

组件出货量保持行业领先，储能业务稳步向上

➤ **事件：**2025 年 8 月 22 日，公司发布 2025 年半年报，根据公告，公司 25H1 实现收入 310.56 亿元，同比 -27.72%，实现归母净利润 -29.18 亿元，实现扣非归母净利润 -29.56 亿元。

分季度看，公司 25Q2 实现收入 167.21 亿元，同比 -32.34%，环比 +16.64%，实现归母净利润 -15.98 亿元，实现扣非归母净利润 -15.82 亿元。

➤ **盈利能力小幅下滑，费用管控能力优化。** 25Q2 公司销售毛利率/净利率分别为 4.45%/-9.46%，环比 25Q1 分别 -2.16Pcts/-0.64Pcts。费用率方面，公司 25Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.79%/4.22%/2.64%/0.98%，环比分别 -1.55Pcts/-0.83Pcts/-0.56Pcts/-0.83Pcts，各项费用率改善显著，费用管控能力持续优化。

➤ **出货量稳居行业前列，引领 TOPCon 产业升级。** 25H1 公司组件出货量超过 32GW，根据 infolink 统计，上半年天合组件出货量位列行业第三，仍然处于头部位置。在组件产品与市场销售端，公司持续引领 TOPCon 技术进阶，基于 i-TOPCon Ultra 技术，全系列产品功率和综合发电能力进一步提升至最高 750W，最大化降低系统 BOS 成本与 LCOE。700W+ 至尊 N 型组件为代表的全场景化产品持续领先，市场份额持续扩大，高价值辐射集中式和分布式应用场景。

➤ **储能业务稳步向上，海外市场持续突破，打造光储融合解决方案服务商。** 截至 25H1，公司储能系统业务累计出货量超 12GWh，其中海外市场实现 1GWh+ 交付规模。针对构网型电网、高温沙漠及海岛微电网等场景，公司推出定制化解决方案，上半年实现了 60 天极速交付非洲单体最大储能项目埃及 150MW/360MWh 光储融合项目，成为沙漠环境大型储能系统的标杆项目。公司加速推进全面解决方案战略升级，依托在光储一体化领域的显著优势，系统性构建“发-输-用-储”全链条协同能力，在集中式电站、新场景解决方案及分布式能源三大领域实现突破性进展，为构建新型电力系统提供了可复制的系统性解决方案。

➤ **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 720.48/891.71/1029.39 亿元，归母净利 -34.69/17.52/28.66 亿元，基于 8 月 22 日收盘价，26-27 年对应 PE 为 21x/13x，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。

推荐
维持评级
当前价格：
16.74 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 年年报及 2025 年一季报点评：出货量稳步向上，布局钙钛矿着眼未来-2025/05/06

2. 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

3. 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

4. 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

5. 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

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	72,048	89,171	102,939
增长率（%）	-29.2	-10.3	23.8	15.4
归属母公司股东净利润（百万元）	-3,443	-3,469	1,752	2,866
增长率（%）	-162.3	-0.7	150.5	63.6
每股收益（元）	-1.58	-1.59	0.80	1.31
PE	/	/	21	13
PB	1.4	1.6	1.5	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 22 日收盘价）

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	72,048	89,171	102,939
营业成本	72,579	65,115	75,878	87,078
营业税金及附加	380	324	401	463
销售费用	2,685	2,882	3,567	4,118
管理费用	3,928	3,530	4,369	5,044
研发费用	1,846	1,873	2,318	2,676
EBIT	-2,257	-1,516	2,983	3,974
财务费用	1,385	1,495	1,512	1,505
资产减值损失	-2,598	-600	-500	-400
投资收益	866	-360	892	1,029
营业利润	-3,746	-3,899	1,863	3,098
营业外收支	86	80	80	80
利润总额	-3,660	-3,819	1,943	3,178
所得税	-286	-497	155	254
净利润	-3,373	-3,323	1,788	2,924
归属于母公司净利润	-3,443	-3,469	1,752	2,866
EBITDA	3,404	4,680	9,805	11,576

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	22,503	20,464	21,303	24,112
应收账款及票据	16,758	17,072	21,276	24,577
预付款项	1,852	1,953	2,200	2,438
存货	22,340	24,287	29,814	32,576
其他流动资产	8,814	6,671	7,262	7,396
流动资产合计	72,267	70,447	81,855	91,099
长期股权投资	3,413	3,413	3,413	3,413
固定资产	31,539	32,243	31,821	30,619
无形资产	3,110	3,160	3,210	3,260
非流动资产合计	51,668	51,898	51,066	48,954
资产合计	123,935	122,345	132,921	140,053
短期借款	6,418	6,644	6,644	6,644
应付账款及票据	32,472	34,023	42,109	46,323
其他流动负债	16,596	16,751	17,891	18,602
流动负债合计	55,485	57,418	66,644	71,568
长期借款	23,563	23,318	23,318	23,318
其他长期负债	12,644	12,727	12,727	12,727
非流动负债合计	36,207	36,045	36,045	36,045
负债合计	91,693	93,464	102,689	107,614
股本	2,179	2,179	2,179	2,179
少数股东权益	5,864	6,010	6,046	6,104
股东权益合计	32,242	28,882	30,231	32,439
负债和股东权益合计	123,935	122,345	132,921	140,053

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	-10.26	23.77	15.44
EBIT 增长率	-129.48	32.83	296.79	33.21
净利润增长率	-162.30	-0.74	150.51	63.56
盈利能力 (%)				
毛利率	9.59	9.62	14.91	15.41
净利润率	-4.29	-4.81	1.96	2.78
总资产收益率 ROA	-2.78	-2.84	1.32	2.05
净资产收益率 ROE	-13.05	-15.17	7.24	10.88
偿债能力				
流动比率	1.30	1.23	1.23	1.27
速动比率	0.74	0.68	0.67	0.72
现金比率	0.41	0.36	0.32	0.34
资产负债率 (%)	73.98	76.39	77.26	76.84
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	0.59	0.70	0.75
每股指标 (元)				
每股收益	-1.58	-1.59	0.80	1.31
每股净资产	12.10	10.49	11.10	12.08
每股经营现金流	3.67	1.78	3.75	4.49
每股股利	0.00	0.00	0.20	0.33
估值分析				
PE	/	/	21	13
PB	1.4	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	18.72	13.62	6.50	5.51
股息收益率 (%)	0.00	0.00	1.20	1.96
现金流量表 (百万元)				
净利润	-3,373	-3,323	1,788	2,924
折旧和摊销	5,661	6,196	6,822	7,602
营运资金变动	3,082	-1,676	-1,743	-1,811
经营活动现金流	8,008	3,881	8,171	9,782
资本开支	-13,142	-6,498	-6,070	-5,570
投资	406	64	-40	-40
投资活动现金流	-11,927	-6,823	-5,218	-4,581
股权募资	1,132	0	0	0
债务募资	6,669	2,616	0	0
筹资活动现金流	3,918	904	-2,114	-2,392
现金净流量	106	-2,039	839	2,809

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受到任何形式的补偿。

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。	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：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

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