

## 公司研究

## 上网电价下行及组件需求偏弱，公司 25 年业绩承压

## ——太阳能（000591.SZ）2025 年报点评

## 要点

**事件：**公司发布 2025 年报。2025 年公司实现营收 49.57 亿元，同比-17.91%；归母净利润 8.23 亿元，同比-32.87%。公司 3Q25 已实施现金分红 0.0632 元/股（含税），此次拟实施年末现金分红 0.013 元/股（含税）。2025 年确认资产减值损失 2.2 亿元。

**利用小时数下行及上网电价大幅下行，光伏发电业务营收、盈利均有所下行。**公司 25 年光伏在运装机容量为 7.17GW，同比+1.09GW（对应同比+18%）；利用小时数较 24 年下降 77H，至 1162H；对应 25 年上网电量为 83.69 亿千瓦时，同比+20%。25 年上网电价为 0.583 元/千瓦时（含税），同比-17%；其中市场化部分交易平均电价为 0.2345 元/千瓦时（含税），同比+8%。上网电价大幅下行导致公司 25 年光伏发电业务营收同比-1.4%，至 42.72 亿元。利用小时数下行推高发电成本，进一步压制板块盈利水平；25 年光伏发电毛利率为 54.08%，同比下降 6.9pct。

**受光伏制造业技术迭代及市场需求影响，25 年光伏组件业务营收同比-64%。**25 年公司太阳能产品制造（组件）销售量、生产量同比分别-52.06%、-72.75%，组件期末库存量同比-56.57%；太阳能产品制造（电池片）销售量、生产量同比分别-98.38%、-100.00%。主要系受光伏制造业技术迭代及市场行情影响，导致组件、电池片本期销量、生产量均较上年同期下降，组件期末库存量较上年末下降。对应光伏组件业务营收同比-64%，至 25 年的 6.1 亿元。

**国补持续下放，绿证销售价格大幅提升。**2025 年，公司共计收到电费补贴 33.18 亿元，同比增长 142.90%，其中国补 31.52 亿元，同比增长 155.64%。期末尚未结算的电费补贴金额 115.34 亿元，其中国补 110.78 亿元。尚未结算的电费补贴金额较 2024 年末降低 6.59 亿元。2025 年公司参与绿电交易电量约为 5.69 亿千瓦时；公司累计销售绿证共 142.7 万张，绿证平均销售价格约为 4.43 元/张，售价同比增长 52.76%。碳双控考核趋势明确且加速落地，绿电溢价将进一步被确认；绿证销售有望成为公司重要收入增量。

**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 2026-2027 年的归母净利润预测为 10.97/11.39 亿元（前值为 11.84/12.42 亿元），并新增 2028 年归母净利润预测为 11.85 亿元，折合 EPS 分别为 0.28/0.29/0.30 元。当前股价对应 2026-2028 年 PE 为 19/18/18 倍。鉴于公司未来光伏装机具备持续增量（截至 25 年年底，公司核准/在建项目分别达 2.65/1.51GW），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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	6,039	4,957	5,524	6,010	6,507
营业收入增长率	-36.70%	-17.91%	11.43%	8.79%	8.27%
归母净利润（百万元）	1,225	823	1,097	1,139	1,185
归母净利润增长率	-22.38%	-32.87%	33.38%	3.82%	4.05%
EPS（元）	0.31	0.21	0.28	0.29	0.30
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.23%	3.45%	4.46%	4.49%	4.54%
P/E	17	25	19	18	18
P/B	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-24

## 增持（维持）

当前价：5.31 元

## 作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452071

yinzs@ebsecn.com

分析师：宋黎超

执业证书编号：S0930523060001

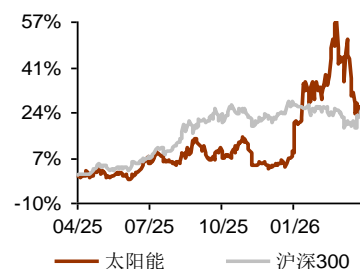
021-52523817

songlichao@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	39.26
总市值(亿元):	208.46
一年最低/最高(元):	4.16/6.80
近 3 月换手率:	262.56%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-22.01	-6.33	-2.88
绝对	-16.90	-5.01	23.06

资料来源：Wind

## 相关研报

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 (2025-09-03)

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)

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	6,039	4,957	5,524	6,010	6,507
营业成本	3,270	2,648	2,971	3,239	3,490
折旧和摊销	1,417	1,616	1,994	2,229	2,452
税金及附加	102	109	122	133	144
销售费用	34	15	28	30	33
管理费用	310	267	298	324	351
研发费用	137	99	110	120	130
财务费用	557	603	531	689	815
投资收益	21	4	20	20	20
营业利润	1,528	1,104	1,488	1,546	1,609
利润总额	1,565	1,120	1,493	1,551	1,614
所得税	337	294	391	407	423
净利润	1,227	826	1,101	1,144	1,191
少数股东损益	2	3	4	5	6
归属母公司净利润	1,225	823	1,097	1,139	1,185
EPS(元)	0.31	0.21	0.28	0.29	0.30

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,890	4,133	2,407	4,287	4,203
净利润	1,225	823	1,097	1,139	1,185
折旧摊销	1,417	1,616	1,994	2,229	2,452
净营运资金增加	-189	-1,542	1,512	-32	453
其他	-564	3,237	-2,196	952	112
投资活动产生现金流	-2,112	-3,951	-6,884	-7,020	-6,020
净资本支出	-3,623	-3,734	-7,040	-7,040	-6,040
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	1,510	-217	156	20	20
融资活动现金流	-196	66	4,725	2,946	2,036
股本变化	8	7	1	0	0
债务净变化	1,313	1,999	5,556	4,053	3,285
无息负债变化	-54	469	367	277	265
净现金流	-417	249	249	213	218

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	45.9%	46.6%	46.2%	46.1%	46.4%
EBITDA 率	64.4%	74.9%	73.2%	74.1%	75.0%
EBIT 率	40.8%	42.1%	37.1%	37.0%	37.3%
税前净利润率	25.9%	22.6%	27.0%	25.8%	24.8%
归母净利润率	20.3%	16.6%	19.9%	19.0%	18.2%
ROA	2.5%	1.6%	1.9%	1.8%	1.8%
ROE (摊薄)	5.2%	3.5%	4.5%	4.5%	4.5%
经营性 ROIC	4.3%	3.3%	2.9%	2.9%	2.9%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	52%	54%	58%	60%	61%
流动比率	2.30	1.95	1.93	2.10	2.38
速动比率	2.29	1.94	1.92	2.08	2.37
归母权益/有息债务	1.15	1.07	0.88	0.79	0.74
有形资产/有息债务	2.37	2.27	2.06	1.96	1.90

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	48,984	51,834	58,559	63,615	67,920
货币资金	1,921	2,178	2,427	2,640	2,859
交易性金融资产	0	100	0	0	0
应收账款	12,838	11,856	13,465	13,477	13,958
应收票据	0	2	2	2	2
其他应收款 (合计)	68	84	94	102	110
存货	126	75	84	92	99
其他流动资产	33	220	220	220	220
流动资产合计	15,039	14,546	16,328	16,572	17,290
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	27,589	29,793	31,652	33,870	34,878
在建工程	2,906	3,205	4,402	5,001	5,881
无形资产	673	990	979	969	960
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1,006	883	883	883	883
非流动资产合计	33,945	37,287	42,232	47,043	50,630
总负债	25,465	27,933	33,856	38,186	41,736
短期借款	1,101	1,208	1,863	1,017	102
应付账款	2,278	2,591	2,907	3,169	3,414
应付票据	157	30	34	37	40
预收账款	4	3	4	4	4
其他流动负债	1	2	2	2	2
流动负债合计	6,525	7,450	8,475	7,904	7,254
长期借款	15,191	13,489	18,389	23,289	27,489
应付债券	1,631	4,624	4,624	4,624	4,624
其他非流动负债	442	415	415	415	415
非流动负债合计	18,940	20,483	25,382	30,282	34,482
股东权益	23,519	23,900	24,703	25,429	26,185
股本	3,917	3,924	3,926	3,926	3,926
公积金	12,287	12,360	12,469	12,583	12,701
未分配利润	7,194	7,501	8,189	8,796	9,428
归属母公司权益	23,452	23,829	24,628	25,349	26,099
少数股东权益	67	71	75	80	86

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	0.56%	0.30%	0.50%	0.50%	0.50%
管理费用率	5.14%	5.39%	5.39%	5.39%	5.39%
财务费用率	9.23%	12.17%	9.62%	11.46%	12.52%
研发费用率	2.26%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
所得税率	22%	26%	26%	26%	26%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.11	0.08	0.11	0.11	0.12
每股经营现金流	0.48	1.05	0.61	1.09	1.07
每股净资产	5.99	6.07	6.27	6.46	6.65
每股销售收入	1.54	1.26	1.41	1.53	1.66

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	17	25	19	18	18
PB	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	10.8	11.7	12.1	11.9	11.5
股息率	2.1%	1.4%	2.0%	2.1%	2.2%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
<b>基准指数说明：</b>		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不曾与，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

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 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  
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼