

光伏反内卷稍见成效，风电毛利率已企稳回升

--新能源行业25Q1-3财务报告总结

证券分析师：曾朵红

执业证书编号：S0600516080001

联系邮箱：zengdh@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199798

2025年11月14日

- ◆ **新能源板块光伏净利增长显著，风电发展稳健。**2025Q1-3新能源板块实现收入11722亿元，同比-1%，实现归母净利润242亿元，同比-19%；Q3收入4138亿元，同比+2%，环比-3%，归母净利润118亿元，同比+41%，环比+68%。其中光伏板块2025Q1-3收入6640亿元，同比-12%，归母净利润-43亿元，同比-212%。25Q3光伏板块收入2315亿元，同比-8%，环比-3%，归母净利润28.4亿元，同比+1495%，环比+181%。风电板块2025Q1-3营收3002亿元，同比+27%，归母净利润155亿元，同比+20%；2025Q3营收1135亿元，同比+22%，环比+1%，归母净利润50亿元，同比+33%，环比-22%。
- ◆ **25Q3主链减值减少环比改善，辅材业绩持续承压。**25Q3归母净利润环比增速看：金刚线（301%）>石英坩埚（193%）>玻璃（150%）>硅料（95%）>硅片（58%）>设备（32%）>组件（16%）>逆变器（1%）>胶膜（-6%）>EPC（-6%）>其他辅材（-46%）>支架（-58%）>银浆（-72%）；**归母净利同比增速看**，金刚线（170%）>石英坩埚（137%）>玻璃（125%）>硅料（79%）>电池（66%）>硅片（65%）>逆变器（26%）>胶膜（-20%）>EPC（-22%）>设备（-39%）>支架（-72%）>银浆（-83%）>组件（-94%）>其他辅材（-209%）。
- ◆ **反内卷持续推进，上游盈利修复。**硅料25Q3反内卷推进，硅料价格逐步上行、盈利修复明显，头部企业盈利转正；随行业产能整合进一步推动，有望持续改善；**硅片**行业25Q3反内卷推动价格上行，硅片盈利明显修复；预计26年随产能整合+反内卷推进，行业生态有望重塑；**电池片**25Q3反内卷推进，上游硅料硅片价格上涨电池成本承压；预计随下游限价推进+电池落后产能逐步出清，盈利有望改善；**组件**25Q3反内卷推进，上游硅料硅片价格上涨电池成本承压；预计随下游限价推进+电池落后产能逐步出清，盈利有望改善。辅材层面25Q3依旧承压，部分环节龙头有所改善；9月玻璃、胶膜等均有所涨价，25Q4盈利有望改善。
- ◆ **户储需求逐步恢复，工商储及大储高增，辅材盈利略有承压，Q4涨价有望改善。**欧洲户储库存去化需求逐步恢复，东南亚需求持续旺盛，澳洲受补贴驱动需求快速爆发；国内部分省份容量电价政策出台，经济性驱动下大储需求高增，25年预计装机约150GWh，同增40%+，26年有望装机超220GWh，同增50%+；美国大储25年抢装，叠加AI数据中心发展带动绿电直连配储+低压直流配储需求，25年装机预计约50GWh，未来5年复合增速有望达40-60%；欧洲、中东、澳大利亚等市场大储需求有望持续翻倍增长；欧洲受补贴政策支持+动态电价丰富收益模式，工商储需求爆发，25年有望翻倍增长；辅材层面25Q3略有承压，9月玻璃、胶膜等均有所涨价，25Q4盈利有望改善。
- ◆ **25Q3风电排产表现较高，盈利持续兑现。**风电板块25Q3收入1135亿元，同比+22.0%，环比+0.8%；25Q3归母净利润50亿元，同比+33.1%，环比-21.6%。**风机**受益于24H2反内卷投标涨价，25年5月继续小幅涨价，部分公司已出现风机毛利率拐点，叠加规模效应费用率摊薄，业绩弹性较大，预计26年弹性全面展现；**海缆**继续维持高毛利状态，头部海缆厂商在手订单再创新高。**塔筒**方面，出海方向业绩继续兑现，毛利率持续提升，国内受益于产能利用率提升，Q3海工产品单位盈利亦保持高位。
- ◆ **重点推荐：【1】高景气度方向：**逆变器及支架（阳光电源、德业股份、上能电气、中信博、锦浪科技、禾迈股份、固德威、盛弘股份、艾罗能源、通润装备、昱能科技、科士达、科华数据等）；**【2】供给侧改革受益、成本优势明显的光伏龙头：**（协鑫科技、通威股份、福莱特、福斯特等）及渠道优势强的组件龙头（晶科能源、阿特斯、晶澳科技、天合光能、隆基绿能、横店东磁等）；**【3】新技术龙头：**（隆基绿能、钧达股份、爱旭股份、聚和材料、帝科股份、宇邦新材等，关注TCL中环、美畅股份）。
- ◆ **风险提示：**竞争加剧，政策变动超预期等。



■ 新能源：光伏有望企稳，风电增长稳健

■ 光伏：反内卷稍见成效，亏损首次大幅减亏

■ 风电：毛利率拐点已现，出海盈利领先

■ 投资建议

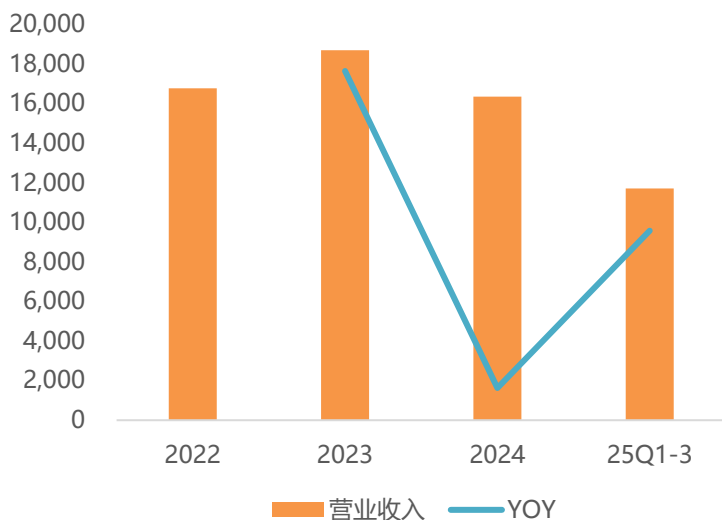
■ 风险提示

新能源：光伏有望企稳，风电增长稳健

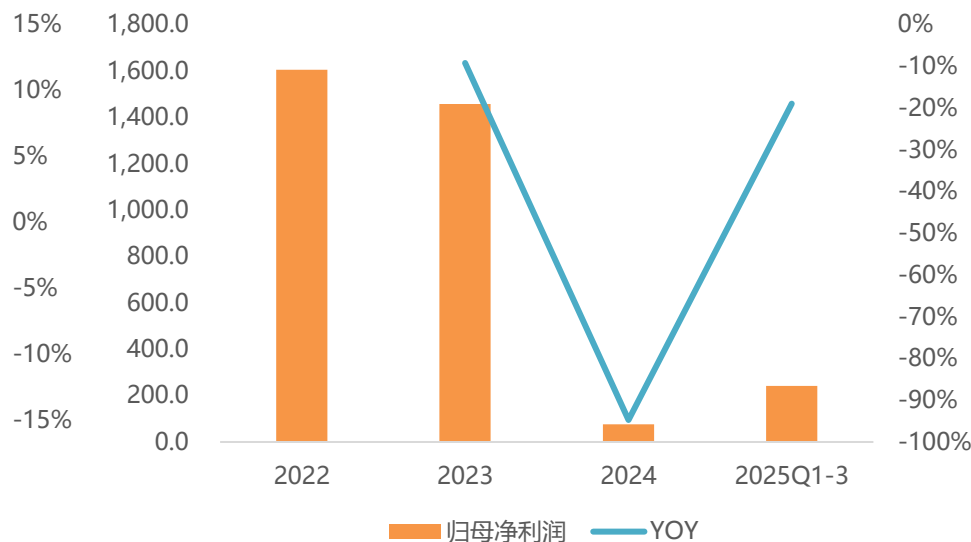
1 新能源2025Q1-3营收同比-1%，归母净利润同比-19%

- ◆ **新能源板块，2025Q1-3营收同比-1%，归母净利润同比-19%。**我们在新能源板块共选取了111家上市公司进行了统计分析，全行业2025Q1-3实现收入11722亿元，同比-1%，实现归母净利润242亿元，同比-19%。2025Q3收入4138亿元，同比+2%，环比-3%，归母净利润118亿元，同比+41%，环比+68%。
- ◆ 2025Q1-3收入同比下降的公司有50家，增幅为0-30%的有45家，增幅为30%以上的有16家。2025Q1-3归母净利润同比下降的公司有60家，增幅为0-30%的21家，增幅为30%以上的有30家，亏损的有32家。

图表：新能源板块年度营业收入及同比（亿元，%）



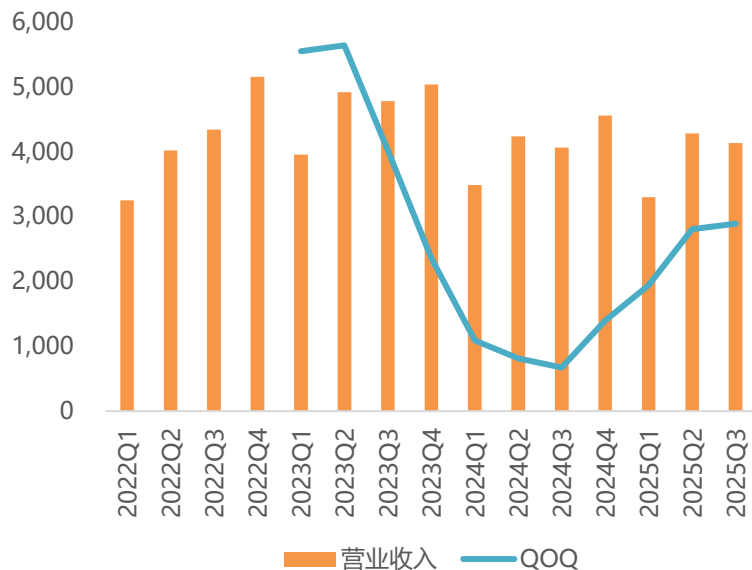
图表：新能源板块年度归母净利润及同比（亿元，%）



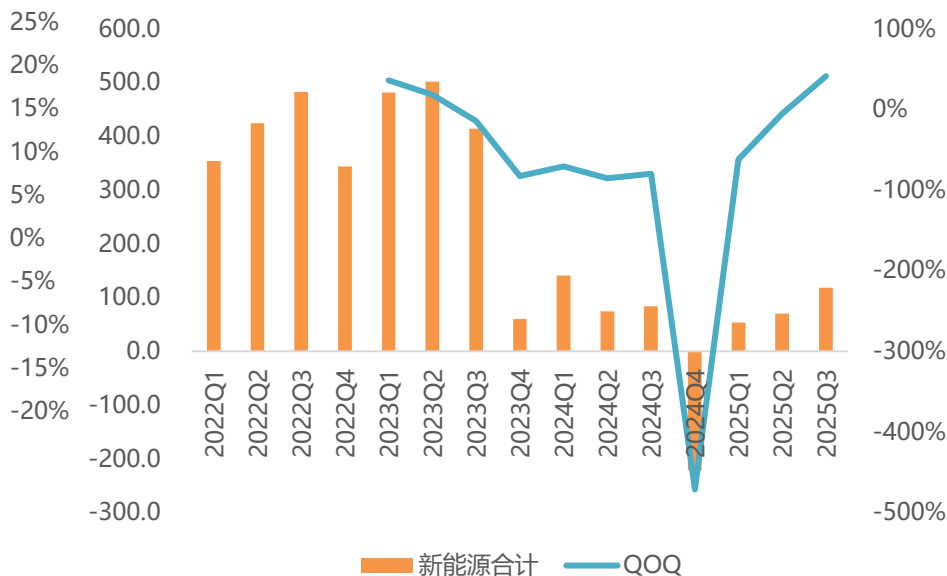
2 新能源25Q3营收同比上升，净利同环比上升

- ◆ **新能源板块2025Q3营收同比+2%，归母净利润同比+41%**。全行业111家公司2025Q3实现收入共计4138亿元，同比+2%，环比+3%，实现归母净利润118亿元，同比+41%，环比+68%。
- ◆ 2025Q3收入同比下降的公司有41家，增幅为0-30%的公司共有54家，增幅为30%以上的公司共有16家。归母净利润2025Q3同比下降的公司共有46家，增幅为0-30%的公司共有13家，增幅为30%以上的公司共有52家，亏损的公司有19家。

图表：新能源板块季度营业收入及同比（亿元，%）



图表：新能源板块季度归母净利润及同比（亿元，%）



3 新能源板块分化明显，光伏显著修复

- ◆ **新能源板块2025Q1-3归母净利润同减，Q3实现强劲修复**：光伏板块2025Q3营收2315亿元，同比-8%，环比-3%，归母净利润28亿元，同比+1495%，环比+181%；风电板块2025Q3营收1135亿元，同比+22%，环比+1%，归母净利润50亿元，同比+33%，环比-22%；核电板块2025Q3营收688亿元，同比+8%，环比-11%，归母净利润39亿元，同比-11%，环比-5%。

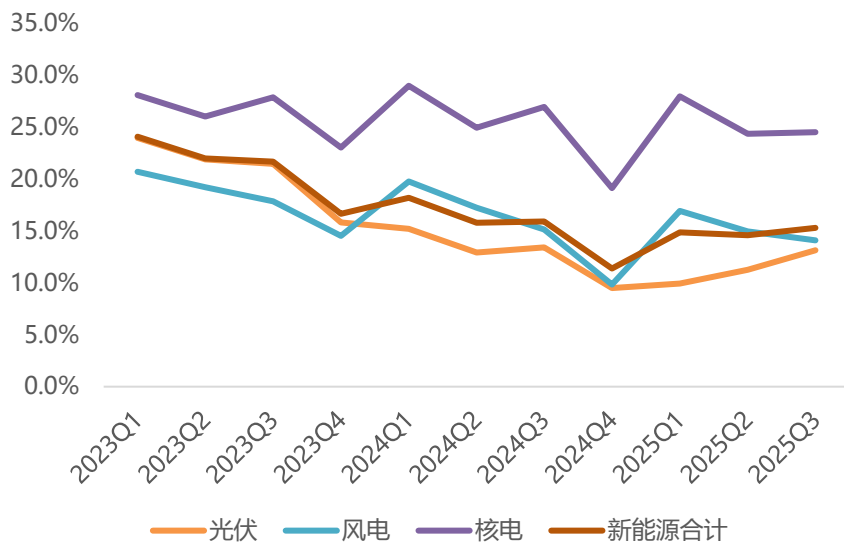
图表：新能源板块2025年Q1-3收入和归母净利润情况

各环节	营业收入 (亿元)						归母净利润 (亿元)					
	2025Q1	同比	2025Q2	同比	2025Q3	同比	2025Q1	同比	2025Q2	同比	2025Q3	同比
光伏	1942	-17%	2384	-11%	2315	-8%	-36	-157%	-35	-36%	28	1495%
风电	742	24%	1126	33%	1135	22%	41	14%	64	15%	50	33%
核电	617	10%	774	10%	688	8%	49	15%	41	-7%	39	-11%
新能源	3300	-5%	4284	1%	4138	2%	54	-62%	70	-5%	118	41%

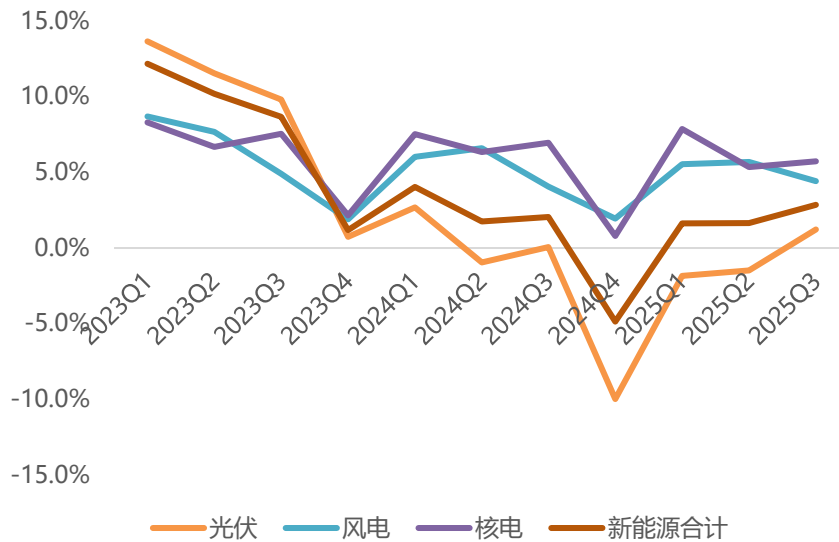
4 2025Q1-3毛利率/净利率下降，25Q3环比提升

- ◆ 2025Q1-3毛利率为14.9%，同比-1.6pct，环比+0.6pct；2025Q1-3归母净利率为2.1%，同比-0.5pct，环比+2.6pct。2025Q3毛利率为15.3%，同比-0.6pct，环比+0.7pct；2025Q3归母净利率为2.9%，同比+0.8pct，环比+1.2pct。

图表：新能源板块季度毛利率



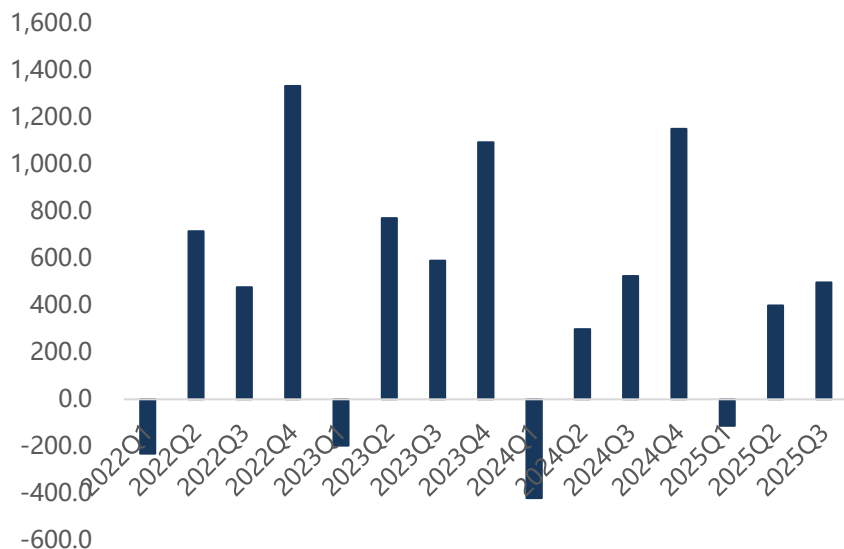
图表：新能源板块季度归母净利率



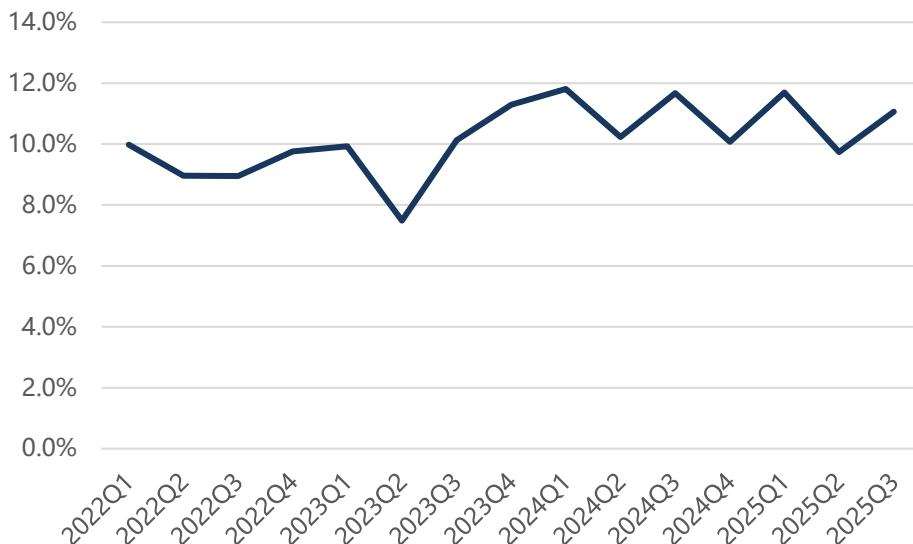
5 新能源25Q1-3经营活动现金流净额稳定，费用率同比下降

- ◆ **2025Q1-3行业现金净流入同比好转。** 2025Q1-3，全行业114家公司经营活动现金流量净额为782.9亿元，同比+95%；2025Q2全行业经营活动现金流净额399亿元，同比+34%，环比+453%；2025Q3全行业经营活动现金流净额497亿元，同比-5%，环比+24%。
- ◆ **2025Q2、2025Q3费用率均同比下降。** 2025Q1-3全行业期间费用率为10.8%，同比-0.4pct；2025Q2费用率为9.7%，同比-4.9pct，环比-17pct；2025Q3费用率为11.1%，同比-0.6pct，环比+1.3pct。

图表：新能源板块季度经营活动现金流净额（亿元）



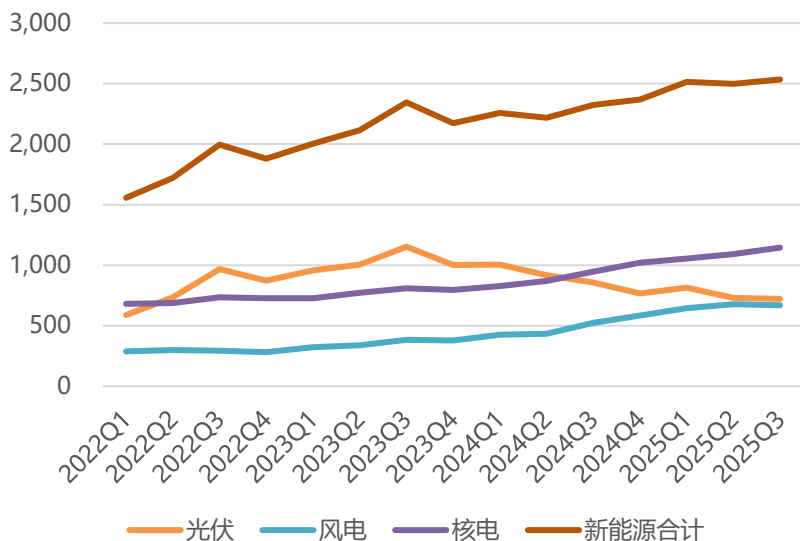
图表：新能源板块季度费用率



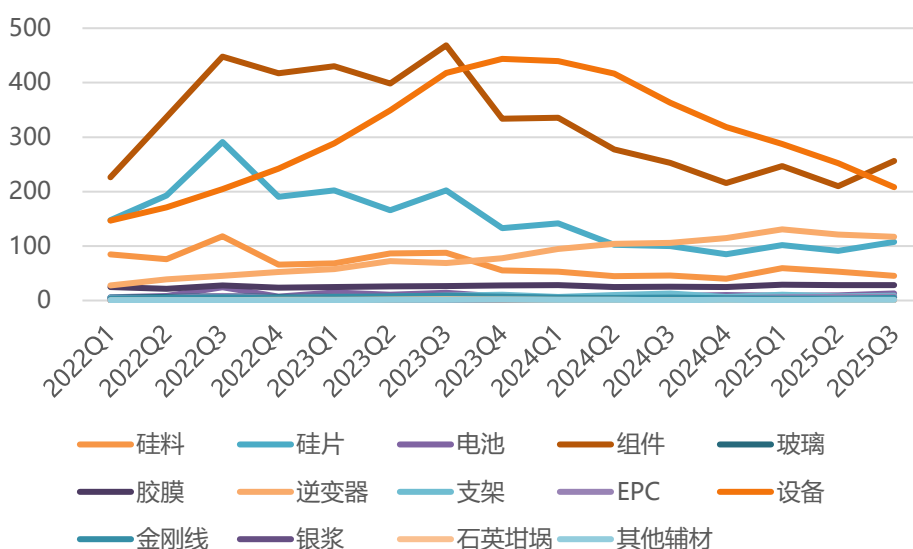
6 新能源合同负债25Q3同比+9%，光伏同比-16%

- ◆ **新能源板块，2025Q3合同负债2534亿元，同比+9%。**我们在新能源板块共选取了111家上市公司进行了统计分析，全行业2025Q3合同负债2534亿元，同比+9%，环比+1%。
- ◆ **光伏行业，2025Q3合同负债722亿元，同比-16%。**光伏板块共选取企业75家，2025Q3合同负债722亿元，同比-16%，环比+1%。

图表：新能源板块季度合同负债情况（亿元）



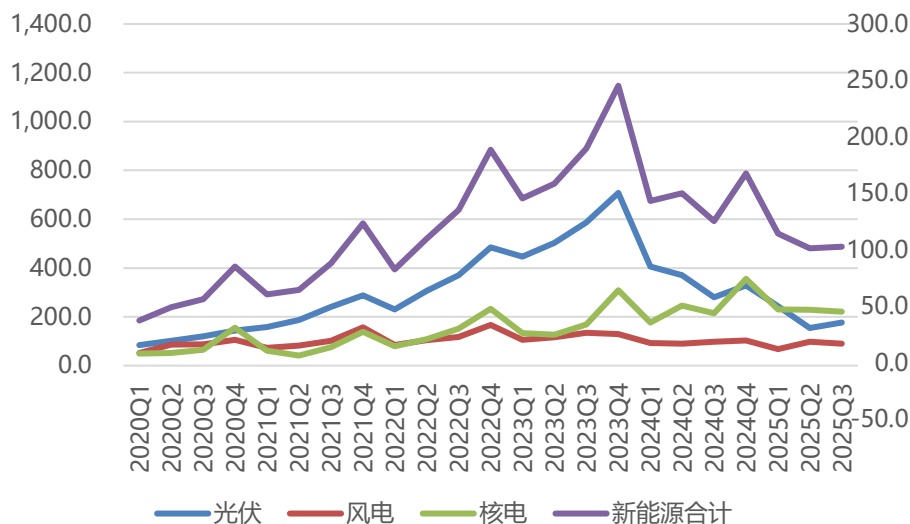
图表：光伏行业各环节季度合同负债情况（亿元）



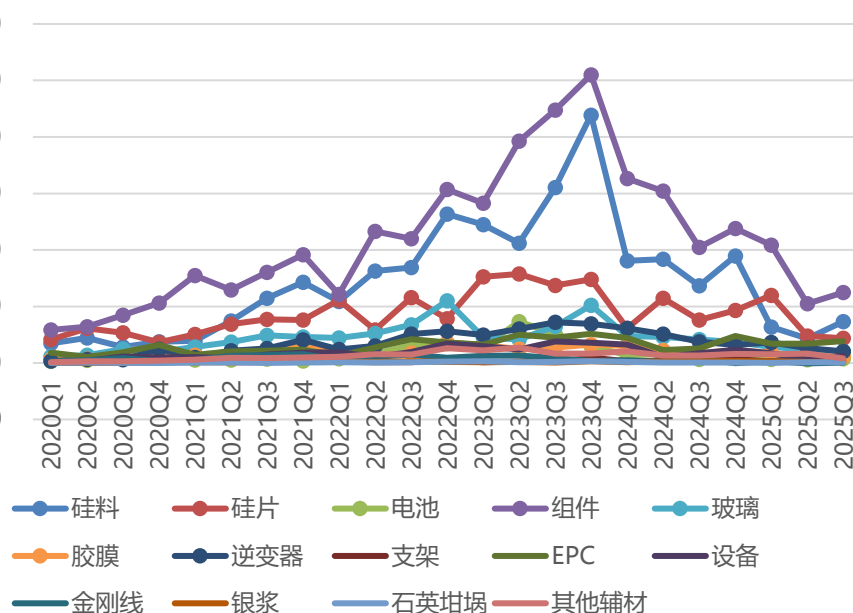
7 新能源资本支出25Q3同比-18%，光伏同比-37%

- ◆ **新能源板块，2025Q1-3行业资本支出减少，2025Q3行业资本支出减少。**我们在新能源板块共选取了114家上市公司进行了统计分析，2025Q1-3全行业资本支出为1509.3亿元，同比-24%，2025Q3全行业资本支出487.9亿元，同比-18%，环比+1%。
- ◆ **光伏行业，2025Q1-3资本支出573.6亿元，同比-46%。**光伏板块共选取企业75家，2025Q3资本支出176.6亿元，同比-37%，环比+15%。

图表：新能源板块季度资本支出情况（亿元）



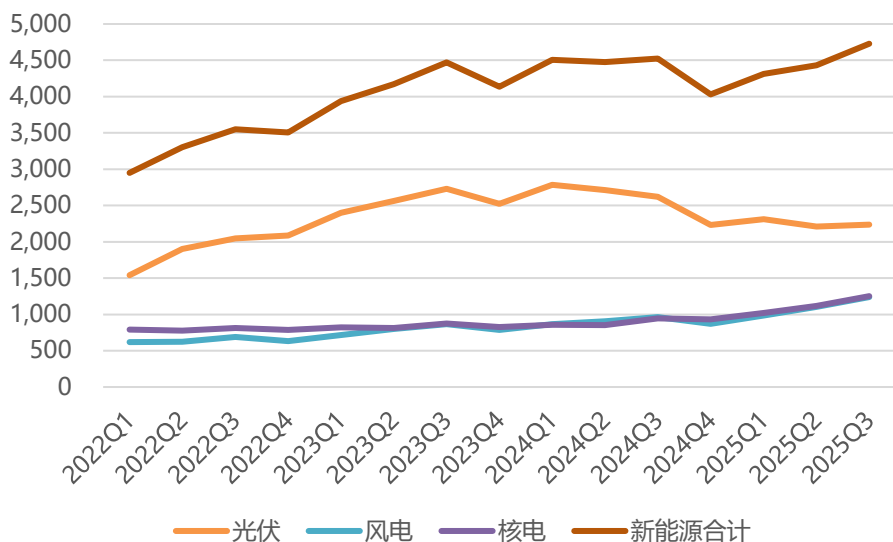
图表：光伏行业季度资本支出情况（亿元）



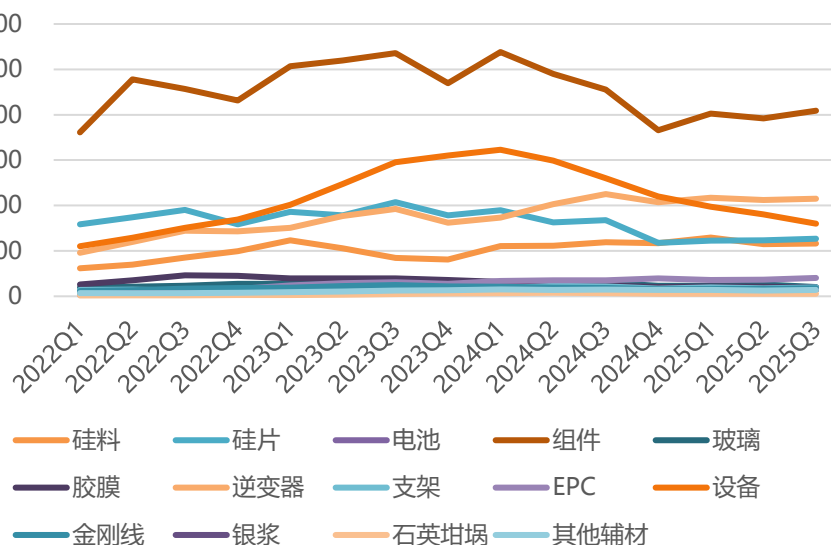
8 新能源存货25Q3环比+6.7%，光伏环比+1.3%

- ◆ **新能源板块，2025Q3存货增加。**我们在新能源板块共选取了114家上市公司进行了统计分析，2025Q3全行业存货为4728亿元，环比+6.7%。
- ◆ **光伏行业，2025Q3存货2238亿元，环比+1.3%。**光伏板块共选取企业75家，整体板块2025Q3末存货2238亿元，环比+1.3%。TCL中环2025Q3末存货70.7亿元，较年初+12%。通威股份2025Q3末存货154亿元，较年初+22%，横店东磁2025Q3末存货49.7亿元，较年初+32%。

图表：新能源板块季度存货情况 (亿元)



图表：光伏行业季度存货情况 (亿元)

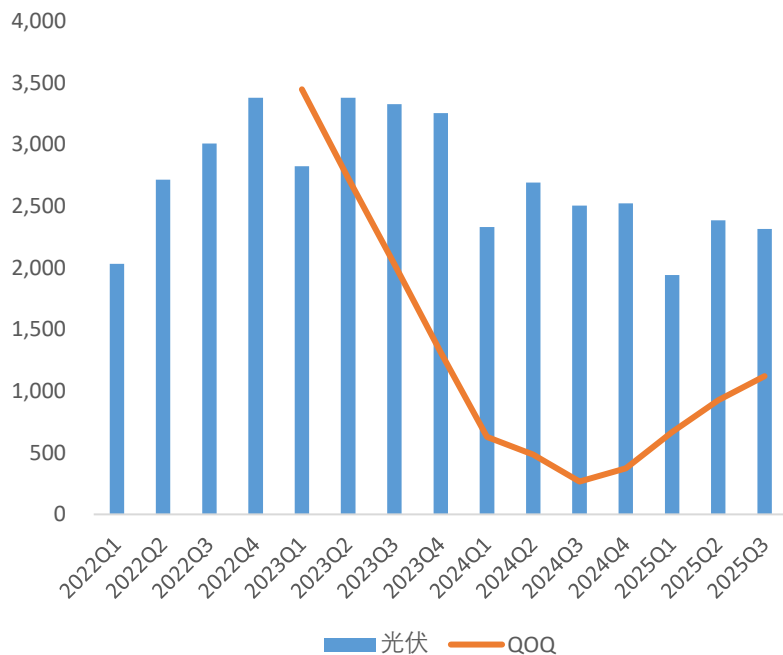


光伏：反内卷价格提升，上游盈利修复

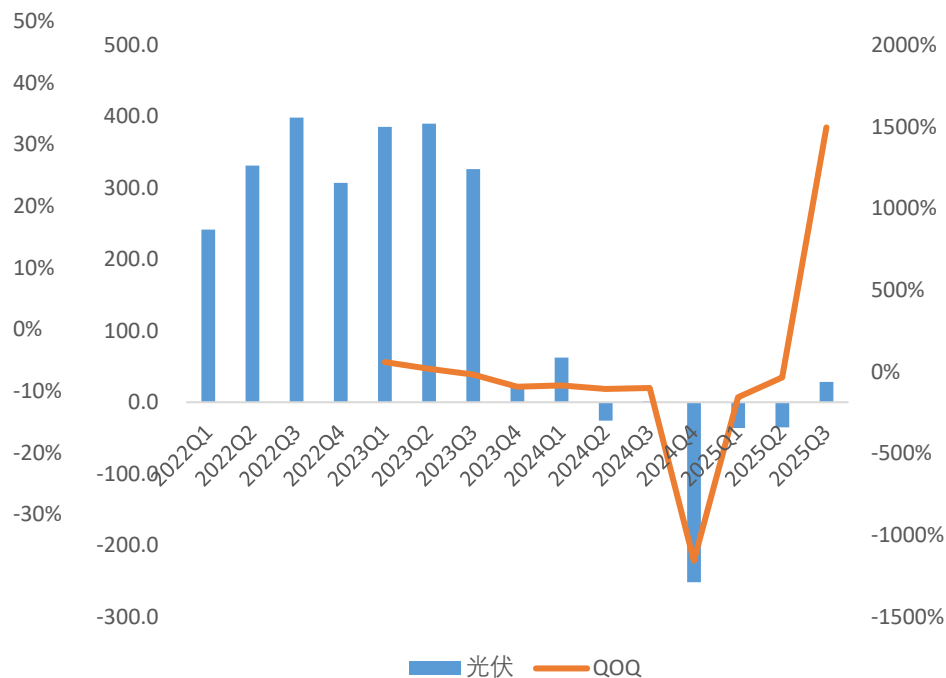
1 2025Q3光伏板块收入同比-8%，归母净利同比+1495%

- ◆ **2025Q3光伏板块收入同比+8%，归母净利同比+1495%**。光伏板块共选取企业75家，2025Q1-3收入6640亿元，同比-12%，归母净利润-43亿元，同比-212%。25Q3光伏板块收入2315亿元，同比-8%，环比-3%，归母净利润28.4亿元，同比+1495%，环比+181%。

图表：光伏板块季度营收及同比(亿元，%)



图表：光伏板块季度归母净利润及同比(亿元，%)



1 25Q3辅链营收/净利整体盈利承压

- ◆ **25Q1-3收入同比增速看：**逆变器>电池>银浆>支架>其他辅材>胶膜>金刚线>硅料>硅片>玻璃>EPC>硅料>组件>设备>石英坩埚，**归母净利润同比增速看：**组件>硅料>其他辅材>逆变器>EPC>支架>胶膜>设备>硅片>石英坩埚>银浆>电池>金刚线>玻璃。
- ◆ **25Q3归母净利润环比增速看：**金刚线>石英坩埚>玻璃>硅料>硅片>设备>组件>逆变器>胶膜>EPC>其他辅材>支架>银浆>电池；**归母净利同比增速看：**金刚线>石英坩埚>玻璃>硅料>电池>硅片>逆变器>胶膜>EPC>设备>支架>银浆>组件>其他辅材。

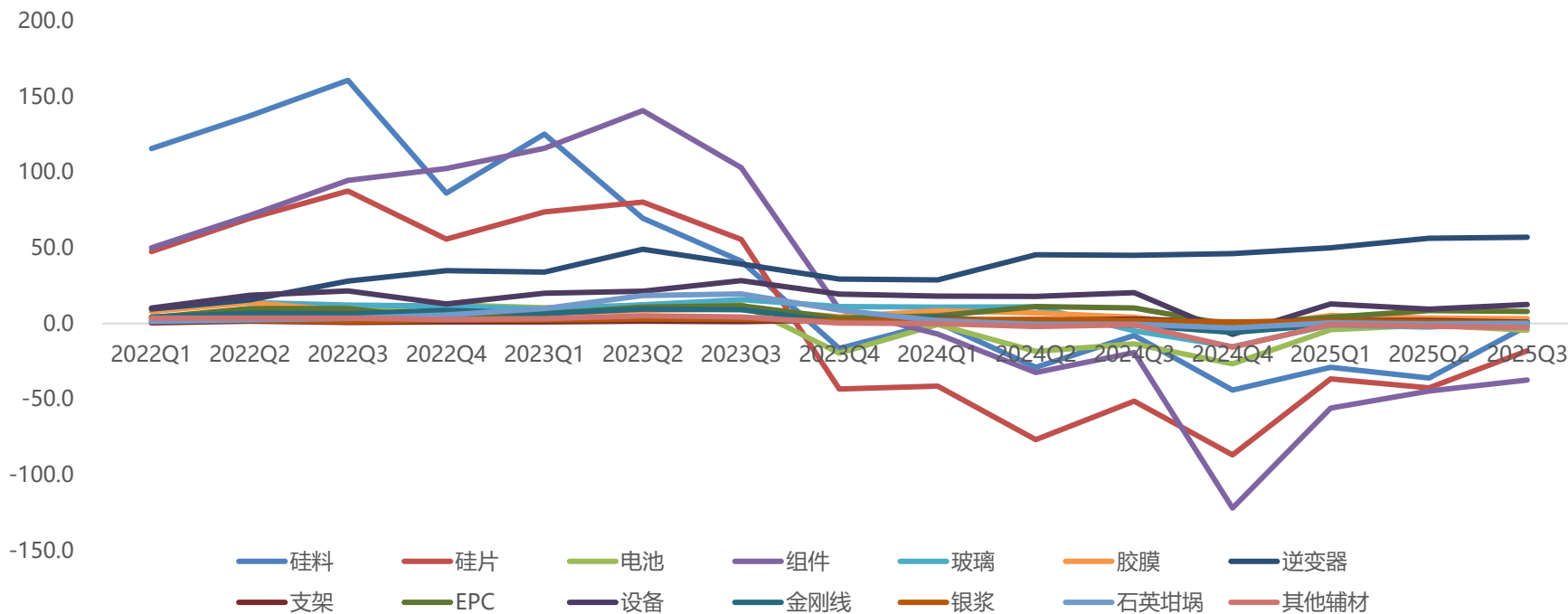
图表：光伏板块及各环节的收入、归母净利润(亿元)

各环节	营业收入											归母净利润										
	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	25Q3同比	25Q3环比	25Q1-3同比	25Q1-3环比	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	25Q3同比	25Q3环比	25Q1-3同比	25Q1-3环比
硅料	280	337	330	314	221	297	313	-5%	5%	-12%	-15%	1	-29	-8	-44	-29	-36	-2	79%	95%	84%	-18%
硅片	355	331	322	351	242	312	314	-3%	1%	-14%	-14%	-41	-77	-51	-87	-37	-43	-18	65%	58%	-43%	-55%
电池	62	53	46	50	60	61	52	13%	-15%	7%	16%	-1	-18	-13	-27	-4	-1	-5	66%	-374%	-71%	-84%
组件	948	1155	1030	1007	699	913	853	-17%	-7%	-21%	-23%	-7	-33	-19	-122	-56	-45	-37	-94%	16%	135%	-21%
玻璃	133	127	100	99	96	91	109	8%	19%	-18%	-9%	11	11	-5	-15	-1	-2	1	125%	150%	-113%	-75%
胶膜	151	149	136	137	128	141	127	-7%	-11%	-9%	-6%	9	7	4	-3	5	4	3	-20%	-6%	-38%	48%
逆变器	206	303	304	401	287	373	353	16%	-5%	25%	1%	29	46	45	46	50	56	57	26%	1%	37%	19%
支架	37	37	46	50	33	50	37	-19%	-25%	0%	-10%	3	2	3	1	2	2	1	-72%	-58%	-35%	-18%
EPC	41	54	57	41	40	46	39	-31%	-14%	-18%	-18%	5	11	10	-1	4	9	8	-22%	-6%	-23%	1%
设备	138	176	177	155	122	127	125	-30%	-2%	-24%	-26%	18	18	21	-7	13	10	13	-39%	32%	-38%	12%
金刚线	41	38	32	35	28	32	37	16%	14%	-12%	-7%	4	0	-1	-6	-1	0	1	170%	301%	-110%	-95%
银浆	77	94	86	78	80	88	96	12%	9%	3%	3%	3	3	2	1	2	1	0	-83%	-72%	-56%	-44%
石英坩埚	7	6	5	4	4	4	4	-27%	-2%	-39%	-22%	2	-1	0	-3	1	0	0	137%	193%	-46%	-113%
其他辅材	45	54	46	47	45	48	48	5%	-1%	-2%	-4%	0	-2	-1	-16	-1	-2	-3	-209%	-46%	81%	-72%
光伏	2330	2692	2505	2522	1942	2384	2315	-8%	-3%	-12%	-14%	63	-26	2	-252	-36	-35	28	1495%	181%	-212%	-85%

1 光伏25Q3盈利能力提升，净利率同比下降，环比上升

- ◆ 光伏行业25Q1-3盈利能力同环比小幅波动，25Q3同比下降，环比上升。2025Q1-3年全行业归母净利率-0.6%，同比-1.2pct，2025Q3归母净利率1.2%，同比+1.2pct，环比+2.7pct。
- ◆ 硅料归母净利率环比增幅最大。25Q3归母净利率环比增幅看：硅料>石英坩埚>硅片>玻璃>金刚线>设备>EPC>逆变器>组件>胶膜>银浆>支架>其他辅材>电池

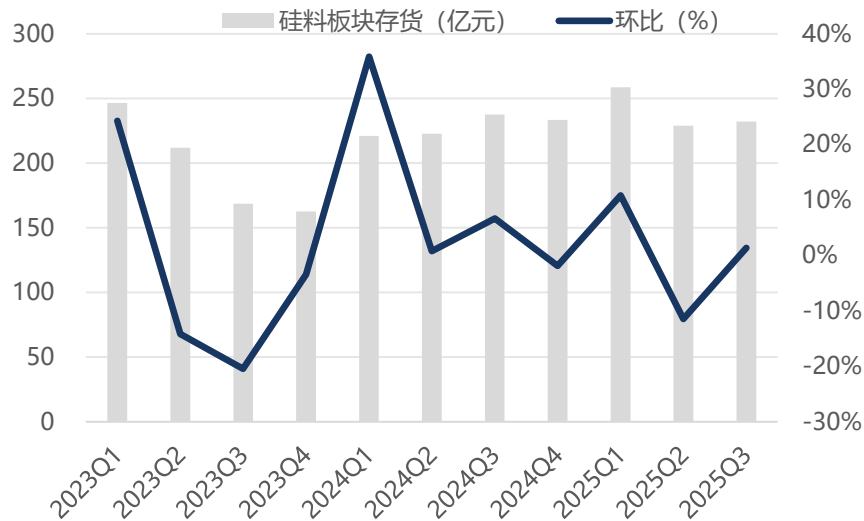
图表：光伏行业及各环节归母净利率变化情况



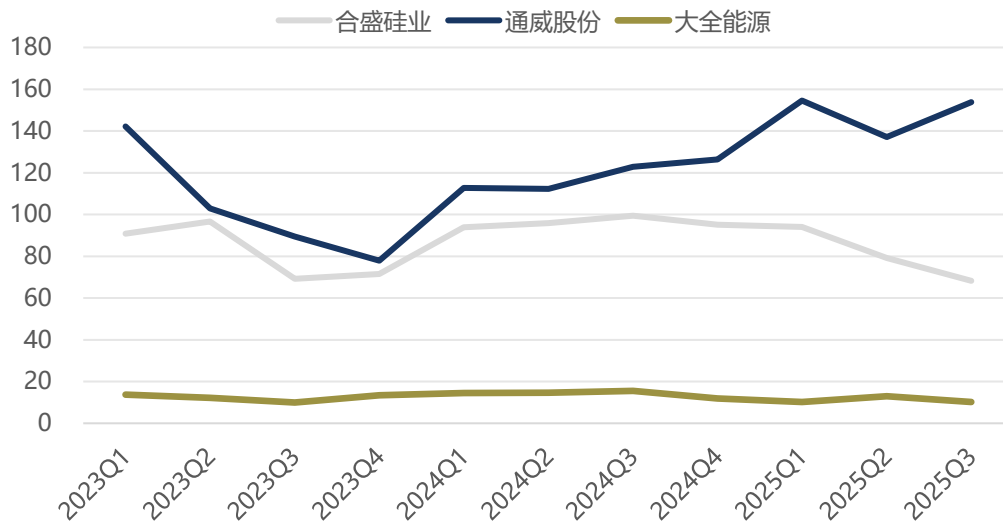
2 25Q3末硅料存货同比小幅降低

- ◆ 25Q3末硅料行业库存小幅下降，较年初下降1%。截至2025Q3末，硅料板块库存达232亿元，同环比-2.3%/+1.4%；截至2025年Q2末，硅料板块库存为229亿元，同比+3%。
- ◆ 各公司对比来看，2025Q3末硅料龙头库存相比2025年Q2变动分化。2025Q3末金额上，通威>合盛>大全；环比降幅上，大全>合盛>通威。其中2025Q3末通威股份库存153.7亿元、环比+12.2%，合盛硅业库存68.2亿元、环比-13.8%，大全能源库存10.2亿元、环比-21%；2025年Q2末通威股份库存137亿元、同比+22.1%，合盛硅业库存79.1亿元、同比-17.5%，大全能源库存13亿元、同比-11.8%。

图表：硅料板块季度库存情况（亿元，%）



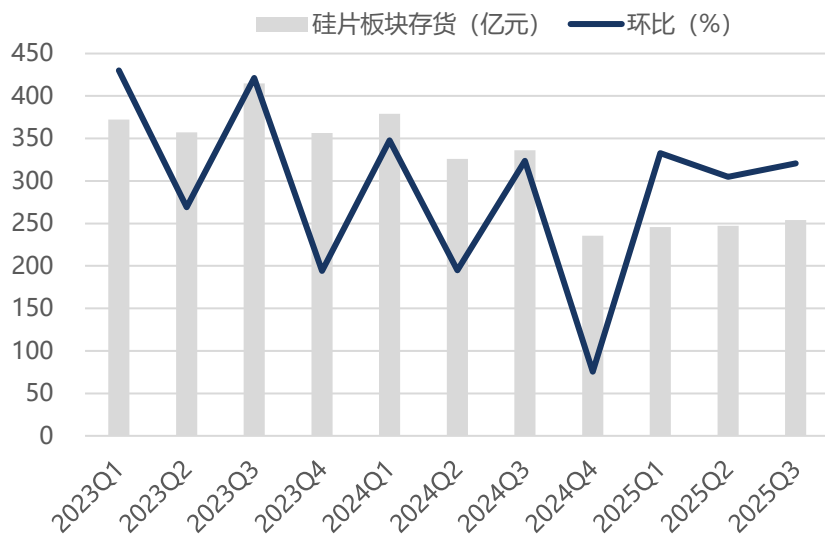
图表：龙头硅料厂商库存对比（亿元）



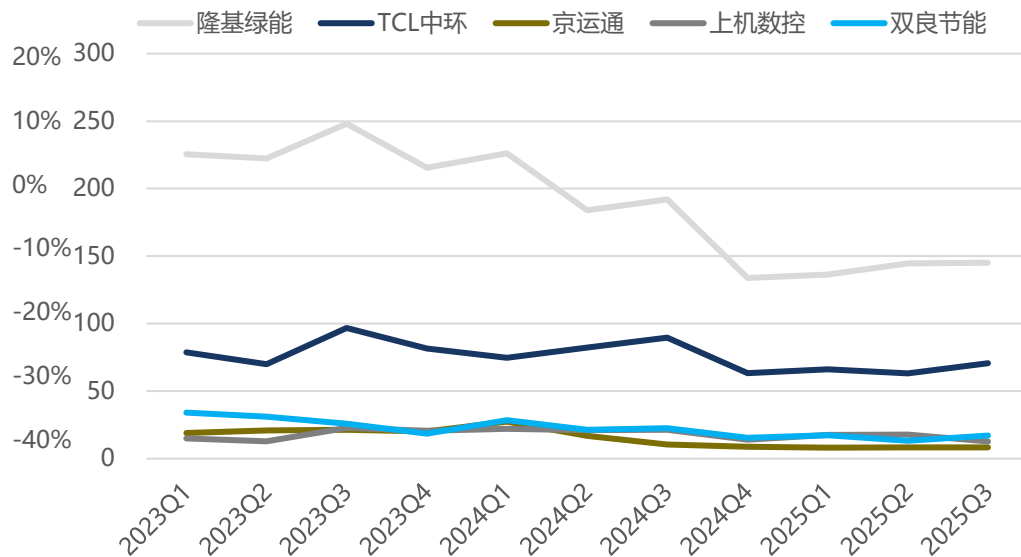
2 硅片存货环比小幅提升，同比大幅下降

- ◆ 25Q3硅片行业库存实现环比小幅上升，同比大幅下降，截至2025Q3末，硅片板块库存254亿元，同环比-24.4%/2.8%。截至2025年Q2，硅片板块库存247亿元，同比-24.1%。
- ◆ 各公司对比来看，2025Q3末硅片龙头库存与25年Q3基本持平。2025Q3金额上，隆基绿能>TCL中环>双良节能>弘元绿能>京运通；环比增幅上，双良节能>TCL中环>隆基绿能>京运通>弘元绿能。其中2025Q3末双良节能库存17.1亿元，环比28.9%，TCL中环库存70.7亿元，环比11.9%。

图表：硅片板块季度库存情况（亿元，%）



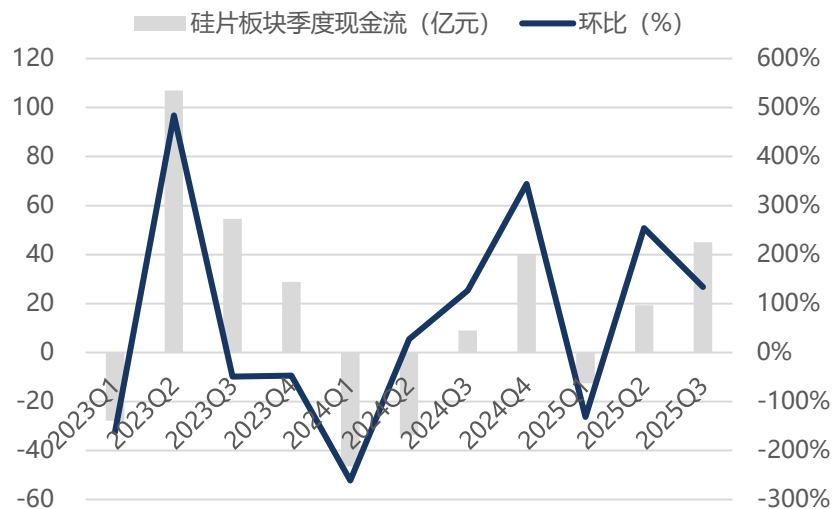
图表：龙头硅片厂商库存对比（亿元）



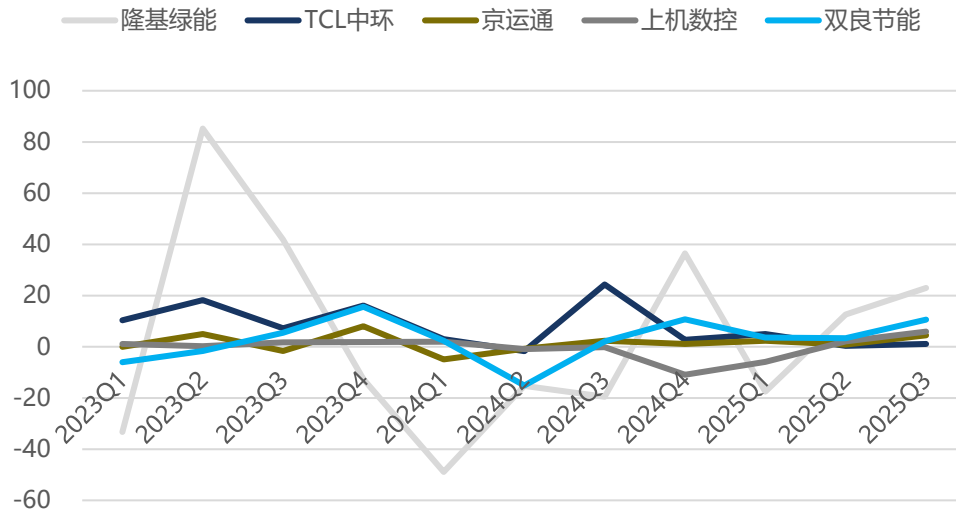
2 硅片25Q3季度经营活动现金流净额大幅上升

- ◆ 2025Q3硅片板块季度经营活动现金流净额45亿元，环比+134%。
- ◆ 各公司对比来看，25Q3末硅片龙头经营活动现金流净额相比25Q2大幅上升，公司金额变动及环比均为正。2025Q3金额上，隆基绿能>双良节能>京运通>TCL中环；环比增幅上，京运通>TCL中环>双良节能>弘元绿能>隆基绿能。其中TCL中环季度经营活动现金流净额1.1亿元，环比237%，隆基绿能季度经营活动现金流净额23亿元，环比+82%。

图表：硅片板块季度经营活动现金流净额情况（亿元，%）



图表：龙头硅片厂商季度经营活动现金流净额对比（亿元）



3 电池板块25Q3收入51.7亿，同比+13%

- ◆ 电池2025Q3收入51.7亿元，同比+13%，环比-15%。电池技术多点开花，TOPCon加速渗透。电池2025Q1-3收入172.8亿元，同比+7%，环比+16%。
- ◆ 电池2025Q3毛利率4.8%，同比+17pct。电池2025Q1-3毛利率3.8%，同比+8pct，环比+14pct。钧达股份25Q3毛利率0.7%，同比+3pct，环比-8pct。爱旭股份25Q3毛利率7.4%，同比+22pct，环比+7pct。

图表：电池板块的营业收入、毛利率(亿元)

营业收入 (亿元)	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	同比	环比	25Q1-3	同比	环比
钧达股份	26.6	18.3	17.5	18.7	17.9	20.2	10%	13%	56.8	-31%	-9%
爱旭股份	26.5	27.3	32.6	41.4	43.1	31.5	15%	-27%	116.0	47%	34%
合计	53.1	45.6	50.1	60.1	61.0	51.7	13%	-15%	172.8	7%	16%

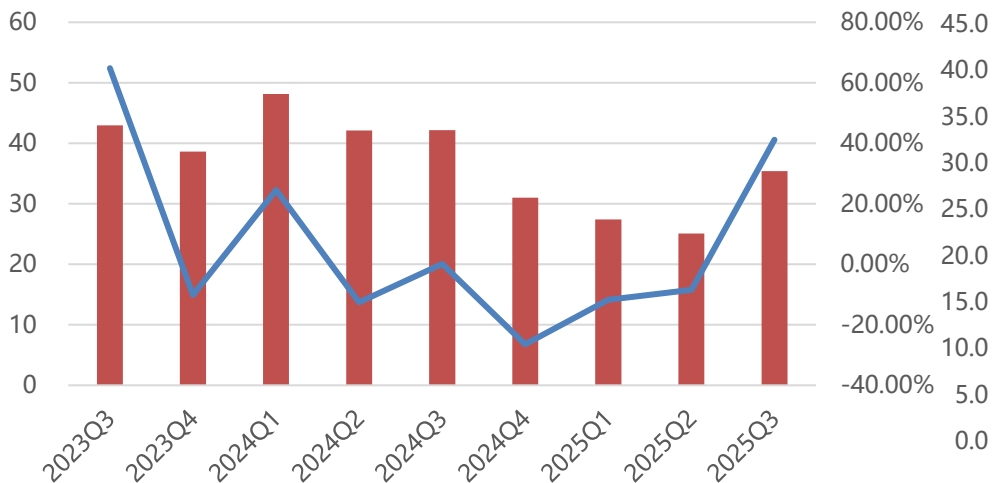
毛利率	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	同比	环比	25Q1-3	同比	环比
钧达股份	-5.6%	-2.3%	2.8%	5.9%	-2.1%	0.7%	3pct	-8pct	1.5%	1pct	4pct
爱旭股份	-14.2%	-19.4%	-12.9%	0.5%	7.4%	7.4%	22pct	7pct	4.9%	14pct	20pct
合计	-9.9%	-12.5%	-7.4%	2.2%	4.6%	4.8%	17pct	0pct	3.8%	8pct	14pct

3 电池存货环比小幅上升，钧达爱旭环比上升

- ◆ 电池行业库存环比小幅上升，截至2025Q3末，电池板块库存达35.4亿元，环比+41.2%。
- ◆ 各公司对比来看，2025Q3末电池龙头库存相比2025年Q2上升明显。2025Q3金额上，爱旭股份>钧达股份；环比较上表现分化。其中2025Q3末钧达股份库存6.5亿元、环比+44.4%，爱旭股份库存28.96亿元、环比+40.5%。

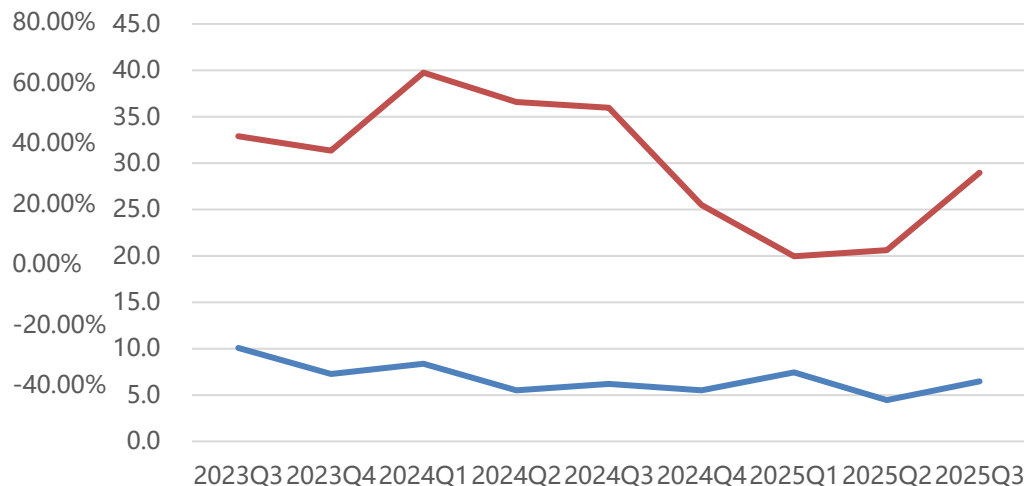
图表：电池板块季度库存情况（亿元，%）

■ 电池板块存货（亿元） — 环比（%）



图表：龙头电池厂商库存对比（亿元）

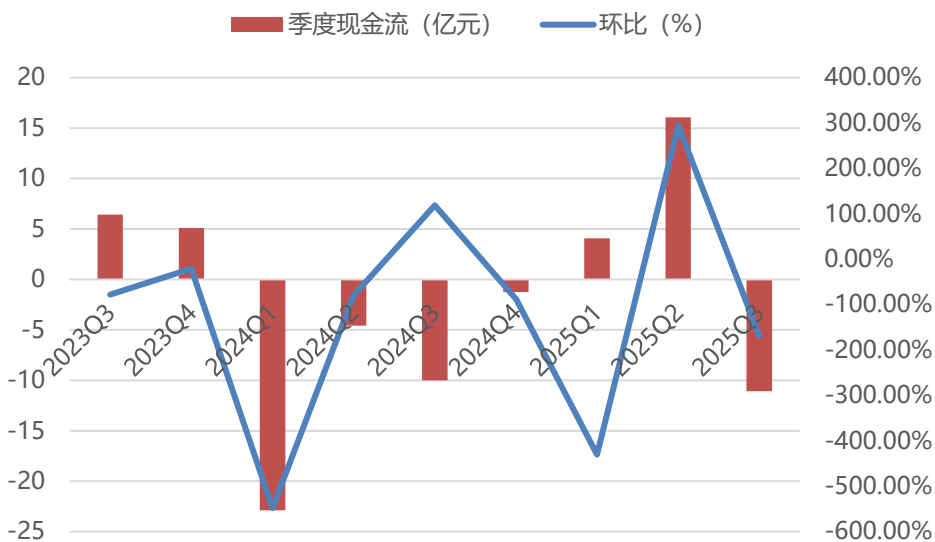
— 钧达股份 — 爱旭股份



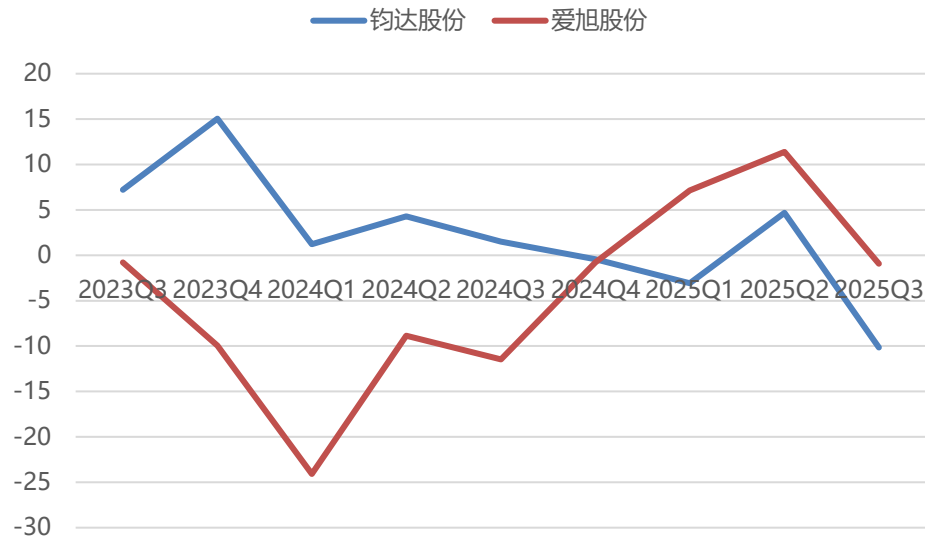
3 电池季度经营活动现金流净额环比下降

- ◆ 电池行业季度经营活动现金流净额下降，2025Q3电池板块季度经营活动现金流净额达-11.1亿元，环比下降168.9%。
- ◆ 各公司对比来看，2025Q3末电池龙头季度经营活动现金流净额有不同程度减少。2025Q3金额上，爱旭股份>钧达股份；环比上，二者皆下降。2025Q3钧达股份季度经营活动现金流净额-10.1亿元、环比-316.5%，爱旭股份季度经营活动现金流净额-0.9亿元、环比-108%。

图表：电池板块季度经营活动现金流净额情况（亿元，%）



图表：龙头电池厂商季度经营活动现金流净额对比（亿元）



4 组件板块25Q3收入853.2亿元，同比-17%，毛利率4.7%，同比-6pct

- ◆ 组件2025年Q3收入853.2亿，同比-17%；2025Q2收入913.1亿元，同比+30%。价格竞争进一步加剧，单瓦售价持续下行。
- ◆ 组件2025年Q3毛利率4.7%，同比-6pct。25Q3隆基绿能毛利率4.9%，同比-5pct；阿特斯毛利率7.2%，同比+2pct；晶澳科技毛利率-0.9%，同比-4pct；晶科能源毛利率3.8%，同比-9pct；天合光能毛利率4.5%，同比-9pct。毛利率承下跌趋势，整体业绩承压。

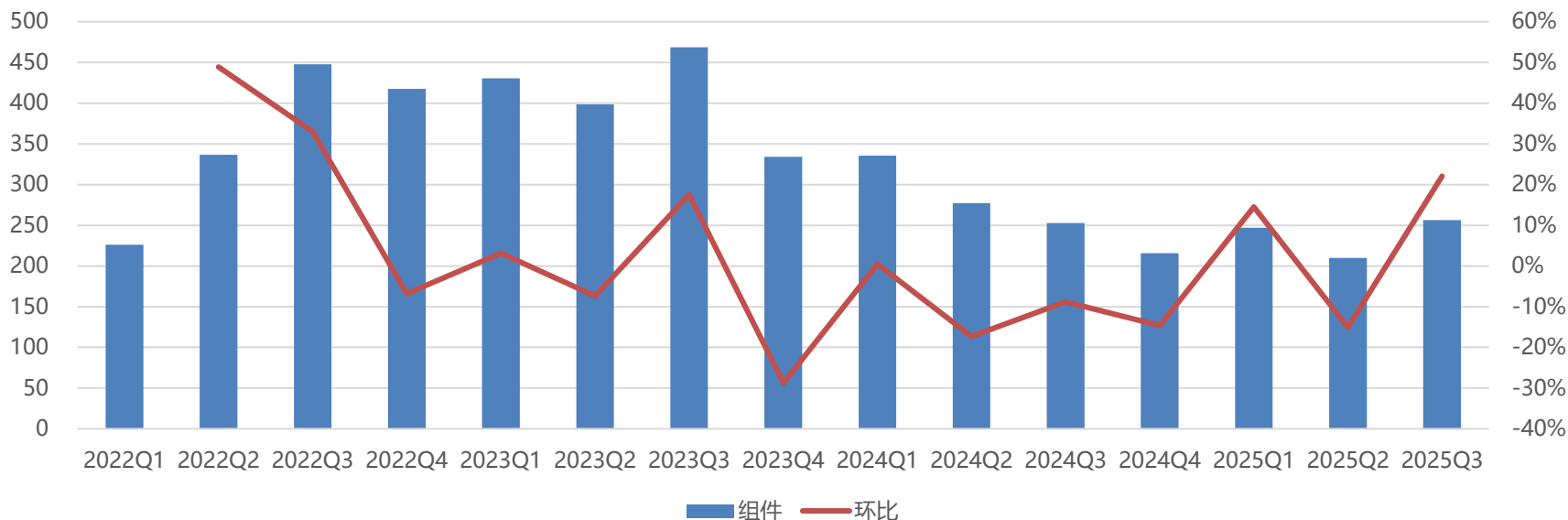
图表：组件板块的营业收入、毛利率(亿元)

营业收入 (亿元)	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	同比	环比	25Q1-3	25Q1-3同比	25Q1-3环比
隆基绿能	208.6	200.6	239.9	136.5	191.6	181.0	-10%	-6%	509.1	-13%	-22%
阿特斯	123.6	122.2	119.9	85.9	124.7	102.2	-16%	-18%	312.7	-9%	-14%
晶澳科技	213.9	169.9	157.7	106.7	132.3	129.0	-24%	-2%	368.1	-32%	-32%
东方日升	55.3	44.4	53.4	29.9	44.5	30.2	-32%	-32%	104.7	-30%	-32%
晶科能源	241.7	245.2	207.0	138.4	179.9	161.5	-34%	-10%	479.9	-33%	-31%
天合光能	247.1	201.8	171.3	143.4	167.2	189.1	-6%	13%	499.7	-21%	-19%
横店东磁	53.3	40.1	49.8	52.2	67.1	56.3	40%	-16%	175.6	29%	23%
亿晶光电	11.8	5.2	7.7	6.1	5.7	3.7	-28%	-35%	15.6	-43%	-37%
合计	1,155.2	1,029.5	1,006.7	699.1	913.1	853.2	-17%	-7%	2,465.4	-21%	-23%
毛利率	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	同比	环比	25Q1-3	25Q1-3同比	25Q1-3环比
隆基绿能	6.6%	8.6%	6.1%	-4.2%	1.6%	4.9%	-5pct	6pct	1.2%	-7pct	-6pct
阿特斯	14.3%	13.5%	15.1%	6.8%	16.5%	7.2%	2pct	10pct	10.8%	-4pct	-4pct
晶澳科技	3.1%	8.7%	1.3%	-6.7%	-1.0%	-0.9%	-4pct	6pct	-2.6%	-8pct	-7pct
东方日升	9.8%	7.7%	0.0%	5.4%	1.5%	1.4%	-8pct	-4pct	2.6%	-6pct	-3pct
晶科能源	7.6%	11.8%	-0.8%	-3.3%	-1.0%	3.8%	-9pct	2pct	-0.1%	-10pct	-7pct
天合光能	13.1%	9.5%	-1.0%	6.6%	4.5%	4.5%	-9pct	-2pct	5.1%	-7pct	-3pct
横店东磁	14.6%	16.8%	31.0%	16.6%	19.3%	17.5%	5pct	3pct	17.9%	2pct	-3pct
亿晶光电	-9.3%	-17.7%	-11.4%	1.5%	-0.5%	5.9%	9pct	-2pct	1.8%	12pct	14pct
合计	8.7%	10.3%	4.6%	1.2%	4.5%	4.7%	-6pct	0pct	3.6%	-6pct	-4pct

4 组件合同负债略有上升

- ◆ **光伏组件行业合同负债环比略有上升。** 2025Q2组件板块合同负债211.7亿元，环比-15.3%，2025Q3组件板块合同负债254.03亿元，环比+21%。
- ◆ **各公司对比来看，2025Q3末组件龙头合同负债相比去年末有所分化。** 2025Q2金额上，隆基绿能>晶科能源>阿特斯>天合光能>晶澳科技>东方日升>横店东磁>亿晶光电>海泰新能；2025Q3金额上，隆基绿能>晶科能源>天合光能>晶澳科技>阿特斯>东方日升>横店东磁>亿晶光电>海泰新能。

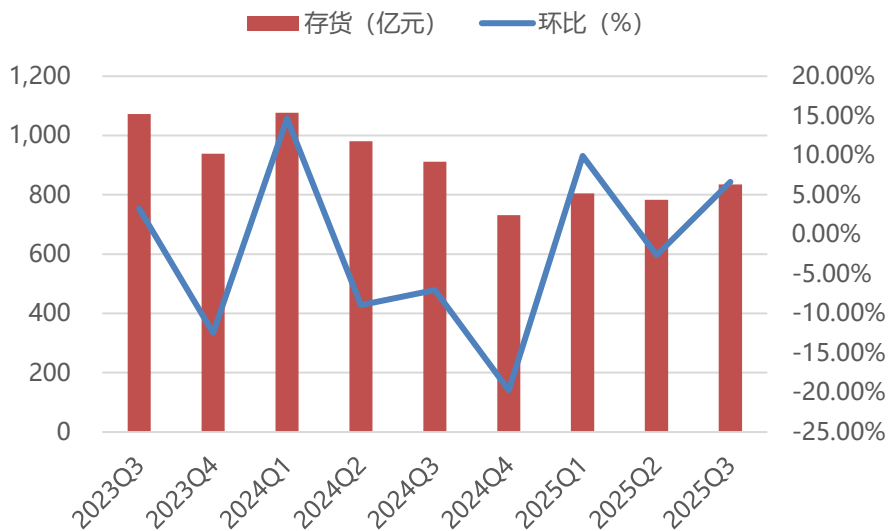
图表：光伏组件板块季度合同负债情况（亿元，%）



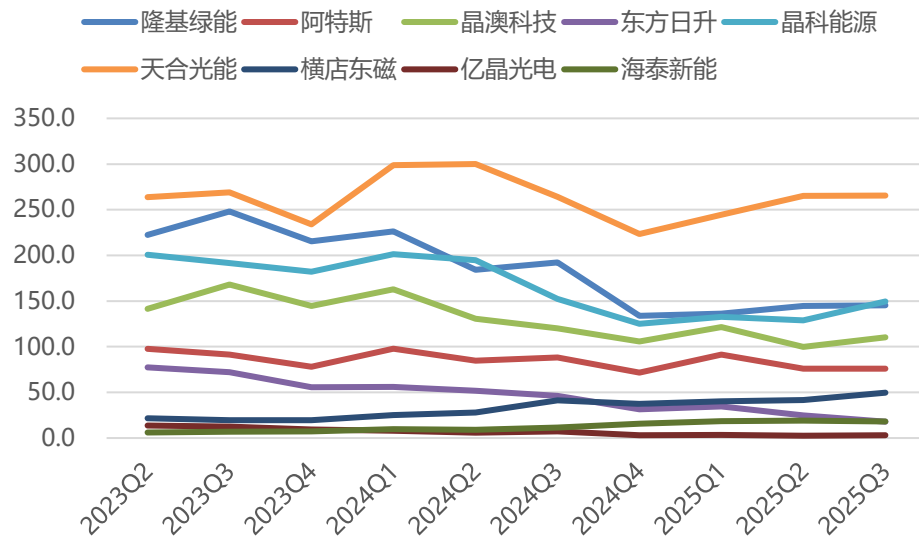
5 组件存货环比呈现分化趋势，亿晶光电/横店东磁略高

- ◆ **光伏组件行业库存大幅下降**，截至2025Q2末，组件板块库存达783.3亿元，环比-2.6%；2025Q3组件板块库存达67.6亿元，环比-91.4%。
- ◆ **各公司对比来看，2025Q3末各组件厂商存货环比呈现分化趋势**。金额上，天合光能>晶科能源>隆基绿能>晶澳科技>阿特斯>横店东磁>海泰新能>东方日升>亿晶光电；环比增幅上，亿晶光电>横店东磁>晶科能源>晶澳科技>隆基绿能>阿特斯>天合光能>海泰新能>东方日升。

图表：光伏组件板块季度库存情况 (亿元, %)



图表：龙头组件厂商库存对比 (亿元)



6 逆变器25Q3收入353.3亿元，同比+16%，25Q1-3收入1013.5亿元，同比+25%

- ◆ 逆变器25Q3收入353.3亿元，同比+16%，环比-5%；归母净利润57亿元，同比+26%，环比+1%；逆变器Q1-3累计收入1013.5亿元，同比+25%，环比+1%。增长主要得益于欧洲库存去化进展顺利、户用储能需求逐步修复，同时新兴市场出货持续高增，工商储与大储项目需求延续高景气。

图表：逆变器板块季度收入情况（亿元，%）

营业收入	25Q1-3	25Q1-3同比	25Q1-3环比	25Q3	25Q3同比	25Q3环比
阳光电源	664	33%	2%	228.7	21%	-7%
盛弘股份	22.2	6%	-9%	8.5	29%	13%
上能电气	36.1	24%	8%	14.5	42%	19%
科士达	9.4	-38%	-30%	2.9	-54%	-37%
昱能科技	56.6	10%	10%	18.7	3%	-18%
锦浪科技	61.9	25%	10%	21.1	17%	-4%
固德威	13.2	5%	-20%	3.2	-11%	-52%
禾迈股份	35.6	16%	-12%	13.8	21%	2%
德业股份	88.5	10%	-5%	33.1	1%	12%
通润装备	25.9	6%	-4%	8.8	6%	-2%
合计	1,013.50	25%	1%	353.3	16%	-5%

图表：逆变器板块季度归母净利润情况（亿元，%）

归母净利润	25Q1-3	25Q1-3同比	25Q1-3环比	25Q3	25Q3同比	25Q3环比
阳光电源	118.8	56%	33%	41.5	57%	6%
盛弘股份	2.8	2%	-24%	1.2	33%	39%
上能电气	4.5	25%	65%	1.9	38%	32%
科士达	0.7	-56%	-34%	-0.1	-121%	-125%
昱能科技	8.7	29%	29%	2.6	-17%	-35%
锦浪科技	0.8	838%	-346%	1.0	201%	755%
固德威	-0.6	-124%	-121%	-0.8	-230%	-383%
禾迈股份	3.1	3%	-15%	1.1	-22%	-2%
德业股份	23.5	5%	-7%	8.2	-18%	1%
通润装备	1.4	27%	-32%	0.4	30%	-50%
合计	163.5	37%	19%	57.0	26%	1%

6 逆变器25Q3毛利率34.8%，同比+3pct，25Q1-3毛利率33.7%，同比+2pct

- ◆ 逆变器25Q3毛利率34.8%，同比+3pct，环比+2pct；净利率16.1%，同比+1pct，环比+1pct；25Q1-3累计毛利率33.7%，同比+2pct，环比+4pct；25Q1-3累计净利率16.1%，同比+1pct，环比+3pct。25Q3盈利能力基本维持稳定。

图表：逆变器板块季度毛利率情况（亿元，%）

毛利率	25Q1-3	25Q1-3同比	25Q1-3环比	25Q3	25Q3同比	25Q3环比
阳光电源	34.9%	4pct	6pct	35.9%	4pct	-1pct
盛弘股份	39.9%	0pct	1pct	41.4%	-1pct	-1pct
上能电气	28.6%	-3pct	0pct	27.9%	-2pct	-1pct
科士达	27.5%	-5pct	-2pct	27.9%	-15pct	-23pct
昱能科技	36.0%	2pct	2pct	36.8%	0pct	6pct
锦浪科技	22.1%	-1pct	2pct	26.2%	0pct	1pct
固德威	27.0%	-21pct	-14pct	27.3%	-23pct	-11pct
禾迈股份	24.2%	-1pct	1pct	24.2%	1pct	0pct
德业股份	38.5%	-2pct	-1pct	40.3%	0pct	1pct
通润装备	29.5%	-2pct	-1pct	28.3%	-1pct	6pct
合计	33.7%	2pct	4pct	34.8%	3pct	2pct

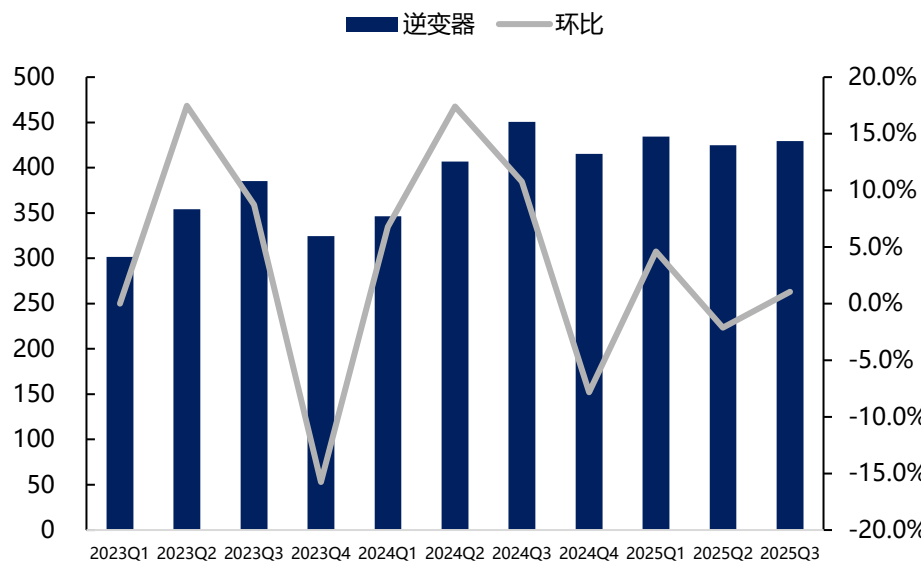
图表：逆变器板块季度净利率情况（亿元，%）

净利率	25Q1-3	25Q1-3同比	25Q1-3环比	25Q3	25Q3同比	25Q3环比
阳光电源	17.9%	3pct	4pct	18.1%	4pct	2pct
盛弘股份	12.5%	0pct	-2pct	13.9%	0pct	3pct
上能电气	12.4%	0pct	4pct	13.2%	0pct	1pct
科士达	7.0%	-3pct	0pct	-4.3%	-14pct	-15pct
昱能科技	15.3%	2pct	2pct	14.1%	-3pct	-4pct
锦浪科技	1.3%	1pct	2pct	4.6%	3pct	4pct
固德威	-4.5%	-24pct	-21pct	-23.7%	-40pct	-28pct
禾迈股份	8.7%	-1pct	0pct	8.0%	-4pct	0pct
德业股份	26.5%	-1pct	-1pct	24.9%	-6pct	-3pct
通润装备	5.3%	1pct	-2pct	4.5%	1pct	-4pct
合计	16.1%	1pct	3pct	16.1%	1pct	1pct

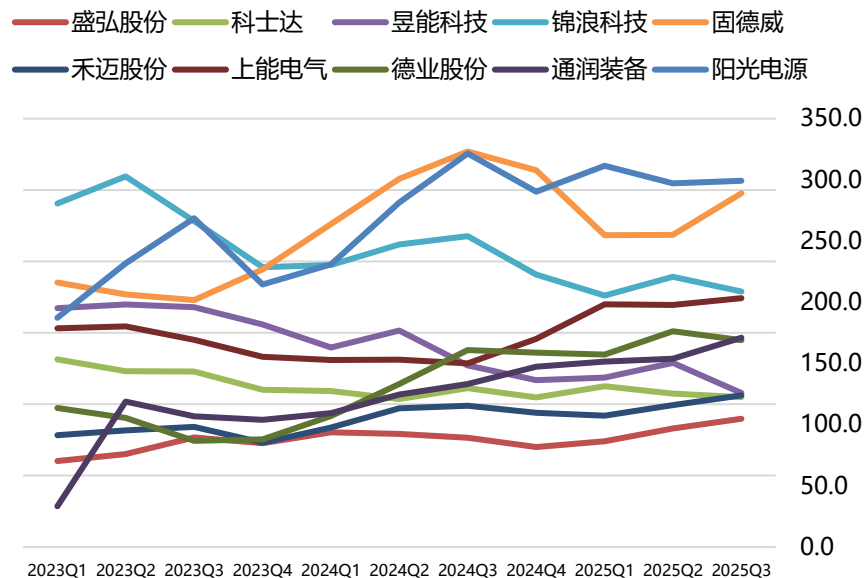
6 25Q3存货环比上升，较年初呈增长趋势

- ◆ 逆变器行业存货开始回升，2025Q3末逆变器存货429亿元，较年初+3%，环比略有增长。
- ◆ 各公司对比来看，2025Q3末逆变器龙头存货较年初有所波动。2025Q3末金额上，阳光>固德威>锦浪>上能>通润>德业>昱能>禾迈>科士达>盛弘；环比增幅上，德业>盛弘>固德威>昱能>禾迈>阳光>锦浪>科士达>通润>上能。其中2025Q3末阳光电源库存299亿元，环比+0.7%，较上期增长。

图表：光伏逆变器板块季度库存情况（亿元，%）



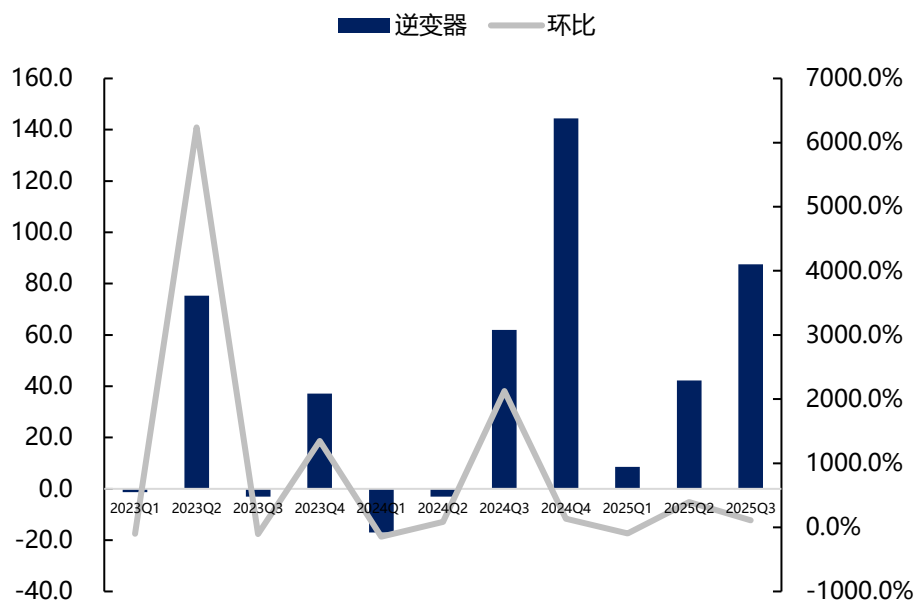
图表：龙头逆变器厂商库存对比（亿元，右轴：阳光电源）



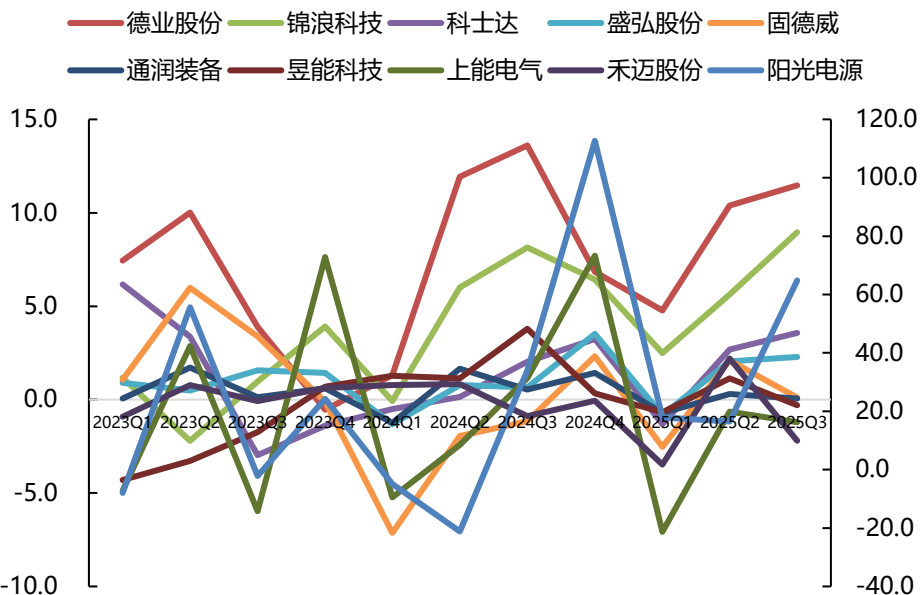
6 逆变器经营活动现金流净额25Q3同比+41%，环比+107%

- ◆ 25Q3逆变器板块经营活动现金流净额达87.5亿元，同比+41%，环比+107%。
- ◆ 25Q3金额上，阳光>德业>锦浪>科士>盛弘>固德威>通润>昱能>上能>禾迈；环比增幅上，阳光>锦浪>科士达>盛弘>德业>通润>上能>固德威>昱能>禾迈。其中25Q3阳光电源季度经营活动现金流净额64.8亿元，同比+90%，环比+294%。

图表：光伏逆变器板块季度经营活动现金流净额情况（亿元，%）



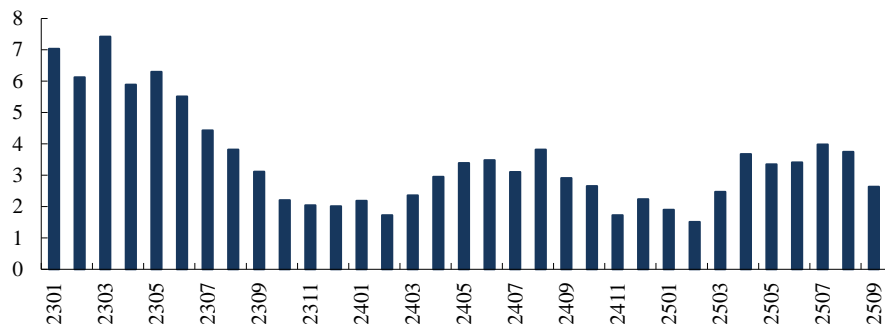
图表：龙头逆变器厂商经营活动现金流净额对比（亿元，右轴：阳光电源）



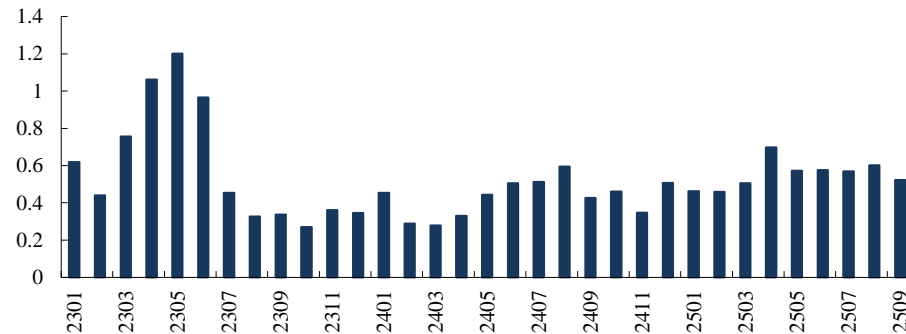
6 户储：欧洲市场需求恢复，东南亚、澳洲市场需求旺盛

- ◆ **欧洲库存基本去化，东南亚需求逐步起量，澳洲市场起量爆发。** 欧洲户储库存24年基本去化，25年需求逐步回暖，同时近期西班牙大停电事件有望催化户储需求进一步提升。东南亚等新兴市场受电价上涨、电网薄弱影响，同时可再生能源发展，户储需求起量。澳洲市场受补贴政策驱动，25H2开启爆发增长，需求旺盛。

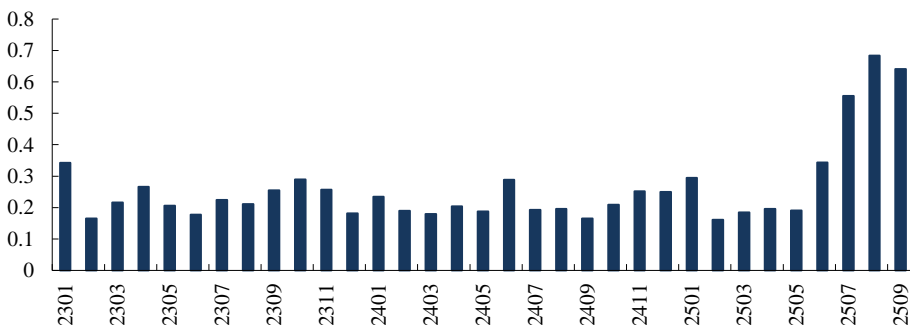
图表：欧洲逆变器出口（亿美元）



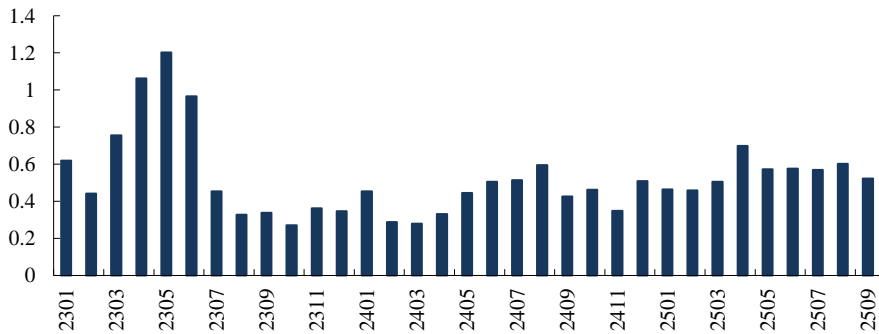
图表：东南亚逆变器出口（亿美元）



图表：澳大利亚逆变器出口（亿美元）



图表：非洲逆变器出口（亿美元）



6 国内大储：由强制配储转向经济性驱动

◆地方政府密集出台储能容量电价补偿政策，建立市场化收益机制。当前已落地的地区包括内蒙古、甘肃、河北、宁夏、新疆等，政策模式涵盖发电量补偿、容量电价机制（火储同补）、容量电价+峰谷电价叠加、以及容量补偿+辅助服务考核等。补偿标准看，可分为“按容量补贴”（元/kW·年）与“按发电量补贴”（元/kWh），并配合考核机制确保储能出力质量，项目IRR普遍在6-12%区间，高价值省份可达15%以上。预计未来仍将有更多省份跟进出台容量补偿政策，储能收益模型将持续优化。

表：部分省份容量电价补偿政策汇总

省份	内蒙	甘肃	河北	宁夏	新疆
政策模式	发电量补偿	容量电价机制（“火储同补”）	容量电价机制+充放电价格政策	容量电价机制	容量补偿+调峰辅助服务
补贴标准	发电量补偿：2025年及以前建成投产项目0.35元/KWh	容量电价：330元/KW·年（与煤电机组暂定同标准）	容量电价：100元/KW·年	容量电价：2025年10-12月：100元/KW·年；2026年1月起：165元/KW·年	容量补偿：2023年0.2元/KW时，2024年0.16元/KW时，2025年0.128元/KW时（逐年递减20%）
计价基准	向电网的发电量	有效容量 = (满功率放电时长/6) × 额定功率 - 厂用电	月度平均可用容量（以4小时充放电时长为基准折算）	有效容量 = (满功率放电时长/6) × 额定功率 - 厂用电	实际发电量
激励周期	补偿标准每年公布，执行时间为10年；25年6月30日前开工项目方可享受首年补贴	执行期2年	执行2年，先建先得，25年1月开始执行，执行期2年，26年6月前未并网项目扣减容量补偿月数	未明确说明执行期限	政策有效期至2025年12月31日
考核机制	-	月内发生三次非计划停运，扣减当月容量电费；全年有三个月发生，扣减全年容量电费	月内发生2次未达申报容量：扣减10%当月容量电费；3次：扣减50%；4次及以上：扣减100%。年调用完全充放电次数原则上不低于330次	月内发生3次非停：扣减当月容量电费；全年有3个月发生非停：取消未来一年获取容量电费的资格	新疆四地州投运独立储能项目2023年全年调用完全充放电次数不低于100次；调度机构可进行调度测试
峰谷价差	蒙西电力现货交易，独立储能充放电价差0.27元/wh	甘肃现货运行一年，平均峰谷价差超过0.24元/kwh	电力现货交易，平均峰谷价差超0.25-0.3元/wh	电力现货交易试运行，平均峰谷价差超0.26-0.31元/wh	电力现货交易，平均峰谷价差超0.25-0.3元/wh
经济性	IRR测算10-20%（补贴0.35元/kwh）	IRR测算9-12%（补贴0.15-0.18元/kwh）	IRR测算6-8%（补贴0.08元/kwh）	IRR测算6-8%（补贴0.08-0.1元/kwh）	IRR测算6-8%（考虑补贴按照25年标准延续）
储能装机目标	-	2025年底新型储能装机超过6GW；2030年底10GW	2025年1月1日至2026年12月31日参与竞争的独立储能容量规模为河北南网7.7GW，冀北电网8.3GW	-	-

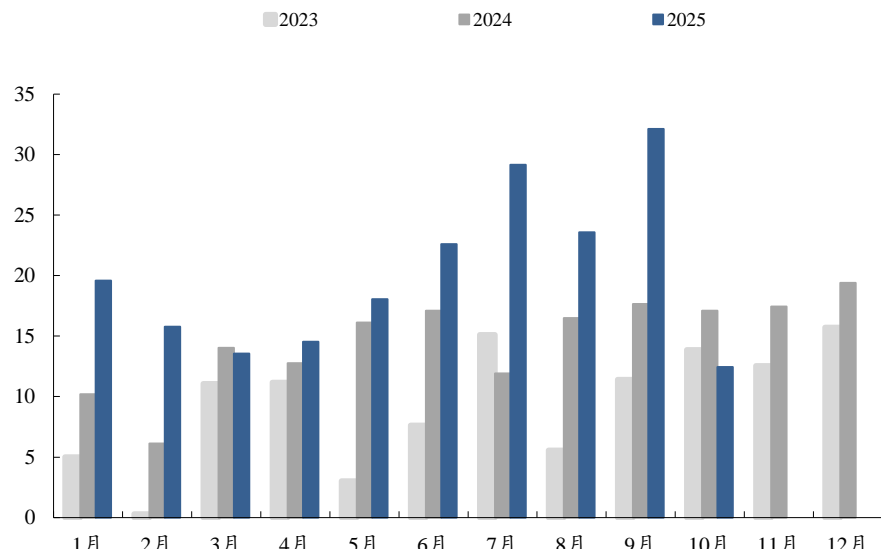
图：容量电价补偿后储能项目收益率测算

	普通厂商
固定成本合计(万/gwh)	73464
运营规模(MW)	250
储能时长 (h)	4
循环寿命	7500
一天充放电次数	1
运营年限 (年)	20.55
首年衰减率	2.00%
年衰减率	1.50%
放电深度	90.00%
逆变器折旧年限	10
年通胀率	3.00%
年运营费用 (万元)	1101.96
容量出租比例	0%
租金 (元/kw*年)	330
容量电价补偿 (元/kwh)	0.35
调峰补偿 (元/Mwh)	0
调峰数量 (Mwh/年)	0
购电电价 (元/kwh)	0.20
售电电价 (元/kwh)	0.40
峰谷价差 (元/kwh)	0.20
充放电额外税费 (元/kwh)	0.02
年运行天数	280
每天放电容量比重	100%
项目内部收益率	12%

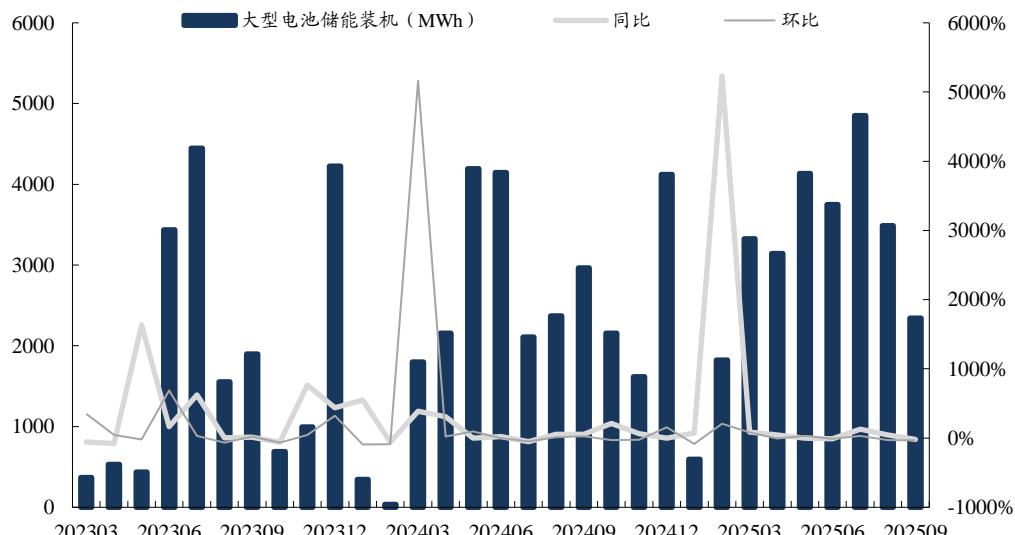
6 大储：国内大储稳健增长，美储抢装加速

- ◆ **25Q1-3国内大储招/中标容量为102/63GWh，同比+30%/-12%**。25年10月国内大储招标/中标容量为12.4/25.3GWh，环比-61%/+72%。尽管强制配储取消，但各省陆续出台过渡性政策，独立储能占比不断提升，全年预计国内储能保持30%左右增长。
- ◆ **25Q1-3美国大储装机27.5GWh，同比+36%**。其中25Q3装机11GW，同环比+43.5%/-3.1%。美国储能受关税影响25H1抢装加速，全年有望高增，26年增速或有放缓。

图表：国内储能月度招标数据 (GWh)



图表：美国大型储能月度装机 (单位：MWh, %)



7 玻璃板块25Q1-3营收296亿元，同比-18%

- ◆ **玻璃2025年Q1-3收入296亿元，同比-18%，环比-9%。**25年Q3收入108.8亿元，同比+8%，环比+19%。受政府限制多晶硅产能扩张并强制要求降低利用率的影响，Q3玻璃价格回升。
- ◆ **玻璃2025年Q1-3毛利率9.9%，同比-5pct。**玻璃板块25年Q3毛利率10.6%，同比+5pct，环比-1pct。龙头企业福莱特25Q3毛利率16.8%，同比-10pct，环比+5pct。Q3开始逐步涨价修复盈利，预计Q4盈利将持续上升。

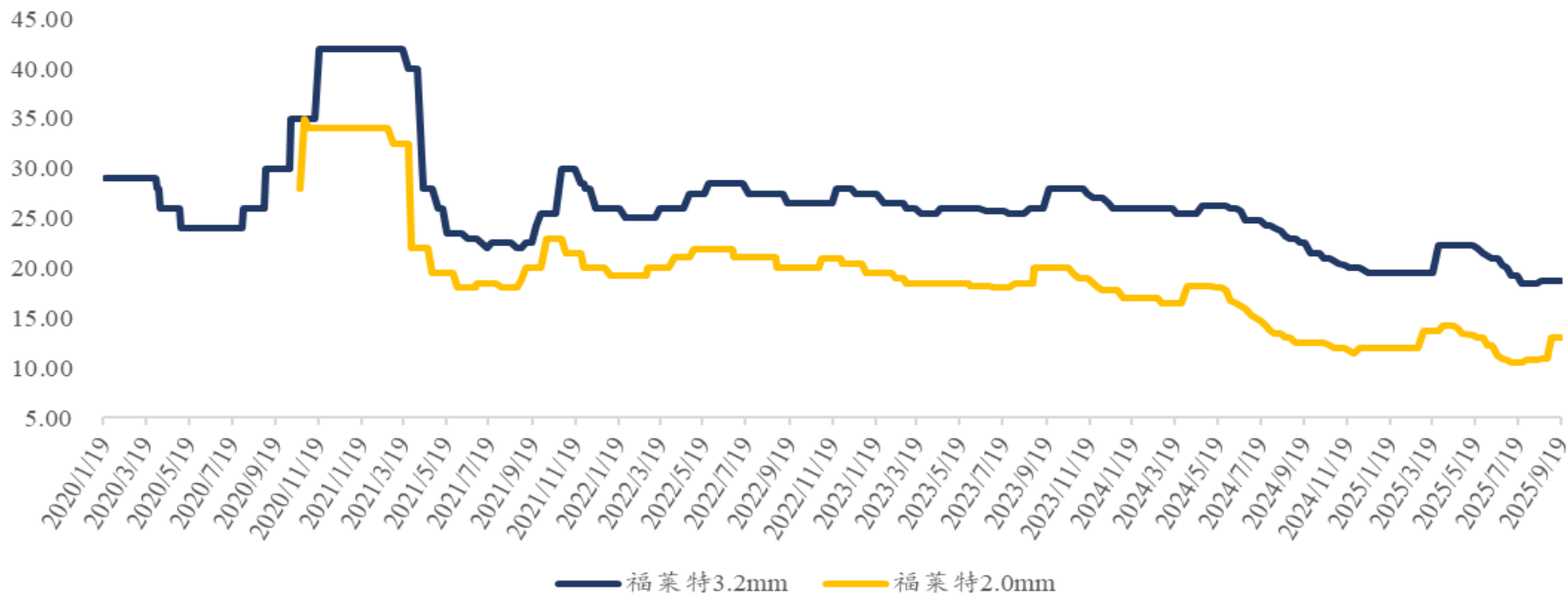
图表：玻璃板块的营业收入、毛利率(亿元)

营业收入 (亿元)	25Q1-3	25Q1-3同比	25Q1-3环比	25Q3	25Q3同比	25Q3环比
福莱特	124.6	-15%	-4%	47.3	21%	29%
亚玛顿	15.8	-35%	-21%	5.0	-29%	-5%
凯盛新能	26.8	-28%	-15%	10.0	40%	28%
安彩高科	24.6	-29%	-19%	7.1	-25%	-2%
南玻A	104.2	-12%	-9%	39.4	5%	15%
合计	296.0	-18%	-9%	108.8	8%	19%
毛利率	25Q1-3	25Q1-3同比	25Q1-3环比	25Q3	25Q3同比	25Q3环比
福莱特	15.1%	-4pct	2pct	16.8%	-10pct	5pct
亚玛顿	6.4%	2pct	3pct	4.4%	0pct	0pct
凯盛新能	-13.5%	-15pct	-3pct	-10.8%	-23pct	-4pct
安彩高科	-5.0%	-11pct	-5pct	-8.5%	-13pct	2pct
南玻A	13.9%	-5pct	-1pct	12.8%	-6pct	2pct
合计	9.9%	-5pct	0pct	10.6%	5pct	-1pct

7 25Q3玻璃价格有所回升

- ◆ 2025Q3受政府限制多晶硅产能扩张并强制要求降低利用率的影响，头部生产商的开工率大幅降低，Q3玻璃价格有所回升。截至2025年10月底，福莱特3.2/2.0mm玻璃价格分别报20/13元/平，目前依旧维持该水平，预计25Q4价格坚挺。

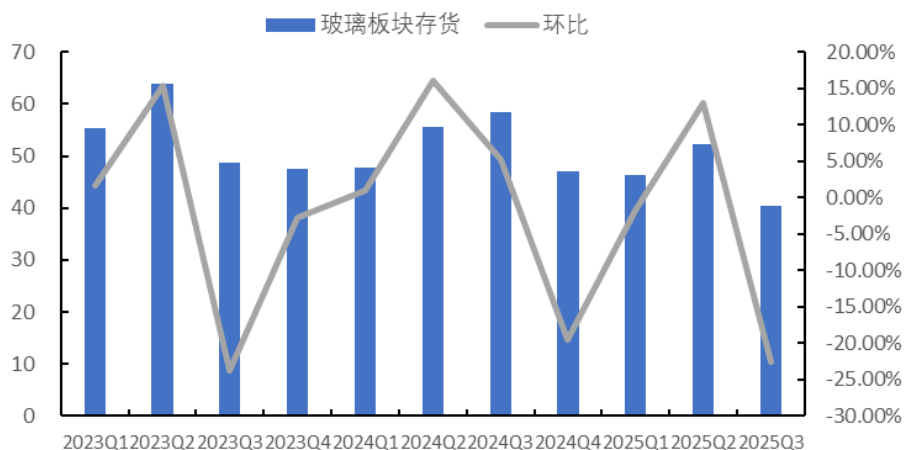
图：玻璃价格曲线（元）



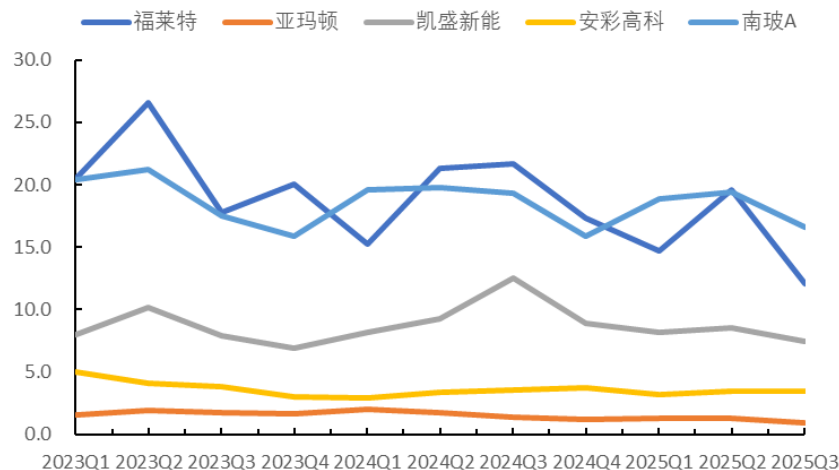
7 玻璃存货波动明显，亚玛顿变化显著

- ◆ **光伏玻璃板块库存呈现显著年度波动。**截至2025Q3末，行业总库存规模达40.5亿元，较2024Q3同期（58.4亿元）同降30.8%，整体库存压力有所缓解。
- ◆ 25Q3福莱特存货同降44.3%，去库存力度最大。25Q3南玻A存货同降14.3%，库存管理稳健。25Q3凯盛新能存货同降40.5%，连续三季度去库存。25Q3安彩高科存货同降3.5%。25Q3亚玛顿存货同降30.9%，较上季度库存略下降。

图表：光伏玻璃板块季度库存情况（亿元，%）



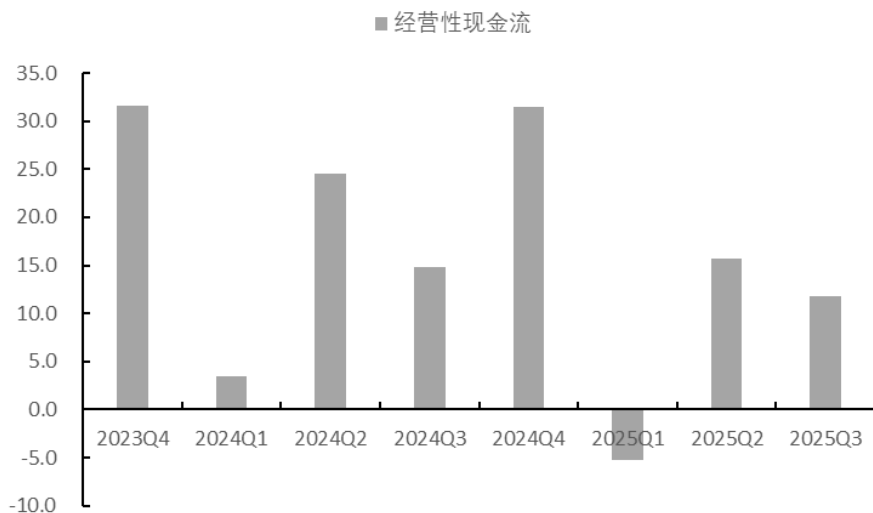
图表：龙头玻璃厂商库存对比（亿元）



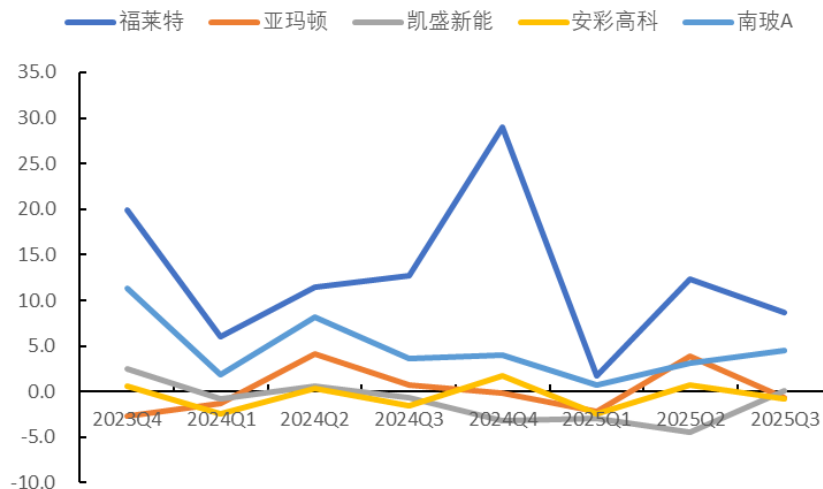
7 25Q3玻璃经营活动现金流净额较上季度略下降，但总体呈现上升趋势

- ◆ 2025Q3光伏玻璃行业整体经营活动现金流净额为11.7亿元，较上季度略有下降。
- ◆ 福莱特玻璃2025Q3经营活动产生的经营活动现金流净额为8.6亿元，同比下降32.3%。

图表：光伏玻璃板块季度经营活动现金流净额情况（亿元）



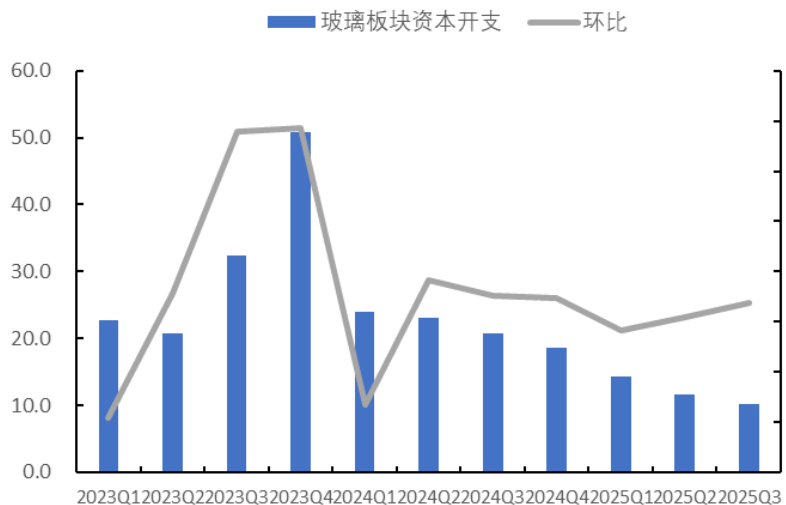
图表：龙头玻璃厂商经营活动现金流净额对比（亿元）



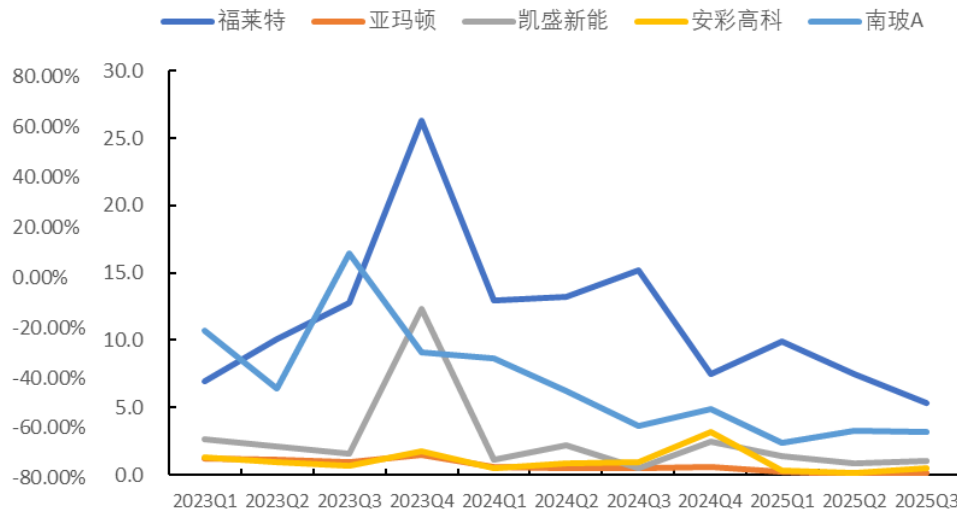
7 玻璃资本开支有所下降，凯盛新能正向增长

- ◆ 光伏玻璃行业资本开支有所下降，2025Q3有所下降，2025Q3玻璃板块资本开支10.2亿元，同比-50.9%，环比-12.7%。
- ◆ 各公司对比来看，2025Q3玻璃龙头资本开支相比2025Q2均有波动，波动程度不同。2025Q3资本开支金额上，福莱特>南玻A>凯盛新能>安彩高科>亚玛顿；环比变化幅度上，亚玛顿>安彩高科>福莱特>凯盛新能>南玻A，除了福莱特和南玻A是同比下降，其余都是正向增长。其中2025Q3福莱特资本开支5.3亿元、环比-28.8%，凯盛新能资本开支3.2亿元、环比+21.8%。

图表：光伏玻璃板块季度资本开支情况（亿元，%）



图表：龙头玻璃厂商资本开支对比（亿元）



8 胶膜板块25Q1-3营收396.2亿元，同比-9%

- ◆ 胶膜25Q1-3营收396.2亿元，同比-9%，环比-6%；胶膜25Q3营收126.5亿元，同比-7%，环比-11%。
- ◆ 胶膜25Q1-3毛利率12.7%，同比-2pct，环比-2pct，龙头企业福斯特25Q1-3毛利率11.1%，同比-4pct，环比-3pct。胶膜25Q3毛利率13.7%，同比+1pct、环比+1pct。

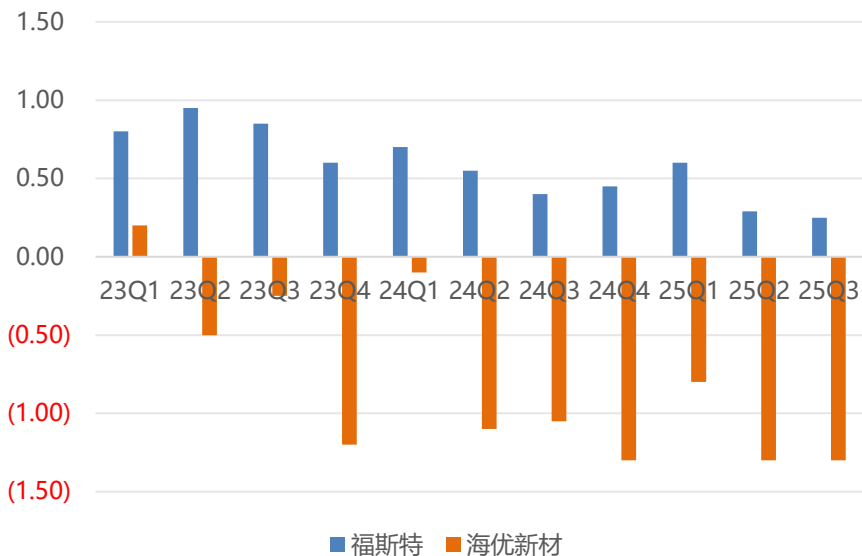
图表：胶膜板块的营业收入、毛利率(亿元)

营业收入 (亿元)	25Q1-3	25Q1-3同比	25Q1-3环比	25Q3	25Q3同比	25Q3环比
福斯特	117.9	-22%	-15%	38.3	-13%	-12%
海优新材	8.7	-58%	-49%	2.4	-58%	-25%
赛伍技术	20.4	-12%	-4%	6.9	5%	-3%
鹿山新材	11.7	-27%	-23%	4.3	-14%	5%
天洋新材	6.9	-31%	-33%	2.2	-36%	-12%
明冠新材	5.4	-29%	0%	1.6	-1%	-25%
深圳燃气	225.3	9%	5%	71.0	2%	-10%
合计	396.2	-9%	-6%	126.5	-7%	-11%
毛利率	25Q1-3	25Q1-3同比	25Q1-3环比	25Q3	25Q3同比	25Q3环比
福斯特	11.1%	-4pct	-3pct	8.9%	-7pct	-2pct
海优新材	-2.8%	-3pct	0pct	-6.7%	2pct	-1pct
赛伍技术	0.7%	-6pct	-1pct	-2.2%	-6pct	-1pct
鹿山新材	11.0%	1pct	1pct	9.8%	-1pct	-1pct
天洋新材	23.1%	9pct	10pct	24.8%	3pct	-3pct
明冠新材	-3.7%	-9pct	-3pct	-7.0%	-12pct	-5pct
深圳燃气	15.4%	-1pct	-2pct	18.8%	-4pct	1pct
合计	12.7%	-2pct	-2pct	13.7%	1pct	1pct

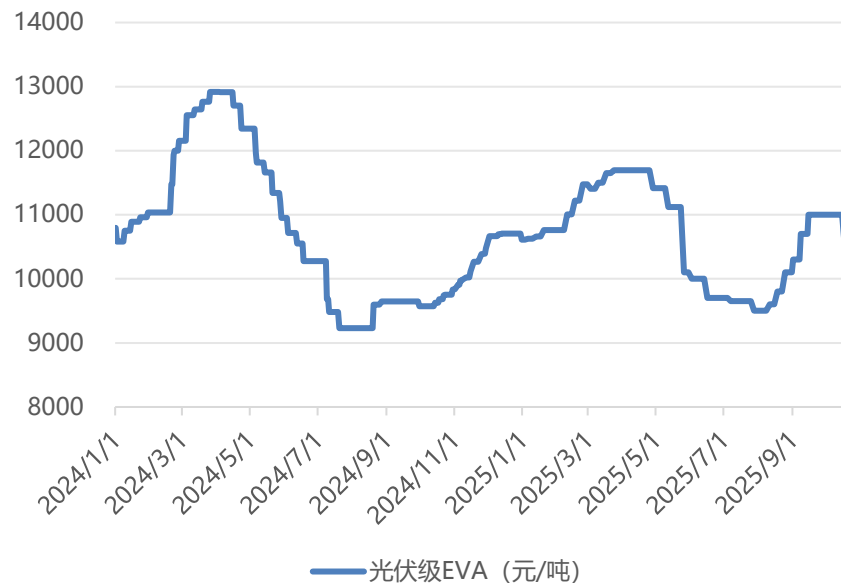
8 25Q3胶膜价格承压盈利下滑，龙头成本优势显著

- ◆ 25Q3粒子价格有所回暖，但均价仍低于Q2，龙头福斯特成本优势显著，持续保持盈利。25Q3粒子价格先降后升，但回升力度不够，Q3均价较Q2仍然有所下滑，胶膜价格承压。龙头福斯特成本优势持续显著，在二三线持续亏损情况下，公司仍保持较高盈利优势，25Q3单平净利达0.25元/平。

图：胶膜厂商季度单平净利（元/平方米）



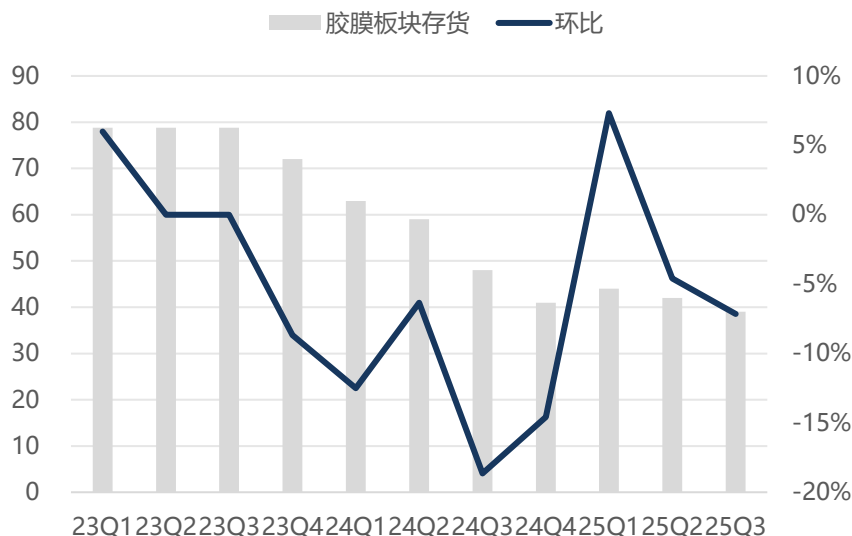
图：EVA粒子价格



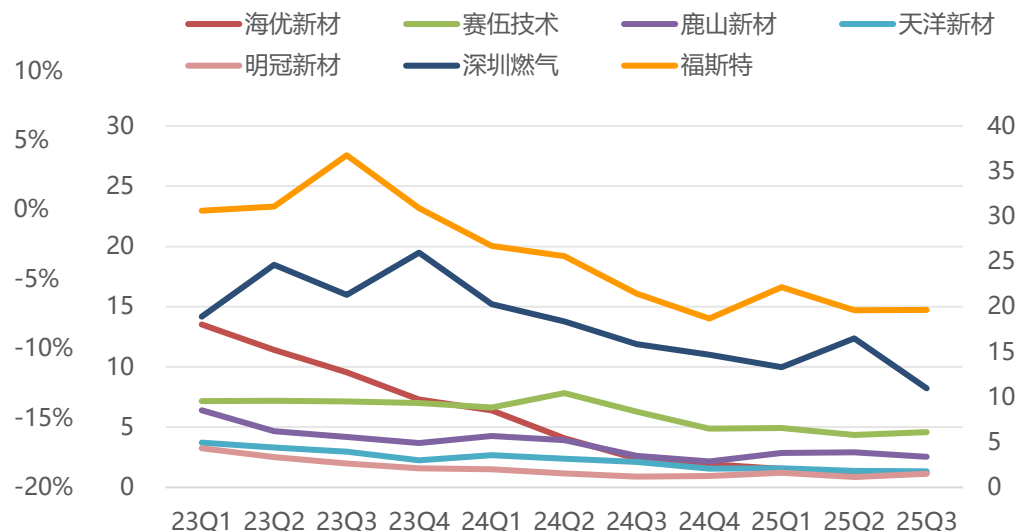
8 胶膜存货持续下降，25Q3末达39亿，环比-7.1%

- ◆ 截至2025Q3末，胶膜板块库存总量为39亿元，环比-7.1%，同比-18.8%。
- ◆ 2025Q3库存金额排名福斯特（19.6亿元）> 深圳燃气（8.2亿元）> 赛伍技术（4.6亿元）> 鹿山新材（2.5亿元）> 天洋新材（1.3亿元）> 海优新材（1.2亿元）> 明冠新材（1.1亿元）。环比降幅排名：深圳燃气（-33.5%）> 鹿山新材（-12.6%）> 天洋新材（-3.3%）> 福斯特（+0.2%）> 赛伍技术（+5.4%）> 海优新材（+30.1%）> 明冠新材（+32.5%）。

图表：光伏胶膜板块季度库存情况（亿元，%）



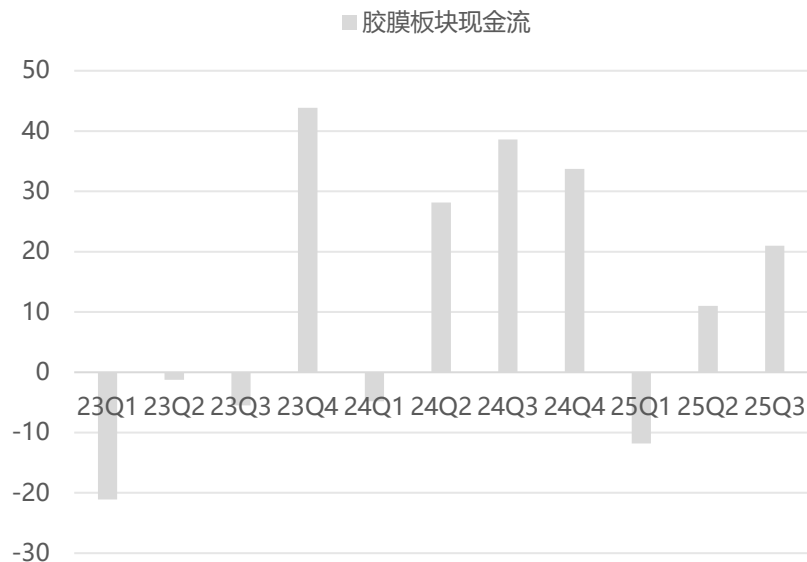
图表：龙头胶膜厂商库存对比（亿元，右轴：福斯特）



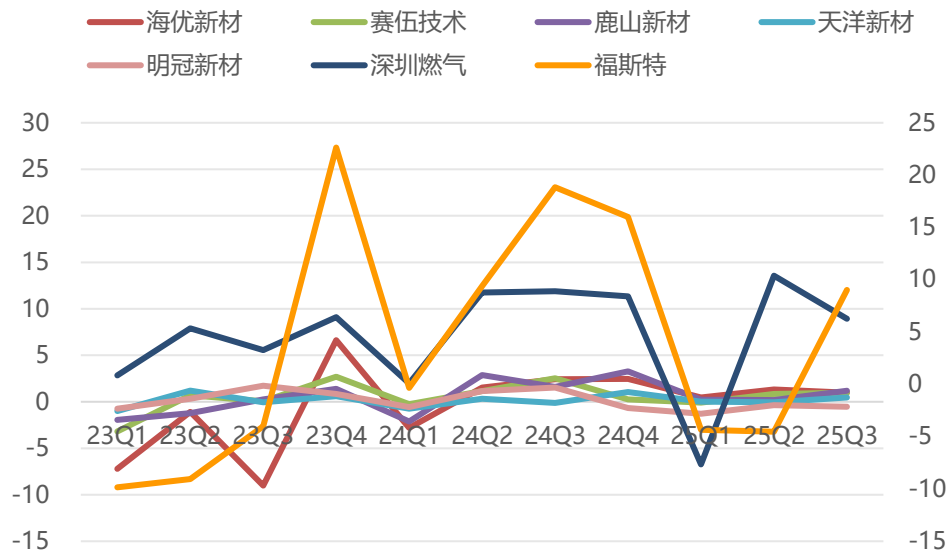
8 胶膜经营活动现金流净额25Q3同比-45.6%

- ◆ 2025Q3胶膜板块经营活动现金流净额为21亿元，环比+91.5%，同比-45.6%。
- ◆ 25Q3明冠新材经营活动现金流净额同比-136%；赛伍技术同比-60.7%；海优新材同比-59.8%；福斯特同比-52.1%；鹿山新材同比-26.1%；深圳燃气同比-24.8%；天津新材经营活动现金流净额实现较大增长，同比+452.7%，环比+1004.8%。

图表：光伏胶膜板块季度经营活动现金流净额情况（亿元）



图表：龙头胶膜厂商经营活动现金流净额对比（亿元，右轴：福斯特）



9 支架板块25年Q1-3营收120.1亿元，25Q3营收37.3亿元，同比-19%

- ◆ 支架2025年Q1-3收入120.1亿元，环比-10%；25Q3收入37.3亿元，同比-19%，环比-25%。
- ◆ 支架2025年Q1-3毛利率18.1%，同比-2pct，环比-1pct；龙头企业中信博2025年Q3毛利率16.4%，同比-2pct，环比-3pct；支架25Q3毛利率18.4%，同比-2pct，环比+1pct。

图表：支架板块的营业收入、毛利率(亿元)

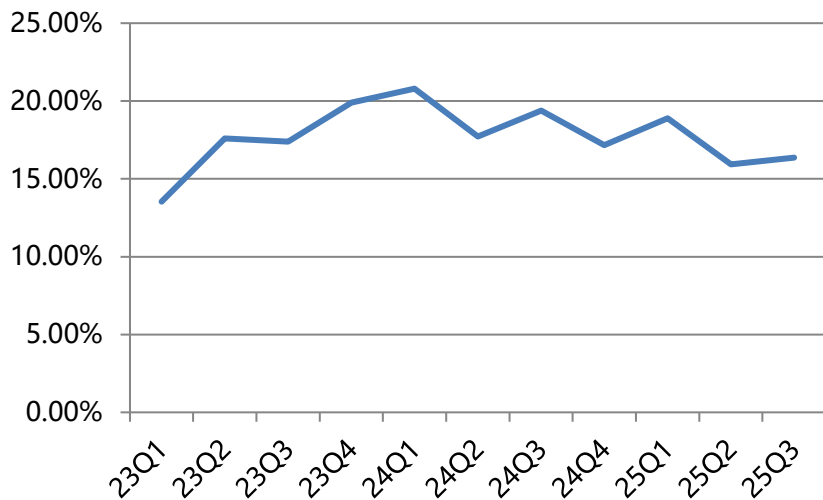
营业收入 (亿元)	25Q1-3	25Q1-3同比	25Q1-3环比	25Q3	25Q3同比	25Q3环比
	中信博	53.8	-10%	-25%	13.4	-49%
意华股份	49.6	5%	9%	19.2	22%	14%
清源股份	16.8	27%	7%	4.7	5%	-44%
合计	120.1	0%	-10%	37.3	-19%	-25%

毛利率	25Q1-3	25Q1-3同比	25Q1-3环比	25Q3	25Q3同比	25Q3环比
中信博	16.9%	-2pct	-1pct	16.4%	-2pct	-3pct
意华股份	19.3%	0pct	0pct	19.5%	0pct	1pct
清源股份	18.1%	-5pct	-3pct	19.8%	-7pct	-7pct
合计	18.1%	-2pct	-1pct	18.4%	-2pct	1pct

9 跟踪支架：业务规模稳步提升，龙头在手订单充沛

- ◆ 毛利率略微波动，国内业务因行业调整短期承压，而海外布局则在加速推进并已成为重要的增长引擎。海外市场拓展稳步推进，以应对国内行业政策调整与投资节奏放缓所带来的阶段性挑战。通过加速本土化产能建设，公司积极把握海外增量机遇。截至25Q1-3，龙头中信博在手订单为11.11亿元固定支架、60.12亿元跟踪支架、0.75亿元其他订单，在手订单充沛。

图表：支架龙头中信博毛利率情况



图表：支架龙头中信博订单情况 (亿元)

	23Q1-3	24Q1-3	25Q1-3
固定支架	12	7.52	11.11
跟踪支架	46	52.10	60.12
其他	5	0.28	0.75

风电：毛利率拐点已现，出海盈利领先

1 风电板块25Q3收入1135亿元，同比+22%；归母净利润50亿元，同比+33%

◆ 风电板块2025Q1-3营收3002亿元，同比+27%，归母净利润155亿元，同比+20%；风电板块25Q3收入1135亿元，同比+22%，环比+1%；25Q3归母净利润50亿元，同比+33%，环比-22%。Q3陆海风板块出货景气度环比基本持平，盈利能力基本维持。

图表：风电板块2025Q3收入及利润情况（亿元，%）

板块名称	营业收入（亿元）		归母净利润（亿元）		营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）		
	2025Q1-3	同比	2025Q1-3	同比	2025Q3	同比	环比	2025Q3	同比	环比
总体	3,002	27%	155	20%	1,135	22%	1%	50	33%	-22%
整机	1,116	36%	30	-3%	438	25%	0%	8	-2%	-49%
叶片	367	23%	19	109%	141	32%	9%	6	168%	-23%
塔筒	182	56%	16	97%	74	51%	6%	6	395%	7%
铸锻件	252	36%	13	47%	88	26%	-4%	4	131%	-12%
轴承	63	41%	8	1127%	22	34%	-5%	3	227%	8%
变流器、电机	28	20%	3	32%	9	-4%	-20%	1	-7%	-33%
海缆	951	14%	56	1%	350	12%	0%	20	7%	-10%
运营	44	-7%	10	-28%	13	-13%	-13%	2	-48%	-42%

1 风电板块25Q3毛利率14.1%，同比-1.1pct，环比-0.9pct

◆ 风电板块2025Q3毛利率14.1%，同比-1.1pct，环比-0.9pct；净利率4.4%，同比+0.4pct，环比-1.3pct。净利率同比改善较大的主要在轴承、塔筒、铸锻件、叶片环节，运营、变流器电机环比下滑较大。

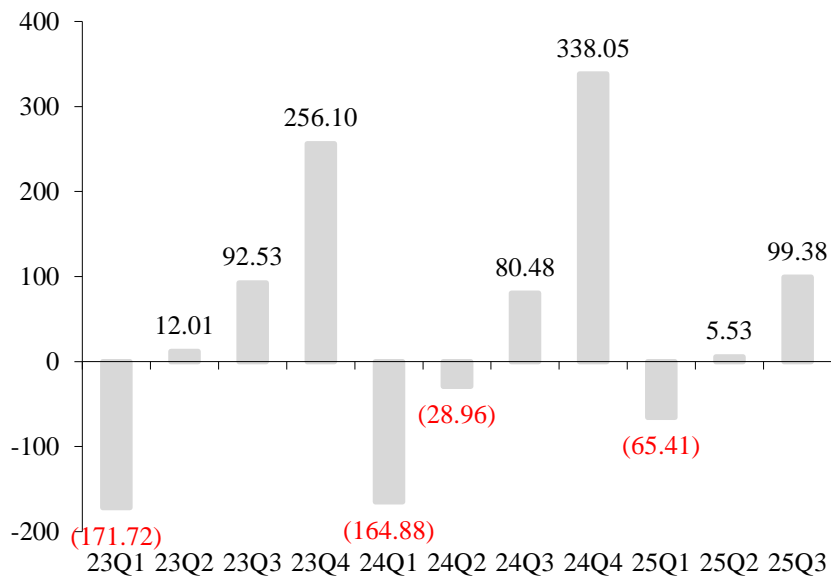
图表：风电板块2025Q3毛利率及净利率情况（%）

板块名称	毛利率（%）		净利率（%）		毛利率（%）			净利率（%）		
	2025Q1-3	同比	2025Q1-3	同比	2025Q3	同比	环比	2025Q3	同比	环比
总体	15.1%	-1.9pct	5.2%	-0.3pct	14.1%	-1.1pct	-0.9pct	4.4%	0.4pct	-1.3pct
整机	11.8%	-3.9pct	2.7%	-1.1pct	10.1%	-3.7pct	-1.3pct	1.9%	-0.5pct	-1.8pct
叶片	17.9%	0.8pct	5.2%	2.1pct	17.1%	0.8pct	-2.3pct	4.3%	2.2pct	-1.8pct
塔筒	19.7%	-0.7pct	8.8%	1.8pct	19.7%	3.4pct	1.5pct	8.3%	5.7pct	0.0pct
铸锻件	16.1%	1.0pct	5.2%	0.4pct	16.1%	2.1pct	0.0pct	5.0%	2.3pct	-0.4pct
轴承	24.0%	7.0pct	12.1%	10.7pct	26.1%	7.3pct	2.2pct	13.2%	7.8pct	1.6pct
变流器、电机	36.9%	-0.6pct	12.0%	1.1pct	37.4%	1.5pct	2.0pct	10.3%	-0.3pct	-2.1pct
海缆	14.4%	-1.6pct	5.9%	-0.7pct	14.2%	-0.1pct	-0.3pct	5.6%	-0.3pct	-0.6pct
运营	41.9%	-6.9pct	22.5%	-6.4pct	33.1%	-10.4pct	-9.0pct	14.9%	-10.0pct	-7.5pct

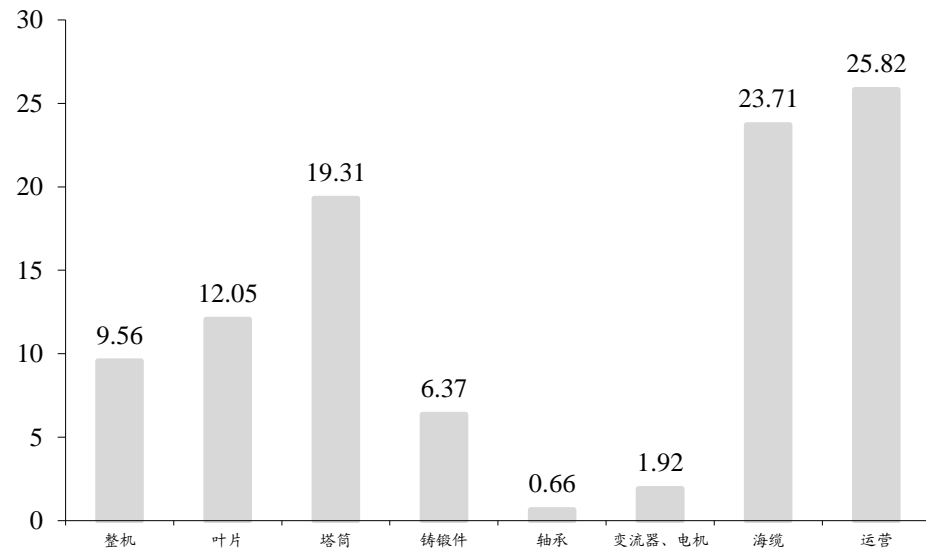
1 风电板块25Q3经营活动现金流净额环比改善，运营海缆等经营活动现金流净额状态良好

- ◆ 25Q3风电板块经营活动现金流净额环比大幅改善，25Q3风电板块经营活动现金流净额99亿元，环比增加94亿元，经营经营活动现金流净额大幅改善。
- ◆ 各板块来看，25Q3经营活动现金流净额：运营（25.8亿元）>海缆（23.7亿元）>塔筒（19.3亿元）>叶片（12.1亿元）>整机（9.6亿元）>铸锻件（6.4亿元）>变流器/电机（1.9亿元）>轴承（0.7亿元）。

图表：风电板块各季度经营活动现金流净额情况（亿元）



图表：25Q3风电各板块经营活动现金流净额情况（亿元）



2 风机板块25Q3收入438.2亿元，同环比+24.9%/+0.3%

- ◆ **整机25Q3收入同比继续增长，利润同比小幅下滑。** 整机板块25Q3营收438.2亿元，同环比+24.9%/+0.3%；归母净利润8.2亿元，同环比-1.7%/-49.5%。
- ◆ **金风科技：** 公司25年Q1-3营收481.5亿元，同比+34.3%，归母净利润25.8亿元，同比+44.2%；其中25年Q3营收196.1亿元，同环比+25.4%/+2.9%，归母净利润11亿元，同环比+170.6%/+19.3%。
- ◆ **三一重能：** 公司25年Q1-3营收144.5亿元，同比+59.4%，归母净利润1.2亿元，同比-82.2%；其中25年Q3营收58.6亿元，同环比+54.6%/-8.6%，归母净利润-0.9亿元，同环比-135.1%/-122%。
- ◆ **明阳智能：** 公司25年Q1-3营收263亿元，同比+30%，归母净利润7.7亿元，同比-5.3%；其中25年Q3营收91.6亿元，同环比+8.5%/-2.9%，归母净利润1.6亿元，同环比+5.4%/-49.4%。
- ◆ **运达股份：** 公司25年Q1-3营收184.9亿元，同比+32.7%，归母净利润2.5亿元，同比-5.8%；其中25年Q3营收75.9亿元，同环比+43.2%/+10.3%，归母净利润1.1亿元，同环比-9.6%/+27.1%。

图表：整机板块龙头公司营收、归母净利润情况（亿元、%）

板块名称	营业收入 (亿元)		归母净利润 (亿元)		营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)		
	2025Q1-3	同比	2025Q1-3	同比	2025Q3	同比	环比	2025Q3	同比	环比
整机	1116.5	35.8%	29.9	-2.7%	438.2	24.9%	0.3%	8.2	-1.7%	-49.5%
金风科技	481.5	34.3%	25.8	44.2%	196.1	25.4%	2.9%	11.0	170.6%	19.3%
三一重能	144.5	59.4%	1.2	-82.2%	58.6	54.6%	-8.6%	-0.9	-135.1%	-122.0%
明阳智能	263.0	30.0%	7.7	-5.3%	91.6	8.5%	-2.9%	1.6	5.4%	-49.4%
运达股份	184.9	32.7%	2.5	-5.8%	75.9	43.2%	10.3%	1.1	-9.6%	27.1%
电气风电	42.6	36.0%	-7.3	53.5%	16.0	-16.6%	-15.6%	-4.5	-404.1%	-394.4%

2 整机板块龙头主营业业务盈利对比

公司	项目	2023	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	
三一重能	风机整体	出货量 (MW)	7240	500	1025	2000	3715	1000	2000	2410	3990	1490	3230	4000
		毛利率 (%)	15.50%	27.60%	20.00%	14.00%	12.60%	13.71%	15.81%	8.64%		4.74%		4.37%
	公司整体	营业收入 (亿元)	149.4	15.6	23.5	35.8	74.5	17.3	35.5	37.9	87.2	21.9	64.1	58.6
		毛利率 (%)	17.00%	29.00%	20.70%	14.90%	14.40%	19.70%	14.23%	14.85%	18.32%	6.49%	11.95%	4.37%
金风科技	风机及配件	出货量 (MW)	13772	1110	4674	3120	4868	1436	3760	4510	6344	2600	8050	7810
		毛利率 (%)	6.40%	7.00%	2.70%	7.00%	8.80%	3.50%	4.00%	5%+	5%+	8~10%	7.54%	8.00%
	公司整体	营业收入 (亿元)	505	55.7	134	103	211	69.8	132	156	209	94.7	190.6	196.1
		毛利率 (%)	17.10%	25.20%	14.00%	18.20%	16.50%	26.12%	14.10%	14.09%	9.27%	21.80%	12.16%	13.00%
明阳智能	风机及配件	出货量 (MW)	9690	946	2499	3467	2778	1000	3000	3700	3120	3800	4300	4100
		毛利率 (%)	6.40%	5.00%	17.10%	7.50%	-6.60%	7.24%	7.69%	8.00%	-	7.44%	6.00%	9.00%
	公司整体	营业收入 (亿元)	278.6	27.2	78.4	104	69	50.8	67.2	84.4	69.2	77	94.4	91.6
		毛利率 (%)	11.20%	13.40%	20.10%	13.20%	-2.70%	20.60%	17.28%	10.29%	-12.70%	13.19%	11.25%	10.27%
运达股份	公司整体	营业收入 (亿元)	187	34.8	35.5	42	75	37.5	48.8	53	83	40	69	75.9
		出货量 (MW)	8500	1700	1700	1900	3200	2000	2000	2650	4950	2300	4000	4700
		毛利率 (%)	13.70%	16.67%	17.13%	13.73%	10.67%	14.00%	12.66%	16.17%	-	10.47%	8.07%	9.27%

3 塔筒板块25Q3归母净利润6亿元，同环比+394.8%/+6.6%

- ◆ 塔筒板块25Q3营收73.9亿元，同环比+50.6%/+6.2%；归母净利润6.1亿元，同环比+394.8%/+6.6%。
- ◆ **大金重工**：公司25年Q1-3营收46亿元，同比+99.2%，归母净利润8.9亿元，同比+214.6%；其中25年Q3营收17.5亿元，同环比+84.6%/+3.2%，归母净利润3.4亿元，同环比+215.1%/+8%。
- ◆ **天顺风能**：公司25年Q1-3营收37.2亿元，同比+4.6%，归母净利润0.7亿元，同比-76.1%；其中25年Q3营收15.3亿元，同环比+17.8%/+21.4%，归母净利润0.2亿元，同环比-79%/-12.6%。
- ◆ **泰胜风能**：公司25年Q1-3营收37亿元，同比+25.5%，归母净利润2.2亿元，同比+45.1%；其中25年Q3营收14亿元，同环比+8.5%/-6.6%，归母净利润1亿元，同环比+394.5%/+31.8%。
- ◆ **海力风电**：公司25年Q1-3营收36.7亿元，同比+246%，归母净利润3.5亿元，同比+299.4%；其中25年Q3营收16.4亿元，同环比+134.7%/+3%，归母净利润1.4亿元，同环比+779.3%/+0.2%。

图表：塔筒板块龙头公司营收、归母净利润情况（亿元、%）

板块名称	营业收入（亿元）		归母净利润（亿元）		营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）		
	2025Q1-3	同比	2025Q1-3	同比	2025Q3	同比	环比	2025Q3	同比	环比
塔筒	182.0	55.5%	16.0	96.7%	73.9	50.6%	6.2%	6.1	394.8%	6.6%
大金重工	46.0	99.2%	8.9	214.6%	17.5	84.6%	3.2%	3.4	215.1%	8.0%
天顺风能	37.2	4.6%	0.7	-76.1%	15.3	17.8%	21.4%	0.2	-79.0%	-12.6%
天能重工	25.1	37.5%	0.8	1359.0%	10.5	59.3%	18.0%	0.1	125.0%	-37.1%
泰胜风能	37.0	25.5%	2.2	45.1%	14.0	8.5%	-6.6%	1.0	394.5%	31.8%
海力风电	36.7	246.0%	3.5	299.4%	16.4	134.7%	3.0%	1.4	779.3%	0.2%

3 塔筒板块龙头主营业务盈利对比

公司	项目	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
泰胜风能	营业收入 (亿元)	7.7	8.4	12.8	16.9	6.3	9.98	12.9	18.9	7.9	15	14
	出货量 (万吨)	9.3	10.6	17.13	20	8	12.7	15.2	20.5	9.4	-	-
	其中：出口陆风	4.5	2	4.61	2.89	4	6	5	5.3	4.5	-	-
	毛利率 (%)	22.13%	16.07%	20.18%	15.77%	20.12%	19.87%	12.17%	9.59%	13.94%	12.32%	13.35%
天顺风能	营业收入 (亿元)	5.9	17.1	13.9	10.3	3.1	12	13	13	9.3	12.6	15.3
	出货量 (万吨)	9.5	18.5	14.7	14.5	4.5	5.4	10.5	33.7	6.2	15	12
	其中：海风	0	8	3.7	0.5	0	0.9	3	2.3	-	2.5	6
	毛利率 (%)	26.23%	21.39%	20.27%	26.49%	30.39%	23.54%	22.77%	3.76%	23.48%	18.95%	16.51%
大金重工	营业收入 (亿元)	8.4	11.6	12	9.5	4	8.2	9.5	14.7	11.4	17	17.5
	出货量 (万吨)	10	13.8	14	12	5	10	12.3	14.1	8.9	11.4	14.4
	其中：出口海风	1	3.4	3	2.5	1.2	3	1.8	3.2	3.9	4.2	5.2
	毛利率 (%)	19.00%	27.47%	24.58%	20.88%	31.60%	27.00%	25.22%	33.96%	30.95%	26.30%	35.91%
海力风电	营业收入 (亿元)	5.4	6.4	6.3	1	1	2.1	7	2.9	4.4	15.9	16.4
	出货量 (万吨)	6.3	6.9	6.4	1.4	1.39	3.1	9.5	3.01	4.7	16.8	20.3
	毛利率 (%)	15.48%	15.20%	6.57%	-21.80%	5.05%	0.22%	8.15%	13.64%	15.05%	17.59%	15.22%

4 海缆板块25Q3归母净利润19.7亿元，同环比+7.0%/-9.8%

- ◆ 海缆板块25Q3营收350.1亿元，同环比+11.8%/+0.3%；归母净利润19.7亿元，同环比+7.0%/-9.8%。
- ◆ **东方电缆**：公司25年Q1-3营收75亿元，同比+11.9%，归母净利润9.1亿元，同比-1.9%；其中25年Q3营收30.7亿元，同环比+16.5%/+34.2%，归母净利润4.4亿元，同环比+53.1%/+129.6%。
- ◆ **中天科技**：公司25年Q1-3营收379.7亿元，同比+10.7%，归母净利润23.4亿元，同比+1.2%；其中25年Q3营收143.7亿元，同环比+11.4%/+3.8%，归母净利润7.7亿元，同环比-9.4%/-18%。
- ◆ **亨通光电**：公司25年Q1-3营收496.2亿元，同比+17%，归母净利润23.8亿元，同比+12.6%；其中25年Q3营收175.7亿元，同环比+11.3%/-6.4%，归母净利润7.6亿元，同环比+8.1%/-27.8%。

图表：海缆板块龙头公司营收、归母净利润情况（亿元、%）

板块名称	营业收入 (亿元)		归母净利润 (亿元)		营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)		
	2025Q1-3	同比	2025Q1-3	同比	2025Q3	同比	环比	2025Q3	同比	环比
海缆	950.9	14.0%	56.3	1.3%	350.1	11.8%	0.3%	19.7	7.0%	-9.8%
东方电缆	75.0	11.9%	9.1	-1.9%	30.7	16.5%	34.2%	4.4	53.1%	129.6%
中天科技	379.7	10.7%	23.4	1.2%	143.7	11.4%	3.8%	7.7	-9.4%	-18.0%
亨通光电	496.2	17%	23.8	12.6%	175.7	11.3%	-6.4%	7.6	8.1%	-27.8%

4 海缆板块龙头主营业务盈利及订单情况

毛利率 (%)	口径	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
陆缆	合计	11.00%	7.07%	7.50%	7.02%	8.50%	10.71%	10.00%	2.45%		
	电力工程与装备线缆									10.78%	
	高压陆缆									25.02%	
海缆		60.00%	46.53%	40.00%	54.43%	48.00%	37.24%	37.00%	46.16%		
海工		20.00%	25.51%	25.00%	25.24%	25.00%	48.92%	27.00%	10.35%	29.13%	

注：25Q1起新口径：1) 海底电缆与高压电缆=原口径的海缆（除脐带缆/动态缆）+高压陆缆；2) 电力工程与装备线缆=中低压陆缆；3) 海洋装备与工程运维=脐带缆、动态缆+海洋工程

图表：东方电缆在手订单统计

截至日期	在手订单 (亿元)					
	海缆	海工	合计	海缆 220kv+	海缆脐带 缆	陆缆
20250321	88.27	27.95	116.22			63.53
20240812	29.49	13.97	92.36	-		48.9
20240812	29.49	14.33	89.05	22		45.23
20240425	25.8	8.75	71.37	近30%		36.82
20240315	31.6	9.5	78.6	30%左右		37.5
20231025	36.05	10.11	71	55.00%	30.00%	24.84
20230731	39.16	13.71	80.01	42.00%	28.00%	27.14
20230422	50.14	14.69	89.31			24.48
20230307	57.5	12.13	91.3	近50%		21.67

截至日期	在手订单 (亿元)		
	海底电缆与高压 电缆	电力工程与装备 线缆	海洋装备与工程 运维
20250421	115	44	30
20250812	110	50	36
20251023	117	39	39

5 铸锻件板块25Q3归母净利润4.4亿元，同环比+131.2%/-12.0%

- ◆ 铸锻件板块25Q3营收88.5亿元，同环比+26.2%/-4.1%；归母净利润4.4亿元，同环比+131.2%/-12.0%；25Q3铸锻件出货环比小幅下滑，头部公司盈利能力环比继续提升。
- ◆ **日月股份**：公司25年Q1-3营收48.6亿元，同比+52.5%，归母净利润4.3亿元，同比-14.3%；其中25年Q3营收16.3亿元，同环比+16.7%/-15.4%，归母净利润1.5亿元，同环比+77.4%/-7.3%。
- ◆ **金雷股份**：公司25年Q1-3营收21.2亿元，同比+61.3%，归母净利润3.1亿元，同比+104.6%；其中25年Q3营收8.4亿元，同环比+39.4%/+7.5%，归母净利润1.2亿元，同环比+56.5%/-10.8%。

图表：铸锻件板块龙头公司营收、归母净利润情况 (亿元、%)

板块名称	营业收入 (亿元)		归母净利润 (亿元)		营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)		
	2025Q1-3	同比	2025Q1-3	同比	2025Q3	同比	环比	2025Q3	同比	环比
铸锻件	252.0	36.1%	13.1	46.9%	88.5	26.2%	-4.1%	4.4	131.2%	-12.0%
日月股份	48.6	52.5%	4.3	-14.3%	16.3	16.7%	-15.4%	1.5	77.4%	-7.3%
金雷股份	21.2	61.3%	3.1	104.6%	8.4	39.4%	7.5%	1.2	56.5%	-10.8%
通裕重工	47.3	10.7%	0.8	53.3%	17.9	16.1%	17.2%	0.2	63.6%	5.6%
吉鑫科技	10.8	19.1%	1.1	214.0%	3.6	11.8%	-4.2%	0.3	1065.5%	-17.8%
恒润股份	31.3	193.5%	0.6	-187.3%	10.5	148.4%	-22.8%	0.2	157.9%	135.0%
振江股份	28.6	-1.1%	0.4	-73.6%	10.2	9.6%	14.2%	0.3	-32.8%	227.4%
中环海陆	5.5	25.8%	-0.7	-1.6%	2.0	26.7%	-0.3%	-0.2	22.2%	-9.2%
海锅股份	14.6	44.6%	0.5	113.2%	5.1	35.8%	1.2%	0.2	118.3%	14.4%
广大特材	37.7	27.6%	2.5	213.6%	12.4	15.0%	-12.2%	0.6	74.3%	-42.6%
宏德股份	6.4	35.3%	0.3	76.7%	2.0	12.7%	-16.7%	0.1	1844.4%	-61.4%

5 铸锻件板块龙头主营业务盈利对比

- 年初逐渐涨价落地，兑现至25Q2~3业绩。铸件行业整体供需宽松，壁垒在于精加工。23年铸件行业大幅扩产，单价快速下行，使得一线企业微利、二线企业出现亏损。24H2起大兆瓦机型快速上量，精加工产能已出现紧缺情况，大铸件环节已出现小幅涨价，25年初铸件谈价结果较好，25Q2~3铸件行业有望获得量利齐升的业绩弹性。
- 从盈利能力拆分来看，25Q3日月股份毛利率为17.5%，环比+1.6pct；金雷股份毛利率26.4%，环比+1.6pct，盈利能力环比继续提升。

图表：铸锻件板块龙头公司出货及毛利率拆分

公司	项目	2023	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
日月股份	风机铸件 出货量 (万吨)	37.5	8.2	10.3	9.2	9.8	5.2	10.3	12.3	12.4	13	19	18.2
	营收 (亿元)	46.6	10.7	13.2	11.3	11.3	7	10.9	13.97	15.11	13	19.25	16.3
	公司整体 毛利率 (%)	18.70%	20.40%	22.50%	15.10%	16.10%	21.80%	17.46%	14.77%	17.57%	15.53%	15.89%	17.46%
金雷股份	锻造主轴 出货量 (万吨)	14.1	2.8	2.6	4.1	4.5	1.7	3.1	3.6	3.6	2.8	3.5	3
	铸造主轴 出货量 (万吨)	1.55	0.6	0.3	0.26	0.44	0.34	1	1.5	1.2	0.6	2.8	3
	营收 (亿元)	19.5	4.4	3.6	5.4	6.1	2.6	4.6	6	6.5	5	7.78	8.36
	公司整体 毛利率 (%)	33.00%	34.50%	36.70%	35.50%	27.70%	23.90%	19.30%	24.87%	18.49%	21.38%	24.83%	26.41%

6 轴承板块25Q3盈利继续改善

- ◆ **叶片板块：**25Q3营收140.6亿元，同环比+31.7%/+8.8%；归母净利润6.1亿元，同环比+167.6%/-23.1%。其中，①中材科技：25年Q3营收83.7亿元，同环比+33.5%/+6.9%，归母净利润4.8亿元，同环比+234.8%/-24.4%。②时代新材：25年Q3营收56.9亿元，同环比+29.3%/+11.7%，归母净利润1.2亿元，同环比+50.9%/-17.7%。
- ◆ **轴承板块：**25Q3营收21.7亿元，同环比+33.5%/-5.0%，归母净利润2.9亿元，同环比+227.2%/+7.8%。其中，新强联25年Q3营收14.1亿元，同环比+55.1%/+9.8%，归母净利润2.6亿元，同环比+308.6%/+15.3%。

图表：叶片、轴承板块龙头公司营收、归母净利润情况（亿元、%）

板块名称	营业收入 (亿元)		归母净利润 (亿元)		营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)		
	2025Q1-3	同比	2025Q1-3	同比	2025Q3	同比	环比	2025Q3	同比	环比
叶片	366.5	22.7%	19.1	109.0%	140.6	31.7%	8.8%	6.1	167.6%	-23.1%
中材科技	217.0	29.1%	14.8	143.2%	83.7	33.5%	6.9%	4.8	234.8%	-24.4%
时代新材	149.5	14.4%	4.3	40.5%	56.9	29.3%	11.7%	1.2	50.9%	-17.7%

板块名称	营业收入 (亿元)		归母净利润 (亿元)		营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)		
	2025Q1-3	同比	2025Q1-3	同比	2025Q3	同比	环比	2025Q3	同比	环比
轴承	62.8	41.5%	7.6	1126.7%	21.7	33.5%	-5.0%	2.9	227.2%	7.8%
新强联	36.2	84.1%	6.6	-1939.5%	14.1	55.1%	9.8%	2.6	308.6%	15.3%
五洲新春	26.6	7.6%	1.0	0.3%	7.7	6.3%	-23.7%	0.2	0.1%	-38.1%

投资建议

- ◆ **重点推荐：【1】高景气度方向：逆变器及支架（阳光电源、德业股份、上能电气、中信博、锦浪科技、禾迈股份、固德威、盛弘股份、艾罗能源、通润装备、昱能科技、科士达、科华数据等）；【2】供给侧改革受益、成本优势明显的光伏龙头（协鑫科技、通威股份、福莱特、福斯特等）及渠道优势强的组件龙头：（晶科能源、阿特斯、晶澳科技、天合光能、隆基绿能、横店东磁等）；【3】新技术龙头：（隆基绿能、钧达股份、爱旭股份、聚和材料、帝科股份、宇邦新材等，关注TCL中环、美畅股份）。**

表：公司估值表（截至2025年11月14日）

证券代码	名称	总市值 (亿元)	股价	归母净利润 (亿元)				PE				PB现值	评级
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E		
601012.SH	隆基绿能	1,658	21.88	-86	-45	31	60	-19	-37	53	28	2.2	买入
688599.SH	天合光能	455	20.90	-34	-41	7	24	-13	-11	64	19	1.6	买入
002459.SZ	晶澳科技	479	14.48	-47	-31	11	30	-10	-15	45	16	1.7	买入
688223.SH	晶科能源	627	6.27	1	-41	11	35	634	-15	56	18	2.0	买入
688472.SH	阿特斯	749	20.31	22	23	32	39	33	33	24	19	1.7	买入
002056.SZ	横店东磁	336	20.65	18	19	22	25	18	18	15	13	2.9	买入
300274.SZ	阳光电源	3,835	185.00	110	143	172	193	35	27	22	20	4.8	买入
300763.SZ	锦浪科技	342	85.87	7	12	14	18	49	29	24	19	3.1	买入
605117.SH	德业股份	751	82.70	30	33	40	48	25	23	19	16	6.1	买入
688390.SH	固德威	156	64.31	-1	2	5	7	-253	68	33	22	4.6	买入
688032.SH	禾迈股份	144	116.31	3	0	3	5	42	656	50	32	2.4	买入
688348.SH	昱能科技	102	65.37	1	1	2	2	73	87	60	42	2.2	增持
002150.SZ	通润装备	84	23.25	2	3	4	5	39	30	22	16	2.4	买入
600732.SH	爱旭股份	331	15.64	-53	4	16	25	-6	86	21	13	8.6	买入
002865.SZ	钧达股份	110	43.21	-6	-5	7	13	-19	-21	17	9	2.8	买入
603185.SH	弘元绿能	256	37.50	-27	5	10	14	-9	50	25	18	1.2	买入
002129.SZ	TCL中环	441	10.91	-98	-60	8	25	-4	-7	54	17	1.8	-
600438.SH	通威股份	1,160	25.76	-70	-76	20	51	-16	-15	57	23	2.4	买入
688303.SH	大全能源	663	30.90	-27	-12	13	22	-19	-56	52	30	1.7	-
603806.SH	福斯特	417	15.98	13	10	16	22	32	41	26	19	2.5	买入
688680.SH	海优新材	39	46.07	-6	-2	0	2	-7	-16	79	20	3.0	增持
601865.SH	福莱特	405	18.60	10	10	17	22	40	39	24	19	2.0	买入
601222.SH	林洋能源	127	6.16	8	8	10	11	17	15	13	12	0.8	买入
300861.SZ	美畅股份	110	16.40	1	2	3	4	66	54	36	28	1.7	-
688503.SH	聚和材料	137	56.80	4	4	5	6	33	39	27	21	2.8	买入
300842.SZ	帝科股份	98	67.20	4	1	4	6	27	69	24	17	4.0	买入

风险提示

- ◆ **竞争加剧。**光伏主产业链产能扩张充分，供给端严重过剩，行业竞争加剧或导致长期价格战压缩企业利润空间。
- ◆ **政策超预期变化。**若海外贸易壁垒加剧，实行加征关税等政策将影响中国光伏行业增速。光伏行业对政策依赖性较强，政府的补贴政策、税收优惠等都直接影响到光伏产品的成本和市场竞争力。
- ◆ **电网消纳问题限制。**新能源装机规模大幅增长，新能源发电波动性较大，尤其是光伏发电受天气和季节影响明显，给电网稳定性带来挑战，若电网无法消纳将限制光伏装机规模增长导致需求端增速下滑。
- ◆ **技术迭代风险。**光伏技术发展迅速，新技术迭代会导致现有技术淘汰，导致资产贬值。
- ◆ **原材料价格波动风险。**原材料价格波动会影响光伏产品的成本和盈利。
- ◆ **汇率风险。**对于出口导向型的光伏企业，汇率波动可能会影响其国际竞争力和出口利润。

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 财富家园