



天合光能 (688599.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

海外储能加速放量，

前瞻布局钙钛矿叠层研发

业绩简评

2026年4月29日公司披露2025年报及2026年一季报，2025年实现营收670亿元，同降17%；实现归母净利润-70.3亿元，亏损同比加深。26Q1实现营收168亿元，同增17%、环1%；实现归母净利润-2.83亿元，同比减亏79%、环比减亏90%；实现扣非归母净利润-14.67亿元，亏损同比略加深，环比减亏52%，非经常损益主要为公允价值变动。

经营分析

组件经营承压，前瞻性布局钙钛矿、叠层等路线。2025年公司组件出货超67GW，行业供给过剩背景下组件价格维持较低水平，光伏组件业务毛利率-1.42%。公司持续推动TOPCon电池提效降本，实现TOPCon量产效率整体提升0.75%abs，组件功率提升15W以上；前瞻性布局钙钛矿、叠层等技术路线，自主研发的210尺寸大面积钙钛矿/晶体硅叠层电池最高转换效率达到32.6%，刷新了该尺寸叠层电池的世界纪录；截至2025年底，公司在叠层电池及组件领域的专利申请量达到698项，专利申请量位居全球第一。

储能海外快速放量，充足在手订单有望支撑量利齐增。2025年公司储能系统出货超8GWh、实现翻倍增长，其中海外出货占比超60%，海外市场拓展效果显著，欧洲区域项目数量增长超70%，北美累计交付超1GWh，市场布局从2024年的2个国家拓展至8个国家，海外多个MW级项目实现交付。公司储能业务海外在手订单超12GWh，有望支撑储能业务量、利齐增，提供新的利润增长点。

系统整体解决方案、数字能源服务稳步发展，致力成为智慧能源解决方案及运营商。集中式电站领域，公司持续深化绿氢氨醇、绿算融合等战略，打造了青海省首个“风光储充+算力中心”绿电智算融合示范工程；分布式系统业务，公司在电站开发基础上，向电站运维、电力交易（含售电、虚拟电厂、绿证）、综合能源管理等多元化增值服务纵深拓展，截至25年12月底户用电站运维累计规模接近26GW，致力于成为智慧能源解决方案及运营商。

盈利预测、估值与评级

根据我们最新的产业链价格预测，调整公司2026-2027年净利润预测至3.2、27.5亿元，新增2028年净利润预测59.8亿元。公司储能系统放量打造第二成长曲线，前瞻性布局钙钛矿、叠层等技术，系统整体解决方案等业务协同发展，维持“买入”评级。

风险提示

国际贸易环境恶化；下游需求不及预期；人民币汇率波动。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

分析师：张嘉文 (执业 S1130523090006)

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：16.16 元

相关报告：

- 《天合光能公司点评：Q3 亏损收窄，储能放量有望带动量利齐升》，2025.10.31
- 《天合光能公司点评：储能海外市场放量，静候反内卷推进》，2025.8.24
- 《天合光能公司点评：组件全球化推进，多业务支撑成长性》，2025.4.30



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	80,282	66,975	73,914	86,062	97,521
营业收入增长率	-29.20%	-16.58%	10.36%	16.44%	13.31%
归母净利润(百万元)	-3,443	-7,031	319	2,747	5,983
归母净利润增长率	-162.25%	104.19%	N/A	760.57%	117.80%
摊薄每股收益(元)	-1.580	-3.001	0.136	1.173	2.554
每股经营性现金流净额	3.67	2.95	1.57	4.29	5.12
ROE(归/属母公司)(摊薄)	-13.06%	-32.76%	1.49%	11.67%	21.35%
P/E	-12.22	-5.51	118.60	13.78	6.33
P/B	1.60	1.81	1.76	1.61	1.35

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	113,392	80,282	66,975	73,914	86,062	97,521
增长率		-29.2%	-16.6%	10.4%	16.4%	13.3%
主营业务成本	-95,409	-72,579	-63,502	-65,692	-74,099	-81,611
%销售收入	84.1%	90.4%	94.8%	88.9%	86.1%	83.7%
毛利	17,983	7,703	3,473	8,222	11,963	15,910
%销售收入	15.9%	9.6%	5.2%	11.1%	13.9%	16.3%
营业税金及附加	-444	-380	-357	-392	-456	-517
%销售收入	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-3,289	-2,685	-2,145	-2,217	-2,582	-2,926
%销售收入	2.9%	3.3%	3.2%	3.0%	3.0%	3.0%
管理费用	-3,200	-3,928	-3,220	-3,326	-3,442	-3,413
%销售收入	2.8%	4.9%	4.8%	4.5%	4.0%	3.5%
研发费用	-1,543	-1,846	-1,884	-1,848	-2,152	-2,438
%销售收入	1.4%	2.3%	2.8%	2.5%	2.5%	2.5%
息税前利润 (EBIT)	9,507	-1,136	-4,134	439	3,331	6,616
%销售收入	8.4%	n.a	n.a	0.6%	3.9%	6.8%
财务费用	-380	-1,385	-1,349	-1,365	-1,045	-968
%销售收入	0.3%	1.7%	2.0%	1.8%	1.2%	1.0%
资产减值损失	-3,740	-3,106	-2,595	-682	-14	6
公允价值变动收益	13	18	137	1,610	0	0
投资收益	1,259	866	-531	-11	422	642
%税前利润	19.3%	-23.7%	n.a	n.a	13.5%	9.6%
营业利润	6,955	-3,746	-7,980	391	3,094	6,696
营业利润率	6.1%	n.a	n.a	0.5%	3.6%	6.9%
营业外收支	-422	86	-182	20	20	20
税前利润	6,533	-3,660	-8,162	411	3,114	6,716
利润率	5.8%	n.a	n.a	0.6%	3.6%	6.9%
所得税	-535	286	1,094	-41	-311	-672
所得税率	8.2%	n.a	n.a	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	5,998	-3,373	-7,068	370	2,803	6,044
少数股东损益	466	70	-38	51	56	61
归属于母公司的净利润	5,531	-3,443	-7,031	319	2,747	5,983
净利率	4.9%	n.a	n.a	0.4%	3.2%	6.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	5,998	-3,373	-7,068	370	2,803	6,044
少数股东损益	466	70	-38	51	56	61
非现金支出	7,012	8,767	8,910	5,395	5,412	6,154
非经营收益	-1,205	-469	281	-422	771	499
营运资金变动	12,192	3,082	4,779	-1,667	1,059	-712
经营活动现金净流	23,996	8,008	6,902	3,676	10,045	11,985
资本开支	-18,791	-13,142	-4,667	-3,742	-5,830	-5,830
投资	-453	406	786	360	0	0
其他	575	809	159	-13	422	642
投资活动现金净流	-18,669	-11,927	-3,722	-3,395	-5,409	-5,188
股权募资	2,664	1,132	12	-226	0	0
债权募资	-1,422	6,669	-2,413	-425	-1,463	-1,811
其他	-2,498	-3,882	-2,658	-1,319	-1,899	-2,656
筹资活动现金净流	-1,255	3,918	-5,059	-1,970	-3,362	-4,468
现金净流量	4,879	106	-1,522	-1,690	1,274	2,330

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	24,355	22,506	22,547	20,652	21,752	23,928
应收款项	21,461	18,594	15,646	17,370	19,069	18,990
存货	23,404	22,351	25,258	24,819	23,996	24,226
其他流动资产	7,258	8,906	7,148	7,677	8,681	9,120
流动资产	76,478	72,357	70,599	70,518	73,498	76,265
%总资产	63.5%	58.3%	61.4%	61.1%	61.8%	62.8%
长期投资	6,139	6,345	5,452	6,754	6,754	6,754
固定资产	27,123	34,685	28,265	27,280	27,620	27,210
%总资产	22.5%	28.0%	24.6%	23.6%	23.2%	22.4%
无形资产	3,335	3,450	3,544	3,603	3,754	3,896
非流动资产	43,868	51,695	44,416	44,879	45,431	45,221
%总资产	36.5%	41.7%	38.6%	38.9%	38.2%	37.2%
资产总计	120,346	124,052	115,014	115,397	118,929	121,486
短期借款	9,499	13,861	16,890	19,507	18,044	16,233
应付款项	44,312	37,068	37,316	35,961	36,871	35,643
其他流动负债	7,165	4,678	4,696	7,012	8,690	9,446
流动负债	60,976	55,607	58,902	62,479	63,605	61,322
长期贷款	11,319	23,563	19,432	17,432	17,432	17,432
其他长期负债	11,502	12,652	10,145	8,887	9,177	9,468
负债	83,797	91,822	88,480	88,799	90,214	88,223
普通股股东权益	31,526	26,366	21,458	21,472	23,532	28,019
其中：股本	2,174	2,179	2,343	2,343	2,343	2,343
未分配利润	10,824	6,083	-912	-672	1,388	5,875
少数股东权益	5,023	5,864	5,076	5,127	5,183	5,244
负债股东权益合计	120,346	124,052	115,014	115,397	118,929	121,486
比率分析	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	2.545	-1.580	-3.001	0.136	1.173	2.554
每股净资产	14.504	12.098	9.160	9.166	10.045	11.961
每股经营现金净流	11.040	3.674	2.946	1.569	4.288	5.116
每股股利	0.000	0.000	0.633	0.034	0.293	0.638
回报率						
净资产收益率	17.54%	-13.06%	-32.76%	1.49%	11.67%	21.35%
总资产收益率	4.60%	-2.78%	-6.11%	0.28%	2.31%	4.92%
投入资本收益率	13.19%	-1.33%	-5.19%	0.57%	4.26%	8.15%
增长率						
主营业务收入增长率	33.32%	-29.20%	-16.58%	10.36%	16.44%	13.31%
EBIT增长率	78.41%	-111.95%	263.82%	-110.61%	659.26%	98.61%
净利润增长率	50.31%	-162.25%	104.19%	N/A	760.57%	117.80%
总资产增长率	33.75%	3.08%	-7.29%	0.33%	3.06%	2.15%
资产管理能力						
应收账款周转天数	50.4	76.8	78.2	75.0	70.0	60.0
存货周转天数	80.6	115.1	136.8	140.0	120.0	110.0
应付账款周转天数	70.9	132.9	148.5	130.0	120.0	110.0
固定资产周转天数	74.5	143.4	152.1	135.4	115.6	98.6
偿债能力						
净负债/股东权益	13.56%	73.75%	74.22%	83.68%	68.59%	47.22%
EBIT利息保障倍数	25.0	-0.8	-3.1	0.3	3.2	6.8
资产负债率	69.63%	74.02%	76.93%	76.95%	75.86%	72.62%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	3	4	17
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.20	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究