

公司研究

储能出货量维持高增，THBC 电池刷新晶硅电池效率

——天合光能（688599.SH）2025 年年报&2026 年一季报点评

要点

事件：公司发布 2025 年年报&2026 年一季报，2025 年实现营业收入 669.75 亿元，同比-16.58%，实现归母净利润-70.31 亿元，亏损幅度扩大；2026Q1 实现营业收入 168.3 亿元，同比+17.4%，实现归母净利润-2.83 亿元，同环比均减亏。**210 组件累计出货量保持全球领先，THBC 电池刷新晶硅电池效率。**（1）2025 年公司组件出货量超 67GW（根据 Infolink 统计并列全球第三），其中 N 型组件占比达 95.8%，截止 2025 年底 210 组件累计出货量超 236GW 保持全球领先；但在行业下行周期公司收入和盈利阶段性承压，2025 年光伏产品收入同比-18.97%至 451.43 亿元，毛利率同比-5.72 个 pct 至-1.42%。（2）公司通过高强度研发投入保持在 N 型 i-TOPCon 技术上的行业领先优势，2026 年 4 月其自主研发的新型 THBC 电池最高转换效率达 28.00%刷新晶硅电池效率新高。2026Q1 公司归母净利润实现大幅减亏，毛利率同比小幅提升 0.14 个 pct 至 6.75%，经营活动现金净流量同比实现转正并达到 40.92 亿元。

储能出货量实现翻倍增长，坚定实施光储一体化战略。2025 年公司储能出货量超 8GWh，同比实现翻倍增长，其中海外出货占比超 60%，欧洲区域项目数量增长超 70%，带动储能业务 2025 年营业收入同比+83.30%至 42.80 亿元，毛利率同比+1.74 个 pct 至 14.69%。公司凭借全栈自主研发能力覆盖电芯、电池舱、PCS 等核心环节，同时发布了“AIDC”场景解决方案，未来将依托海外储备订单（在手订单超 12GWh）全力做强储能第二增长曲线。

系统解决方案与数字能源服务协同发力，积极拓展“光伏+”应用场景。（1）系统解决方案方面，2025 年公司跟踪支架业务排名全球前二，出售电站规模约 3GW，打造青海省首个“风光储充+算力中心”绿电智算融合示范工程，板块营业收入同比-34.29%至 123.58 亿元，毛利率同比-6.74 个 pct 至 11.66%。（2）数字能源服务方面，截至 2025 年底公司户用电站运维累计规模接近 26GW，板块营业收入同比+40.81%至 27.65 亿元，毛利率同比+0.76 个 pct 至 55.69%。

（3）未来公司将持续在数据中心绿色算力升级、工商业智慧能源管理等方向打造差异化竞争优势，为公司远期发展打下坚实基础。

维持“增持”评级：光伏产业链盈利持续承压，审慎起见我们下调盈利预测，预计公司 2026-28 年实现归母净利润 2.39/21.04/45.91 亿元（下调 86%/下调 42%/新增），当前股价对应 27 年 PE 为 19 倍。公司聚焦大尺寸光伏组件并持续开发电池新技术，同时拓展多项业务品类，跟踪支架、储能等多业务有望给公司贡献新的业绩增长点，但分布式光伏和新能源电力市场化新政使得公司分布式光伏业务未来的收益仍有较大不确定性，审慎起见维持“增持”评级。

风险提示：光伏行业产能出清进度不及预期；公司分布式销售业务进度低于预期；储能产品出货不及预期；关税政策变化风险。

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）	80,282	66,975	73,163	82,192	91,542
营业收入增长率	-29.20%	-16.58%	9.24%	12.34%	11.38%
归母净利润（百万元）	-3,443	-7,031	239	2,104	4,591
归母净利润增长率	-162.25%	-	-	779.14%	118.17%
EPS（元）	-1.58	-3.00	0.10	0.90	1.96
ROE（归属母公司）（摊薄）	-13.05%	-32.76%	1.10%	8.84%	16.17%
P/E	-	-	170	19	9
P/B	1.4	1.9	1.9	1.7	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-30

注：公司 2024 年总股本为 21.79 亿股，2025 年及以后为 23.43 亿股

增持（维持）

当前价：17.36 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452071

yinzs@ebsec.com

分析师：郝睿

执业证书编号：S0930520050001

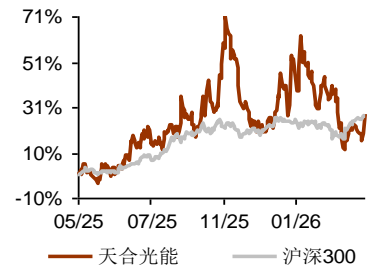
021-52523827

haoqian@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	23.43
总市值(亿元):	406.67
一年最低/最高(元):	13.11/24.26
近 3 月换手率:	128.22%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	5.65	-23.72	1.14
绝对	13.91	-21.41	27.37

资料来源：Wind

相关研报

储能累计出货超 12GWh，钙钛矿晶体硅叠层技术能力行业领先——天合光能（688599.SH）2025 年中报点评（2025-08-25）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	80,282	66,975	73,163	82,192	91,542
营业成本	72,579	63,502	64,525	71,193	78,029
折旧和摊销	5,548	6,125	4,927	5,131	5,324
税金及附加	380	357	390	438	488
销售费用	2,685	2,145	2,049	2,055	2,105
管理费用	3,928	3,220	3,073	3,041	2,929
研发费用	1,846	1,884	1,829	1,808	1,831
财务费用	1,385	1,349	1,408	1,253	1,080
投资收益	866	-436	0	0	0
营业利润	-3,746	-7,980	276	2,430	5,302
利润总额	-3,660	-8,162	276	2,430	5,302
所得税	-286	-1,094	37	326	710
净利润	-3,373	-7,068	239	2,104	4,591
少数股东损益	70	-38	0	0	0
归属母公司净利润	-3,443	-7,031	239	2,104	4,591
EPS(元)	-1.58	-3.00	0.10	0.90	1.96

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	8,008	6,902	6,511	8,539	10,957
净利润	-3,443	-7,031	239	2,104	4,591
折旧摊销	5,548	6,125	4,927	5,131	5,324
净营运资金增加	-2,673	-5,349	-915	2,659	2,843
其他	8,576	13,157	2,260	-1,357	-1,802
投资活动产生现金流	-11,927	-3,722	-1,555	-2,200	-2,200
净资本支出	-13,142	-4,667	-2,200	-2,200	-2,200
长期投资变化	3,413	3,135	0	0	0
其他资产变化	-2,198	-2,190	645	0	0
融资活动现金流	3,918	-5,059	-5,554	-3,630	-4,937
股本变化	6	163	0	0	0
债务净变化	16,885	-3,807	-4,146	-2,377	-3,858
无息负债变化	-8,960	594	-885	1,304	1,105
净现金流	106	-1,522	-598	2,709	3,820

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	9.6%	5.2%	11.8%	13.4%	14.8%
EBITDA 率	9.9%	6.6%	9.7%	11.7%	13.4%
EBIT 率	3.0%	-2.7%	2.9%	5.4%	7.5%
税前净利润率	-4.6%	-12.2%	0.4%	3.0%	5.8%
归母净利润率	-4.3%	-10.5%	0.3%	2.6%	5.0%
ROA	-2.7%	-6.1%	0.2%	1.9%	4.1%
ROE (摊薄)	-13.1%	-32.8%	1.1%	8.8%	16.2%
经营性 ROIC	2.9%	-2.5%	3.2%	6.6%	10.3%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	74%	77%	76%	74%	70%
流动比率	1.30	1.20	1.20	1.27	1.40
速动比率	0.90	0.77	0.78	0.83	0.94
归母权益/有息债务	0.57	0.51	0.57	0.66	0.89
有形资产/有息债务	2.53	2.51	2.66	2.86	3.26

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	123,935	115,014	110,222	111,254	113,093
货币资金	22,503	22,547	21,949	24,658	28,477
交易性金融资产	29	22	22	22	22
应收账款	15,699	12,986	12,891	12,885	12,610
应收票据	1,060	734	732	822	915
其他应收款 (合计)	1,285	1,609	1,648	1,838	2,035
存货	22,340	25,258	23,985	24,853	25,613
其他流动资产	5,536	5,072	5,072	5,072	5,072
流动资产合计	72,267	70,599	68,533	72,497	77,460
其他权益工具	1,760	2,025	2,025	2,025	2,025
长期股权投资	3,413	3,135	3,135	3,135	3,135
固定资产	31,539	27,900	25,423	22,541	19,425
在建工程	3,138	365	113	63	53
无形资产	3,110	3,187	3,223	3,257	3,289
商誉	154	154	154	154	154
其他非流动资产	3,246	1,527	1,527	1,527	1,527
非流动资产合计	51,668	44,416	41,689	38,757	35,633
总负债	91,693	88,480	83,448	82,376	79,623
短期借款	6,418	7,381	4,234	2,858	0
应付账款	27,772	23,879	22,973	23,923	24,659
应付票据	4,700	3,704	3,872	4,272	4,682
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	715	805	805	805	805
流动负债合计	55,485	58,902	57,213	57,140	55,388
长期借款	23,563	19,432	18,432	17,432	16,432
应付债券	8,879	6,094	6,094	6,094	6,094
其他非流动负债	3	2	2	2	2
非流动负债合计	36,207	29,578	26,236	25,236	24,236
股东权益	32,242	26,534	26,774	28,878	33,469
股本	2,179	2,343	2,343	2,343	2,343
公积金	18,314	20,515	20,539	20,749	21,208
未分配利润	6,028	-912	-696	1,198	5,330
归属母公司权益	26,378	21,458	21,698	23,802	28,393
少数股东权益	5,864	5,076	5,076	5,076	5,076

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	3.34%	3.20%	2.80%	2.50%	2.30%
管理费用率	4.89%	4.81%	4.20%	3.70%	3.20%
财务费用率	1.73%	2.01%	1.92%	1.52%	1.18%
研发费用率	2.30%	2.81%	2.50%	2.20%	2.00%
所得税率	8%	13%	13%	13%	13%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	3.67	2.95	2.78	3.64	4.68
每股净资产	12.10	9.16	9.26	10.16	12.12
每股销售收入	36.84	28.59	31.23	35.09	39.08

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	-	-	170	19	9
PB	1.4	1.9	1.9	1.7	1.4
EV/EBITDA	11.8	20.2	12.2	8.7	6.4
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

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。
基准指数说明：		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