

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。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk