

天合光能（688599.SH）

一体化产能持续完善，多元化业务协同发展

买入

核心观点

营收利润大幅增长，净利率持续提升。公司 2022 年实现营业收入 851 亿元，同比+91%；23Q1 实现营收 213 亿元，同比+40%，环比-20.6%。2022 年实现归母净利润 36.8 亿元，同比+104%；23Q1 实现归母净利润 17.7 亿元，同比+225%，环比+38.4%。2022 年毛利率 13.4%，同比-0.8pct；23Q1 毛利率 17.9%，同比-3.4pct，环比+4.1pct。2022 年净利率 4.3%，同比+0.1pct；23Q1 净利率 8.6%，同比+4.9pct，环比+3.6pct。

组件出货实现高增长。2022 年公司组件出货量约 43GW，同比增加 73%。根据 PV info link, 2022 年天合光能全球组件出货量排名第三。公司 2023 全年组件出货目标为 65GW，同比提升 50%以上。23Q1 组件出货约 10GW，同比提升 41%，环比 22Q4 旺季下降 23%。

一体化产能规模提升、结构优化。截至 2022 年底，公司电池/组件产能分别为 50/65GW。随着公司青海产业园等项目分期陆续投产落地，预计到 2023 年底，公司硅片/电池/组件环节产能将分别达到 50/75/95GW，产能规模快速扩张的同时，一体化比例也显著提升。2023 年底 75GW 的电池片产能中，预计有 40GW 为 N 型 TOPCon 产能，占比超过 50%。

多业务板块快速发展。2022 年公司分布式系统出货超过 6GW，同比提升约 200%；支架产品出货 4.4GW，同比+144%；储能系统业务 2022 年开始放量，实现出货 2GWh。公司近期公告拟筹划分布式系统业务子公司分拆国内上市事宜，分布式业务有望加速发展，提升公司长期价值。

看好一体化组件商量利齐升基本面趋势。当前光伏行业下游终端需求持续旺盛，而上游硅料价格持续下行，位于产业链中游的一体化组件商有望充分受益，实现量利齐升。我们预计公司 2023-2025 年组件出货量分别为 64.5/78.8/95.5GW，同比增长 27.4%/14.7%/17.7%。

风险提示：公司产能投放不及预期，光伏行业各环节竞争加剧，光伏电池技术迭代风险等。

投资建议：上调盈利预测，维持“增持”评级。我们预计 2023-2025 年归母净利润 74.4/97.6/120.7 亿元（原 2023/2024 年预测为 60.9/76.5 亿元），同比增速 102.3%/31.1%/23.6%，对应 4 月 27 日收盘价的动态 PE 为 14.3/10.9/8.8x。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	44480	85052	111985	129193	152992
(+/-%)	51.2%	91.2%	31.7%	15.4%	18.4%
净利润(百万元)	1804	3680	7444	9760	12067
(+/-%)	46.8%	104.0%	102.3%	31.1%	23.6%
每股收益(元)	0.83	1.69	3.43	4.49	5.55
EBIT Margin	5.3%	6.3%	8.6%	10.2%	10.5%
净资产收益率 (ROE)	11.2%	16.9%	25.2%	26.7%	26.9%
市盈率 (PE)	58.4	28.6	14.2	10.8	8.7
EV/EBITDA	41.9	22.2	14.8	8.9	7.3
市净率 (PB)	5.8	3.7	3.0	2.4	1.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备·光伏设备

证券分析师：王蔚祺 010-88005313 wangweiqi2@guosen.com.cn
S0980520080003
证券分析师：王昕宇 021-60375422 cnwangxinyu6@guosen.com.cn
S0980522090002

证券分析师：李恒源 021-60875174 lihengyuan@guosen.com.cn
S0980520080009

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	49.11 元
总市值/流通市值	106728/65227 百万元
52 周最高价/最低价	88.33/44.81 元
近 3 个月日均成交额	914.95 百万元

市场走势



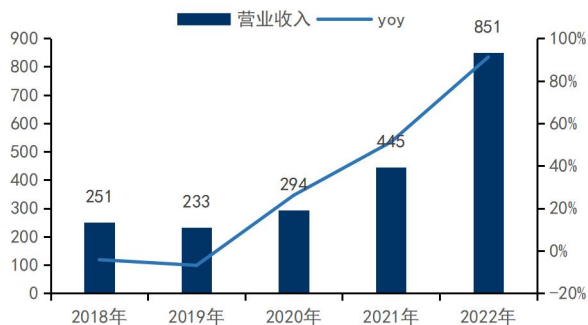
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《天合光能（688599.SH）-组件出货稳步增长，加强一体化产业链布局》——2022-11-04
《天合光能（688599.SH）-多项业务出货高增，加强一体化 N 型产能布局》——2022-08-30
《天合光能（688599.SH）-210 组件领军企业，多元化业务协同发展》——2022-05-19

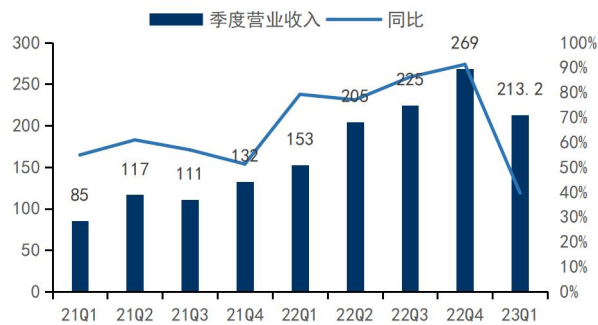
营收利润大幅增长。公司 2022 年实现营业收入 851 亿元，同比+91%；23Q1 实现营收 213 亿元，同比+40%。2022 年实现归母净利润 36.8 亿元，同比+104%，环比-21%；实现归母净利润 17.7 亿元，同比+225%，环比+38.4%。

图1：年度营业收入（亿元）及同比增速（右轴）



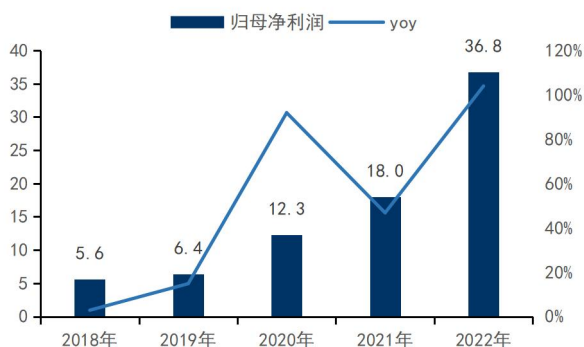
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：单季营业收入（亿元）及同比增速（右轴）



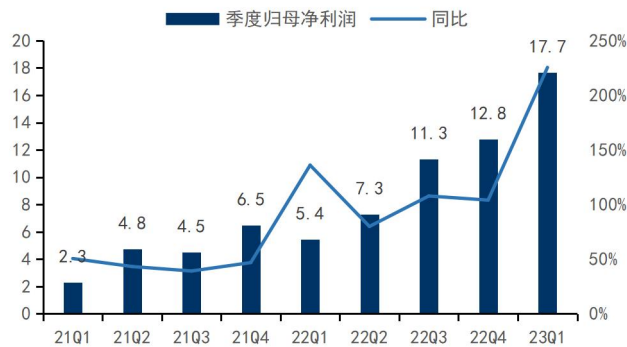
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：归母净利润（亿元）及同比增速（右轴）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：单季归母净利润（亿元）及同比增速（右轴）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

多元化业务板块协同发展。2022 年公司组件业务营业收入 631 亿元，占比 74%，同比-3pct。系统产品业务（包括分布式系统和组件）营收 142.5 亿元，占比 17%，同比+7pct。智能微网及储能系统（主要为储能）营收 23 亿元，占比 3%，同比+3pct。2022 年公司分布式系统出货超过 6GW，同比提升约 200%；支架产品出货 4.4GW，同比+144%。储能系统业务 2022 年开始放量，实现出货 2GWh。

表1：公司各主营业务收入（亿元）及占比

	2020 年		2021 年		2022 年	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
光伏组件	220.53	76%	344.0	77%	631.1	74%
系统产品	39.93	14%	45.6	10%	142.5	17%
电站业务	21.03	7%	34.9	8%	36.2	4%
智能微网及多能系统	0.43	0%	1.6	0%	23.0	3%
发电业务及运维	8.74	3%	8.4	2%	2.9	0%
合计	290.7	100%	444.8	100%	850.5	100%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司积极推进一体化产能建设。截至 2022 年底，公司运营电池/组件产能分别为 50/65GW。随着公司青海产业园等项目分期陆续投产落地，预计到 2023 年底，公司硅片/电池/组件环节产能将分别达到 50/75/95GW，产能规模快速扩张的同时，一体化比例也显著提升。2023 年底 75GW 的电池片产能中，预计有 40GW 为 N 型 TOPCon 产能。

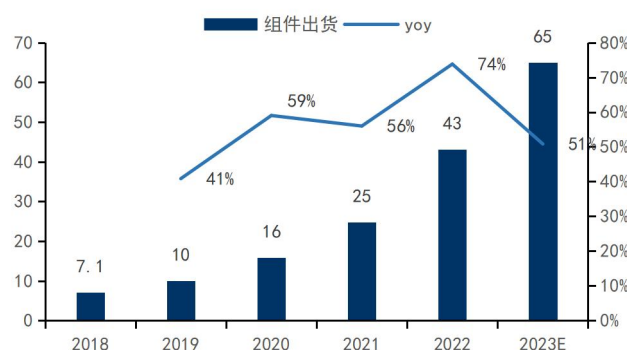
组件出货持续高增长。2022 年公司组件出货量约 43GW，同比增加 73%。根据 PV infolink，2022 年在全球组件出货量排名位居第三。23Q1 公司组件出货约 10GW，2023 全年组件出货目标为 65GW，同比提升 50%以上。

图5：公司一体化产能情况（GW，年底数）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

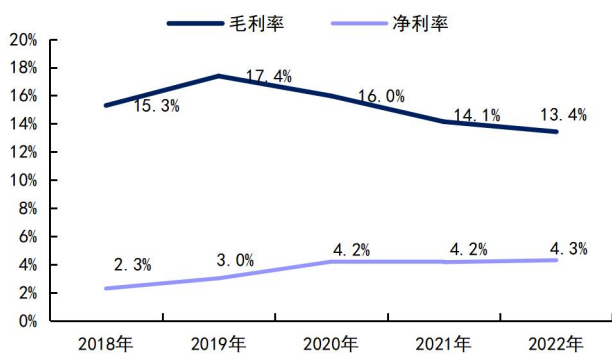
图6：公司组件出货量（GW）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

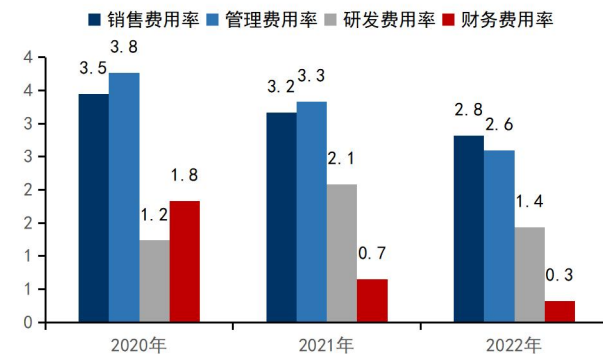
毛利率下降，净利率提升。2022 年，公司综合毛利率 13.4%，同比-0.8pct；销售净利率 4.3%，同比+0.1pct。期间费用率方面，2022 年各项费用率均呈下降趋势：销售费用率 2.8%，同比-0.4pct；管理费用率 2.6%，同比-0.7pct；研发费用率 1.4%，同比-0.7pct，财务费用率 0.3%，同比-0.4pct。

图7：公司销售毛利率和销售净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

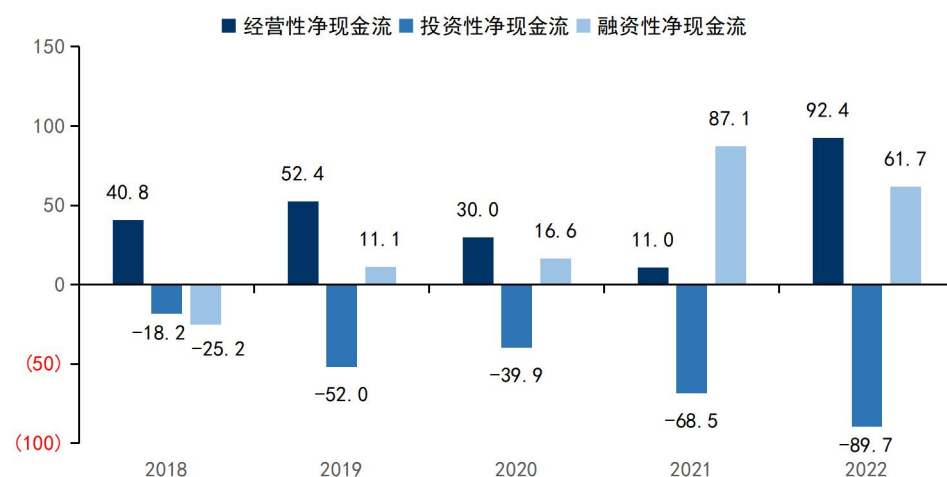
图8：公司各项费用率（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2022 年度公司经营性现金净流入 92.4 亿元，规模同比大幅增加 741%；投资性净流出 89.7 亿元，规模同比提升 31%；融资性净流入 61.7%，规模同比下降 29%。整体公司现金流呈现良好状态，经营性现金流充裕，在一定程度上支撑了投资性支出，降低对融资的依赖。

图9：公司现金流情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

公司一体化产能持续扩张，硅片、电池自供比例加大，N型产品占比提高，推动公司组件业务实现量利齐升。我们预计公司 2023-2025 年组件出货量分别为 64.5/78.8/95.5GW，实现主营业务收入分别为 1018/1167/1374 亿元，同比增长 27.4%/14.7%/17.7%。实现归母净利润 74.4/97.6/120.7 亿元，同比增速 102.3%/31.1%/23.6%。

表2：天合光能主营业务拆分

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
光伏产品业务					
组件出货量（GW，含自用）	24.8	43.1	64.5	78.8	95.5
收入（亿元）	344.0	631.1	804.6	910.8	1074.2
增速	56.0%	83.5%	27.5%	13.2%	17.9%
毛利（亿元）	42.7	74.9	120.4	152.6	183.3
毛利率	12.4%	11.9%	15.0%	16.8%	17.1%
单瓦毛利（元/W）	0.20	0.21	0.21	0.22	0.22
光伏系统业务					
收入（亿元）	80.6	142.5	166.3	209.2	252.1
增速		76.8%	16.7%	25.8%	20.5%
毛利（亿元）	11.9	24.3	33.2	40.7	48.2
毛利率	14.8%	17.0%	19.9%	19.4%	19.1%
智慧能源业务					
收入（亿元）	10.0	25.9	47.4	47.4	47.4
增速	9.0%	159.3%	82.9%	0.0%	0.0%
毛利（亿元）	5.3	3.7	6.0	6.0	6.0
毛利率	53.1%	14.4%	12.5%	12.5%	12.5%
合计					
主营业务收入（亿元）	434.5	799.5	1018.2	1167.4	1373.7
增速	89.2%	84.0%	27.4%	14.7%	17.7%
毛利（亿元）	60.0	102.9	159.6	199.3	237.4
毛利率	13.8%	12.9%	15.7%	17.1%	17.3%

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理和预测

投资建议：上调盈利预测，维持“增持”评级。我们预计 2023-2025 年归母净利润 74.4/97.6/120.7 亿元（原 2023/2024 年预测为 60.9/76.5 亿元），同比增速 102.3%/31.1%/23.6%，对应 4 月 27 日收盘价的动态 PE 为 14.3/10.9/8.8x。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	10690	19143	8000	8000	15116	营业收入	44480	85052	111985	129193	152992
应收款项	10467	15502	13882	4955	5868	营业成本	38191	73633	94791	107447	126871
存货净额	12754	18715	21222	10303	12166	营业税金及附加	137	262	336	388	459
其他流动资产	4495	4927	14219	12894	12687	销售费用	1408	2399	3024	3488	4131
流动资产合计	41861	61065	59497	38579	48652	管理费用	1483	2209	3248	3747	4437
固定资产	14526	16342	31401	38457	41085	研发费用	925	1221	1008	904	1071
无形资产及其他	894	2632	2486	2339	2193	财务费用	289	272	580	1115	346
其他长期资产	4211	6288	7839	7752	7650	投资收益	528	610	825	450	300
长期股权投资	2048	3649	3649	3649	3649	资产减值及公允价值变动	(396)	(1723)	(500)	(300)	(200)
资产总计	63540	89976	104872	90776	103230	其他收入	477	1856	600	400	300
短期借款及交易性金融负债	9005	13673	29207	4175	2000	营业利润	2261	4078	9423	12354	15877
应付款项	18708	30114	12302	13944	16465	营业外净收支	13	(93)	0	0	0
其他流动负债	5294	6196	7074	6881	6772	利润总额	2274	3984	9423	12354	15877
流动负债合计	35049	54950	54183	31460	32886	所得税费用	424	332	1413	1853	2382
长期借款及应付债券	7951	3572	11797	11797	11797	少数股东损益	46	(27)	565	741	1429
其他长期负债	2376	2659	3065	3325	3684	归属于母公司净利润	1804	3680	7444	9760	12067
长期负债合计	10327	6231	14862	15122	15481	现金流量表（百万元）	2020	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	45376	61181	69045	46581	48367	净利润	1804	3680	7444	9760	12067
少数股东权益	1052	2457	2981	3723	5152	资产减值准备	(279)	(1363)	(500)	(300)	(200)
股东权益	17112	26339	32746	40272	49411	折旧摊销	1264	2167	2187	3840	4918
负债和股东权益总计	63540	89976	104772	90576	102930	公允价值变动损失	55	3	0	0	0
						财务费用	289	272	580	1115	346
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(5291)	4329	(25876)	23227	644
每股收益	0.83	1.69	3.43	4.49	5.55	其它	3544	421	1327	2066	2134
每股红利	0.23	0.48	1.03	1.35	1.67	经营活动现金流	1098	9237	(15418)	38593	19563
每股净资产	8.36	13.25	16.44	20.24	25.11	资本开支	(6492)	(8108)	(17100)	(10750)	(7400)
ROIC	7%	10%	15%	18%	23%	其它投资现金流	(360)	(857)	(726)	537	402
ROE	11%	17%	25%	27%	27%	投资活动现金流	(6852)	(8966)	(17826)	(10213)	(6998)
毛利率	14%	13%	15%	17%	17%	权益性融资	599	6046	0	0	0
EBIT Margin	5%	6%	9%	10%	10%	负债净变化	8777	900	23760	(25032)	(2175)
EBITDA Margin	8%	9%	11%	13%	14%	支付股利、利息	(372)	(501)	(1078)	(2233)	(2928)
收入增长	51%	91%	32%	15%	18%	其它融资现金流	4934	5279	15535	(25032)	(2175)
净利润增长率	47%	104%	102%	31%	24%	融资活动现金流	8714	6173	22101	(28381)	(5449)
资产负债率	71%	68%	66%	51%	47%	现金净变动	2960	6444	(11143)	0	7116
息率	0.5%	1.0%	2.1%	2.8%	3.4%	货币资金的期初余额	9429	10690	19143	8000	8000
P/E	58.4	28.6	14.2	10.8	8.7	货币资金的期末余额	10690	19143	8000	8000	15116
P/B	5.8	3.7	3.0	2.4	1.9	企业自由现金流	(8617)	3273	(32648)	27554	11782
EV/EBITDA	41.9	22.2	14.8	8.9	7.3	权益自由现金流	(5021)	8869	(17606)	1574	9313

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032