

天合光能 (688599)

2025 年年报及 2026 年一季报点评: 储能盈利能力提升, 向解决方案供应商迈进

买入 (维持)

2026 年 05 月 09 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书: S0600523070003
guoyn@dwzq.com.cn

证券分析师 徐毓嵘

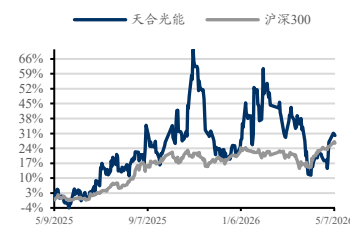
执业证书: S0600524080007
xucr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	80,314	66,975	83,554	94,931	140,855
同比 (%)	(29.18)	(16.61)	24.75	13.62	48.38
归母净利润 (百万元)	(3,411.94)	(7,030.54)	282.95	2,038.93	4,024.44
同比 (%)	(161.73)	(106.06)	104.02	620.60	97.38
EPS-最新摊薄 (元/股)	(1.46)	(3.00)	0.12	0.87	1.72
P/E (现价&最新摊薄)	—	—	133.79	18.57	9.41

投资要点

- **事件:** 公司 25 年实现营收 669.7 亿元, 同比-16.6%; 归母净利润-70.3 亿元, 同比-106.1%; 扣非归母净利润-74.0 亿元, 同比-42.8%。其中 25Q4 实现营收 170.0 亿元, 同比/环比-0.9%/-10.1%; 归母净利润-28.3 亿元, 同比/环比-10.3%/-120.6%。26Q1 实现营收 168.3 亿元, 同比/环比+17.4%/-1.0%; 归母净利润-2.83 亿元, 同比/环比+78.6%/+90.0%; 扣非归母净利润-14.7 亿元, 同比/环比-6.8%/+52.4%。
- **光伏业务承压、储能盈利能力提升:** 25 年公司光伏产品实现营收 451.4 亿元, 同比-19.0%, 毛利率-1.4%, 同比-5.7pct, 主要受行业供需失衡、组件价格低位及硅料、银浆等原材料价格上涨影响。全年组件出货超 67GW, 其中 N 型组件占比达 95.8%。系统解决方案业务实现营收 123.6 亿元, 同比-34.3%, 毛利率 11.7%, 同比-6.7pct。储能业务实现营收 42.8 亿元, 同比+83.3%, 毛利率 14.7%, 同比+1.7pct, 出货量超过 8GWh, 较 24 年实现翻倍增长, 其中海外出货占比超 60%, 海外在手订单超过 12GWh。
- **26Q1 组件亏损收窄、多业务协同贡献正现金流:** 26Q1 公司组件出货超 13GW, 单瓦经营性亏损收窄至约 0.05 元/W; 分布式系统经营利润近 3 亿元; 储能出货 1.3GWh, 净利润超 5000 万元, 其中海外高价值市场出货占储能出货比例超 90%; 支架出货超 1GW, 经营性利润超 1000 万元。公司 26Q1 经营性现金流净流入 41 亿元, 同环比大幅改善, 主要系销售商品收到现金增加、分布式资产出售集中回款及库存下降。
- **25 年资本开支收缩、费用收窄:** 25 年公司期间费用 86.0 亿元, 同比-13.0%, 费用率 12.8%, 同比+0.6pct。25 年经营性净现金流 69.0 亿元, 同比-13.1%; 26Q1 经营性净现金流 40.9 亿元, 同比由负转正、环比+1.1%。25 年资本开支 46.7 亿元, 同比-64.9%; 26Q1 资本开支 10.8 亿元, 同比-51.4%。25 年末存货 252.6 亿元, 较年初+13.0%; 26Q1 末存货 242.5 亿元, 较年初-4.0%。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到光伏行业竞争仍较激烈, 我们下调公司 26-27 年盈利预测, 并新增 28 年盈利预测。我们预计公司 26-28 年归母净利润分别为 2.8/20.4/40.2 亿元 (原 26-27 年预测值为 7.2/24.0 亿元), 同比+104.0%/+620.6%/+97.4%。虽然公司 25 年及 26Q1 仍处亏损, 但 26Q1 亏损已较 25Q4 明显收窄, 储能业务盈利能力提升、系统解决方案业务持续贡献正向盈利, 同时资本开支收缩、现金流改善, 后续盈利有望逐步修复, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 竞争加剧, 政策变动超预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	17.80
一年最低/最高价	13.11/24.26
市净率(倍)	2.04
流通 A 股市值(百万元)	41,697.70
总市值(百万元)	41,697.70

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.71
资产负债率(% ,LF)	77.95
总股本(百万股)	2,342.57
流通 A 股(百万股)	2,342.57

相关研究

- 《天合光能(688599): 2025 年三季报点评: 组件出货环增, 储能维持盈利、出货有望高增》
2025-11-10
- 《天合光能(688599): 2025 年中报点评: 组件出货环增, 储能实现盈利, 未来增长可期》
2025-08-30

天合光能三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	70,599	97,713	107,884	151,453	营业总收入	66,975	83,554	94,931	140,855
货币资金及交易性金融资产	22,569	39,169	43,452	57,481	营业成本(含金融类)	63,502	74,469	83,326	122,731
经营性应收款项	15,100	24,556	24,601	38,865	税金及附加	357	334	380	563
存货	25,258	25,673	31,070	44,479	销售费用	2,145	2,340	2,563	3,662
合同资产	1,134	1,719	1,780	2,769	管理费用	3,220	3,509	3,797	5,353
其他流动资产	6,538	6,596	6,981	7,859	研发费用	1,884	1,671	1,614	2,254
非流动资产	44,416	43,277	42,069	42,951	财务费用	1,349	1,924	1,998	2,146
长期股权投资	3,135	3,135	3,135	3,135	加:其他收益	402	1,253	949	704
固定资产及使用权资产	28,579	26,951	25,480	25,018	投资净收益	(436)	836	949	423
在建工程	365	819	1,091	2,455	公允价值变动	137	0	0	0
无形资产	3,187	3,187	3,187	3,187	减值损失	(2,595)	(1,233)	(840)	(648)
商誉	154	154	154	154	资产处置收益	(5)	8	9	14
长期待摊费用	203	238	229	209	营业利润	(7,980)	172	2,321	4,640
其他非流动资产	8,792	8,792	8,792	8,792	营业外净收支	(182)	149	(17)	66
资产总计	115,014	140,990	149,954	194,404	利润总额	(8,162)	320	2,305	4,706
流动负债	58,902	81,954	87,543	126,679	减:所得税	(1,094)	32	230	612
短期借款及一年内到期的非流动负债	16,890	18,958	17,181	23,786	净利润	(7,068)	288	2,074	4,094
经营性应付款项	27,583	49,767	55,613	79,555	减:少数股东损益	(38)	5	35	70
合同负债	2,569	4,096	3,487	5,617	归属母公司净利润	(7,031)	283	2,039	4,024
其他流动负债	11,861	9,134	11,262	17,722	每股收益-最新股本摊薄(元)	(3.00)	0.12	0.87	1.72
非流动负债	29,578	32,213	33,438	34,658	EBIT	(4,134)	1,231	3,251	6,293
长期借款	19,432	20,632	21,832	23,032	EBITDA	2,181	2,940	5,074	8,248
应付债券	6,094	7,494	7,494	7,494	毛利率(%)	5.18	10.87	12.22	12.87
租赁负债	651	686	711	731	归母净利率(%)	(10.50)	0.34	2.15	2.86
其他非流动负债	3,400	3,400	3,400	3,400	收入增长率(%)	(16.61)	24.75	13.62	48.38
负债合计	88,480	114,167	120,981	161,337	归母净利润增长率(%)	(106.06)	104.02	620.60	97.38
归属母公司股东权益	21,458	21,741	23,857	27,881					
少数股东权益	5,076	5,081	5,116	5,186					
所有者权益合计	26,534	26,822	28,973	33,067					
负债和股东权益	115,014	140,990	149,954	194,404					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	6,902	14,097	7,174	11,264	每股净资产(元)	9.03	9.15	9.73	11.40
投资活动现金流	(3,722)	(178)	(273)	(2,734)	最新发行在外股份(百万股)	2,343	2,343	2,343	2,343
筹资活动现金流	(5,059)	2,681	(2,619)	5,499	ROIC(%)	(4.82)	1.54	3.88	6.66
现金净增加额	(1,522)	16,600	4,283	14,029	ROE-摊薄(%)	(32.76)	1.30	8.55	14.43
折旧和摊销	6,315	1,709	1,823	1,955	资产负债率(%)	76.93	80.98	80.68	82.99
资本开支	(4,667)	(1,043)	(1,227)	(3,162)	P/E (现价&最新股本摊薄)	—	133.79	18.57	9.41
营运资本变动	4,779	9,838	1,236	2,745	P/B (现价)	1.79	1.77	1.66	1.42

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>