

天合光能（688599）

2025 年三季报点评：组件出货环增，储能维持盈利、出货有望高增

买入（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	113,411	80,282	75,648	100,119	118,781
同比（%）	33.34	(29.21)	(5.77)	32.35	18.64
归母净利润（百万元）	5,526.88	(3,443.22)	(4,053.07)	715.01	2,404.90
同比（%）	50.14	(162.30)	(17.71)	117.64	236.34
EPS-最新摊薄（元/股）	2.54	(1.58)	(1.86)	0.33	1.10
P/E（现价&最新摊薄）	8.76	(14.06)	(11.94)	67.70	20.13

投资要点

- **事件：**公司 25 年 Q1-Q3 营收 499.7 亿元，同比-20.9%，归母净利润-42 亿元，同比-396.2%，扣非净利润-43.1 亿元，同比-303.3%，毛利率 5.1%，同比-7.4pct，归母净利率-8.4%，同比-7.1pct；其中 25 年 Q3 营收 189.1 亿元，同环比-6.3%/+13.1%，归母净利润-12.8 亿元，同环比+6.5%/+19.7%，扣非净利润-13.6 亿元，同环比+7.4%/+14.1%，毛利率 4.5%，同环比-5pct/0pct，归母净利率-6.8%，同环比 0pct/+2.8pct。
- **组件出货持续增长、分布式+储能+支架贡献增益：**25Q3 公司组件出货约 19-20GW，测算单瓦亏损约 5-6 分，环比略改善。公司分布式系统持续出货，我们预计持续贡献正向盈利；储能出货约 1GWh+，保持正盈利，我们预计 Q4 有望出货 5GWh，全年出货 8-10GWh、出货高增。支架出货约 2GW，贡献正盈利。光伏反内卷持续推进，后续价格有望修复。
- **费用有效控制、资本开支持续收缩：**公司 25 年 Q1-Q3 期间费用 59.1 亿元，同比-17.7%，费用率 11.8%，同比+0.5pct，其中 Q3 期间费用 20.7 亿元，同环比-19.5%/+16.6%，费用率 11%，同环比-1.8pct/+0.3pct；25 年 Q1-Q3 经营性净现金流 28.5 亿元，同比-25.5%，其中 Q3 经营性现金流 10.1 亿元，同环比-74.6%/-62.3%；25 年 Q1-Q3 资本开支 38.1 亿元，同比-63%，其中 Q3 资本开支 4.7 亿元，同环比-77.6%/-58.3%；25 年 Q3 末存货 265.4 亿元，较年初增加 18.8%。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到行业竞争加剧及产品价格承压，我们下调 25 及 27 年归母净利润分别至-41/24 亿元(25 及 27 年前值为-36.7/24.6 亿元)，同比-18%/+236%；考虑到公司新业务贡献增强，资本开支收缩，上调 26 年归母净利润至 7.2 亿元(26 年前值为 6.1 亿元)，同比+118%，基于公司组件出货增长与费用有效控制，维持“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧，政策变动超预期等。

2025 年 11 月 10 日

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

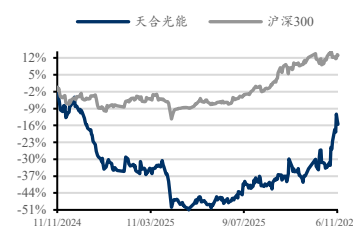
guoyn@dwzq.com.cn

证券分析师 徐铖嵘

执业证书：S0600524080007

xucr@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	22.21
一年最低/最高价	12.82/27.12
市净率(倍)	2.27
流通 A 股市值(百万元)	48,403.71
总市值(百万元)	48,403.71

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.78
资产负债率(% ,LF)	77.99
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)：2025 年中报点评：组件出货环增，储能实现盈利，未来增长可期》

2025-08-30

《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	79,861	90,505	109,310	营业总收入	80,282	75,648	100,119	118,781
货币资金及交易性金融资产	22,532	32,631	31,242	39,425	营业成本(含金融类)	72,579	69,903	89,017	105,202
经营性应收款项	19,085	20,984	24,778	31,051	税金及附加	380	363	400	475
存货	22,340	18,645	25,754	29,618	销售费用	2,685	2,648	3,004	3,088
合同资产	1,944	1,523	2,221	2,513	管理费用	3,928	3,631	4,005	4,514
其他流动资产	6,365	6,078	6,510	6,703	研发费用	1,846	1,513	1,702	1,900
非流动资产	51,668	54,027	57,401	61,040	财务费用	1,385	2,293	2,378	2,554
长期股权投资	3,413	3,413	3,413	3,413	加:其他收益	918	378	1,001	1,188
固定资产及使用权资产	32,115	34,494	37,310	40,629	投资净收益	866	756	1,001	1,188
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)	(4,794)	786	2,788
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	133,888	147,906	170,351	利润总额	(3,660)	(4,770)	841	2,827
流动负债	55,485	66,931	78,920	97,698	减:所得税	(286)	(643)	113	381
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)	(4,127)	727	2,446
经营性应付款项	32,472	41,763	53,867	63,756	减:少数股东损益	70	(74)	12	42
合同负债	2,184	3,845	3,453	4,344	归属母公司净利润	(3,443)	(4,053)	715	2,405
其他流动负债	7,049	5,474	7,528	8,922	每股收益-最新股本摊薄(元)	(1.58)	(1.86)	0.33	1.10
非流动负债	36,207	38,842	40,067	41,287	EBIT	(2,257)	(2,410)	1,991	3,602
长期借款	23,563	24,763	25,963	27,163	EBITDA	3,404	(399)	4,312	6,187
应付债券	8,879	10,279	10,279	10,279	毛利率(%)	9.59	7.59	11.09	11.43
租赁负债	536	571	596	616	归母净利率(%)	(4.29)	(5.36)	0.71	2.02
其他非流动负债	3,229	3,229	3,229	3,229	收入增长率(%)	(29.21)	(5.77)	32.35	18.64
负债合计	91,693	105,773	118,987	138,986	归母净利润增长率(%)	(162.30)	(17.71)	117.64	236.34
归属母公司股东权益	26,378	22,325	23,116	25,521					
少数股东权益	5,864	5,790	5,802	5,844					
所有者权益合计	32,242	28,115	28,918	31,365					
负债和股东权益	123,935	133,888	147,906	170,351					

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	11,966	6,825	8,435	每股净资产(元)	11.82	9.96	9.97	11.04
投资活动现金流	(11,927)	(4,182)	(5,229)	(5,386)	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)	(2.63)	2.16	3.67
现金净增加额	106	10,099	(1,388)	8,183	ROE-摊薄(%)	(13.05)	(18.16)	3.09	9.42
折旧和摊销	5,661	2,011	2,321	2,586	资产负债率(%)	73.98	79.00	80.45	81.59
资本开支	(13,142)	(4,969)	(6,235)	(6,579)	P/E (现价&最新股本摊薄)	(14.06)	(11.94)	67.70	20.13
营运资本变动	3,082	11,250	1,494	1,303	P/B (现价)	1.88	2.23	2.23	2.01

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>