

688599.SH

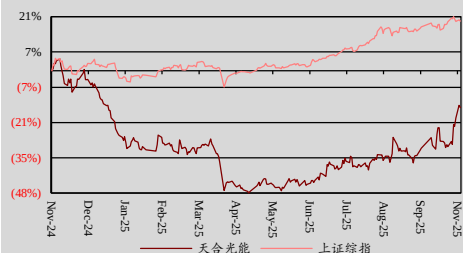
买入

原评级：买入

市场价格：人民币 21.40

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	13.5	23.2	38.4	(14.7)
相对上证综指	(7.9)	21.2	27.9	(34.3)

发行股数 (百万)	2,179.37
流通股 (百万)	2,179.37
总市值 (人民币 百万)	46,638.42
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	821.25
主要股东	
江苏盘基投资有限公司	13.56%

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2025 年 11 月 4 日收市价为标准

相关研究报告

《天合光能》20241110
《天合光能》20240226
《天合光能》20230905

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

电力设备：光伏设备

证券分析师：武佳雄

jiaxiong.wu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300523070001

证券分析师：顾真

zhen.gu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300525040003

天合光能

三季度亏损同环比缩小，发力储能第二成长曲线

公司发布 2025 年三季报，三季度公司亏损同环比收窄；“反内卷”扎实推进，公司盈利有望修复；储能业务稳步推进；维持买入评级。

支撑评级的要点

- **2025 年三季度亏损环比缩小：**公司发布 2025 年三季报，2025 年前三季度公司实现营业收入 499.70 亿元，同比减少 20.87%；实现归母净利润 -42.01 亿元，同比亏损扩大。2025Q3 公司实现归母净利润 -12.83 亿元，单三季度归母净利润实现同环比亏损收窄。根据公司公告，2025 年三季度公司组件业务减亏，主要原因系：海外出货占比提升至 60%，以及在行业上下游共同努力下，产品价格出现了上涨，组件业务整体 ASP 环比提升。
- **“反内卷”扎实推进，光伏产业链涨价可期：**2025 年 10 月 28 日，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》全文发布，明确提出综合整治“内卷式”竞争，强化反垄断和反不正当竞争执法司法，形成优质优价、良性竞争的市场秩序。我们认为，在“反内卷”持续深化的背景下，我国光伏产业链价格有望修复，并最终推动产业链盈利修复。
- **储能业务已经成为公司第二成长曲线：**公司 2022-2024 年在欧洲的英国、德国等高价高要求市场打造多个标杆项目，树立了可靠的“有芯的储能集成商”品牌形象。根据公司公告，2025 年公司储能业务目标出货超 8GWh，海外市场出货占比约 60%。公司已签海外储能订单超过 10GWh，明年出货量目标规划为在去年的基础上基本翻番。同时，天合光能凭借场景化的光储智慧能源解决方案，正深度赋能数据中心绿色算力升级，推动行业构建“绿电直供+智能调控+生态协同”的新范式。

估值

- 结合公司三季度业绩以及行业“反内卷”进展，我们将公司 2025-2027 年预测每股收益调整至 -1.40/0.86/1.44 元（原预测 2025-2027 年每股收益为 1.73/2.21/-元），2026-2027 年对应市盈率 24.9/14.9 倍；维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 政策不达预期；原材料成本下降不达预期；价格竞争超预期；国际贸易摩擦风险；技术迭代风险。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	113,392	80,282	66,929	85,662	101,440
增长率(%)	33.3	(29.2)	(16.6)	28.0	18.4
EBITDA(人民币 百万)	9,039	1,419	1,080	6,440	7,972
归母净利润(人民币 百万)	5,531	(3,443)	(3,045)	1,877	3,137
增长率(%)	50.3	(162.2)	(11.6)	/	67.1
最新股本摊薄每股收益(人民币)	2.54	(1.58)	(1.40)	0.86	1.44
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.73	2.21	-
变化幅度(%)			(180.85)	(60.98)	-
市盈率(倍)	8.4	(13.5)	(15.3)	24.9	14.9
市净率(倍)	1.5	1.8	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA(倍)	9.0	70.5	58.9	9.3	6.2
每股股息(人民币)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
股息率(%)	2.2	2.5	2.3	2.3	2.3

资料来源：公司公告，中银证券预测

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	113,392	80,282	66,929	85,662	101,440
营业收入	113,392	80,282	66,929	85,662	101,440
营业成本	95,409	72,579	62,856	75,786	89,156
营业税金及附加	444	380	207	266	314
销售费用	3,289	2,685	2,008	2,570	3,043
管理费用	3,200	3,928	2,008	2,570	3,043
研发费用	1,543	1,846	1,339	1,713	2,029
财务费用	380	1,385	685	549	352
其他收益	285	918	200	200	200
资产减值损失	(3,257)	(2,598)	(1,000)	(400)	(200)
信用减值损失	(483)	(508)	(350)	(100)	(100)
资产处置收益	10	79	(100)	(100)	(100)
公允价值变动收益	13	18	(20)	(20)	(20)
投资收益	1,259	866	500	500	500
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	6,955	(3,746)	(2,943)	2,289	3,782
营业外收入	66	161	35	35	35
营业外支出	488	74	700	100	100
利润总额	6,533	(3,660)	(3,608)	2,224	3,717
所得税	535	(286)	(469)	289	483
净利润	5,998	(3,373)	(3,139)	1,935	3,234
少数股东损益	466	70	(94)	58	97
归母净利润	5,531	(3,443)	(3,045)	1,877	3,137
EBITDA	9,039	1,419	1,080	6,440	7,972
EPS(最新股本摊薄, 元)	2.54	(1.58)	(1.40)	0.86	1.44

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	76,460	72,267	47,105	59,470	61,658
货币资金	24,350	22,503	6,693	8,566	11,964
应收账款	18,089	15,699	12,189	13,986	14,192
应收票据	1,752	1,060	1,915	1,892	2,616
存货	23,404	22,340	16,071	21,821	20,280
预付账款	1,792	1,852	1,291	2,498	1,960
合同资产	1,821	1,944	1,198	2,591	1,867
其他流动资产	5,252	6,870	7,747	8,116	8,779
非流动资产	43,852	51,668	47,591	45,615	43,094
长期投资	5,834	5,216	5,216	5,216	5,216
固定资产	23,157	31,539	31,007	29,676	27,843
无形资产	3,043	3,110	2,914	2,717	2,521
其他长期资产	11,818	11,803	8,455	8,006	7,515
资产合计	120,312	123,935	94,696	105,085	104,752
流动负债	60,947	55,485	59,203	68,552	66,172
短期借款	6,455	6,418	15,261	12,806	6,000
应付账款	25,057	27,772	21,116	29,408	30,029
其他流动负债	29,435	21,295	22,826	26,338	30,143
非流动负债	22,821	36,207	7,373	7,569	7,471
长期借款	11,319	23,563	4,000	4,000	4,000
其他长期负债	11,502	12,644	3,373	3,569	3,471
负债合计	83,768	91,693	66,576	76,121	73,643
股本	2,174	2,179	2,179	2,179	2,179
少数股东权益	5,023	5,864	5,770	5,828	5,925
归属母公司股东权益	31,522	26,378	22,349	23,136	25,183
负债和股东权益合计	120,312	123,935	94,696	105,085	104,752

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	5,998	(3,373)	(3,139)	1,935	3,234
折旧摊销	3,272	5,661	3,918	4,182	4,418
营运资金变动	(607)	(7,385)	9,169	1,312	5,637
其他	15,334	13,105	2,217	47	33
经营活动现金流	23,996	8,008	12,166	7,475	13,322
资本支出	(18,962)	(13,287)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
投资变动	(991)	619	(20)	(20)	(20)
其他	1,284	741	415	392	404
投资活动现金流	(18,669)	(11,927)	(1,605)	(1,628)	(1,616)
银行借款	4,483	12,208	(10,720)	(2,455)	(6,806)
股权融资	(12,970)	(12,068)	(983)	(1,090)	(1,090)
其他	7,232	3,779	(14,667)	(429)	(412)
筹资活动现金流	(1,255)	3,918	(26,370)	(3,974)	(8,308)
净现金流	4,072	(1)	(15,810)	1,873	3,398

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	33.3	(29.2)	(16.6)	28.0	18.4
营业利润增长率(%)	70.6	(153.9)	/	/	65.2
归属于母公司净利润增长率(%)	50.3	(162.2)	/	/	67.1
息税前利润增长率(%)	59.9	(173.6)	/	/	57.4
息税折旧前利润增长率(%)	55.5	(84.3)	/	/	23.8
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	50.3	(162.2)	/	/	67.1
获利能力					
息税前利润率(%)	5.1	(5.3)	(4.2)	2.6	3.5
营业利润率(%)	6.1	(4.7)	(4.4)	2.7	3.7
毛利率(%)	15.9	9.6	6.1	11.5	12.1
归母净利润率(%)	4.9	(4.3)	(4.5)	2.2	3.1
ROE(%)	17.5	(13.1)	(13.6)	8.1	12.5
ROIC(%)	9.4	(4.3)	(5.5)	4.7	9.2
偿债能力					
资产负债率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
净负债权益比	0.1	0.8	0.5	0.4	0.0
流动比率	1.3	1.3	0.8	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	1.1	0.7	0.6	0.9	1.0
应收账款周转率	7.2	4.8	4.8	6.5	7.2
应付账款周转率	6.1	3.0	2.7	3.4	3.4
费用率					
销售费用率(%)	2.9	3.3	3.0	3.0	3.0
管理费用率(%)	2.8	4.9	3.0	3.0	3.0
研发费用率(%)	1.4	2.3	2.0	2.0	2.0
财务费用率(%)	0.3	1.7	1.0	0.6	0.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.5	(1.6)	(1.4)	0.9	1.4
每股经营现金流(最新摊薄)	11.0	3.7	5.6	3.4	6.1
每股净资产(最新摊薄)	14.5	12.1	10.3	10.6	11.6
每股股息	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
估值比率					
P/E(最新摊薄)	8.4	(13.5)	(15.3)	24.9	14.9
P/B(最新摊薄)	1.5	1.8	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	9.0	70.5	58.9	9.3	6.2
价格/现金流(倍)	1.9	5.8	3.8	6.2	3.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371