

天合光能（688599.SH）：组件业务承压，储能板块稳中向好

——2025 年半年报业绩点评

财务要点：公司披露 2025 年半年报，全年实现营业收入 310.6 亿，同比下滑 27.7%，实现归母净利润-29.2 亿元，同比下滑 654.5%。

组件价格持续下跌，半年报业绩承压。分版块出货方面，2025 年 H1，公司实现组件出货量超 32GW，较去年同期 34GW 变化不大，分布式系统销售量约 1.5GW，下滑 53%，支架出货约 3.5GW，同增 9%，储能板块出货约 1.7GWh，较去年同期持平。公司营收净利润均下滑，主要是由于行业周期影响，光伏行业面临供需失衡及市场竞争加剧等诸多挑战，组件价格持续下降的影响。随着反内卷的深入，未来光伏行业有望走出价格困境，静待行业盈利修复。

储能板块全年有望量利齐升。2025 年 H1，全球储能市场在能源转型加速驱动下较快增长态势，全球电池储能系统出货预计同增 50% 以上。天合储能作为连续第六次蝉联彭博新能源财经全球 Tier1 储能厂商，凭借全栈自研的“天合芯”技术平台、持续迭代领先的 Elementa 金刚大容量储能系统与强大的全球化交付能力，全年目标实现 8GWh 以上出货；且随着海外订单占比提升，叠加出货量增长带来的成本与费用摊薄规模经济效应，储能板块盈利能力稳中向好。

技术领跑，多板块协同提升抗风险能力。公司持续发力电池组件新技术，自主研发的 210mm 半片工业级电池尺寸钙钛矿/晶体硅两端叠层太阳能电池先后创造了 31.1%、32.2% 的世界纪录效率；210mm 半片叠层电池集成面积为 1185cm² 的实验室叠层组件效率达到 30.6%，成为全球首个实现叠层组件效率突破 30% 大关的光伏企业。在巩固全球光伏组件行业领先地位的同时，公司前瞻性地拓展了涵盖光伏支架、储能系统、光伏分布式系统、光伏集中式系统、光储融合系统等在内的多元化业务生态体系，不仅形成了多元化的利润增长点，显著提升了企业应对行业周期性波动的抗风险能力，同时通过各业务板块的协同发展，构建从单一产品供应到提供整体解决方案的全价值链服务体系。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2025-2027 年净利润分别为-39.69、3.79 和 21.41 亿元，对应 EPS 分别为-1.82、0.17 和 0.98 元。当前股价对应 2025-2027 年 PE 值分别为-9、94 和 17 倍。维持“推荐”评级。

风险提示：海外市场拓展不及预期；原材料价格波动；下游需求波动。

财务指标预测

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	113,391.78	80,281.74	67,149.57	76,443.02	86,595.38
增长率（%）	33.32%	-29.20%	-16.36%	13.84%	13.28%
归母净利润（百万元）	5,531.30	-3,443.22	-3,969.05	378.59	2,140.63
增长率（%）	50.31%	50.26%	-15.27%	109.54%	465.43%
净资产收益率（%）	17.55%	-13.05%	-17.71%	1.67%	8.74%
每股收益（元）	2.54	-1.58	-1.82	0.17	0.98
PE	6.43	-10.33	-8.96	93.95	16.62
PB	1.15	1.38	1.63	1.61	1.49

2025 年 9 月 1 日

推荐/维持

天合光能

公司报告

公司简介：

天合光能股份有限公司创立于 1997 年，业务覆盖光伏组件的研发、生产和销售，电站及系统产品，光伏发电及运维服务、智能微网及多能系统的开发和销售以及能源云平台运营等，致力于成为全球光伏智慧能源解决方案的领导者。

资料来源：公司公告、iFinD

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

发债及交叉持股介绍：

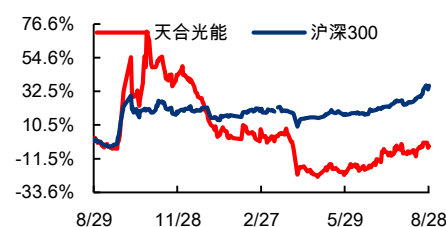
无

交易数据

52 周股价区间（元）	29.0-12.92
总市值（亿元）	355.67
流通市值（亿元）	355.67
总股本/流通 A 股（万股）	217,937/217,937
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	2.38

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：洪一

0755-82832082

hongyi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110001

分析师：侯河清

010-66554108

houhq@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480524040001

分析师：吴征洋

010-66554045

wuzhy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480525020001

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	76,459.83	72,267.03	55,717.96	62,361.33	70,427.43	营业收入	113,391.78	80,281.74	67,149.57	76,443.02	86,595.38
货币资金	24,349.57	22,502.71	20,144.87	22,932.91	25,978.61	营业成本	95,409.17	72,578.82	60,242.93	64,626.61	72,420.90
应收账款	21,977.84	19,178.27	14,161.04	16,120.92	18,261.93	营业税金及附加	443.60	379.69	262.26	298.55	338.21
其他应收款	2,144.53	1,304.75	1,285.02	1,180.21	1,343.55	营业费用	3,288.52	2,685.15	2,577.74	2,629.29	2,681.88
预付款项	1,791.51	1,851.53	1,255.11	1,428.82	1,618.58	管理费用	3,200.28	3,928.01	3,378.09	3,445.65	3,514.56
存货	23,403.83	22,340.46	16,210.81	17,390.42	19,487.79	财务费用	379.86	1,384.94	1,305.66	1,240.19	1,154.81
其他流动资产	3,632.32	5,109.03	2,765.92	3,144.72	3,558.53	研发费用	1,543.37	1,846.23	1,975.47	2,113.75	2,261.72
非流动资产合计	43,852.45	51,667.78	49,930.81	48,071.60	45,596.06	资产减值损失	-3,740.09	-3,105.96	-2,609.22	-2,870.14	-3,123.65
长期股权投资	4,428.35	3,413.26	4,613.26	5,813.26	7,013.26	公允价值变动收益	13.47	17.65	-16.00	-16.00	-16.00
固定资产	23,231.38	32,114.87	30,897.95	28,972.42	26,338.28	投资净收益	1,259.01	866.50	1,000.00	1,000.00	1,000.00
无形资产	3,043.11	3,110.34	2,591.95	2,073.56	1,555.17	加：其他收益	295.26	996.83	272.05	272.05	272.05
其他非流动资产	9,045.81	9,706.70	9,120.33	9,120.33	9,120.33	营业利润	6,954.62	-3,746.07	-3,945.74	474.87	2,355.71
资产总计	120,312.29	123,934.81	105,648.77	110,432.93	116,023.49	营业外收入	66.48	160.54	87.31	87.31	87.31
流动负债合计	60,946.89	55,485.43	48,931.97	61,206.73	72,809.75	营业外支出	488.45	74.29	74.29	74.29	74.29
短期借款	6,454.86	6,417.71	11,483.36	20,893.18	27,654.80	利润总额	6,532.64	-3,659.82	-3,932.72	487.90	2,368.73
应付账款	39,644.09	32,471.75	25,540.81	27,399.33	30,703.82	所得税	534.94	-286.49	102.95	102.95	192.16
其他流动负债	14,847.95	16,595.96	11,907.80	12,914.23	14,451.13	净利润	5,997.70	-3,373.33	-4,035.68	384.94	2,176.57
非流动负债合计	22,820.97	36,207.44	28,510.53	20,701.89	12,891.14	少数股东损益	466.40	69.89	-66.63	6.36	35.93
长期借款	19,895.00	32,978.01	25,281.10	17,472.46	9,661.71	归属母公司净利润	5,531.30	-3,443.22	-3,969.05	378.59	2,140.63
其他非流动负债	2,925.97	3,229.43	3,229.43	3,229.43	3,229.43	主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	83,767.87	91,692.87	77,442.50	81,908.62	85,700.90						
少数股东权益	5,022.66	5,864.19	5,797.56	5,803.92	5,839.85	成长能力					
实收资本（或股本）	2,173.56	2,179.37	2,179.37	2,179.37	2,179.37	营业收入增长	33.32%	-29.20%	-16.36%	13.84%	13.28%
资本公积	17,878.93	17,903.83	17,903.83	17,903.83	17,903.83	营业利润增长	70.56%	-153.86%	-5.33%	112.04%	396.07%
未分配利润	11,469.27	6,294.56	2,325.51	2,637.20	4,399.54	归属于母公司净利润增长	50.31%	50.26%	-15.27%	109.54%	465.43%
归属母公司股东权益合计	31,521.76	26,377.75	22,408.71	22,720.39	24,482.74	获利能力					
负债和所有者权益	120,312.29	123,934.81	105,648.77	110,432.93	116,023.49	毛利率(%)	15.86%	9.59%	10.29%	15.46%	16.37%
现金流量表	单位：百万元					净利率(%)	5.29%	-4.20%	-6.01%	0.50%	2.51%
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产净利润（%）	4.60%	-2.78%	-3.76%	0.34%	1.84%
经营活动现金流	23,968.95	7,937.12	5,925.98	6,840.85	9,974.82	ROE(%)	17.55%	-13.05%	-17.71%	1.67%	8.74%
净利润	5,997.70	-3,373.33	-5,201.79	-781.18	1,010.45	偿债能力					
折旧摊销	3,244.30	5,590.58	6,350.61	7,059.21	7,675.54	资产负债率(%)	70%	74%	73%	74%	74%
财务费用	379.86	1,384.94	1,305.66	1,240.19	1,154.81	流动比率	1.25	1.30	1.14	1.02	0.97
投资损失	-1,259.01	-866.50	-1,000.00	-1,000.00	-1,000.00	速动比率	0.78	0.77	0.73	0.66	0.63
营运资金变动	12,045.32	3,035.83	2,572.12	-990.39	-178.99	营运能力					
其他经营现金流	3,560.77	2,165.61	1,899.39	1,313.02	1,313.02	总资产周转率	0.94	0.65	0.64	0.69	0.75
投资活动现金流	-18,669.46	-11,927.25	-4,346.90	-4,346.90	-4,346.90	应收账款周转率	5.61	4.43	5.20	5.20	5.20
资本支出	18,641.06	12,983.50	3,800.00	3,800.00	3,800.00	应付账款周转率	3.81	2.61	3.71	3.71	3.71
长期投资	-513.84	-490.08	-200.00	-200.00	-200.00	每股指标（元）					
其他投资现金流	-36,796.68	-24,420.67	-7,946.90	-7,946.90	-7,946.90	每股收益(最新摊薄)	2.54	-1.58	-1.82	0.17	0.98
筹资活动现金流	-1,254.81	3,918.47	-3,936.92	294.09	-2,582.21	每股净现金流(最新摊薄)	0.01	1.08	-0.18	1.45	1.67
短期借款增加	-3,263.53	-37.14	5,065.65	9,409.82	6,761.63	每股净资产(最新摊薄)	14.18	11.82	10.00	10.14	10.95
长期借款增加	16,268.82	13,083.01	-7,696.91	-7,808.64	-7,810.74	估值比率					
普通股增加	0.32	5.80	0.00	0.00	0.00	P/E	6.43	-10.33	-8.96	93.95	16.62
资本公积增加	654.28	24.90	0.00	0.00	0.00	P/B	1.15	1.38	1.63	1.61	1.49
现金净增加额	4,851.62	35.34	-2,357.84	2,788.03	3,045.71	EV/EBITDA	7.77	21.42	16.89	7.13	5.32

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	光伏行业：反内卷落地推动供给侧改革提速，市场化出清或为主旋律—反内卷系列点评报告	2025-07-09
行业普通报告	电力设备及新能源行业：固态电池产业化提速，关注产业链投资机遇	2025-07-04
行业深度报告	锂电行业 2025 年中期投资策略：板块景气度回暖，固态电池、钠电有望迎来规模化应用节点	2025-06-12
行业深度报告	光伏行业：静待供给侧优化，关注降银金属化新技术—光伏行业 2025 年中期策略	2025-06-12
行业深度报告	电力设备及新能源行业：锂电行业 2024 年报综述——产业链扩张放缓，关注电池环节与新技术需求	2025-05-26
行业普通报告	光伏行业：24 年全行业盈利能力下滑，抢装带动 25 年 Q1 业绩回暖—24 年年报及 25 年一季报业绩综述	2025-05-20
行业普通报告	光伏行业对等关税征收点评：贸易壁垒高悬，全球竞争加剧—光伏行业事件点评	2025-04-08
行业普通报告	电力设备及新能源行业：储能电池受加征关税政策影响，产业链主导+出海有望维持我国企业竞争优势	2025-04-08
公司普通报告	天合光能（688599.SH）：产业链价格持续下跌，Q1 业绩承压—2023 年年报及 2024 年一季报业绩点评	2024-05-06

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

洪一

中山大学金融学硕士, CPA、CIIA, 2016 年加盟东兴证券研究所, 主要覆盖电力设备新能源等研究领域, 从业期间获得 2017 年水晶球公募榜入围, 2020 年 wind 金牌分析师第 5。

侯河清

金融学硕士, 3 年产业投资经验, 2022 年加盟东兴证券研究所, 主要覆盖电新行业的研究。

吴征洋

美国密歇根大学金融工程硕士, 4 年投资研究经验, 2022 年加盟东兴证券研究所, 主要覆盖电力设备新能源等研究领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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, 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。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下, 我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (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):
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (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):
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层	虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层	福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编: 100033	邮编: 200082	邮编: 518038
电话: 010-66554070	电话: 021-25102800	电话: 0755-83239601
传真: 010-66554008	传真: 021-25102881	传真: 0755-23824526