

天合光能 (688599.SH)

增持 (维持评级)

组件苦练内功，储能如期兑现

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	80,314	66,975	73,554	82,395	95,143
增长率 yoy (%)	-29.2	-16.6	9.8	12.0	15.5
归母净利润 (百万元)	-3,412	-7,031	360	2,109	3,498
增长率 yoy (%)	-161.7	-106.1	105.1	486.4	65.9
ROE (%)	-10.4	-26.6	1.3	7.3	10.9
EPS 最新摊薄 (元)	-1.46	-3.00	0.15	0.90	1.49
P/E (倍)	-12.3	-6.0	116.8	19.9	12.0
P/B (倍)	1.6	2.0	2.0	1.8	1.6

资料来源: 聚源数据, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

事件: 2026年4月30日, 公司发布2025年年报与2026年一季报, 2025年公司实现营收669.75亿元, 同比-16.61%, 实现归母净利润为-70.31亿元, 亏损幅度同比扩大大约36亿元, 对应25年Q4单季度实现营收170.04亿元, 同比-0.76%, 实现归母净利润-28.3亿元, 其中资产减值损失与信用减值损失合计约16.2亿元。

2026年一季度, 公司实现营收168.3亿元, 同比+17.4%, 实现归母净利润-2.83亿元, 亏损幅度同比缩窄约10亿元, 26Q1单季度毛利率/净利率6.75%/-1.56%, 毛利率继续实现逐季修复, 但财务费用波动与资产减值影响最终盈利表现。

核心光伏业务切换思路: 面对复杂多变的宏观环境和行业周期性挑战, 公司经营策略由向外扩张转为苦练“内功”, 主动调整出货节奏, 聚焦高毛利订单, 同时优化产能布局, 加速老旧产能出清, 推动产品结构升级, 聚焦高效N型组件产品, 为下一轮增长积蓄动能。2025年公司实现光伏组件出货超67GW, N型组件占比达95.8%, 其中对外销售组件约63.84GW, 同比-0.99%, 对应光伏产品板块实现收入451.43亿元, 同比-18.97%, 板块毛利率-1.42%, 同比下降5.72个pct。

储能业务气候已成, 第二主业加速成长: 利用光伏业务的品牌、渠道、技术, 公司前瞻性布局储能业务并逐渐发展为转型升级的新增长引擎, 2025年公司储能出货超8GWh, 同比实现翻倍增长, 对应贡献营业收入42.8亿元, 同比+83.3%, 板块毛利率14.69%, 同比+1.74个pct。毛利率稳步提升主要得益于公司储能业务快速放量的同时深耕海外市场, 2025年海外储能出货占比超过60%, 在智利、埃及等地区均有标杆性大型项目实现交付, 截至年报披露日, 公司储能业务海外在手订单超过12GWh, 为后续业绩释放奠定了坚实基础。

投资要点: 预计公司2026-2028年实现营业收入735.54、823.95、951.43亿元, 实现归母净利润3.6、21.09、34.98亿元, 同比增长105.1%、486.4%、65.9%, 对应EPS分别为0.15、0.9、1.49元, 当前股价对应的PE倍数为116.8X、19.9X、12X, 维持“增持”评级。

风险提示: 1) 需求不及预期, 2) 竞争格局恶化, 3) 新产品推进不及预期, 4) 原材料价格上涨。

股票信息

行业	电力设备及新能源
2026年05月07日收盘价(元)	17.88
总市值(百万元)	41,885.11
流通市值(百万元)	41,885.11
总股本(百万股)	2,342.57
流通股本(百万股)	2,342.57
近3月日均成交额(百万元)	918.36

作者



分析师 张磊

SAC: S1070525100001

邮箱: zhanglei2@cgws.com



分析师 吴念峻

SAC: S1070524070003

邮箱: wunianjun@cgws.com

相关研究

- 1、《光伏组件修复, 储能放量在即》2025-11-26

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	72357	70599	70151	78633	87003
现金	22506	22547	18389	20599	20932
应收票据及应收账款	16761	13720	16174	18531	21061
其他应收款	1357	1609	1179	2187	1555
预付账款	1853	1063	1200	1154	1631
存货	22351	25258	25503	29290	33559
其他流动资产	7529	6401	7707	6872	8267
非流动资产	51695	44416	42726	42150	42844
长期股权投资	3413	3135	3027	3067	3187
固定资产	31547	27900	25437	24663	24960
无形资产	3111	3187	3111	3033	2951
其他非流动资产	13624	10193	11150	11387	11747
资产总计	124052	115014	112877	120783	129848
流动负债	55607	58902	58753	68130	76793
短期借款	6498	7381	12755	10716	17655
应付票据及应付账款	32477	27583	30551	35165	40022
其他流动负债	16633	23939	15447	22248	19116
非流动负债	36215	29578	27229	23641	20849
长期借款	32442	25527	23317	19660	16902
其他非流动负债	3772	4051	3912	3981	3947
负债合计	91822	88480	85982	91771	97642
少数股东权益	5864	5076	5077	5085	5097
股本	2179	2343	2343	2343	2343
资本公积	17938	20104	20104	20104	20104
留存收益	6493	-501	-141	1659	4467
归属母公司股东权益	26366	21458	21818	23927	27109
负债和股东权益	124052	115014	112877	120783	129848

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	7943	6902	18	10788	1677
净利润	-3342	-7068	361	2117	3510
折旧摊销	5592	6186	3580	3814	4252
财务费用	1385	1349	1022	739	1101
投资损失	-866	436	12	-16	-36
营运资金变动	2991	4784	-6253	4102	-7758
其他经营现金流	2183	1215	1296	32	607
投资活动现金流	-11927	-3722	-2493	-2759	-4974
资本支出	13287	4669	1649	3373	4739
长期投资	-490	-50	108	-40	-120
其他投资现金流	1850	998	-952	654	-116
筹资活动现金流	3970	-5059	-7352	-3682	-3341
短期借款	43	883	5374	-2039	6938
长期借款	12603	-6916	-2209	-3657	-2758
普通股增加	6	163	0	0	0
资本公积增加	46	2166	0	0	0
其他筹资现金流	-8726	-1356	-10517	2014	-7522
现金净增加额	94	-1522	-9827	4347	-6638

资料来源: 聚源数据, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	80314	66975	73554	82395	95143
营业成本	72602	63502	65989	72158	82236
营业税金及附加	380	357	257	360	426
销售费用	2692	2145	1839	2225	2759
管理费用	3937	3220	2942	2884	3045
研发费用	1863	1884	1471	2060	2188
财务费用	1385	1349	1022	739	1101
资产和信用减值损失	-3109	-2595	-625	-536	-523
其他收益	919	402	660	531	596
公允价值变动收益	18	137	80	93	113
投资净收益	866	-436	-12	16	36
资产处置收益	79	-5	37	16	0
营业利润	-3772	-7980	174	2090	3610
营业外收入	161	316	239	277	258
营业外支出	74	498	20	15	10
利润总额	-3686	-8162	392	2352	3858
所得税	-344	-1094	31	235	347
净利润	-3342	-7068	361	2117	3510
少数股东损益	70	-38	1	8	12
归属母公司净利润	-3412	-7031	360	2109	3498
EBITDA	3415	-765	4847	7070	9020
EPS (元/股)	-1.46	-3.00	0.15	0.90	1.49

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入 (%)	-29.2	-16.6	9.8	12.0	15.5
营业利润 (%)	-154.3	-111.5	102.2	1104.4	72.7
归属母公司净利润 (%)	-161.7	-106.1	105.1	486.4	65.9
获利能力					
毛利率 (%)	9.6	5.2	10.3	12.4	13.6
净利率 (%)	-4.2	-10.6	0.5	2.6	3.7
ROE (%)	-10.4	-26.6	1.3	7.3	10.9
ROIC (%)	-2.7	-9.3	1.8	4.8	6.2
偿债能力					
资产负债率 (%)	74.0	76.9	76.2	76.0	75.2
净负债比率 (%)	76.1	78.8	90.7	59.0	67.8
流动比率	1.3	1.2	1.2	1.2	1.1
速动比率	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.7	0.8
应收账款周转率	4.8	4.7	5.3	5.1	5.2
应付账款周转率	2.7	2.5	2.8	3.2	2.8
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	-1.46	-3.00	0.15	0.90	1.49
每股经营现金流 (最新摊薄)	3.39	2.95	0.01	4.61	0.72
每股净资产 (最新摊薄)	11.03	9.03	9.18	10.08	11.44
估值比率					
P/E	-12.3	-6.0	116.8	19.9	12.0
P/B	1.6	2.0	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	21.2	-88.8	14.7	9.1	7.6

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		
行业指中信一级行业，市场指沪深300指数			

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层
邮编：200126
传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街129号金隅大厦B座27层
邮编：100031
传真：86-10-88366686