



天合光能 (688599.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

海外储能放量，组件毛利转正

业绩简评

8 月 6 日公司披露 2026 年中报，2026 年上半年实现营收 320 亿元，同增 3%；实现归母净利润-2.7 亿元，同比减亏 90.8%；实现扣非归母净利润-28.9 亿元，同比减亏 2.2%；非经常损益主要为公司部分处置前期持有 T1 股票产生的投资收益及公允价值变动收益。

经营分析

储能海外出货高增带动盈利转正，充足在手订单有望支撑量利齐增。上半年公司储能系统出货超 5GWh、同比增长 188%，2026 年初以来公司储能新签订单超 16GWh，充足在手订单为实现全年 16GWh 的出货目标提供了有力支撑。公司海外市场拓展效果显著，欧洲、亚太区域出货高增，拉美区域完成智利多个项目超 1.2GWh 订单交付，带动上半年毛利率提升至 21%；公司海外市场订单占比由 2025 年的 65%提升至 26H1 的 95%以上，随海外高毛利订单陆续交付，公司储能业务有望实现量利齐增。

组件毛利转正，前瞻性布局钙钛矿/晶体硅叠层。上半年公司光伏组件出货量超 25GW，通过构建 TOPCon 3.0 与 THBC “双轮驱动”技术战略，公司深耕高价值市场，组件业务高质量订单占比稳步提升，盈利能力持续改善，上半年组件业务毛利率转正至 1.27%。此外，公司前瞻性布局钙钛矿/晶体硅叠层，自主研发叠层组件峰值功率达 907W、全面积效率 29.2%，再创世界纪录。

系统解决方案能力持续提升，推进 AI 绿色算力探索。公司致力于成为智慧能源解决方案及运营商，分布式系统业务主动开拓新业务场景，电站项目开发、销售量较 2025 年同期实现大幅增长，发电与数字化运维业务维持较高毛利率水平。依托在光储一体化领域的显著优势，公司系统性构建“发-输-用-储”全链条协同能力，上半年针对 AIDC 场景解决方案进行“绿电直连+多级储能+算电协同+算力基础设施+算力运营”一体化商业模式的探索，全力开辟从绿色电力到 AI 绿色算力的价值跃升之路。

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 2026-2028 年净利润预测至-12.1、23.6、50.3 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

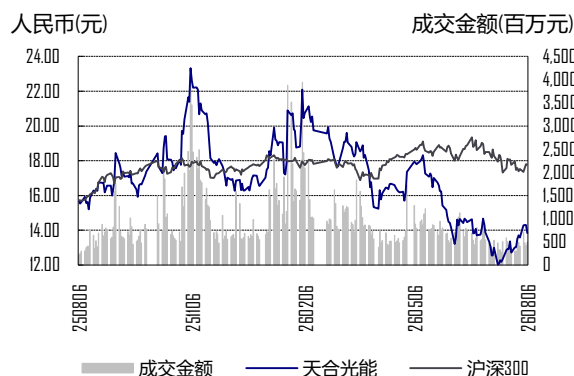
分析师：张嘉文 (执业 S1130523090006)

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：13.83 元

相关报告：

- 《天合光能公司点评：海外储能加速放量，前瞻布局钙钛矿叠层研发》，2026.4.30
- 《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



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	71,388	83,133	94,392
营业收入增长率	-29.20%	-16.58%	6.59%	16.45%	13.54%
归母净利润(百万元)	-3,443	-7,031	-1,208	2,363	5,028
归母净利润增长率	-	104.19%	-82.81%	N/A	112.75%
摊薄每股收益(元)	-1.580	-3.001	-0.516	1.009	2.146
每股经营性现金流净额	3.67	2.95	1.20	5.99	5.19
ROE(归属母公司)(摊薄)	-13.06%	-32.76%	-5.86%	10.56%	19.23%
P/E	-12.22	-5.51	-26.81	13.71	6.44
P/B	1.60	1.81	1.57	1.45	1.24

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	71,388	83,133	94,392
增长率		-29.2%	-16.6%	6.6%	16.5%	13.5%
主营业务成本	-95,409	-72,579	-63,502	-64,899	-71,419	-78,772
%销售收入	84.1%	90.4%	94.8%	90.9%	85.9%	83.5%
毛利	17,983	7,703	3,473	6,489	11,714	15,619
%销售收入	15.9%	9.6%	5.2%	9.1%	14.1%	16.5%
营业税金及附加	-444	-380	-357	-378	-441	-500
%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	-1,999	-2,328	-2,643
%销售收入	2.9%	3.3%	3.2%	2.8%	2.8%	2.8%
管理费用	-3,200	-3,928	-3,220	-3,070	-3,492	-3,776
%销售收入	2.8%	4.9%	4.8%	4.3%	4.2%	4.0%
研发费用	-1,543	-1,846	-1,884	-2,070	-2,411	-2,737
%销售收入	1.4%	2.3%	2.8%	2.9%	2.9%	2.9%
息税前利润 (EBIT)	9,507	-1,136	-4,134	-1,028	3,043	5,963
%销售收入	8.4%	n.a	n.a	n.a	3.7%	6.3%
财务费用	-380	-1,385	-1,349	-1,956	-1,003	-875
%销售收入	0.3%	1.7%	2.0%	2.7%	1.2%	0.9%
资产减值损失	-3,740	-3,106	-2,595	-1,518	166	93
公允价值变动收益	13	18	137	2,110	0	0
投资收益	1,259	866	-531	429	221	387
%税前利润	19.3%	-23.7%	n.a	-27.8%	7.8%	6.5%
营业利润	6,955	-3,746	-7,980	-1,563	2,826	5,968
营业利润率	6.1%	n.a	n.a	n.a	3.4%	6.3%
营业外收支	-422	86	-182	20	20	20
税前利润	6,533	-3,660	-8,162	-1,543	2,846	5,988
利润率	5.8%	n.a	n.a	n.a	3.4%	6.3%
所得税	-535	286	1,094	386	-427	-898
所得税率	8.2%	n.a	n.a	n.a	15.0%	15.0%
净利润	5,998	-3,373	-7,068	-1,158	2,419	5,089
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	-1,208	2,363	5,028
净利率	4.9%	n.a	n.a	n.a	2.8%	5.3%

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	-1,158	2,419	5,089
少数股东损益	466	70	-38	51	56	61
非现金支出	7,012	8,767	8,910	6,155	5,004	5,762
非经营收益	-1,205	-469	281	-1,810	891	633
营运资金变动	12,192	3,082	4,779	-383	5,708	683
经营活动现金净流	23,996	8,008	6,902	2,804	14,022	12,167
资本开支	-18,791	-13,142	-4,667	-2,502	-4,830	-5,830
投资	-453	406	786	690	0	0
其他	575	809	159	329	221	387
投资活动现金净流	-18,669	-11,927	-3,722	-1,483	-4,609	-5,443
股权募资	2,664	1,132	12	51	0	0
债权募资	-1,422	6,669	-2,413	-1,226	-4,236	-1,622
其他	-2,498	-3,882	-2,658	-918	-1,723	-2,297
筹资活动现金净流	-1,255	3,918	-5,059	-2,093	-5,959	-3,919
现金净流量	4,879	106	-1,522	-772	3,454	2,806

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	21,577	24,876	27,558
应收款项	21,461	18,594	15,646	15,818	17,304	18,381
存货	23,404	22,351	25,258	23,648	22,424	22,790
其他流动资产	7,258	8,906	7,148	7,631	7,996	8,368
流动资产	76,478	72,357	70,599	68,673	72,600	77,097
%总资产	63.5%	58.3%	61.4%	60.7%	62.1%	63.5%
长期投资	6,139	6,345	5,452	7,062	7,062	7,062
固定资产	27,123	34,685	28,265	26,355	25,920	25,810
%总资产	22.5%	28.0%	24.6%	23.3%	22.2%	21.3%
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	44,513	44,243	44,289
%总资产	36.5%	41.7%	38.6%	39.3%	37.9%	36.5%
资产总计	120,346	124,052	115,014	113,186	116,844	121,386
短期借款	9,499	13,861	16,890	17,595	13,359	11,737
应付款项	44,312	37,068	37,316	37,288	39,479	40,912
其他流动负债	7,165	4,678	4,696	5,296	8,923	9,557
流动负债	60,976	55,607	58,902	60,179	61,761	62,207
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	9,844	10,092	10,356
负债	83,797	91,822	88,480	87,456	89,285	89,995
普通股股东权益	31,526	26,366	21,458	20,603	22,376	26,147
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	-1,818	-46	3,725
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	113,186	116,844	121,386

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	2.545	-1.580	-3.001	-0.516	1.009	2.146
每股净资产	14.504	12.098	9.160	8.795	9.552	11.162
每股经营现金净流	11.040	3.674	2.946	1.197	5.986	5.194
每股股利	0.000	0.000	0.633	-0.129	0.252	0.537
回报率						
净资产收益率	17.54%	-13.06%	-32.76%	-5.86%	10.56%	19.23%
总资产收益率	4.60%	-2.78%	-6.11%	-1.07%	2.02%	4.14%
投入资本收益率	13.19%	-1.33%	-5.19%	-1.15%	4.01%	7.59%
增长率						
主营业务收入增长率	33.32%	-29.20%	-16.58%	6.59%	16.45%	13.54%
EBIT 增长率	78.41%	-111.95%	263.82%	-75.13%	-396.00%	95.97%
净利润增长率	50.31%	-162.25%	104.19%	-82.81%	N/A	112.75%
总资产增长率	33.75%	3.08%	-7.29%	-1.59%	3.23%	3.89%
资产管理能力						
应收账款周转天数	50.4	76.8	78.2	70.0	65.0	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	140.0	140.0	140.0
固定资产周转天数	74.5	143.4	152.1	135.4	112.2	96.5
偿债能力						
净负债/股东权益	13.56%	73.75%	74.22%	75.63%	43.27%	24.28%
EBIT 利息保障倍数	25.0	-0.8	-3.1	-0.5	3.0	6.8
资产负债率	69.63%	74.02%	76.93%	77.27%	76.41%	74.14%

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	2	4	9	15
增持	0	0	1	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.20	1.31	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

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

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