

电气设备行业

投资评级

看好



五矿证券
MINMETALS SECURITIES

25Q3光伏业绩总结：反内卷带来行业曙光

五矿证券研究所 新能源行业

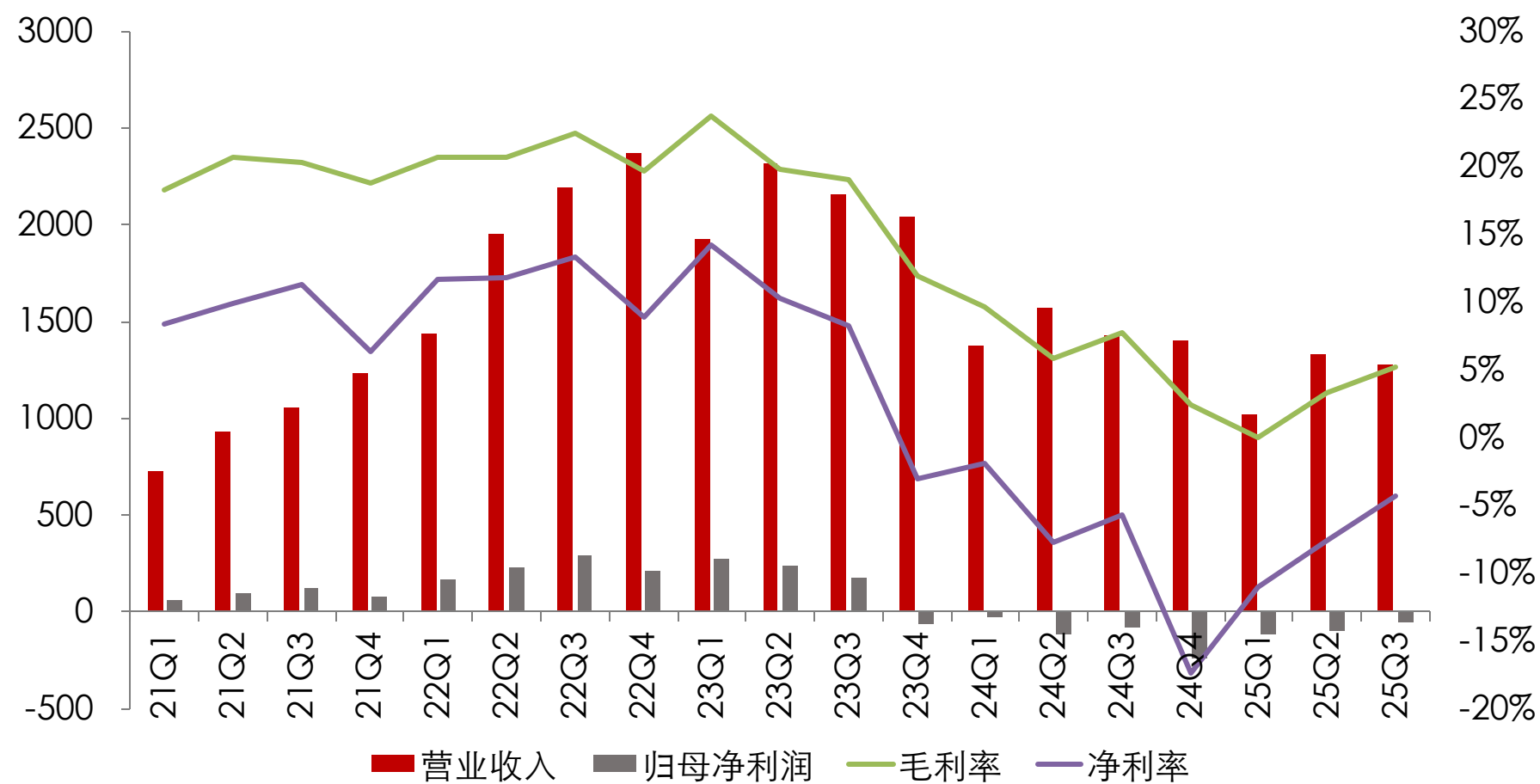
分析师：蔡紫豪

登记编码：S0950523070002

邮箱：caizihao@wkzq.com.cn

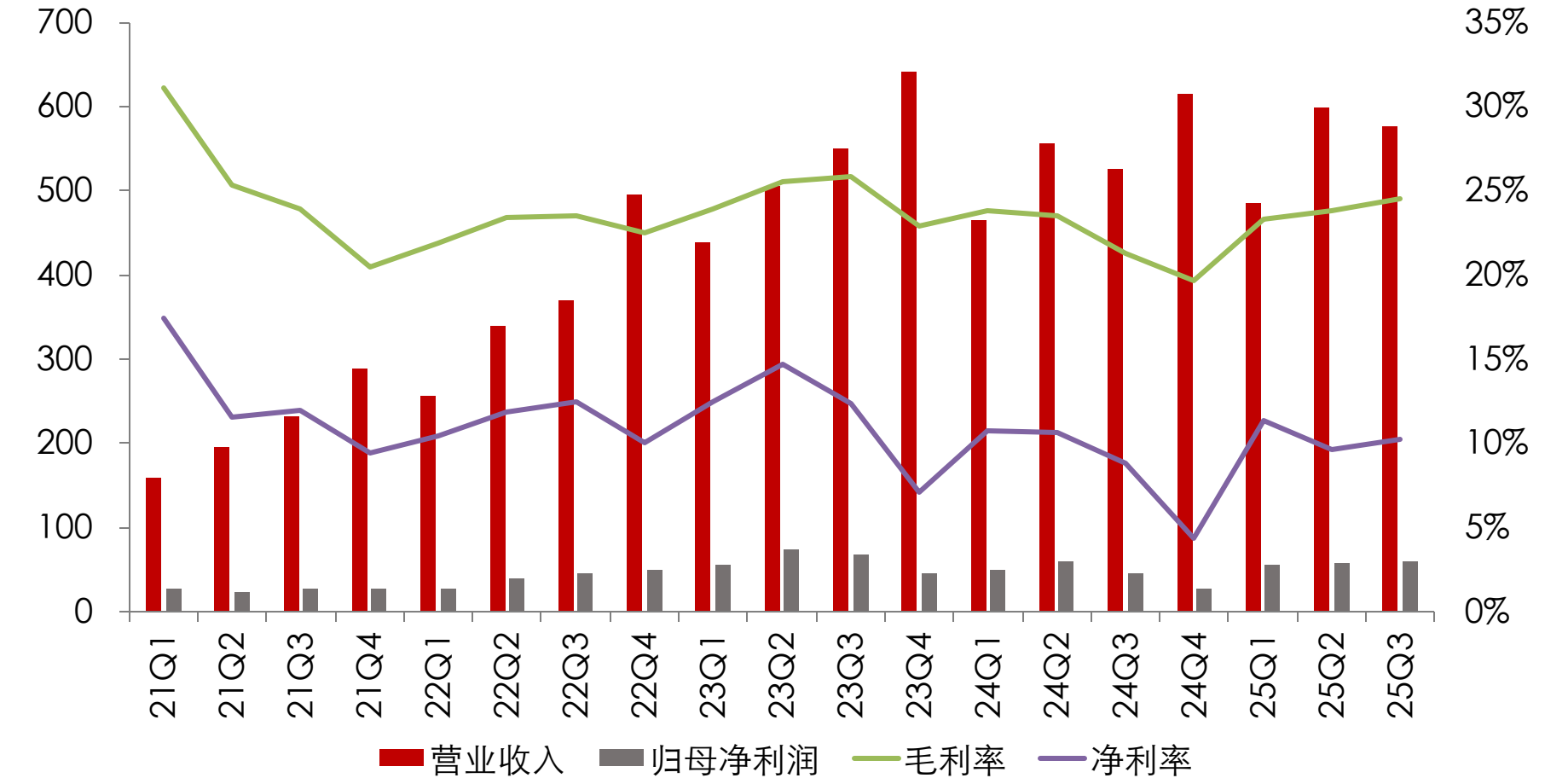
25Q3光伏主产业链盈利有所好转，辅产业链环比持平

图表1：25Q3光伏主产业链利润环比有所修复（亿元）



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表2：25Q3光伏辅产业链营收利润基本持平（亿元）

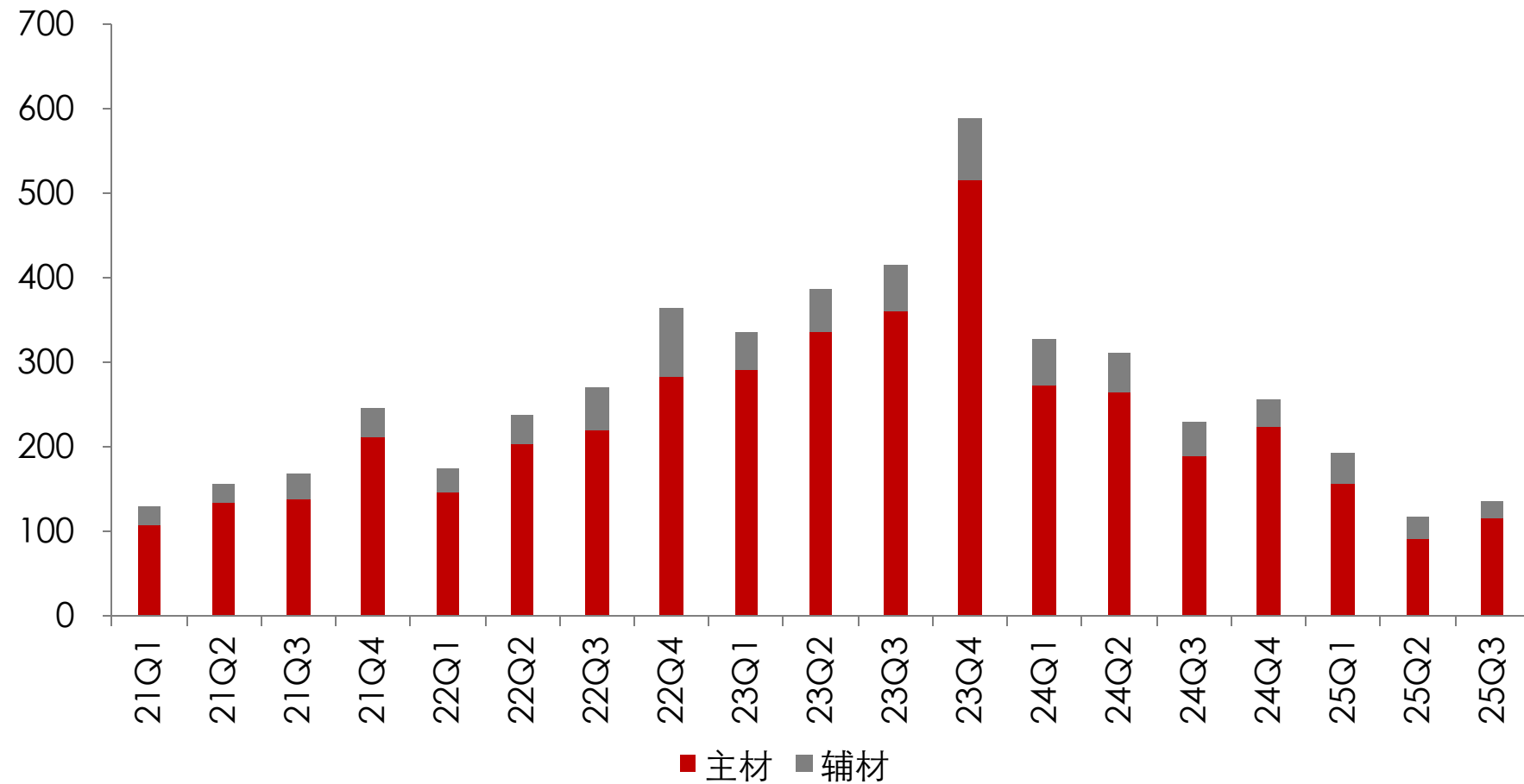


资料来源：Wind，五矿证券研究所

- 主产业链：随主产业链价格修复，25Q3主产业链整体有所减亏，毛利率和净利率环比提升。
- 辅产业链：辅产业链收入利润随规模变动，盈利性环比持平。

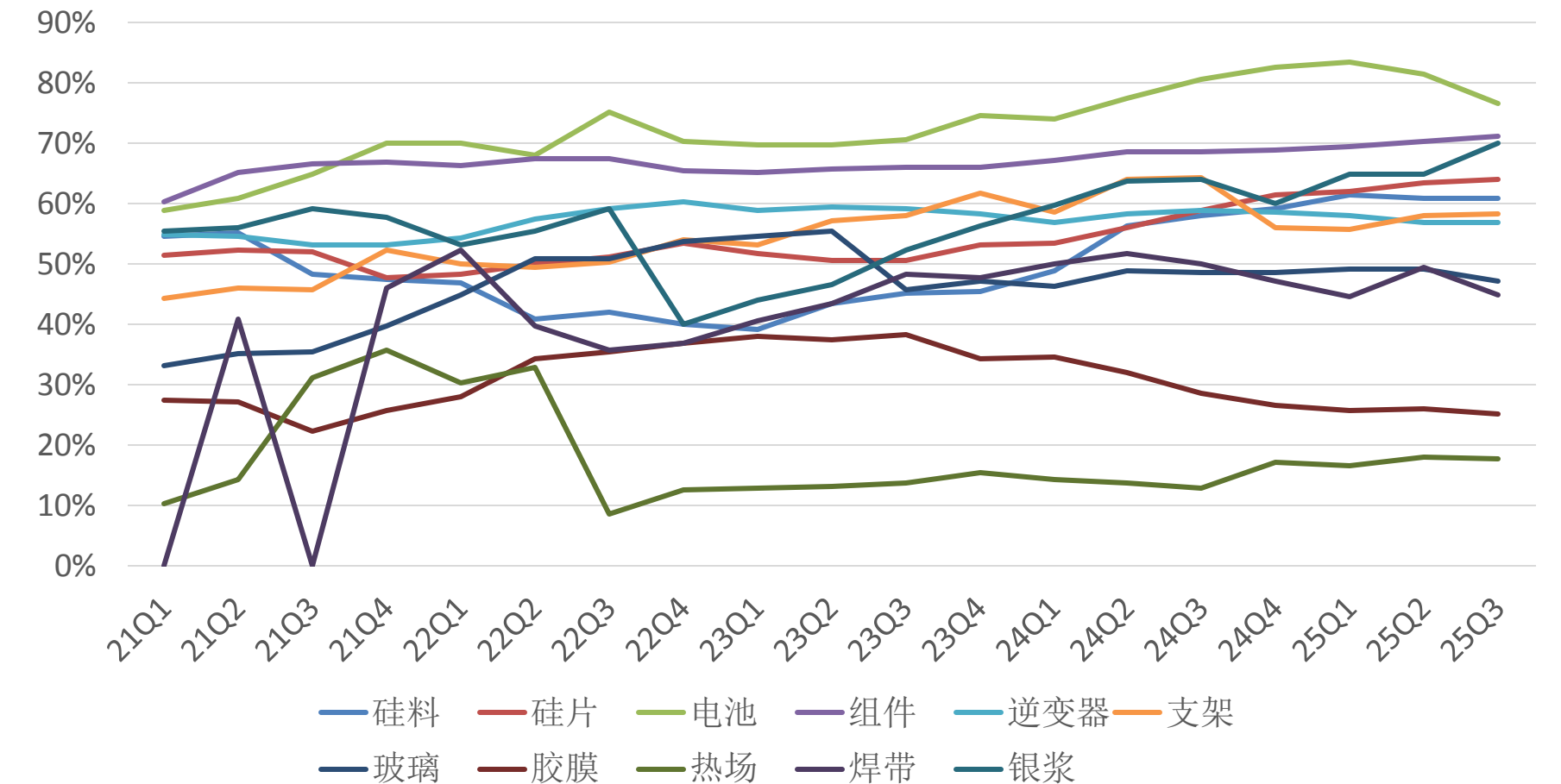
25Q3光伏资本开支依然低迷，资产负债率处于高位

图表3：25Q3光伏资本开支依然平缓（亿元）



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表4：25Q3光伏行业资产负债率基本持平

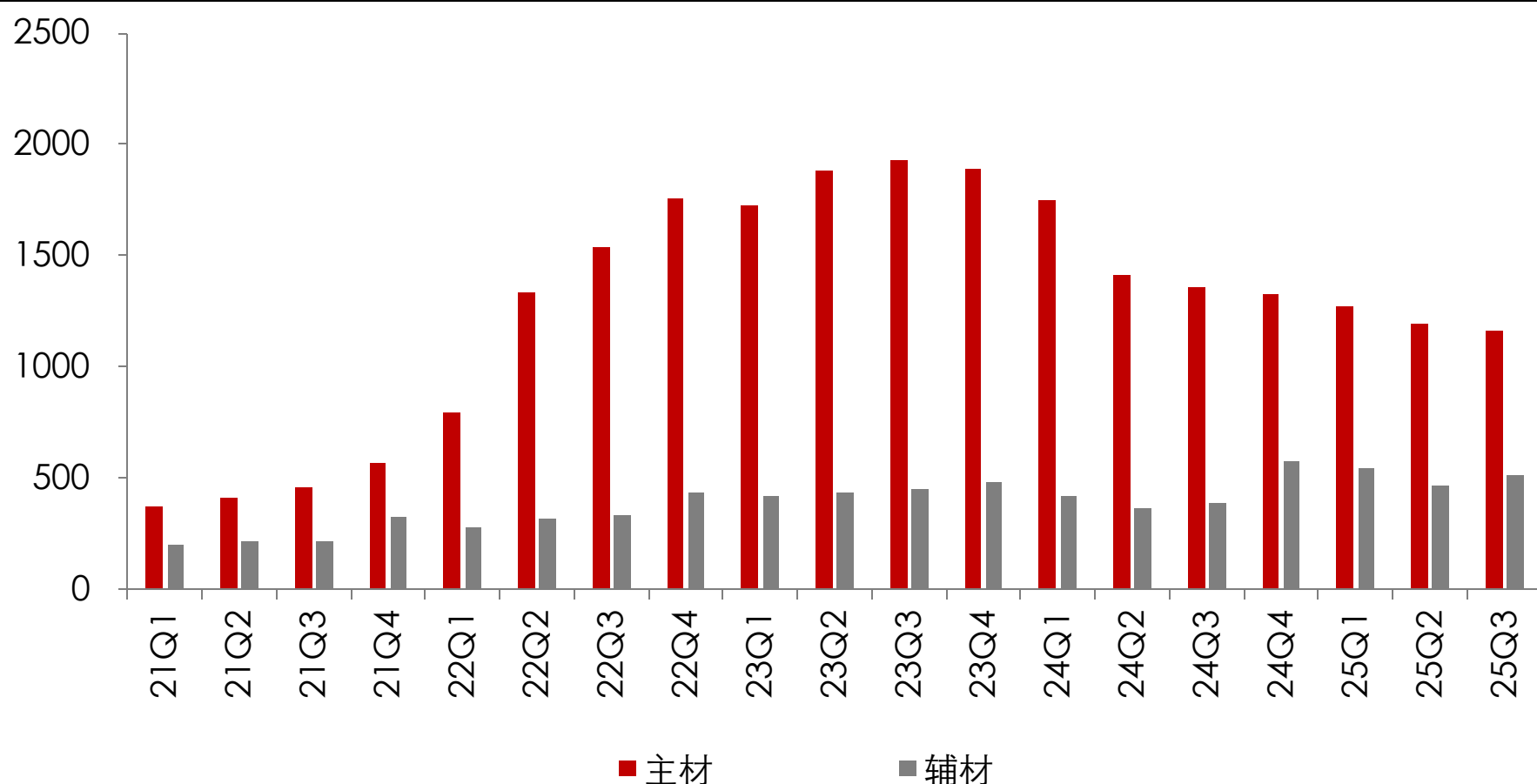


资料来源：Wind，五矿证券研究所

- 资本开支上，25Q3行业资本开支依然处于低水平，整体亏损下企业扩产意愿依然不强。
- 资产负债率上，25Q3行业数据基本不变，结构上看，电池环节资产负债率略有好转。
- 整体来看，盈利亏损且依然没有明显改善的情况下，企业依然以生存为第一目标，部分环节资产负债率依然需要降低到合适水平。

25Q3光伏主产业链短期净现金水平依然恶化

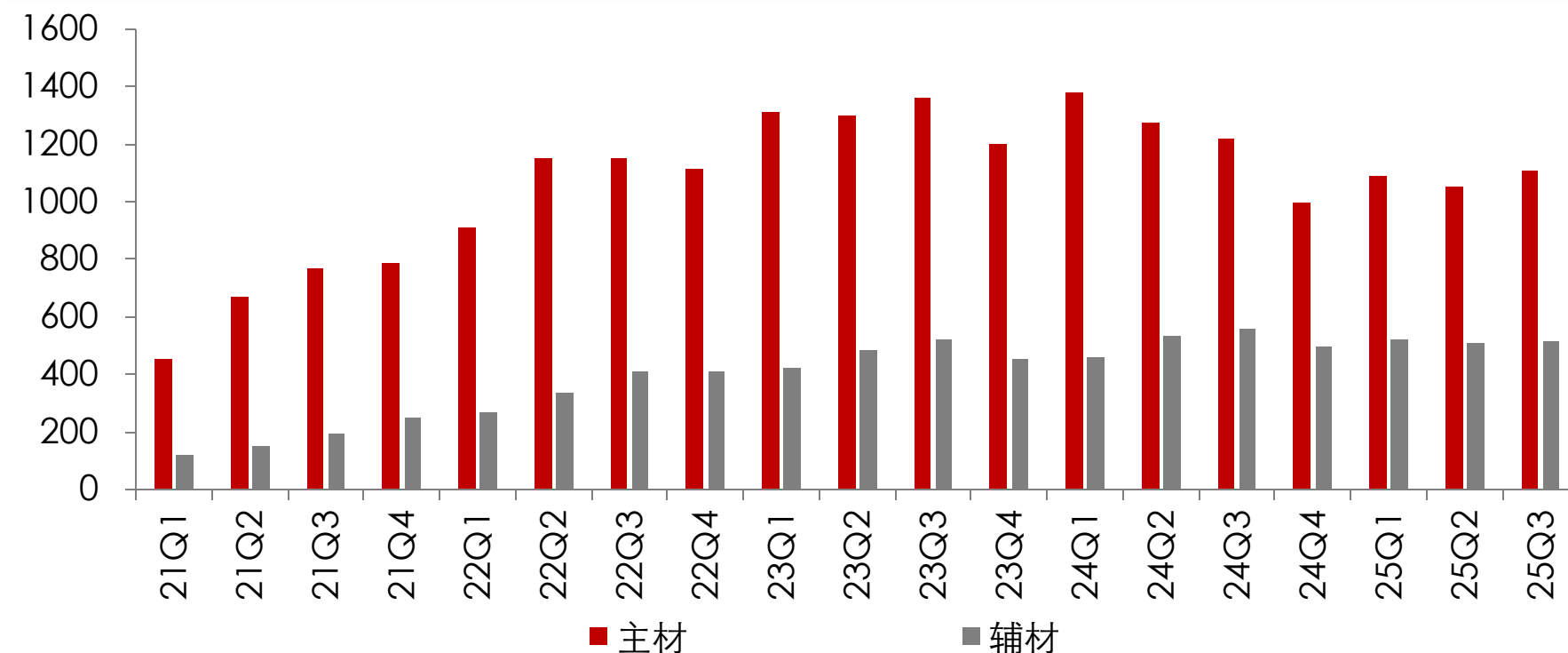
图表5：光伏行业短期净现金流依然低迷（亿元）



资料来源：Wind，五矿证券研究所

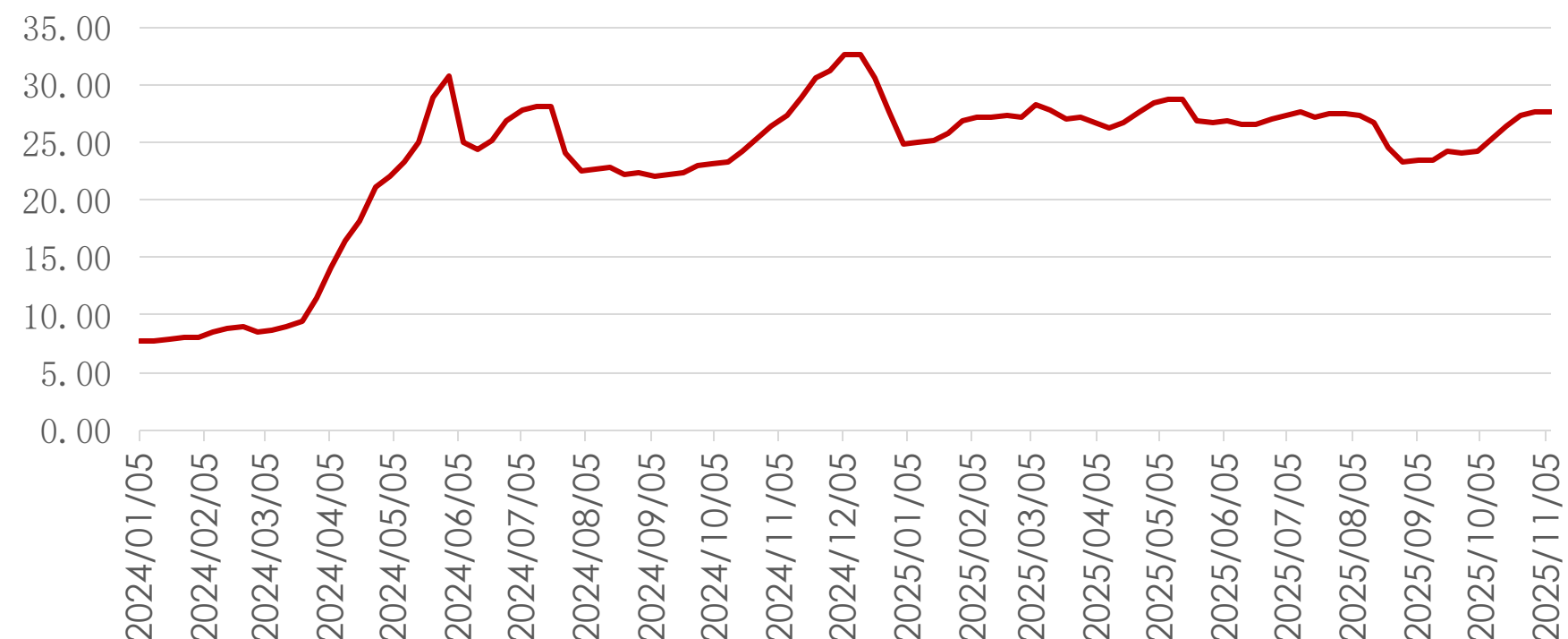
- 短期净现金流：辅产业链持稳，主产业链依然环比下滑。
- 库存：目前行业库存有所增加，多晶硅库存依然处于高位。

图表6：主材环节库存有所增加（亿元、万吨）



资料来源：Wind，五矿证券研究所

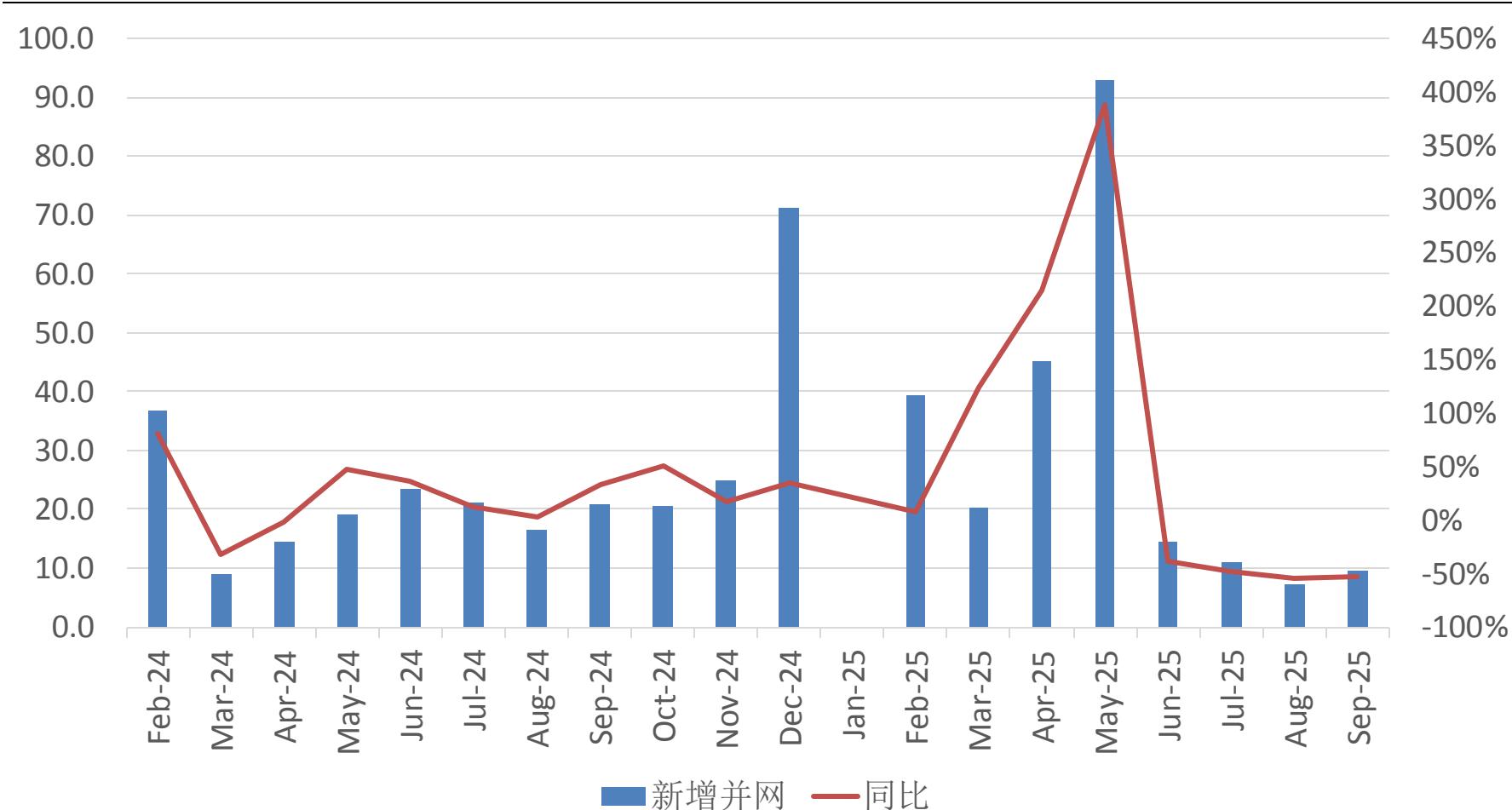
图表7：多晶硅厂库处于高位（万吨）



资料来源：百川盈孚，五矿证券研究所

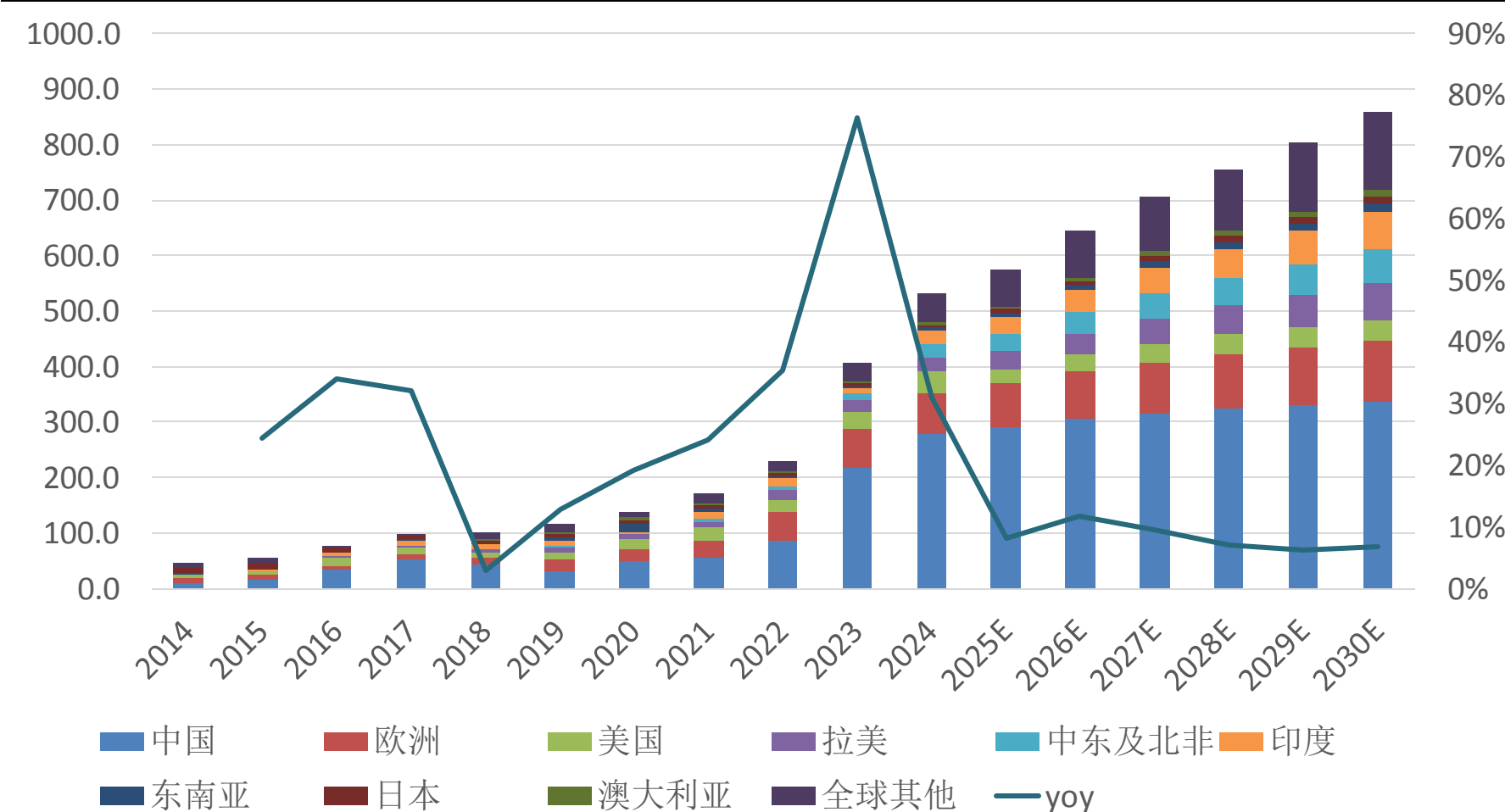
需求：国内光伏装机进入淡季，中长期全球光伏装机增速预计在5%~10%

图表8：国内并网数据（GW）



资料来源：国家能源局，五矿证券研究所

图表9：全球光伏装机（GW）



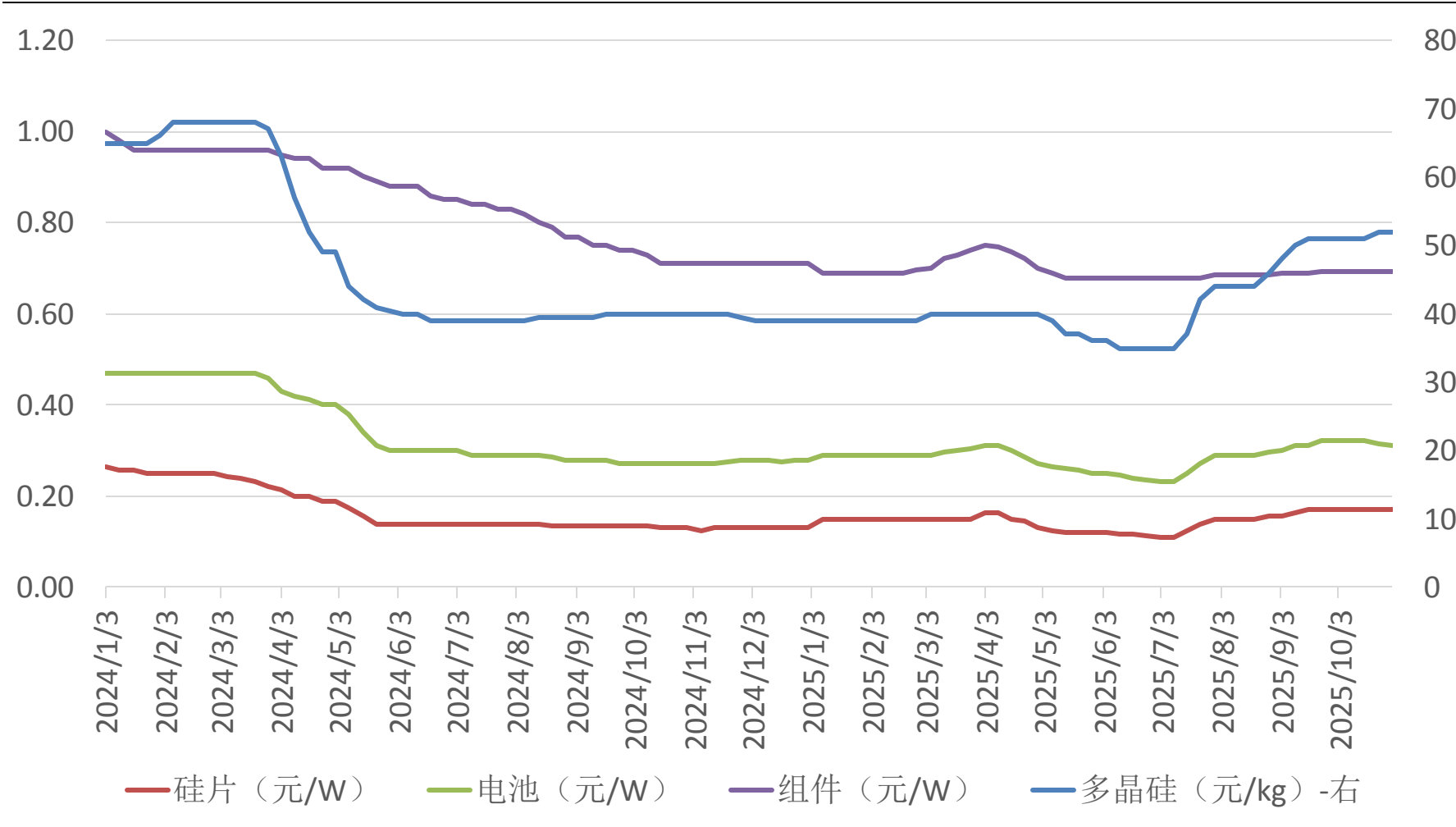
资料来源：国家能源局，五矿证券研究所测算

□ 25Q2光伏抢装，实现高速增长，此后月度装机开始快速下降。

□ 虽然看到储能的高经济性，但是光储平价替代其他电源的逻辑还没有实际发生，光伏发电还是主要满足新增用电量，按此判断未来全球光伏新增需求年增速处于5~10%的水平。

反内卷：持续推进，行业逐步完成估值修复

图表10：产业链价格变化

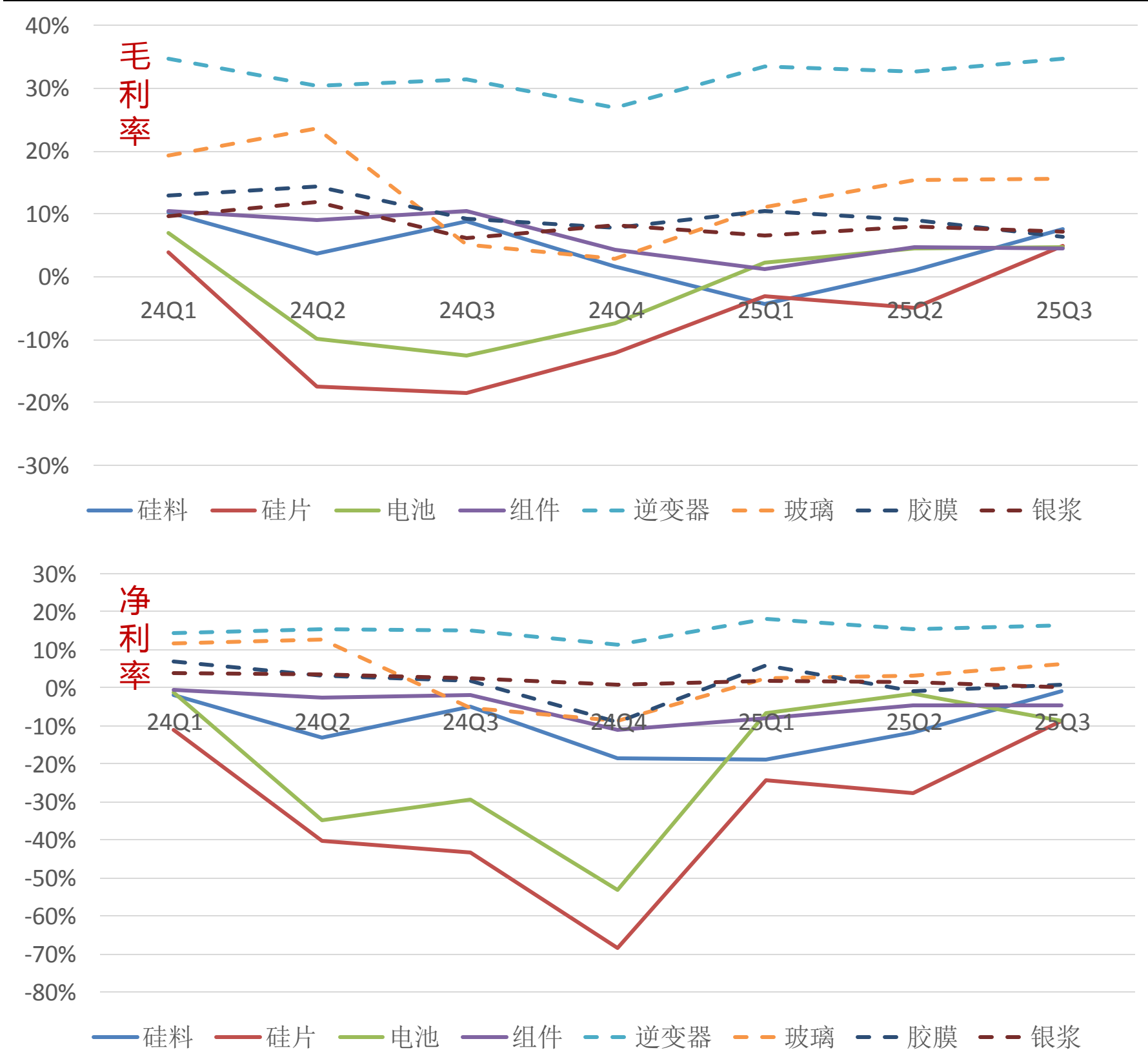


资料来源：Infolink Consulting，五矿证券研究所

反内卷以来，硅料价格从3.4万元/吨反弹至5.1万元/吨，硅片、电池价格也开始传导，组件端因电站接受度差，价格没有明显变化。

25Q3是光伏主产业链亏损的第七个季度，反内卷进程依然在推进，完成后产业链价格有望回归合理价格，带来行业估值修复。

图表11：主要环节盈利变化



资料来源：Wind，五矿证券研究所

报告要点：看好反内卷及新技术带来的机会

- **2025年三季报**：从主要财务指标来看，行业变化不大，主要特征依然是行业处于盈利底部区间、库存水平高、资产负债率高、资本开支低迷，其中，部分环节如硅料等受到反内卷政策推进影响，盈利有所好转。
- **需求上**：光伏等新能源电力定位为满足新增电力需求的能源形式，短期内对传统电源的替代能力有限，因此认为未来行业增速较为平稳。
- **供需上**：反内卷措施持续推进，过程坎坷，但依然认为可以实现成功，反内卷机制理顺会带来行业估值修复。行业目前已经连续亏损7个季度，根据黑鹰光伏统计，2024年超100家，2025H1超过50家光伏企业破产自然出清也在持续推进，盈利底部已经出现。
- **观点**：1) 看好反内卷改善行业供需，多晶硅、硅片、电池组件等企业有望迎来估值修复；2) 新技术带来行业降本提效，如浆料环节铜代银，及钙钛矿电池招标带来设备端的机会。

风险提示

- 行业需求不及预期，导致企业盈利进一步恶化。
- 反内卷推进不及预期或者行业供给出清缓慢，企业持续消耗现金加剧经营压力。
- 全球贸易保护加剧，带来供应链壁垒。
- 铜代银技术进展不及预期。
- 钙钛矿电池招标不及预期。

Thank you

五矿证券研究所

上海

上海市浦东新区富城路99号震旦国际大厦30楼
邮编：200120

深圳

深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦23层
邮编：518035

北京

北京市东城区朝阳门北大街3号五矿广场C座3F
邮编：100010

免责声明

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证：（i）本报告所采用的数据均来自合规渠道；（ii）本报告分析逻辑基于作者的职业理解，并清晰准确地反映了作者的研究观点；（iii）本报告结论不受任何第三方的授意或影响；（iv）不存在任何利益冲突；（v）英文版翻译若与中文版有所歧义，以中文版报告为准；特此声明。

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在20%及以上；
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于5%~20%之间；
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间；
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下；
		无评级	对于个股未来6个月的市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间；
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

一般声明

五矿证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户，本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后，再注明出处为五矿证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时，也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入或将产生波动；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下，报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司、公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别申明

在法律许可的情况下，五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到五矿证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。