

# 天合光能 (688599.SH)

## Q1 减亏与现金流改善，光储系统化布局支撑中期修复

**事件：公司发布 2025 年报及 2026 年一季报。** 2025 年公司实现营业收入 669.75 亿元，同比下降 16.61%；归母净利润-70.31 亿元，扣非归母净利润-73.97 亿元；经营活动现金流净额 69.02 亿元，同比下降 13.11%。2026Q1 实现营业收入 168.30 亿元，同比增长 17.40%；归母净利润-2.83 亿元，同比大幅减亏；扣非归母净利润-14.67 亿元；经营活动现金流净额 40.92 亿元，同比由负转正。

**组件主业仍受价格下行压制，2026Q1 收入端率先恢复。** 2025 年公司光伏产品收入 451.43 亿元，同比下降 18.97%，毛利率-1.42%，同比下降 5.72pct，是全年亏损扩大的主要拖累；公司全年组件合计出货 67.88GW，其中对外销售 63.84GW，另有 4.04GW 用于电站、电站工程建设管理及系统产品。2026Q1 收入同比增长 17.40%，反映订单交付与系统产品、储能业务收入改善，但 Q1 扣非后仍亏 14.67 亿元，公司真实经营盈利尚未完全修复，后续核心仍在于组件价格、库存减值和海外溢价改善。

**储能与系统解决方案成为穿越周期的重要支撑。** 2025 年公司储能业务收入 42.80 亿元，同比增长 83.30%，毛利率 14.69%，同比提升 1.74pct，是公司少数保持高增且毛利率改善的板块；系统解决方案收入 123.58 亿元，毛利率 11.66%，虽同比下滑但仍保持正毛利，其中系统解决方案包括支架、分布式系统、集中式电站及其他相关业务；数字能源服务收入 27.65 亿元，同比增长 40.81%，毛利率 55.69%，盈利质量较优。收入结构说明公司已不再是单一组件制造商，光储与系统化能力将成为后续估值修复的重要抓手。

**技术与品牌优势仍在，等待行业出清后的盈利弹性释放。** 公司 2025 年研发投入 40.78 亿元，研发投入占主营业务收入比例 6.32%，重点布局晶体硅、钙钛矿、N 型 TOPCon、构网型储能、智能跟踪支架、太空光伏等方向；截至 2025 年底，公司在光伏电池转换效率和组件输出功率方面先后 39 次创造和刷新世界纪录。公司组件远销全球 180 多个国家，2025 年全年组件出货量超 67GW，210 组件累计出货超 236GW，仍具备较强全球渠道与品牌基础。

**盈利预测：**考虑到组件价格仍处低位、海外贸易环境仍有不确定性，但公司组件龙头地位稳固，储能、支架、分布式系统及数字能源服务形成第二增长曲线。预测公司 2026-2028 年归母净利润为 4.14/24.13/43.06 亿元，对应 EPS 为 0.18/1.03/1.84 元/股，维持“增持”评级。

**风险提示：**光伏组件价格低于预期；原材料价格波动；海外贸易政策变化。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	80,314	66,975	80,005		99,540
增长率 yoy (%)	-29.2	-16.6	19.5		10.0
归母净利润 (百万元)	-3,412	-7,031	414	2,413	4,306
增长率 yoy (%)	-161.7	-106.1	105.9	483.3	78.4
EPS 最新摊薄 (元/股)	-1.46	-3.00	0.18	1.03	1.84
净资产收益率 (%)	-12.9	-32.8	2.0	10.3	15.5
P/E (倍)	—	—	101.2	17.4	9.7
P/B (倍)	1.6	2.0	2.0	1.8	1.5

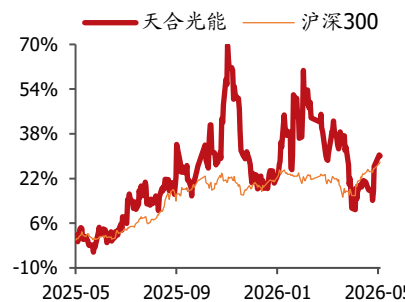
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2026 年 05 月 07 日收盘价

### 增持 (维持)

#### 股票信息

行业	光伏设备
前次评级	增持
05 月 07 日收盘价 (元)	17.88
总市值 (百万元)	41,885.11
总股本 (百万股)	2,342.57
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	43.56

#### 股价走势



#### 作者

分析师 杨润思  
执业证书编号：S0680520030005  
邮箱：yangrunsi@gszq.com

#### 相关研究

- 《天合光能 (688599.SH)：亏损收窄，储能业务强势崛起》 2025-11-05
- 《天合光能 (688599.SH)：先进一体化产能布局海外，储能业务持续推进》 2024-02-25
- 《天合光能 (688599.SH)：渠道优势保障一体化组件盈利，持续光储深度融合》 2023-10-30

**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
<b>流动资产</b>	72357	70599	74765	83106	92870
现金	22506	22547	21487	24194	29293
应收票据及应收账款	16761	13720	16189	18135	19791
其他应收款	1357	1609	1923	2174	2392
预付账款	1853	1063	1170	1302	1410
存货	22351	25258	27185	30132	32489
其他流动资产	7529	6401	6812	7169	7495
<b>非流动资产</b>	51695	44416	43276	41592	39432
长期投资	3413	3135	3135	3135	3135
固定资产	31547	27900	24291	22206	19647
无形资产	3111	3187	3187	3187	3187
其他非流动资产	13624	10193	12663	13063	13463
<b>资产总计</b>	124052	115014	118041	124697	132302
<b>流动负债</b>	55607	58902	64280	70511	75787
短期借款	6498	7381	8381	9381	10381
应付票据及应付账款	32477	27583	30343	33779	36571
其他流动负债	16633	23939	25556	27351	28835
<b>非流动负债</b>	36215	29578	27631	25631	23631
长期借款	23563	19432	17432	15432	13432
其他非流动负债	12652	10145	10199	10199	10199
<b>负债合计</b>	91822	88480	91911	96142	99419
少数股东权益	5864	5076	5078	5090	5112
股本	2179	2343	2343	2343	2343
资本公积	17938	20104	20104	20104	20104
留存收益	6493	-501	-445	1969	6275
归属母公司股东权益	26366	21458	21052	23465	27771
<b>负债和股东权益</b>	124052	115014	118041	124697	132302

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	7943	6902	6976	10085	12422
净利润	-3342	-7068	416	2425	4328
折旧摊销	5665	6315	6609	7084	7559
财务费用	1556	1481	1600	1600	1600
投资损失	-866	436	-400	-452	-498
营运资金变动	3038	4779	-1583	-772	-758
其他经营现金流	1894	959	333	200	190
<b>投资活动现金流</b>	-11927	-3722	-4620	-4777	-4723
资本支出	-13142	-4667	-3320	-4910	-4900
长期投资	406	786	-1920	-320	-320
其他投资现金流	809	159	620	452	498
<b>筹资活动现金流</b>	3970	-5059	-3059	-2600	-2600
短期借款	43	883	1000	1000	1000
长期借款	12245	-4131	-2000	-2000	-2000
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	-8368	-4141	-2059	-1600	-1600
<b>现金净增加额</b>	94	-1522	-1061	2708	5099

**利润表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	80314	66975	80005	90480	99540
营业成本	72602	63502	69857	77768	84196
营业税金及附加	380	357	400	452	498
营业费用	2692	2145	2400	2533	2588
管理费用	3937	3220	3680	3981	4181
研发费用	1863	1884	2240	2533	2787
财务费用	1385	1349	1220	1220	1220
资产减值损失	-2600	-1952	-600	-200	-200
其他收益	919	402	480	543	597
公允价值变动收益	18	137	10	10	10
投资净收益	866	-436	400	452	498
资产处置收益	79	-5	80	90	100
<b>营业利润</b>	-3772	-7980	378	2688	4875
营业外收入	161	316	300	300	300
出	74	498	200	200	200
<b>利润总额</b>	-3686	-8162	478	2788	4975
所得税	-344	-1094	62	362	647
<b>净利润</b>	-3342	-7068	416	2425	4328
少数股东损益	70	-38	2	12	22
<b>归属母公司净利润</b>	-3412	-7031	414	2413	4306
EBITDA	3382	1014	8307	11092	13754
EPS (元/股)	-1.46	-3.00	0.18	1.03	1.84

**主要财务比率**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-29.2	-16.6	19.5	13.1	10.0
营业利润(%)	-154.3	-111.5	104.7	611.2	81.4
归属母公司净利润(%)	-161.7	-106.1	105.9	483.3	78.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	9.6	5.2	12.7	14.1	15.4
净利率(%)	-4.2	-10.5	0.5	2.7	4.3
ROE(%)	-12.9	-32.8	2.0	10.3	15.5
ROIC(%)	-2.6	-6.6	2.2	5.0	7.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	74.0	76.9	77.9	77.1	75.1
净负债比率(%)	75.5	77.3	78.6	59.0	32.7
流动比率	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.7	0.7	0.6	0.6	0.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	4.8	4.7	5.7	5.6	5.6
应付账款周转率	2.7	2.5	2.8	2.8	2.8
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	-1.46	-3.00	0.18	1.03	1.84
每股经营现金流(最新摊薄)	3.39	2.95	2.98	4.30	5.30
每股净资产(最新摊薄)	11.26	9.16	8.99	10.02	11.85
<b>估值比率</b>					
P/E	—	—	101.2	17.4	9.7
P/B	1.6	2.0	2.0	1.8	1.5
EV/EBITDA	19.6	58.5	7.5	5.3	3.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 05 月 07 日收盘价

### 免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层  
 邮编：100077  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋  
 邮编：200120  
 电话：021-38124100  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com