

第一太阳能(FIRST SOLAR) (FSLR.O)

组件销量稳步增长，大而美法案利好美国本土光伏企业

优于大市

核心观点

2025年上半年业绩 5.51 亿美元，同比-6%。2025 年上半年公司实现营业收入 19.42 亿美元，同比+8%；归母净利润 5.51 亿美元，同比-6%；综合毛利率 43.5%，同比-3.3pct；净利率 28.4%，同比-4.1pct。单季度来看，第二季度公司实现营业收入 10.97 亿美元，同比+9%，环比+30%；归母净利润 3.42 亿美元，同比-2%，环比+63%；综合毛利率 45.6%，同比-3.8pct，环比+4.8pct；净利率 31.2%，同比-3.4pct，环比+6.4pct。

组件销量稳步增长。2025 年第二季度，公司对外销售组件 3.6GW，同比+6%，环比+22%；组件单位售价 31 美分/W，同比+1 美分/W，环比+2 美分/W；组件单位毛利 14 美分/W，同比-1 美分/W，环比+2 美分/W；组件单位净利 10 美分/W，同比-1 美分/W，环比+2 美分/W。

在手订单保持充裕。2025 年上半年公司新签订单 0.9GW，同时取消 1.1GW 存量订单，主要原因系政策不确定性导致公司严格控制新增订单；截至 2025 年第二季度末公司在手订单 61.9GW，交付期最远排到 2028 年。此外，公司跟踪的潜在订单达到 83.3GW，其中进入谈判中后期阶段的潜在订单 20.1GW。

大而美法案推动美国光伏产业链重塑。2025 年 7 月 4 日，《大而美法案》签署通过并成为正式法律，主要内容包括：户用光伏市场适用的 25D 抵免将于 2025 年结束，而 48E 和 45Y 等补贴结束时间则大幅提前至 2027 年底；明确界定了“被禁止外国实体”，包括“特定外国实体”以及与“受外国影响实体”，划入该范畴的企业将无法获得 45X 等核心税收抵免。布局美国本土产能、拥有可靠供应链体系的光伏企业将在未来竞争中占据优势地位。

风险提示：美国可再生能源政策调整的风险；美国光伏装机不及预期的风险；公司研发、降本不及预期的风险。

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。

我们维持公司 2025-2027 年盈利预测至 15.8/19.5/24.9 亿美元，同比 +22.0%/+23.7%/+27.7%，摊薄 EPS 为 14.8/18.2/23.3 美元，对应 2025-2027 年动态 PE 为 13.3/10.8/8.4 倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,319	4,206	4,822	5,613	6,836
(+/-%)	26.7%	26.7%	14.6%	16.4%	21.8%
净利润(百万元)	831	1292	1581	1949	2490
(+/-%)	/	55.5%	22.3%	23.3%	27.7%
每股收益(元)	7.75	12.05	14.76	18.21	23.26
EBIT Margin	26.7%	33.1%	36.6%	36.7%	38.2%
净资产收益率 (ROE)	13.3%	17.6%	18.0%	18.5%	19.5%
市盈率 (PE)	25.3	16.3	13.3	10.8	8.4
EV/EBITDA	21.5	15.1	11.9	10.2	8.1
市净率 (PB)	3.14	2.63	2.19	1.82	1.50

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 yuanyang2@guosen.com.cn

S0980520080003

证券分析师：袁阳

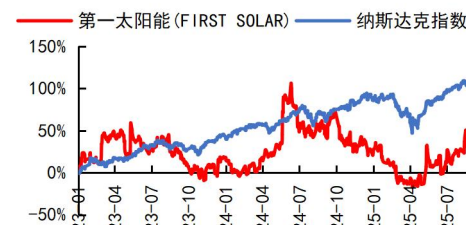
0755-22940078

S0980524030002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	195.78 美元
总市值/流通市值	210/210 亿美元
52 周最高价/最低价	317.00/116.56 美元
近 3 个月日均成交额	6.65 亿美元

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

《第一太阳能(FIRST SOLAR) (FSLR.O) -组件销量稳步增长，大而美法案利好美国本土光伏企业》——2025-08-15

《第一太阳能(FIRST SOLAR) (FSLR.O) -组件销量稳步增长，在手订单保持充裕》——2025-05-15

《第一太阳能(FIRST SOLAR) (FSLR.O) -组件销量稳步增长，单瓦净利环比提升》——2024-08-01

《第一太阳能(FIRST SOLAR) (FSLR.O) -Q1 新增订单均价上行，美国本土产能如期扩张》——2024-05-14

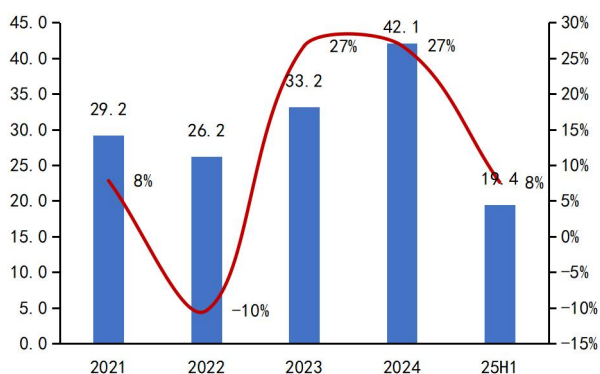
《第一太阳能(FIRST SOLAR) (FSLR.O) -美光伏协会呼吁保护本土制造能力，利好在美有产能布局的头部组件公司》——2024-03-28

2025 年第二季度公司实现营业收入 10.97 亿美元，同比+9%，环比+30%；归母净利润 3.42 亿美元，同比-2%，环比+63%；综合毛利率 45.6%，同比-3.8pct，环比+4.8pct；净利率 31.2%，同比-3.4pct，环比+6.4pct。

2025 年上半年公司实现营业收入 19.42 亿美元，同比+8%；归母净利润 5.51 亿美元，同比-6%；综合毛利率 43.5%，同比-3.3pct；净利率 28.4%，同比-4.1pct。

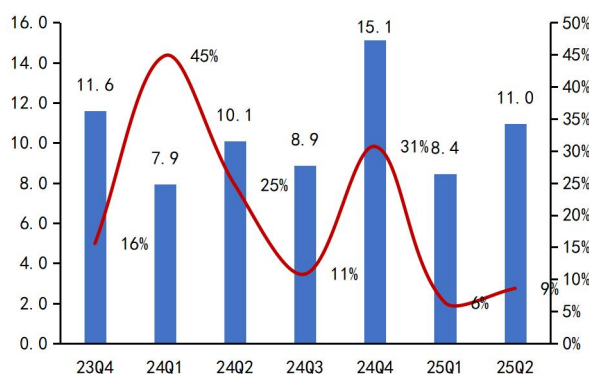
从期间费用来看，2025 年上半年销售、行政及一般费用/生产初始费用率分别为 5.4%/2.5%，同比+0.3/+0.1pct，期间费用水平保持稳定。截至 2025 年第二季度末，公司归母所有者权益与带息债务比值为 14.79x，较上年末的 13.08x 有所改善，财务状况保持稳健。

图1：公司营业收入及增速（亿美元、%）



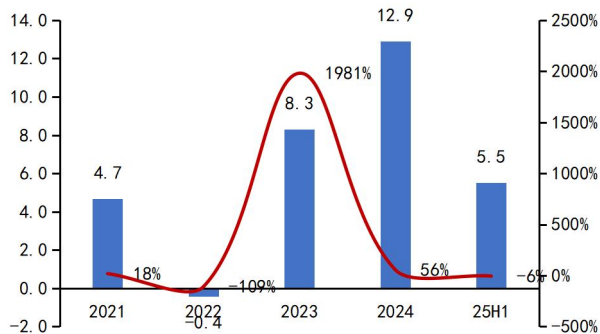
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速（亿美元、%）



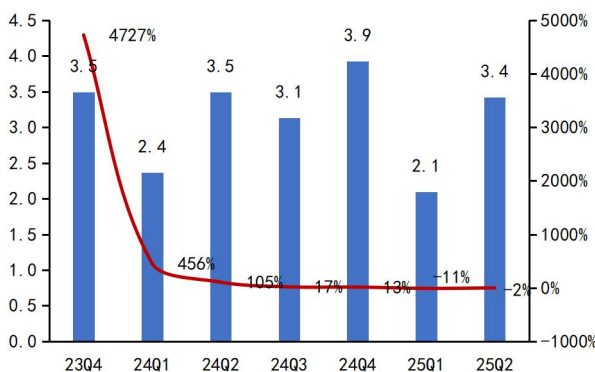
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（亿美元、%）



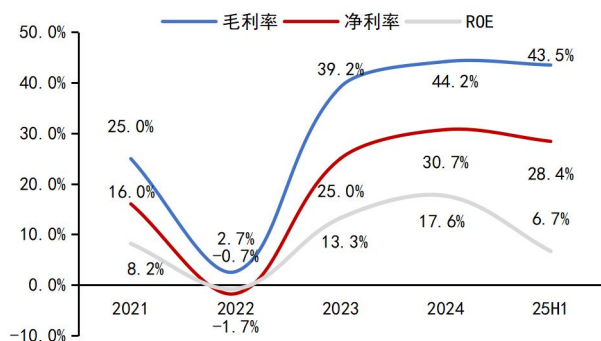
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润及增速（亿美元、%）



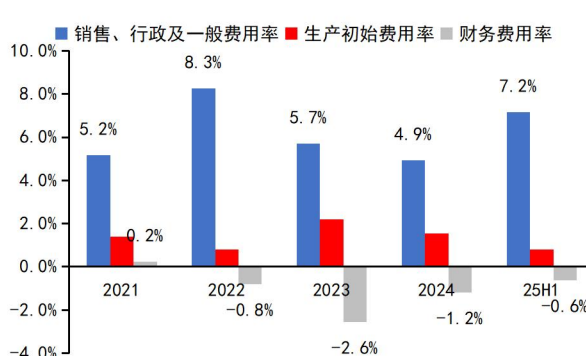
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司毛利率、净利率、ROE 变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司期间费用占比情况变化

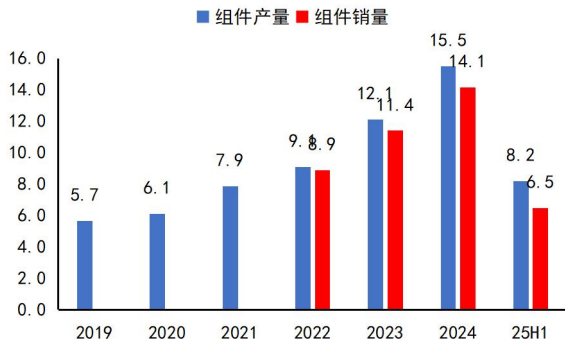


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

组件销量稳步增长。2025 年第二季度, 公司对外销售组件 3.6GW, 同比+6%, 环比+22%; 组件单位售价 31 美分/W, 同比+1 美分/W, 环比+2 美分/W; 组件单位毛利 14 美分/W, 同比-1 美分/W, 环比+2 美分/W; 组件单位净利 10 美分/W, 同比-1 美分/W, 环比+2 美分/W。

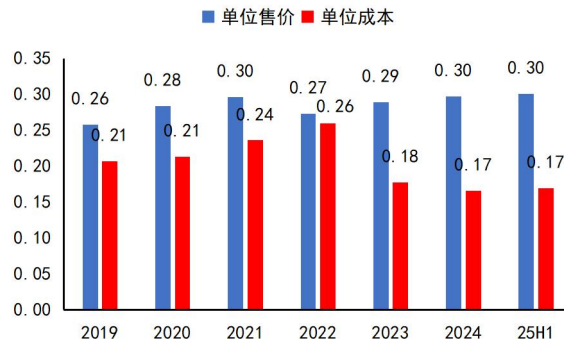
由于 CdTe 组件的一体化生产特性, 并受益于 IRA 补贴政策支持, 2023 年起公司美国本土生产并对外销售的组件产品可获得约 0.17 美元/W 的税收抵免额用于冲减营业成本, 这部分税收抵免额可以直接销售给第三方。

图7: 公司光伏组件产、销量 (GW)



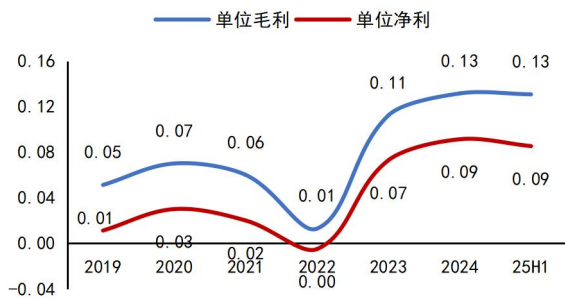
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司光伏组件单位售价及单位成本 (美元/W)



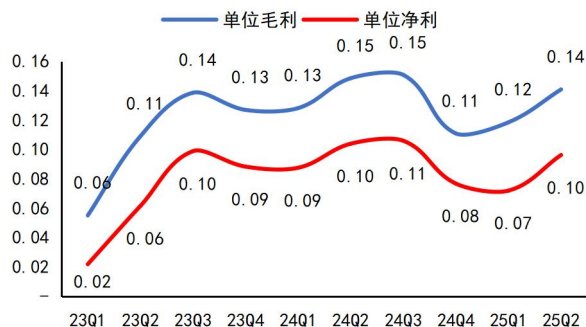
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 注: 2019-2021 年未披露组件销量, 单位售价及单位成本按产量测算

图9：公司年度光伏组件单位毛利及单位净利（美元/W）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理 注：2019-2021 年末披露组件销量，单位毛利及单位净利按产量测算

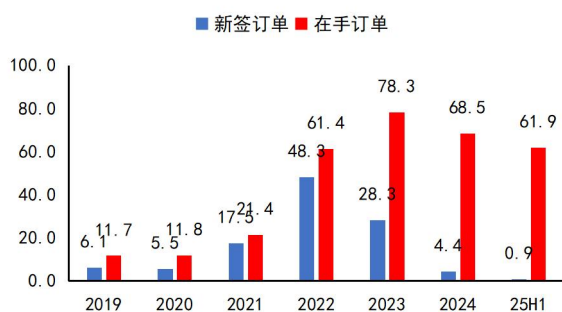
图10：公司季度光伏组件单位毛利及单位净利（美元/W）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

在手订单充裕，产能建设稳步推进。2025 年上半年公司新签订单 0.9GW，同时取消 1.1GW 存量订单，主要原因系政策不确定性导致公司严格控制新增订单；截至 2025 年第二季度末公司在手订单 61.9GW，交付期最远排到 2028 年。此外，公司跟踪的潜在订单达到 83.3GW，其中进入谈判中后期阶段的潜在订单 20.1GW。

图11：公司光伏组件新增订单及在手订单（GW）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

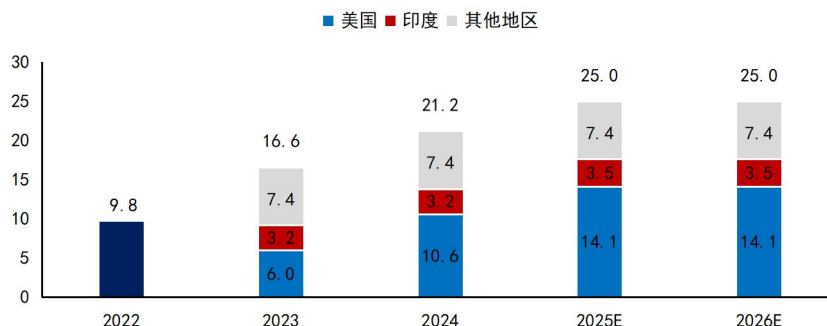
图12：公司潜在订单结构（GW）（截至 2025 年第二季度末）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

截至 2025 年第二季度末，公司光伏组件产能约 21GW，分布在美国本土、印度、马来西亚、越南等国家。2025 年下半年公司计划投产 3.5GW 路易斯安那州工厂，美国产能提高至 14GW，全球产能提高至 25GW。

图13: 公司分地区光伏组件产能 (GW)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2025 年指引更新: 根据公司最新指引, 预计 25 年组件销量 16.7-19.3GW, 同比增长 18%-37% (25Q1 指引: 15.5-19.3GW); 预计全年销售收入 49-57 亿美元, 同比增长 16%-36% (25Q1 指引: 45-55 亿美元); 预计全年摊薄 EPS 13.5-16.5 美元/股, 同比增长 12%-37% (25Q1 指引: 12.5-17.5 美元/股)。

大而美法案推动美国光伏产业链重塑。2025 年 7 月 4 日,《大而美法案》(OBBA) 签署通过并成为正式法律, 主要内容包括: 户用光伏市场适用的 25D 抵免将于 2025 年结束, 而 48E 和 45Y 等补贴结束时间则大幅提前至 2027 年底; 明确界定了“被禁止外国实体”, 包括“特定外国实体”以及与“受外国影响实体”, 划入该范畴的企业将无法获得 45X 等核心税收抵免。布局美国本土产能、拥有可靠供应链体系的光伏企业将在未来竞争中占据优势地位。

投资建议

我们维持公司 2025-2027 年盈利预测至 15.8/19.5/24.9 亿美元, 同比 +22.0%/+23.7%/+27.7%, 摊薄 EPS 为 14.8/18.2/23.3 美元, 对应 2025-2027 年动态 PE 为 13.3/10.8/8.4 倍, 维持“优于大市”评级。

风险提示

美国可再生能源政策调整的风险; 美国光伏装机不及预期的风险; 公司研发、降本不及预期的风险。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1947	1621	3364	4291	5998	营业收入	3319	4206	4822	5613	6836
应收款项	1477	1890	566	806	1066	营业成本	2018	2348	2608	3092	3662
存货净额	820	1084	950	1055	1079	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	216	294	313	337	376	销售费用	198	188	169	157	191
流动资产合计	4635	5089	5369	6664	8694	管理费用	152	191	183	191	232
固定资产	4397	5414	6260	6869	7234	财务费用	(63)	(25)	(129)	(195)	(264)
无形资产及其他	94	83	66	53	42	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	1239	1539	1539	1539	1539	资产减值及公允价值变动	0	0	(58)	(49)	(55)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(94)	(98)	(73)	(25)	(30)
资产总计	10365	12124	13233	15124	17510	营业利润	920	1406	1860	2293	2929
短期借款及交易性金融负债	96	236	0	0	0	营业外净收支	(29)	1	0	0	0
应付款项	229	560	317	339	360	利润总额	891	1406	1860	2293	2929
其他流动负债	981	1281	1289	1208	1083	所得税费用	61	114	279	344	439
流动负债合计	1306	2077	1606	1547	1443	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	464	373	373	373	373	归属于母公司净利润	831	1292	1581	1949	2490
其他长期负债	1907	1696	1696	1696	1696						
长期负债合计	2372	2069	2069	2069	2069	现金流量表（百万元）					
负债合计	3678	4147	3675	3617	3513	净利润	831	1292	1581	1949	2490
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	6687	7978	9558	11507	13997	折旧摊销	260	270	312	355	390
负债和股东权益总计	10365	12124	13233	15124	17510	公允价值变动损失	0	0	58	49	55
						财务费用	(63)	(25)	(129)	(195)	(264)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(785)	(637)	1204	(426)	(428)
每股收益	7.75	12.05	14.76	18.21	23.26	其它	(63)	(25)	(129)	(195)	(264)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	243	900	3026	1732	2243
每股净资产	62.36	74.38	89.28	107.49	130.74	资本开支	0	(1275)	(1200)	(1000)	(800)
ROIC	12%	15%	20%	21%	24%	其它投资现金流	926	(23)	23	0	0
ROE	13%	18%	18%	19%	20%	投资活动现金流	926	(1299)	(1177)	(1000)	(800)
毛利率	39%	44%	46%	45%	46%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	27%	33%	37%	37%	38%	负债净变化	280	(91)	0	0	0
EBITDA Margin	35%	40%	43%	43%	44%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	27%	27%	15%	16%	22%	其它融资现金流	(1326)	229	(236)	0	0
净利润增长率	-1981%	56%	22%	23%	28%	融资活动现金流	(703)	73	(107)	195	264
资产负债率	35%	34%	28%	24%	20%	现金净变动	466	(326)	1742	927	1707
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	1481	1947	1621	3364	4291
P/E	25.3	16.3	13.3	10.8	8.4	货币资金的期末余额	1947	1621	3364	4291	5998
P/B	3.1	2.6	2.2	1.8	1.5	企业自由现金流	0	(362)	1817	680	1383
EV/EBITDA	21.5	15.1	11.9	10.2	8.1	权益自由现金流	0	(177)	1691	846	1608

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 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

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