

弘元绿能（603185）

2025 半年报点评：25H1 同比减亏，H2 反内卷下有望改善

买入（首次）

2025 年 08 月 24 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书：S0600523070003

guoyn@dwzq.com.cn

证券分析师 徐毓嵘

执业证书：S0600524080007

xucr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	11,859	7,302	8,608	12,677	15,951
同比（%）	(45.87)	(38.42)	17.88	47.28	25.82
归母净利润（百万元）	740.57	(2,696.89)	17.16	435.34	1,402.98
同比（%）	(75.58)	(464.16)	100.64	2,436.33	222.27
EPS-最新摊薄（元/股）	1.09	(3.97)	0.03	0.64	2.07
P/E（现价&最新摊薄）	18.77	(5.15)	809.80	31.93	9.91

投资要点

■ **事件：**公司发布 2025 年中报，实现营收 32.29 亿元，同比-19.52%；实现归母净利润-2.97 亿；扣非净利润-3.56 亿元。其中 25Q2 营收 15.72 亿元，同比-13.7%；归母净利润-2.35 亿；扣非净利润-2.616 亿元，同比减亏。

■ **出货保持稳定、整体亏损可控：**我们预计公司 25Q2 硅料出货约 1-1.5 万吨，测算整体有所亏损；硅片出货约 7-7.5GW，测算单瓦略亏（不含减值）；电池出货约 2.5-3.5GW，测算单瓦略亏（不含减值）；组件出货约 1-1.5GW，测算单瓦略亏（不含减值）；受价格波动影响，Q2 整体减值约 0.9 亿，预计主要价格波动下的存货跌价。我们预计公司 Q3 出货有望持平略增；若产业价格保持当前趋势，Q3 或有望改善。

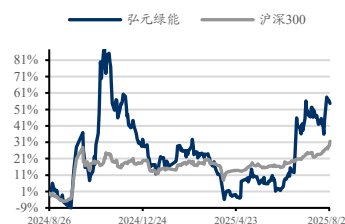
■ **公司全产业超一体化布局、反内卷价格修复下或具备弹性：**截止 25H1，公司形成 4 环节超一体化产能：硅料 7.5 万吨/硅片 55GW/电池 26GW/组件 13GW，各环节成本效率指标优秀：硅料现金成本 2.8 万/吨、硅片非硅 4 分+、电池非硅 0.14，电池入库效率 25.45%；组件端自建弘元光能组件品牌，重点发力国内市场。尚德为老牌组件厂，具备海外渠道及品牌优势，随公司介入托管+后期或有望参与重组，有望拓展海外市场，强化组件一体化布局。光伏供给侧关切持续增强，公司或具备价格盈利弹性。

■ **费用管控成效显著、经营现金环比转正：**截止 Q2 公司在手现金 43 亿、环降约 9 亿，负债率 56.37%。25H1 期间费用 4.66 亿元，同比-19.7%，主要系公司积极降本增效，合理降低费用支出所致；其中 Q2 费用 2.6 亿，同环比-4.2%/26.3%；25H1 经营现金流净额约-3.76 亿，去年同期 1.12 亿元，主要系本期银票等业务保证金净支出增加，上年同期收到增值税留抵进项税额退税等综合影响所致，其中 Q2 经营现金净额约 2.13 亿元，环比转正。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.2/4.4/14.0 亿元，同比 +100.64%/+2436.33%/+222.27%，对应 PE 分别为 810/32/10 倍。考虑公司业务在反内卷价格修复下有望改善，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示：**竞争加剧，政策变动超预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	20.47
一年最低/最高价	11.97/26.22
市净率(倍)	1.20
流通 A 股市值(百万元)	13,899.58
总市值(百万元)	13,899.58

基础数据

每股净资产(元,LF)	17.04
资产负债率(% ,LF)	56.37
总股本(百万股)	679.02
流通 A 股(百万股)	679.02

相关研究

《弘元绿能(603185)：2023 年年报点评：硅片盈利承压，超一体化扩产逐步落地》

2024-04-30

《弘元绿能(603185)：2022 年&2023Q1 业绩点评：硅片盈利快速修复，超一体化布局正当时！》

2023-04-27

弘元绿能三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13,183	11,266	19,283	23,996	营业总收入	7,302	8,608	12,677	15,951
货币资金及交易性金融资产	9,630	7,800	14,311	18,263	营业成本(含金融类)	7,837	7,816	11,232	13,145
经营性应收款项	1,327	1,168	1,950	2,250	税金及附加	44	20	29	37
存货	1,396	1,497	2,075	2,474	销售费用	93	95	138	167
合同资产	88	58	118	128	管理费用	321	344	380	479
其他流动资产	743	743	829	882	研发费用	339	413	507	638
非流动资产	16,040	15,814	15,520	15,263	财务费用	151	39	46	69
长期股权投资	954	964	984	1,014	加:其他收益	123	43	89	112
固定资产及使用权资产	11,678	11,919	11,946	11,840	投资净收益	(1)	(4)	(6)	(8)
在建工程	1,737	1,222	913	728	公允价值变动	(726)	115	86	100
无形资产	549	549	549	549	减值损失	(1,061)	(15)	(18)	(24)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(2)	0	0	0
长期待摊费用	64	99	65	68	营业利润	(3,149)	19	495	1,596
其他非流动资产	1,058	1,060	1,062	1,064	营业外净收支	431	0	0	0
资产总计	29,223	27,079	34,803	39,259	利润总额	(2,718)	20	495	1,596
流动负债	16,490	14,129	21,217	24,071	减:所得税	(21)	2	60	193
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,287	543	543	543	净利润	(2,697)	17	435	1,403
经营性应付款项	14,716	12,943	19,845	22,497	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	218	310	380	483	归属母公司净利润	(2,697)	17	435	1,403
其他流动负债	268	333	450	548	每股收益-最新股本摊薄(元)	(3.97)	0.03	0.64	2.07
非流动负债	849	1,049	1,249	1,449	EBIT	(2,073)	(80)	391	1,486
长期借款	599	799	999	1,199	EBITDA	(945)	428	977	2,069
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	(7.32)	9.20	11.40	17.59
租赁负债	69	69	69	69	归母净利率(%)	(36.93)	0.20	3.43	8.80
其他非流动负债	180	180	180	180	收入增长率(%)	(38.42)	17.88	47.28	25.82
负债合计	17,339	15,178	22,466	25,520	归母净利润增长率(%)	(464.16)	100.64	2,436.33	222.27
归属母公司股东权益	11,884	11,901	12,337	13,740					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	11,884	11,901	12,337	13,740					
负债和股东权益	29,223	27,079	34,803	39,259					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(993)	(1,004)	6,615	4,105	每股净资产(元)	17.50	17.53	18.17	20.23
投资活动现金流	(4,200)	(376)	(386)	(413)	最新发行在外股份(百万股)	679	679	679	679
筹资活动现金流	3,076	(594)	172	150	ROIC(%)	(14.93)	(0.52)	2.52	8.85
现金净增加额	(2,118)	(1,974)	6,401	3,842	ROE-摊薄(%)	(22.69)	0.14	3.53	10.21
折旧和摊销	1,128	508	586	584	资产负债率(%)	59.09	59.33	56.05	64.55
资本开支	(1,665)	(300)	(300)	(300)	P/E (现价&最新股本摊薄)	(5.15)	809.80	31.93	9.91
营运资本变动	(1,279)	(1,478)	5,620	2,145	P/B (现价)	1.17	1.17	1.13	1.01

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>