

公司研究

太阳能产品量价齐降压制营收水平，光伏装机具备增量夯实公司行业地位

——太阳能（000591.SZ）2025 年中报点评

要点

事件：公司发布 2025 年中报。2025 年上半年，公司实现营收 26.97 亿元，同比-16.84%；归母净利润 6.77 亿元，同比-16.89%。Q2 单季度，公司实现营收 13.97 亿元，同比-23.80%；归母净利润 3.88 亿元；同比-16.34%。

上网电量增长对冲上网电价下行影响，光伏发电营收同比略有增长。公司 25H1 实现上网电量 41.56 亿千瓦时，同比+22.32%；增量主要由装机增长带动，同期装机容量为 6.54GW，同比+32.18%；对应利用小时数为 606 小时，同比下降 25 小时。电价维度，由于 25 年新增项目均为平价项目，国补电站规模占比降低，国补电价被摊薄；因此 25H1 上网电价同比下降 0.100 元/千瓦时，达 0.624 元/千瓦时（含税），其中市场化交易的平均电价约 0.2234 元/度（含税，该电价不含补贴，公司参加市场化交易的含补贴电站仍享有补贴，按补贴政策执行），同比+7.25%。上网电量增长对冲上网电价下行影响，25H1 公司光伏发电营收为 22.79 亿元，同比+4.71%。

太阳能产品量价齐降，压制板块营收水平。25H1，公司太阳能产品销量及销售单价均较上年同期下降，该板块营收同比-61.61%，达 4.07 亿元。同时，营业成本也大幅下降，同比-57.33%，达 4.13 亿元；对应毛利率同比下降 10.17pct，达-1.36%，处于亏损状态。

全国各地均有光伏增量，为公司未来增长贡献持续增量。截至 2025 年 6 月底，公司运营电站约 6.535GW、在建电站约 2.365GW、拟建设项目电站约 2.217GW、已签署预收购协议的电站规模约 1.529GW，合计约 12.647GW。公司装机规模在全国均有增量：西中区运营电站 791.80 兆瓦，在建电站 500.00 兆瓦；华东区运营电站 1,424.10 兆瓦，在建电站 230.00 兆瓦；华北区运营电站 870.43 兆瓦，在建电站 450.00 兆瓦；西北区运营电站 984.17 兆瓦，在建电站 20.00 兆瓦；华中区运营电站 657.29 兆瓦，在建电站 357.91 兆瓦；新疆区运营电站 1,180.00 兆瓦，在建电站 528.12 兆瓦；华南区运营电站 620.95 兆瓦，在建电站 279.05 兆瓦。

盈利预测、估值与评级：考虑到公司光伏上网电价下行叠加公司太阳能产品市场需求偏弱，我们下调 2025-2027 年的归母净利润预测为 11.24/11.84/12.42 亿元（前值为 13.34/14.35/15.38 亿元），折合 EPS 分别为 0.29/0.30/0.32 元。当前股价对应 2025-2027 年 PE 为 16/15/15 倍。鉴于公司未来光伏装机具备持续增量，我们维持公司评级为“增持”评级。

风险提示：行业支持政策退坡；税收优惠政策变化；上网电价及补贴变动风险等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	9,540	6,039	5,707	6,491	7,055
营业收入增长率	3.29%	-36.70%	-5.50%	13.74%	8.68%
归母净利润（百万元）	1,579	1,225	1,124	1,184	1,242
归母净利润增长率	13.86%	-22.38%	-8.27%	5.34%	4.86%
EPS（元）	0.40	0.31	0.29	0.30	0.32
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.88%	5.23%	4.66%	4.76%	4.84%
P/E	12	15	16	15	15
P/B	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-09-02

增持（维持）

当前价：4.67 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452071

yinzs@ebscn.com

分析师：宋黎超

执业证书编号：S0930523060001

021-52523817

songlichao@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	39.19
总市值(亿元):	183.00
一年最低/最高(元):	3.87/5.48
近 3 月换手率:	62.51%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-7.22	-7.81	-23.12
绝对	3.09	8.77	14.41

资料来源：Wind

相关研报

光伏制造板块盈利企稳，光伏机组继续扩容——太阳能（000591.SZ）2024 年年报暨 2025 年一季度报点评（2025-05-06）
光伏制造、发电板块储备项目充沛，产业链持续扩张——太阳能（000591.SZ）2023 年年报点评（2024-04-17）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	9,540	6,039	5,707	6,491	7,055
营业成本	6,257	3,270	3,180	3,746	4,117
折旧和摊销	1,352	1,417	1,447	1,587	1,734
税金及附加	96	102	97	110	120
销售费用	52	34	35	40	44
管理费用	277	310	320	331	339
研发费用	273	137	143	162	176
财务费用	628	557	578	675	772
投资收益	52	21	20	20	20
营业利润	1,891	1,528	1,431	1,507	1,581
利润总额	1,915	1,565	1,436	1,512	1,586
所得税	335	337	310	326	342
净利润	1,579	1,227	1,126	1,186	1,244
少数股东损益	1	2	2	2	2
归属母公司净利润	1,579	1,225	1,124	1,184	1,242
EPS(元)	0.40	0.31	0.29	0.30	0.32

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,377	1,890	2,084	3,167	3,417
净利润	1,579	1,225	1,124	1,184	1,242
折旧摊销	1,352	1,417	1,447	1,587	1,734
净营运资金增加	957	235	976	511	493
其他	-1,510	-988	-1,464	-115	-51
投资活动产生现金流	-2,062	-2,112	-4,018	-6,020	-6,020
净资本支出	-3,185	-3,623	-4,040	-6,040	-6,040
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	1,123	1,510	22	20	20
融资活动现金流	-2,462	-196	1,828	3,102	2,782
股本变化	0	8	1	0	0
债务净变化	-931	1,313	2,849	4,205	4,005
无息负债变化	475	-54	-8	425	290
净现金流	-2,148	-417	-106	250	179

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	34.4%	45.9%	44.3%	42.3%	41.6%
EBITDA 率	43.2%	64.4%	60.6%	58.2%	58.0%
EBIT 率	29.0%	40.8%	35.2%	33.7%	33.4%
税前净利润率	20.1%	25.9%	25.2%	23.3%	22.5%
归母净利润率	16.5%	20.3%	19.7%	18.2%	17.6%
ROA	3.3%	2.5%	2.1%	2.0%	2.0%
ROE (摊薄)	6.9%	5.2%	4.7%	4.8%	4.8%
经营性 ROIC	5.6%	4.4%	3.3%	3.3%	3.2%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	51%	52%	54%	57%	59%
流动比率	2.02	2.30	2.44	2.42	2.50
速动比率	1.99	2.29	2.42	2.40	2.48
归母权益/有息债务	1.21	1.15	1.04	0.91	0.82
有形资产/有息债务	2.45	2.37	2.23	2.09	1.98

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	47,204	48,984	52,509	57,898	62,986
货币资金	2,406	1,921	1,816	2,065	2,245
交易性金融资产	1,580	0	0	0	0
应收账款	11,506	12,838	13,924	14,570	15,147
应收票据	1	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	35	68	64	73	79
存货	310	126	123	145	160
其他流动资产	125	33	33	33	33
流动资产合计	16,121	15,039	16,010	16,946	17,729
其他权益工具	16	16	16	16	16
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	23,941	27,589	28,908	29,579	30,818
在建工程	4,492	2,906	3,053	5,104	6,438
无形资产	508	673	679	684	689
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	570	1,006	1,006	1,006	1,006
非流动资产合计	31,083	33,945	36,499	40,951	45,257
总负债	24,206	25,465	28,306	32,937	37,232
短期借款	500	1,101	1,149	1,154	960
应付账款	2,585	2,278	2,216	2,610	2,869
应付票据	340	157	153	180	198
预收账款	4	4	4	4	5
其他流动负债	8	1	1	1	1
流动负债合计	7,963	6,525	6,568	6,999	7,094
长期借款	12,437	15,191	17,991	22,191	26,391
应付债券	2,000	1,631	1,631	1,631	1,631
其他非流动负债	453	442	442	442	442
非流动负债合计	16,243	18,940	21,738	25,938	30,138
股东权益	22,998	23,519	24,203	24,961	25,754
股本	3,909	3,917	3,919	3,919	3,919
公积金	12,182	12,287	12,398	12,516	12,641
未分配利润	6,834	7,194	7,763	8,401	9,068
归属母公司权益	22,957	23,452	24,134	24,890	25,681
少数股东权益	40	67	69	71	73

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.54%	0.56%	0.62%	0.62%	0.62%
管理费用率	2.90%	5.14%	5.60%	5.10%	4.80%
财务费用率	6.58%	9.23%	10.13%	10.40%	10.95%
研发费用率	2.87%	2.26%	2.50%	2.50%	2.50%
所得税率	18%	22%	22%	22%	22%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.15	0.11	0.11	0.12	0.12
每股经营现金流	0.61	0.48	0.53	0.81	0.87
每股净资产	5.87	5.99	6.16	6.35	6.55
每股销售收入	2.44	1.54	1.46	1.66	1.80

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	12	15	16	15	15
PB	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	8.8	10.0	12.0	12.1	12.2
股息率	3.1%	2.4%	2.3%	2.5%	2.6%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分都不与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP