

天合光能 (688599)

2025 年中报点评: 组件出货环增, 储能实现盈利, 未来增长可期

2025 年 08 月 26 日

买入 (维持)

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书: S0600523070003
guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	113,411	80,282	76,972	101,780	120,979
同比 (%)	33.34	(29.21)	(4.12)	32.23	18.86
归母净利润 (百万元)	5,526.88	(3,443.22)	(3,673.11)	613.83	2,464.15
同比 (%)	50.14	(162.30)	(6.68)	116.71	301.44
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.54	(1.58)	(1.69)	0.28	1.13
P/E (现价&最新摊薄)	6.60	(10.60)	(9.93)	59.43	14.81

股价走势



投资要点

- 公司发布 2025 年中报, 25H1 营收 310.6 亿元, 同-27.7%, 归母净利润 -29.2 亿元, 同-654.5%, 毛利率 5.5%, 同-8.4pct, 归母净利率-9.4%, 同-10.6pct; 其中 25Q2 营收 167.2 亿元, 同环比-32.3%/+16.6%, 归母净利润-16 亿元, 同环比-15371%/21.1%, 毛利率 4.5%, 同环比-8.7/-2.2pct, 归母净利率-9.6%, 同环比-9.6/-0.4pct。
- 业务分拆来看: 1) 组件 25H1 出货量超 32GW, 其中 Q2 约 17GW, 环比提升 13%, 测算单瓦亏损约 8 分, 公司预计全年出货 70-75GW, 同比微增; 2) 分布式系统我们测算 25H1 销量约 1.5GW, 单瓦盈利约为 0.2 元, 公司预计全年出货 4GW+, 同比持平; 3) 储能我们测算 25H1 出货 1.7GWh, 其中 Q2 出货 1.4GWh, 90%为海外订单 (欧洲 20%, 中东非 30-35%, 北美 30%、亚太 12-15%, 中国近 10%), 已实现微利, 全年计划出货 8GWh, 同增 86%; 4) 支架 25H1 出货 3.5GW, 其中 Q2 为 2GW, 跟踪支架约 1.5GW, 盈亏平衡; 5) 数字能源服务贡献利润 3 亿左右, 主要为售电电费收入和分布式运维收入。
- Q2 费用及资本开支明显收缩。公司 25H1 期间费用 38.4 亿元, 同-16.7%, 费用率 12.4%, 同+1.6pct, 其中 Q2 期间费用 17.8 亿元, 同环比-28.5%/-13.9%, 费用率 10.6%, 同环比+0.6/-3.8pct; 25H1 经营性净现金流 18.4 亿元, 同+1276.9%, 其中 Q2 经营性现金流 26.8 亿元, 同环比-36.7%/-420.5%; 25H1 资本开支 33.4 亿元, 同-59.3%, 其中 Q2 资本开支 11.2 亿元, 同环比-69.7%/-49.5%; 25H1 末存货 265.3 亿元, 较年初+18.8%。
- 盈利预测与投资评级: 由于上半年光伏行业竞争依然激烈, 公司盈利承压, 我们下调 25-26 年盈利预测, 预计 25-26 年归母净利润分别为 -36.7/6.1 亿元 (原预期 25/26 年为 21.6/36.5 亿元), 新增预期 27 年归母净利润 24.6 亿元, 同比-7%/+117%/301%, 考虑公司布局钙钛矿技术, 储能、支架、数能服务等业务有望提供业绩支撑, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 行业装机不及预期、行业自律不及预期、政策不及预期。

市场数据

收盘价(元)	16.72
一年最低/最高价	12.82/29.92
市净率(倍)	1.60
流通 A 股市值(百万元)	36,438.99
总市值(百万元)	36,438.99

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.43
资产负债率(% ,LF)	76.79
总股本(百万股)	2,179.37
流通 A 股(百万股)	2,179.37

相关研究

- 《天合光能(688599): 2024 年中报点评: Q2 组件继续承压, 分布式开发盈利亮眼》
2024-09-05
- 《天合光能(688599): 2023 年年报及 2024 年一季报点评: 竞争加剧组件盈利下降, 业务协同支撑发展》
2024-04-26

天合光能三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	72,267	80,795	91,985	111,096	营业总收入	80,282	76,972	101,780	120,979
货币资金及交易性金融资产	22,532	32,968	31,757	39,992	营业成本(含金融类)	72,579	70,658	90,681	107,192
经营性应收款项	19,085	21,328	25,196	31,628	税金及附加	380	369	407	484
存货	22,340	18,853	26,239	30,182	销售费用	2,685	2,694	3,053	3,145
合同资产	1,944	1,550	2,257	2,560	管理费用	3,928	3,695	4,071	4,597
其他流动资产	6,365	6,096	6,535	6,735	研发费用	1,846	1,539	1,730	1,936
非流动资产	51,668	54,027	57,401	61,040	财务费用	1,385	2,293	2,376	2,552
长期股权投资	3,413	3,413	3,413	3,413	加:其他收益	918	385	1,018	1,210
固定资产及使用权资产	32,115	34,494	37,310	40,629	投资净收益	866	770	1,018	1,210
在建工程	3,138	3,083	3,650	3,990	公允价值变动	18	0	0	0
无形资产	3,110	3,110	3,110	3,110	减值损失	(3,106)	(1,233)	(840)	(648)
商誉	154	154	154	154	资产处置收益	79	8	10	12
长期待摊费用	185	220	211	191	营业利润	(3,746)	(4,347)	667	2,857
其他非流动资产	9,552	9,552	9,552	9,552	营业外净收支	86	24	55	39
资产总计	123,935	134,822	149,386	172,136	利润总额	(3,660)	(4,323)	722	2,897
流动负债	55,485	67,478	80,116	99,139	减:所得税	(286)	(583)	97	390
短期借款及一年内到期的非流动负债	13,781	15,849	14,072	20,677	净利润	(3,373)	(3,740)	624	2,507
经营性应付款项	32,472	42,214	54,874	64,962	减:少数股东损益	70	(67)	11	43
合同负债	2,184	3,886	3,517	4,426	归属母公司净利润	(3,443)	(3,673)	614	2,464
其他流动负债	7,049	5,529	7,653	9,074	每股收益-最新股本摊薄(元)	(1.58)	(1.69)	0.28	1.13
非流动负债	36,207	38,842	40,067	41,287	EBIT	(2,257)	(1,983)	1,837	3,625
长期借款	23,563	24,763	25,963	27,163	EBITDA	3,404	28	4,158	6,211
应付债券	8,879	10,279	10,279	10,279	毛利率(%)	9.59	8.20	10.90	11.40
租赁负债	536	571	596	616	归母净利率(%)	(4.29)	(4.77)	0.60	2.04
其他非流动负债	3,229	3,229	3,229	3,229	收入增长率(%)	(29.21)	(4.12)	32.23	18.86
负债合计	91,693	106,321	120,183	140,427	归母净利润增长率(%)	(162.30)	(6.68)	116.71	301.44
归属母公司股东权益	26,378	22,705	23,395	25,859					
少数股东权益	5,864	5,797	5,807	5,850					
所有者权益合计	32,242	28,502	29,202	31,709					
负债和股东权益	123,935	134,822	149,386	172,136					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	8,008	12,291	6,986	8,465	每股净资产(元)	11.82	10.13	10.10	11.19
投资活动现金流	(11,927)	(4,169)	(5,212)	(5,364)	最新发行在外股份(百万股)	2,179	2,179	2,179	2,179
筹资活动现金流	3,918	2,315	(2,985)	5,133	ROIC(%)	(2.87)	(2.16)	1.99	3.68
现金净增加额	106	10,437	(1,211)	8,235	ROE-摊薄(%)	(13.05)	(16.18)	2.62	9.53
折旧和摊销	5,661	2,011	2,321	2,586	资产负债率(%)	73.98	78.86	80.45	81.58
资本开支	(13,142)	(4,969)	(6,235)	(6,579)	P/E(现价&最新股本摊薄)	(10.60)	(9.93)	59.43	14.81
营运资本变动	3,082	11,201	1,774	1,295	P/B(现价)	1.42	1.65	1.66	1.50

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>