

评级变动报告

天合光能 688599.SH



鉴于原材料价格上涨及光伏组件竞争激烈，2025年公司光伏组件出货量及盈利能力不及预期，叠加目前光伏组件竞争激烈，下游需求疲软，我们全面下调了天合光能未来三年光伏组件销量及盈利能力预期。核心原因如下：

下游需求疲软：2026年1-5月我国光伏新增装机约59.59GW，同比下降69.9%，其中5月我国光伏新增装机量为8.68GW，同比下降90.7%，主要系去年同期新政前抢装潮导致高基数及需求前置透支。

反内卷效果弱化：2026以来光伏行业反内卷效果有所弱化，叠加基本面情况未出现明显改善，近期光伏主产业链价格重回下行通道，或将导致后续公司盈利修复不及预期。

公司为光伏组件龙头企业，在终端光伏新增装机需求偏弱、行业盈利修复偏慢的背景下，公司短期业绩修复节奏或将不及预期。综合评估，我们对天合光能的DDM估值下调0.42%，目前处于合理估值。

公司基本信息



天合光能是全球领先的光伏智慧能源和能源互联网整体方案提供商，主要业务涵盖光伏产品、储能业务、系统解决方案及数字能源服务四大板块，具体涵盖光伏组件、储能系统集成、光伏电站建设与运维以及智能微网和综合智慧能源管理等。

公司深度评级

所属行业	TMT	成长空间	★★★★☆	DDM估值：价值	399.95亿(较上期-0.42%)
当前股价	13.75元	盈利趋势	★★★★☆	状态	合理估值(上行空间+24%)
总市值	322.10亿	产业格局	★★★★☆		
PE-TTM	-5.37	护城河	★★★★☆	动态估值：价值	389.32亿(较上期-2.30%)
PB-MRQ	1.58			状态	合理估值(上行空间+21%)

公司盈利预测

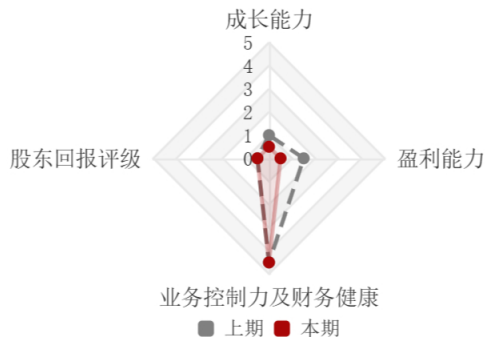
天合光能	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	1133.9	802.8	669.7	764.2	828.5	980.1	1085.6	1178.1
归母净利润(亿)	55.3	-34.4	-70.3	-24.2	-0.9	26.1	46.4	61.2
归母净利润增速(%)	50.6	-162.1	-104.4	65.5	96.1	2885.8	77.9	31.8
经营性净利润(亿)	44.8	-38.0	-65.1	-26.5	-3.2	23.8	44.2	58.9
经营性净利润增速(%)	48.4	-184.9	-71.3	59.3	87.8	839.0	85.3	33.5
经营性归母净利润(亿)	41.3	-38.8	-64.8	-26.6	-3.6	23.7	44.1	58.8
经营性归母净利润增速(%)	35.8	-193.9	-66.9	59.0	86.5	762.6	85.5	33.5

资料来源：壹评级

量化评级变动分析

经营绩效评级

经营绩效变动趋势图



数据来源：壹评级整理

本期数据截取时间：2026-03-31

成长能力下降0.5星级：上期星级1.0星，本期星级0.5星。

2026年一季度公司成长能力星级有所下降，受光伏组件产能过剩影响，叠加公司计提资产减值损失及信用减值损失，使得2026年一季度公司业绩仍处于亏损状态。

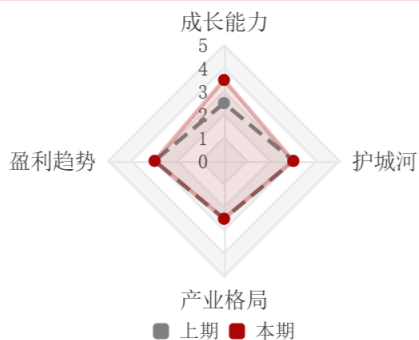
盈利能力下降1.0星级：上期星级1.5星，本期星级0.5星。

2026年一季度公司盈利能力星级有所下降，主要受光伏组件产能过剩影响，2026年一季度公司业绩仍处于亏损状态。

深度评级变动分析

四维深度评级

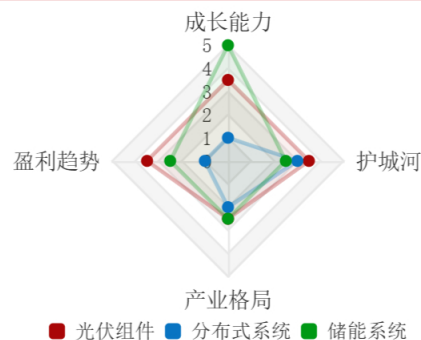
四维深度评级变动趋势图



数据来源：壹评级整理

本期数据截取时间：2026-06-30

分业务四维深度评级情况



数据来源：壹评级整理

本期数据截取时间：2026-06-30

成长空间提升1.0星级：上期星级2.5星，本期星级3.5星。

受光伏组件产能过剩影响，2025年公司光伏组件收入同比下降致使公司业绩进一步承压，业绩基数较低，考虑到随着光伏行业反内卷推动，后续公司光伏组件业绩有望迎来修复，叠加公司储能系统业务有望受益于海内外储能需求爆发，上调公司成长空间星级。

估值评级

公司DDM估值下调0.42%，主要是我们对公司近期光伏组件出货量及毛利率预测进行了下修，并结合当前产能规划小幅下调了远期市占率假设。

1、近期：我们对公司2026-2028年收入及归母净利润预测进行了下调，主要基于对公司光伏组件出货量目标及盈利能力的重新评估。

1) 未来收入预测的下降：

我们对公司营业收入的预测出现下调，主要是我们对公司光伏组件市占率的预测做出调整。

光伏组件市占率：经过评估，2026年公司光伏组件出货量目标为70-75GW，我们取中间值72.5GW，低于此前预期的80GW。出货目标下修反映出公司市占率低于此前预期，因此我们相应下调了2027-2028年公司光伏组件市占率，使得其光伏组件出货量预测值低于此前预期。

2) 未来归母净利润预测的下降：

我们对公司归母净利润预测的下调幅度大于收入，主要是我们下调了公司2026-2028年光伏组件毛利率预测值。

光伏组件毛利率：受下游需求疲软影响，2026年光伏行业反内卷效果弱化，预计公司光伏组件盈利修复或将不及预期，因此我们下调了2026-2028年公司光伏组件毛利率预测值，进而拖累利润预测。

2、远期：我们对公司远期营业收入的预测维持不变，我们对长期光伏组件价格中枢、市占率预测未做出重大调整。

长期光伏组件价格中枢：经过评估，我们对长期光伏组件价格维持不变，主因虽然短期价格波动较大，但在DDM模型的永续期假设中，我们依然遵循均值回归原则，不因短期价格波动而大幅改变长期均衡价格假设，以保持估值的审慎性。

长期光伏组件市占率：经过评估，我们对公司光伏组件远期市占率未作出重大调整，基于公司现阶段产能情况及行业扩产情况未出现明显变动，因此不调整其远期市占率。

盈利预测

核心假设及逻辑

光伏组件：

收入假设：

1) 销量：根据公司业绩指引，2026年光伏组件出货目标为70-75GW，取72.5GW。随着下游需求增长及落后产能出清有望推动公司市占率提升，假设2027-2030年公司光伏组件出货量年均复合增长率为9.3%。

2) 单价：受光伏组件竞争加剧影响，2025年公司光伏组件售价同比进一步下降。随着光伏行业反内卷推进、光伏组件出口退税取消，预计2026-2030年公司光伏组件售价有所回升。

盈利能力：

毛利率：受原料价格上涨及下游需求疲软影响，2025年公司光伏组件毛利率承压下行，预计2026-2029年随着光伏组件价格回升有所改善，假设2026/2027/2028/2029/2030年公司毛利率分别为3.4%/6.3%/9.8%/10.7%/11.4%。

分布式系统：

收入假设：

1) 销量：受消纳及户用光伏电站投资收益率下降影响，2026-2030年国内户用光伏新增装机需求或将呈下降趋势，叠加布局企业增多，预计2026-2030年公司分布式系统销量年均复合增长率为-8.6%。

2) 单价：受光伏组件持续降本增效影响，假设2026-2027年公司分布式系统单价呈下降趋势，随着上游光伏组件产能出清带动的价格反弹，假设2028年公司分布式系统销售单价有所上升。

盈利能力：

毛利率：随着分布式上网电价参与市场化交易比例提升，叠加目前上游原材料价格位于历史底部，假设2026-2030年公司毛利率分别为14%/13%/12%/11%/11%。

储能系统：

收入假设：

1) 销量：根据公司业绩指引，2026年储能系统出货量目标为15-16GWh，取中值15.5GWh。公司储能在手订单充足，预计后续市占率有所提升，假设2026-2030年公司储能系统出货量年均复合增长率为26.2%。

2) 单价：受下游需求拉动影响，储能系统上游原料锂电池价格上行，在成本端支撑下，2026年公司储能系统售价有望上行，后续随着进入者增多导致行业竞争加剧，假设2027-2030年公司储能系统单位售价有所回落。

盈利能力：

毛利率：随着公司储能大规模放量，假设2026年公司储能系统盈利能力有所提升，后续随着入局者增多，行业竞争加剧，公司储能系统盈利能力有所下降。

公司整体业绩预测

天合光能	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	1133.9	802.8	669.7	764.2	828.5	980.1	1085.6	1178.1
归母净利润(亿)	55.3	-34.4	-70.3	-24.2	-0.9	26.1	46.4	61.2
归母净利润增速(%)	50.6	-162.1	-104.4	65.5	96.1	2885.8	77.9	31.8
经营性净利润(亿)	44.8	-38.0	-65.1	-26.5	-3.2	23.8	44.2	58.9
经营性净利润增速(%)	48.4	-184.9	-71.3	59.3	87.8	839.0	85.3	33.5
经营性归母净利润(亿)	41.3	-38.8	-64.8	-26.6	-3.6	23.7	44.1	58.8
经营性归母净利润增速(%)	35.8	-193.9	-66.9	59.0	86.5	762.6	85.5	33.5

数据来源：壹评级

公司分业务业绩预测

光伏组件	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	764.5	557.1	451.4	538.3	585.2	711.5	789.7	840.6
收入增速(%)	21.1	-27.1	-19.0	19.2	8.7	21.6	11.0	6.4
经营性净利润(亿)	28.0	-53.6	-69.7	-42.4	-20.9	5.4	23.9	35.9
经营性净利率(%)	3.7	-9.6	-15.4	-7.9	-3.6	0.8	3.0	4.3
经营性净利润增速(%)	108.7	-291.5	-30.1	39.2	50.7	125.8	345.2	49.8
分布式系统	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	242.6	111.6	88.9	52.4	43.2	37.1	31.3	37.2
收入增速(%)	86.9	-54.0	-20.3	-41.0	-17.7	-14.1	-15.6	19.0
经营性净利润(亿)	3.6	1.8	-1.1	3.2	2.8	2.3	1.8	2.3
经营性净利率(%)	1.5	1.6	-1.2	6.1	6.5	6.2	5.8	6.2
经营性净利润增速(%)	-61.0	-48.8	-159.8	392.6	-12.0	-18.1	-21.0	26.5
储能系统	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	19.6	23.3	42.8	91.2	116.2	145.8	177.2	211.2
收入增速(%)	0.0	19.1	83.3	113.1	27.4	25.4	21.6	19.2
经营性净利润(亿)	0.8	-0.4	-0.6	4.3	5.5	7.3	9.7	12.8
经营性净利率(%)	4.1	-1.6	-1.5	4.7	4.7	5.0	5.4	6.1
经营性净利润增速(%)	0.0	-147.8	-66.4	775.9	27.9	31.3	33.2	32.9
其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	107.2	110.8	86.7	82.3	84.0	85.7	87.4	89.1
收入增速(%)	19.6	3.3	-21.8	-5.0	2.0	2.0	2.0	2.0
经营性净利润(亿)	12.5	14.1	6.3	8.4	9.3	8.9	8.7	7.9
经营性净利率(%)	11.6	12.7	7.3	10.2	11.1	10.4	10.0	8.9
经营性净利润增速(%)	62.2	13.1	-55.2	32.5	11.3	-4.5	-1.9	-9.2

数据来源：壹评级

动态估值

公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
光伏组件	2.0%	中低	一般	较强	7.8%	12.91	41.0
分布式系统	3.0%	中低	一般	较强	7.8%	12.91	2.7
储能系统	2.4%	中低	一般	较强	7.8%	12.91	15.6
其他	2.0%	中低	一般	一般	8.0%	11.14	4.6
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
光伏组件(亿)	-130.9	314.1	183.2	-	-	-	183.2
分布式系统(亿)	9.3	20.8	30.1	-	0.2	-	29.9
储能系统(亿)	-28.3	119.3	91.1	-	0.4	-	90.7
其他(亿)	27.9	30.1	58.0	-	-	27.5	85.5
公司整体测算(亿)	-121.9	484.3	362.4	-	0.6	27.5	389.3

数据来源：壹评级

DDM估值

公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
光伏组件(亿)	-29.2	216.7	187.5	-	-	-	187.5
分布式系统(亿)	14.7	14.3	29.0	-	0.1	-	28.9
储能系统(亿)	10.1	85.0	95.1	-	0.5	-	94.6
其他(亿)	39.0	22.5	61.5	-	-	27.5	89.0
公司整体测算(亿)	34.6	338.4	373.0	-	0.6	27.5	399.9

数据来源：壹评级

估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性一般。一方面，通过对比公司历史实际业绩与预测业绩，发现历史可预测性一般；另一方面，目前光伏组件基本面仍未出现明显改善，后续还需持续关注光伏行业反内卷对光伏组件落后产能出清的推动情况。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断,不保证所包含信息不发生任何变更。在不同时期,本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时,本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改,客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用,均不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险,投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有,未经事先书面授权,任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“壹评级”,且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。