

Q3 亏损环比收窄，看好公司储能业务成长性

2025 年 11 月 03 日

► **事件：**2025 年 10 月，公司发布 2025 年三季报，根据公告，公司 25Q1-Q3 实现收入 499.70 亿元，同比-20.87%，实现归母净利润-42.01 亿元，实现扣非归母净利润-43.15 亿元。

分季度看，公司 25Q3 实现收入 189.14 亿元，同比-6.27%，环比+13.12%，实现归母净利润-12.83 亿元，实现扣非归母净利润-13.59 亿元，亏损环比收窄。

► **费用管控能力良好，盈利能力边际改善。**费用率方面，公司 25Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.75%/3.74%/1.96%/2.52%，环比分别-0.04Pcts/-0.48Pcts/-0.68Pcts/+1.54Pcts，除财务费用率提升外，其他各项费用率改善显著，费用管控能力持续优化。25Q3 公司销售毛利率/净利率分别为 4.49%/-6.83%，环比 25Q2 分别+0.04Pcts/+2.63Pcts。

► **至尊 N 型 TOPCon 组件领跑量产最高功率。**根据 TaiyangNews 发布的 10 月量产最高效率光伏组件榜单，天合光能至尊 N 型组件以 720W 量产交付功率，持续领跑该榜单 TOPCon 组件功率纪录。后续公司基于 i-TOPCon Ultra 技术，天合光能至尊 N 型系列组件将全面进阶升级，其中大版型组件量产功率有望突破 740W。公司深耕 TOPCon 多年，产品效率行业领跑，在供给侧改革的背景下，我们认为后续行业落后产能有望迎来加速出清，天合的高效率组件产品市场占有率有望迎来进一步提升。

► **储能业务稳步向上，海外市场持续突破。**公司在稳固组件基本盘的同时，大力发展储能系统集成业务。根据公司公众号，公司储能业务在 9 月以来连续斩获多个 GWh 级别订单，2025 年海外订单占比已达 60%，2026 年预计仍将维持超 50%的高增长态势，看好储能业务的高增速对公司中长期业绩构成支撑。

► **投资建议：**公司为光伏一体化头部企业，储能业务有望提供新增量。预计公司 25-27 年实现收入 708.45/930.11/1080.59 亿元，归母净利润 -44.01/19.17/30.76 亿元，基于 10 月 31 日收盘价，26-27 年对应 PE 为 23x/14x，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。

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	70,845	93,011	108,059
增长率 (%)	-29.2	-11.8	31.3	16.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	-3,443	-4,401	1,917	3,076
增长率 (%)	-162.3	-27.8	143.6	60.4
每股收益 (元)	-1.58	-2.02	0.88	1.41
PE	/	/	23	14
PB	1.7	2.0	1.9	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 10 月 31 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

20.37 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@glms.com.cn

分析师 林誉韬

执业证书：S0100524070001

邮箱：linyutao@glms.com.cn

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

邮箱：zhubiye@glms.com.cn

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

邮箱：wangyiru_yj@glms.com.cn

相关研究

1.天合光能 (688599.SH) 2025 年半年报点评：组件出货量保持行业领先，储能业务稳步向上-2025/08/25

2.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

3.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

4.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

5.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

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	70,845	93,011	108,059
营业成本	72,579	65,115	79,142	91,430
营业税金及附加	380	319	419	486
销售费用	2,685	2,834	3,720	4,322
管理费用	3,928	3,471	4,558	5,295
研发费用	1,846	1,842	2,418	2,810
EBIT	-2,257	-2,582	3,120	4,156
财务费用	1,385	1,485	1,503	1,505
资产减值损失	-2,598	-600	-500	-400
投资收益	866	-354	930	1,081
营业利润	-3,746	-4,950	2,046	3,331
营业外收支	86	80	80	80
利润总额	-3,660	-4,870	2,126	3,411
所得税	-286	-633	170	273
净利润	-3,373	-4,237	1,956	3,138
归属于母公司净利润	-3,443	-4,401	1,917	3,076
EBITDA	3,404	3,614	9,942	11,758

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	22,503	19,038	18,817	23,771
应收账款及票据	16,758	16,783	22,197	25,804
预付款项	1,852	1,953	2,295	2,560
存货	22,340	24,287	32,171	33,362
其他流动资产	8,814	6,628	7,470	7,438
流动资产合计	72,267	68,689	82,950	92,935
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	51,793	50,961	48,849
资产合计	123,935	120,482	133,911	141,784
短期借款	6,418	6,954	6,954	6,954
应付账款及票据	32,472	33,454	43,922	48,627
其他流动负债	16,596	16,911	18,395	19,195
流动负债合计	55,485	57,320	69,271	74,775
长期借款	23,563	22,582	22,582	22,582
其他长期负债	12,644	12,727	12,727	12,727
非流动负债合计	36,207	35,309	35,309	35,309
负债合计	91,693	92,629	104,580	110,084
股本	2,179	2,179	2,179	2,179
少数股东权益	5,864	6,028	6,067	6,130
股东权益合计	32,242	27,854	29,331	31,700
负债和股东权益合计	123,935	120,482	133,911	141,784

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	-11.75	31.29	16.18
EBIT 增长率	-129.48	-14.39	220.84	33.22
净利润增长率	-162.30	-27.82	143.56	60.43
盈利能力 (%)				
毛利率	9.59	8.09	14.91	15.39
净利润率	-4.29	-6.21	2.06	2.85
总资产收益率 ROA	-2.78	-3.65	1.43	2.17
净资产收益率 ROE	-13.05	-20.17	8.24	12.03
偿债能力				
流动比率	1.30	1.20	1.20	1.24
速动比率	0.74	0.66	0.63	0.70
现金比率	0.41	0.33	0.27	0.32
资产负债率 (%)	73.98	76.88	78.10	77.64
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	0.58	0.73	0.78
每股指标 (元)				
每股收益	-1.58	-2.02	0.88	1.41
每股净资产	12.10	10.01	10.67	11.73
每股经营现金流	3.67	1.28	3.26	5.46
每股股利	0.00	0.00	0.22	0.35
估值分析				
PE	/	/	23	14
PB	1.7	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	20.98	19.76	7.19	6.08
股息收益率 (%)	0.00	0.00	1.08	1.73

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-3,373	-4,237	1,956	3,138
折旧和摊销	5,661	6,196	6,822	7,602
营运资金变动	3,082	-1,828	-2,930	173
经营活动现金流	8,008	2,799	7,094	11,908
资本开支	-13,142	-6,499	-6,070	-5,570
投资	406	133	-40	-40
投资活动现金流	-11,927	-6,750	-5,180	-4,529
股权募资	1,132	0	0	0
债务募资	6,669	2,302	0	0
筹资活动现金流	3,918	485	-2,135	-2,425
现金净流量	106	-3,465	-221	4,954

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收到任何形式的补偿。

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。	公司评级	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：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