

# 天合光能 (688599.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 产业链低价业绩承压，多业务协同空

### 间可期

#### 业绩简评

10月30日公司发布2024年三季度报，前三季度实现营收631亿元，同比-22%；实现归母净利润-8.47亿元，同比转亏；扣非归母净利润-10.7亿元，同比转亏。其中Q3实现扣非归母净利润-14.67亿元，亏损幅度加大。

#### 经营分析

产业链价格低位组件盈利承压，计提减值拖累业绩。Q3光伏组件价格持续下降，公司盈利能力承压，销售毛利率环比下降3.6PCT至9.48%；此外，公司Q3分别计提资产/信用减值损失-6.22/-1.20亿元拖累业绩，主要因为固定资产减值损失、存货跌价损失及应收账款坏账损失。

前瞻性全球化产能布局保障组件业务长期竞争力。为提升组件业务抗风险能力，2023年公司前瞻性布局印尼基地（1GW电池、组件）及美国基地（5GW组件），预计将于2024年下半年投产，有望帮助公司有效应对全球贸易风险，保持在高盈利市场的竞争力。

分布式系统、支架、储能布局打综合能源解决方案提供商，多利润点支撑有望增长抗风险能力。公司致力于打造光伏智慧能源整体解决方案提供商，子公司天合富家分布式系统出货全球排名前列、盈利能力维持较高水平；支架业务覆盖中国、欧洲、北美、南美、亚太、中东北非等全球主要光伏市场，上半年在巴西、乌兹别克斯坦、新西兰等海外市场取得重大突破；储能业务出货稳步增长，全球智慧能源业务迈向高质量增长期。前瞻的战略性布局为公司提供多利润点支撑，随利润逐步释放，有望增强公司抵御周期波动的抗风险能力，助力公司成为综合能源解决方案供应商。

#### 盈利预测、估值与评级

根据我们对产品价格的最新判断，调整公司2024-2026年归母净利润预测至-5.9、29.3、46.6亿元，当前价格对应2025-2026年PE分别为19/12倍，考虑到公司组件业务全球化布局推进及分布式、支架、储能多业务协同优势带来的成长性，维持“买入”评级。

#### 风险提示

竞争加剧风险；下游需求不及预期；汇率大幅波动风险。

#### 新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

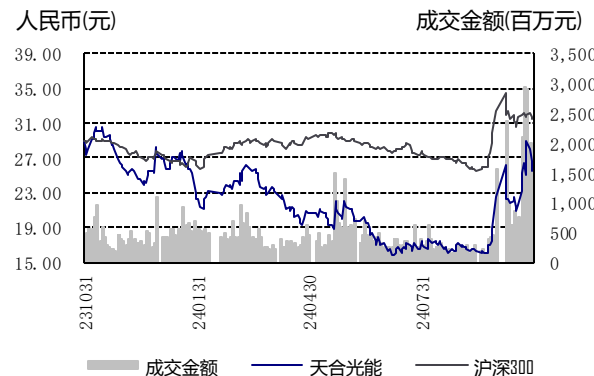
分析师：张嘉文 (执业S1130523090006)

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：25.44元

#### 相关报告：

- 《天合光能公司点评：全球化布局推进，多业务协同助力穿越周期》，2024.9.1
- 《天合光能公司点评：全球化战略支撑组件盈利，光储架协同实现差异...》，2024.4.26



#### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	85,052	113,392	79,737	89,934	103,124
营业收入增长率	91.21%	33.32%	-29.68%	12.79%	14.67%
归母净利润(百万元)	3,680	5,531	-586	2,928	4,656
归母净利润增长率	103.97%	50.31%	N/A	N/A	59.03%
摊薄每股收益(元)	1.696	2.545	-0.269	1.343	2.136
每股经营性现金流净额	4.26	11.04	-2.61	7.96	7.63
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.97%	17.55%	-1.90%	8.86%	12.75%
P/E	37.59	11.21	-94.65	18.94	11.91
P/B	5.25	1.97	1.80	1.68	1.52

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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>主营业务收入</b>	<b>44,480</b>	<b>85,052</b>	<b>113,392</b>	<b>79,737</b>	<b>89,934</b>	<b>103,124</b>	货币资金	10,690	19,143	24,350	25,569	25,443	29,693
增长率		91.2%	33.3%	-29.7%	12.8%	14.7%	应收款项	13,280	18,114	21,461	20,830	20,989	21,195
<b>主营业务成本</b>	<b>-38,191</b>	<b>-73,633</b>	<b>-95,409</b>	<b>-69,484</b>	<b>-76,033</b>	<b>-86,479</b>	存货	12,754	18,715	23,404	25,585	19,789	18,007
%销售收入	85.9%	86.6%	84.1%	87.1%	84.5%	83.9%	其他流动资产	5,138	5,093	7,245	8,843	9,261	9,857
<b>毛利</b>	<b>6,290</b>	<b>11,419</b>	<b>17,983</b>	<b>10,252</b>	<b>13,902</b>	<b>16,645</b>	流动资产	41,861	61,065	76,460	80,827	75,482	78,752
%销售收入	14.1%	13.4%	15.9%	12.9%	15.5%	16.1%	%总资产	65.9%	67.9%	63.6%	60.1%	58.0%	58.5%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-137</b>	<b>-262</b>	<b>-444</b>	<b>-359</b>	<b>-405</b>	<b>-464</b>	长期投资	3,133	4,802	6,139	5,263	5,263	5,263
%销售收入	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	14,526	16,342	27,123	36,375	37,751	38,928
<b>销售费用</b>	<b>-1,408</b>	<b>-2,399</b>	<b>-3,289</b>	<b>-3,030</b>	<b>-3,238</b>	<b>-3,506</b>	%总资产	22.9%	18.2%	22.5%	27.1%	29.0%	28.9%
%销售收入	3.2%	2.8%	2.9%	3.8%	3.6%	3.4%	无形资产	1,090	2,836	3,335	3,547	3,695	3,835
<b>管理费用</b>	<b>-1,483</b>	<b>-2,209</b>	<b>-3,200</b>	<b>-3,189</b>	<b>-3,597</b>	<b>-4,022</b>	非流动资产	21,679	28,911	43,852	53,583	54,666	55,909
%销售收入	3.3%	2.6%	2.8%	4.0%	4.0%	3.9%	%总资产	34.1%	32.1%	36.4%	39.9%	42.0%	41.5%
<b>研发费用</b>	<b>-925</b>	<b>-1,221</b>	<b>-1,543</b>	<b>-1,714</b>	<b>-1,889</b>	<b>-2,062</b>	<b>资产总计</b>	<b>63,540</b>	<b>89,976</b>	<b>120,312</b>	<b>134,410</b>	<b>130,148</b>	<b>134,661</b>
%销售收入	2.1%	1.4%	1.4%	2.2%	2.1%	2.0%	短期借款	9,005	13,673	9,499	15,994	9,199	8,689
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>2,337</b>	<b>5,329</b>	<b>9,507</b>	<b>1,960</b>	<b>4,773</b>	<b>6,590</b>	应付款项	20,697	31,975	44,283	38,368	37,480	37,592
%销售收入	5.3%	6.3%	8.4%	2.5%	5.3%	6.4%	其他流动负债	5,348	9,302	7,165	5,628	6,764	7,929
<b>财务费用</b>	<b>-289</b>	<b>-272</b>	<b>-380</b>	<b>-1,146</b>	<b>-1,408</b>	<b>-1,256</b>	流动负债	35,049	54,950	60,947	59,990	53,443	54,210
%销售收入	0.7%	0.3%	0.3%	1.4%	1.6%	1.2%	长期贷款	3,006	3,572	11,319	25,941	25,941	25,941
<b>资产减值损失</b>	<b>-396</b>	<b>-1,723</b>	<b>-3,740</b>	<b>-1,716</b>	<b>-71</b>	<b>0</b>	其他长期负债	7,321	2,659	11,502	12,519	12,285	12,209
<b>公允价值变动收益</b>	<b>-55</b>	<b>-3</b>	<b>13</b>	<b>10</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	45,376	61,181	83,768	98,449	91,668	92,361
<b>投资收益</b>	<b>528</b>	<b>610</b>	<b>1,259</b>	<b>-650</b>	<b>-100</b>	<b>-100</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>17,112</b>	<b>26,339</b>	<b>31,522</b>	<b>30,838</b>	<b>33,034</b>	<b>36,526</b>
%税前利润	23.2%	15.3%	19.3%	n.a	n.a	n.a	其中：股本	2,074	2,173	2,174	2,179	2,179	2,179
<b>营业利润</b>	<b>2,261</b>	<b>4,078</b>	<b>6,955</b>	<b>-551</b>	<b>3,845</b>	<b>5,884</b>	未分配利润	3,368	6,451	10,833	10,394	12,590	16,082
营业利润率	5.1%	4.8%	6.1%	n.a	4.3%	5.7%	少数股东权益	1,052	2,457	5,023	5,123	5,446	5,774
<b>营业外收支</b>	<b>13</b>	<b>-93</b>	<b>-422</b>	<b>-20</b>	<b>-20</b>	<b>-20</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>63,540</b>	<b>89,976</b>	<b>120,312</b>	<b>134,410</b>	<b>130,148</b>	<b>134,661</b>
<b>税前利润</b>	<b>2,274</b>	<b>3,984</b>	<b>6,533</b>	<b>-571</b>	<b>3,825</b>	<b>5,864</b>							
利润率	5.1%	4.7%	5.8%	n.a	4.3%	5.7%	<b>比率分析</b>						
<b>所得税</b>	<b>-424</b>	<b>-332</b>	<b>-535</b>	<b>86</b>	<b>-574</b>	<b>-880</b>		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
所得税率	18.6%	8.3%	8.2%	n.a	15.0%	15.0%	<b>每股指标</b>						
<b>净利润</b>	<b>1,850</b>	<b>3,653</b>	<b>5,998</b>	<b>-486</b>	<b>3,251</b>	<b>4,984</b>	每股收益	0.872	1.696	2.545	-0.269	1.343	2.136
少数股东损益	46	-27	466	100	323	328	每股净资产	8.275	12.142	14.502	14.150	15.158	16.760
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,804</b>	<b>3,680</b>	<b>5,531</b>	<b>-586</b>	<b>2,928</b>	<b>4,656</b>	每股经营现金净流	0.531	4.258	11.040	-2.609	7.960	7.631
净利率	4.1%	4.3%	4.9%	n.a	3.3%	4.5%	每股股利	0.000	0.000	0.633	-0.067	0.336	0.534
							<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	10.54%	13.97%	17.55%	-1.90%	8.86%	12.75%
净利润	1,850	3,653	5,998	-486	3,251	4,984	总资产收益率	2.84%	4.09%	4.60%	-0.44%	2.25%	3.46%
少数股东损益	46	-27	466	100	323	328	投入资本收益率	5.41%	10.54%	13.19%	1.92%	4.92%	6.53%
非现金支出	1,690	3,930	7,012	6,393	6,373	7,507	<b>增长率</b>						
非经营收益	-361	-420	-1,205	946	2,075	1,585	主营业务收入增长率	51.20%	91.21%	33.32%	-29.68%	12.79%	14.67%
营运资金变动	-2,080	2,074	12,192	-12,540	5,649	2,556	EBIT 增长率	10.51%	128.02%	78.41%	-79.38%	143.56%	38.06%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,098</b>	<b>9,237</b>	<b>23,996</b>	<b>-5,687</b>	<b>17,347</b>	<b>16,632</b>	净利润增长率	46.77%	103.97%	50.31%	N/A	N/A	59.03%
资本开支	-6,427	-8,076	-18,791	-13,200	-7,820	-8,820	总资产增长率	39.36%	41.61%	33.72%	11.72%	-3.17%	3.47%
投资	-1,028	-166	-453	874	0	0	<b>资产管理能力</b>						
其他	603	-723	575	-654	-100	-100	应收账款周转天数	50.9	45.9	50.4	80.0	70.0	60.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-6,852</b>	<b>-8,966</b>	<b>-18,669</b>	<b>-12,979</b>	<b>-7,920</b>	<b>-8,920</b>	存货周转天数	95.0	78.0	80.6	140.0	100.0	80.0
股权募资	481	2,196	2,664	-244	0	0	应付账款周转天数	60.8	48.0	70.9	150.0	130.0	110.0
债权募资	8,797	5,358	-1,422	21,589	-6,795	-509	固定资产周转天数	109.6	52.8	74.5	145.1	136.7	122.0
其他	-564	-1,381	-2,498	-1,224	-2,371	-2,679	<b>偿债能力</b>						
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>8,714</b>	<b>6,173</b>	<b>-1,255</b>	<b>20,122</b>	<b>-9,166</b>	<b>-3,188</b>	净负债/股东权益	32.13%	-7.55%	13.57%	69.81%	47.91%	32.33%
<b>现金净流量</b>	<b>2,371</b>	<b>7,054</b>	<b>4,879</b>	<b>1,456</b>	<b>261</b>	<b>4,524</b>	EBIT 利息保障倍数	8.1	19.6	25.0	1.7	3.4	5.2
							资产负债率	71.41%	68.00%	69.63%	73.25%	70.43%	68.59%

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	1	12	16	36
增持	0	2	5	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.67	1.29	1.30	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-10-31	买入	68.49	N/A
2	2023-04-25	买入	46.60	N/A
3	2023-04-26	买入	45.41	N/A
4	2023-08-30	买入	35.61	N/A
5	2023-10-29	买入	29.94	N/A
6	2024-04-26	买入	19.94	N/A
7	2024-09-01	买入	17.24	N/A

来源：国金证券研究所

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。

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



**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。

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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806