

逆变器持续增长，风电排产高增，光伏主链分化、辅链持续承压 --新能源行业25H1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9月9日

- ◆ **新能源板块分化明显，风电表现亮眼。** 2025H1新能源板块实现收入7297亿元，同减3%，实现归母净利润110亿元，同减46%；2025Q2收入4115亿元，同比0%，环增29%，归母净利润60亿元，同降8%，环增23%。其中光伏板块2025H1营收4348亿元，同减14%，归母净利润-71亿元，同减276%；2025Q2营收2396亿元，同减12%，环增23%，归母净利润-36亿元，同减48%，环减2%。风电板块2025H1营收1558亿元，同减32%，归母净利润91亿元，同增20%；2025Q2营收945亿元，同增34%，环增54%，归母净利润55亿元，同增21%，环增52%。
- ◆ **25H1逆变器增长向好，光伏主链辅链持续承压，BC拉动电池环节营收利润提升。** 25H1收入同比增速看：逆变器(30%) > 支架(12%) > 电池(8%) > 银浆(-2%) > 其他辅材(-6%) > 胶膜(-10%) > EPC(-11%) > 光伏(-14%) > 硅料(-16%) > 硅片(-19%) > 金刚线(-23%) > 设备(-23%) > 组件(-23%) > 玻璃(-28%) > 石英坩埚(-43%)，**归母净利润同比增速看：**电池(74%) > 逆变器(43%) > 硅片(33%) > 支架(-11%) > EPC(-23%) > 其他辅材(-24%) > 设备(-40%) > 胶膜(-43%) > 银浆(-46%) > 石英坩埚(-75%) > 玻璃(-116%) > 金刚线(-124%) > 硅料(-130%) > 组件(-163%) > 光伏(-276%)。
- ◆ **供给侧酝酿变化，盈利修复空间大。** 硅料25Q2价格见底、盈利压力大；随25Q3行业反内卷进一步推动+产能整逐步启动，预计硅料厂25H2有望盈利转正；**硅片**过剩程度高，硅片产能过剩展开竞争，行业反内卷推动价格上行，预计25H2及26年随产能整合+反内卷推进，行业盈利有所修复；**电池片**产能过剩盈利承压，预计2025年随P型产能逐步退出市场+行业产能整合推进，后续盈利压力或相对缓解；**组件**价格整体进入底部区间，25Q2随抢装带动价格修复+欧元汇兑收益、报表盈利有所改善；预计25H2行业反内卷+产能整合推进，终端价格有望见底修复，或有望逐步走出周期底部。
- ◆ **户储需求逐步恢复，工商储及大储高增，辅材盈利短期承压，Q3涨价有望改善。** 户储方面欧洲库存去化完毕户储需求逐步恢复，东南亚需求持续旺盛，澳洲受补贴驱动需求快速爆发；国内部分省份推出过渡性激励政策对冲强制配储取消影响叠加独立储能占比提升，国内大储需求持续高增；美国大储25年抢装，26年增速或有放缓；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，受益于户储需求恢复叠加工商储及大储需求高增，逆变器整体业绩表现优异；辅材层面25Q2依旧承压，9月玻璃、胶膜等均有所涨价，25Q3盈利有望改善。
- ◆ **25H1风电排产高增，毛利率改善。** 25Q2受136号文影响，5月陆风实现抢装，陆风开工景气度较高，同时25Q2海风项目亦陆续开工，整体处于景气度较旺的状态。**风机**受益于24H2反内卷投标涨价，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，Q2业绩弹性较大；**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，Q2海工产品单位盈利亦出现拐点。
- ◆ **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、海博思创、锦浪科技、艾罗能源、固德威、禾迈股份、上能电气、中信博、盛弘股份、通润装备、昱能科技、科华数据等）；**【2】供给侧改革受益、成本优势明显的硅料龙头**（通威股份、协鑫科技、关注大全能源、弘元绿能）**及渠道优势强的组件龙头**（隆基绿能、阿特斯、晶澳科技、晶科能源、天合光能、横店东磁等）和**优势辅材龙头**（福斯特、福莱特）等；**【3】新技术龙头：**（钧达股份、爱旭股份、博迁新材、聚和材料、帝科股份等，关注美畅股份）。**【4】海风：**东方电缆、大金重工、海力风电、天顺风能，建议关注中天科技等；陆风：金风科技、三一重能、明阳智能，建议关注运达股份等。
- ◆ **风险提示：**竞争加剧，政策变动超预期等。



■ 新能源：光伏持续下滑，风电增长显著，分化明显

■ 光伏：25Q2主链有所分化，辅材业绩持续承压

■ 风电：25H1排产高增，毛利率改善

■ 投资建议

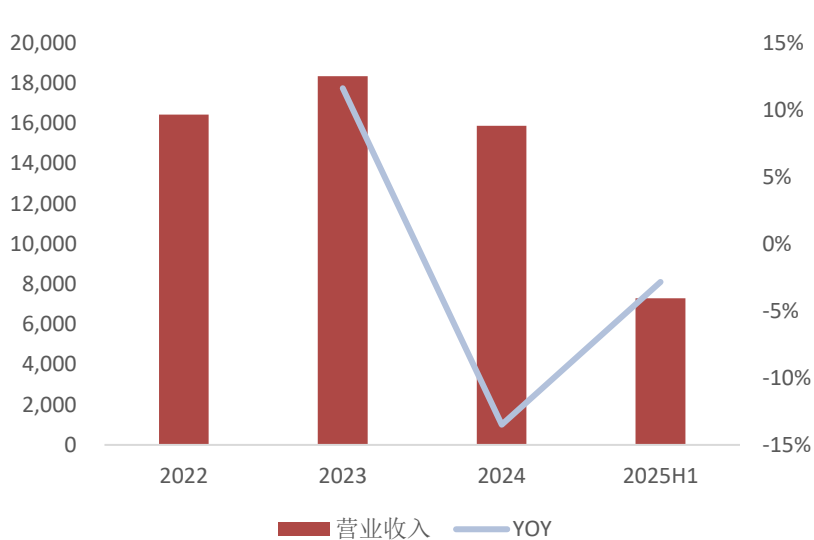
■ 风险提示

新能源：光伏持续下滑，风电增长显著，分化明显

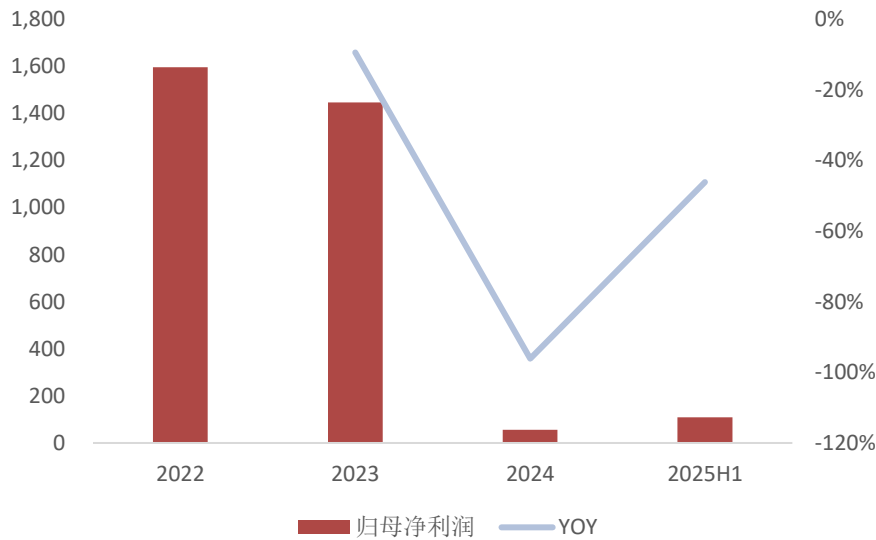
1 新能源2025H1营收同减3%，归母净利润下降46%

- ◆ **新能源板块，2025H1营收同减3%，归母净利润下降46%。**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，全行业2025H1实现收入7297亿元，同减3%，实现归母净利润110亿元，同减46%。全行业2025Q1收入3182亿元，同降6%，环减28%，归母净利润49亿元，同降64%，环增122%；2025Q2收入4115亿元，同比基本持平，环增29%，归母净利润60亿元，同降8%，环增23%。
- ◆ 2025H1收入同比下降的公司有56家，增幅为0-30%的有37家，增幅为30%以上的有21家。2025H1年归母净利润同比下降的公司有57家，增幅为0-30%的20家，增幅为30%以上的有37家，亏损的有36家。

图表：新能源板块年度营业收入及同比（亿元，%）



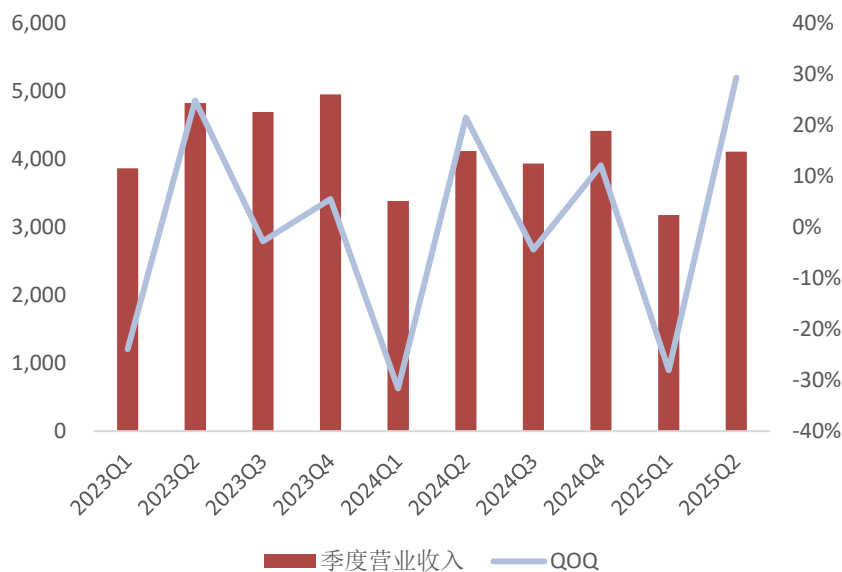
图表：新能源板块年度归母净利润及同比（亿元，%）



1 新能源2025Q2营收同比基本持平，归母净利润同比下降8%

- ◆ **新能源板块2025Q2营收同比基本持平，归母净利润同比下降8%。**全行业114家公司2025Q2实现收入共计4115亿元，同比基本持平，环比上升29%，实现归母净利润60亿元，同降8%，环增23%。
- ◆ 2025Q2收入同比下降的公司有57家，增幅为0-30%的公司共有30家，增幅为30%以上的公司共有27家。归母净利润2025Q2同比下降的公司共有52家，增幅为0-30%的公司共有21家，增幅为30%以上的公司共有41家。亏损的公司有34家，环比扭亏的公司有5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，%）



2 新能源板块分化明显，风电表现亮眼

- ◆ **光伏板块25H1归母净利同比下降，25Q2仅风电板块利润均同比提升：**光伏板块2025H1营收4348亿元，同减14%，归母净利润-71亿元，同减276%，2025Q1营收1952亿元，同减17%，环减24%，归母净利润-35亿元，同减155%，环减86%；2025Q2营收2396亿元，同减12%，环增23%，归母净利润-36亿元，同减48%，环减2%；风电板块2025H1营收1558亿元，同减32%，归母净利润91亿元，同增20%，2025Q1营收613亿元，同增28%，环减40%，归母净利润36亿元，同增17%，环增89%；2025Q2营收945亿元，同增34%，环增54%，归母净利润55亿元，同增21%，环增52%；核电板块2025H1营收1392亿元，同增10%，归母净利润90亿元，同增4%，2025Q1营收617亿元，同增10%，环减27%，归母净利润49亿元，同增15%，环增618%；2025Q2营收774亿元，同增10%，环增25%，归母净利润41亿元，同减7%，环减15%。

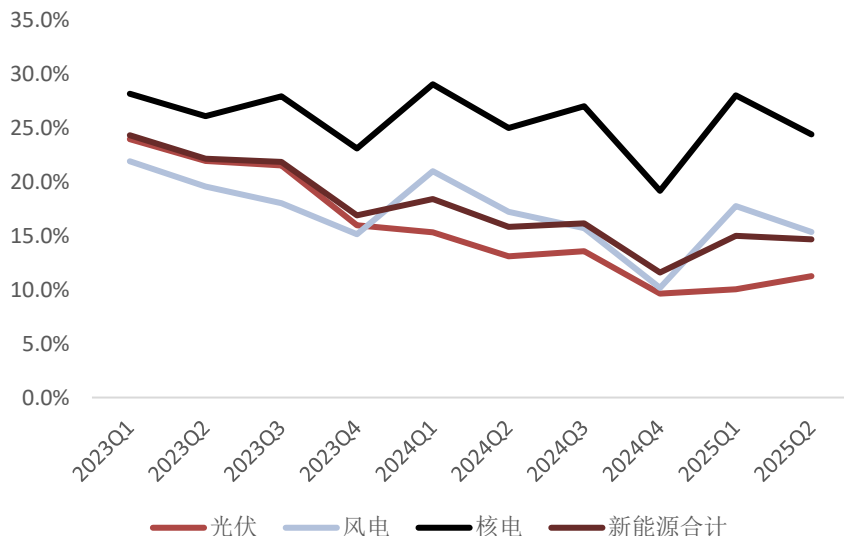
图表：新能源板块2024年-2025Q2收入和归母净利润情况

各环节	营业收入 (亿元)						归母净利润 (亿元)					
	2024	同比	2025Q1	同比	2025Q2	同比	2024	同比	2025Q1	同比	2025Q2	同比
光伏	10,143	-21%	1,952	-17%	2,396	-12%	-208	-118%	-35	-155%	-36	-48%
风电	2,980	5%	613	28%	945	34%	127	-19%	36	17%	55	21%
核电	2,749	5%	617	10%	774	10%	138	-11%	49	15%	41	-7%
新能源	15,872	-13%	3,182	-6%	4,115	0%	56	-96%	49	-64%	60	-8%

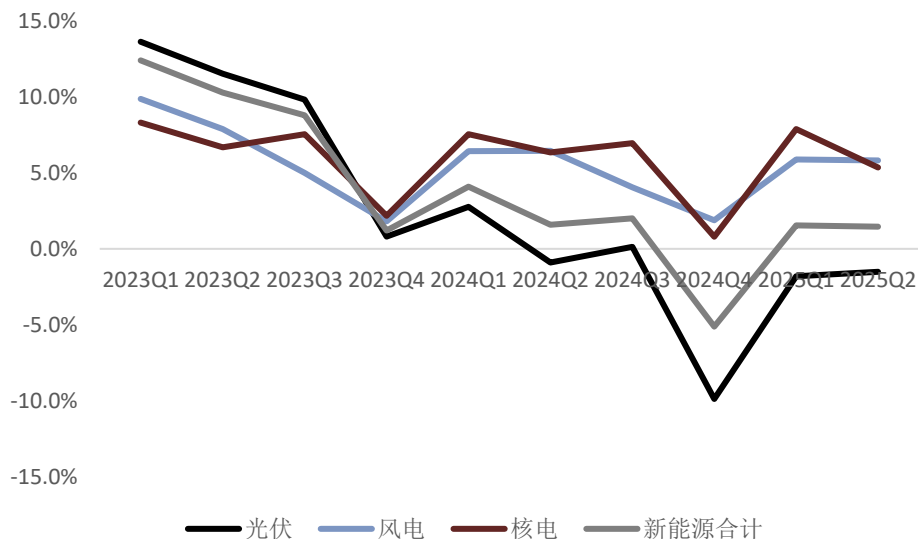
3 2025H1毛利率/净利率下降，25Q1环比提升，25Q2持平微降

- ◆ 2025H1毛利率同降2.2pct、归母净利率同降1.2pct，2025Q1毛利率环增3.4pct、归母净利率环增6.7pct，2025Q2毛利率环降0.3pct、归母净利率环降0.1pct。2025H1全行业114家公司的毛利率为15%，同降2.2pct；2025Q1毛利率为15%，同降3.4pct；2025Q2毛利率为14.7%，同降1.1pct。2025H1全行业归母净利率为1.5%，同降1.2pct；2025Q1归母净利率为1.5%，同减2.5pct；2025Q2归母净利率为1.5%，同减0.1pct。

图表：新能源板块季度毛利率



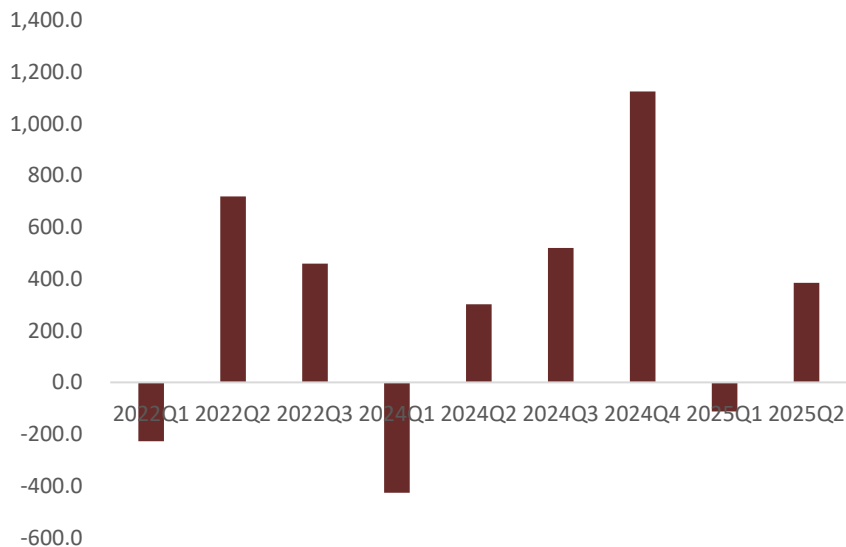
图表：新能源板块季度归母净利率



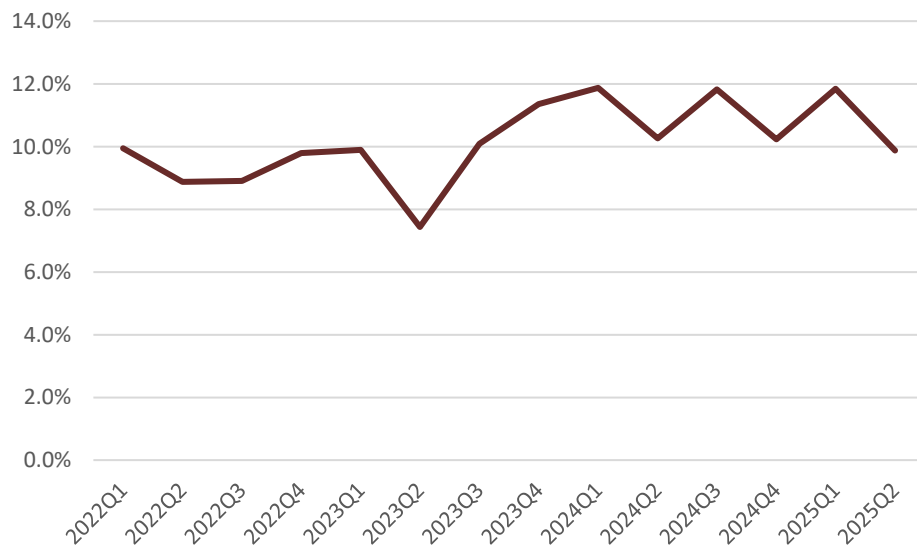
4 新能源25H1经营性现金流改善，25Q2现金流转正，H1费用率同比下降

- ◆ **2025H1行业经营性现金净流入同比好转、2025Q1行业现金流净额转负、2025Q2行业现金流净额转正。** 2025H1，全行业114家公司经营活动现金流量净额为272.6亿元，同增318%；2025Q1全行业经营性现金流净额-112亿元，同比改善74%，环比减少110%；2025Q2全行业经营性现金流净额385亿元，同增28%，环增443%。
- ◆ **2025H1、2025Q1、2025Q2费用率均同比下降。** 2025H1全行业期间费用率为11%，同减0.3pct；2025Q1费用率为11.8%，同比持平，环增1.6pct；2025Q2费用率为9.9%，同减0.4pct，环降2.0pct

图表：新能源板块季度现金流（亿元）



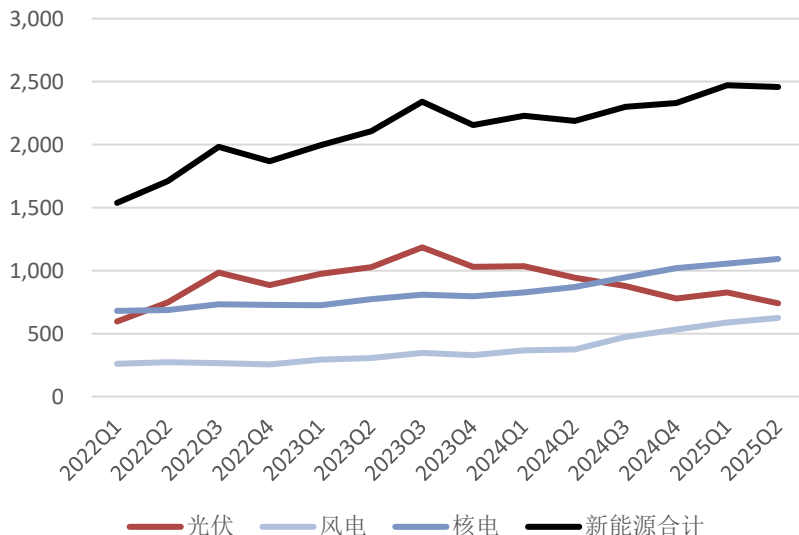
图表：新能源板块季度费用率



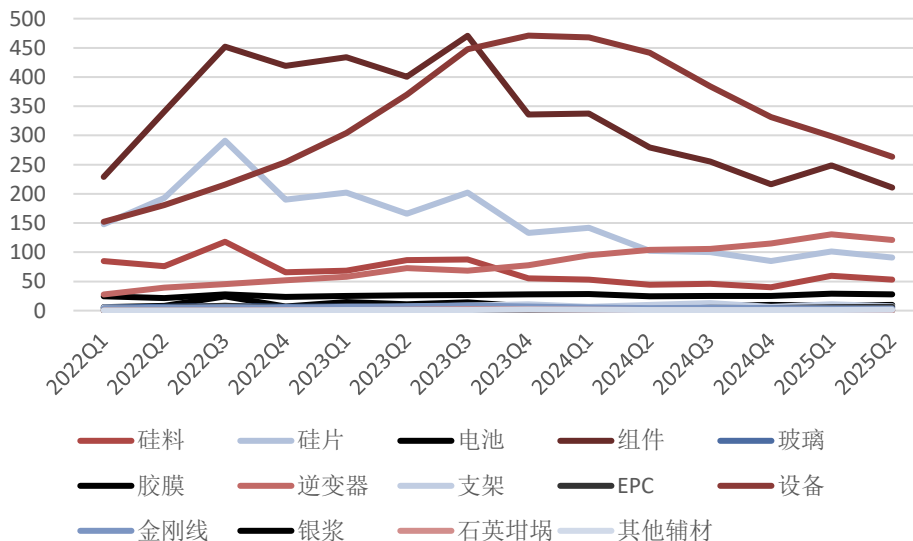
5 新能源合同负债25Q2同增12%，光伏同减21%

- ◆ **新能源板块，2025Q2合同负债2458亿元，同比增长12%。**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，全行业2025Q2合同负债2458亿元，同比增长12%，环减1%。
- ◆ **光伏行业，2025Q2合同负债741亿元，同比减少21%。**光伏板块共选取企业73家，2025Q2合同负债741亿元，同比减少21%，环减10%。

图表：新能源板块季度合同负债情况（亿元）



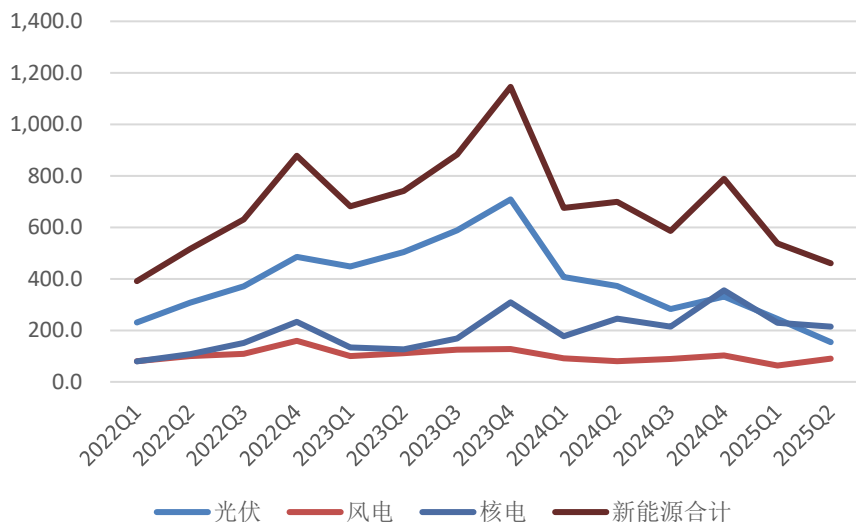
图表：光伏行业各环节季度合同负债情况（亿元）



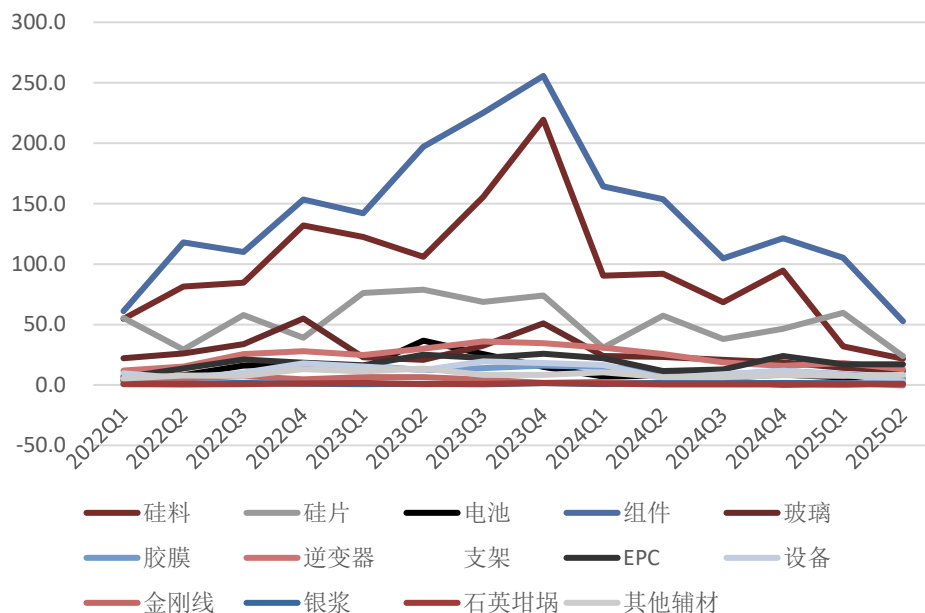
6 新能源资本支出25Q2同减34%，光伏同减59%

- ◆ **新能源板块，2025H1行业资本支出减少，2025Q2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，2025H1全行业资本支出为997亿元，同减27%，2025Q2，全行业资本支出460亿元，同减34%，环减14%。
- ◆ **光伏行业，2025H1资本支出398亿元，同比减少49%。**光伏板块共选取企业73家，2025Q2资本支出154亿元，同减59%，环减37%。

图表：新能源板块季度资本支出情况（亿元）



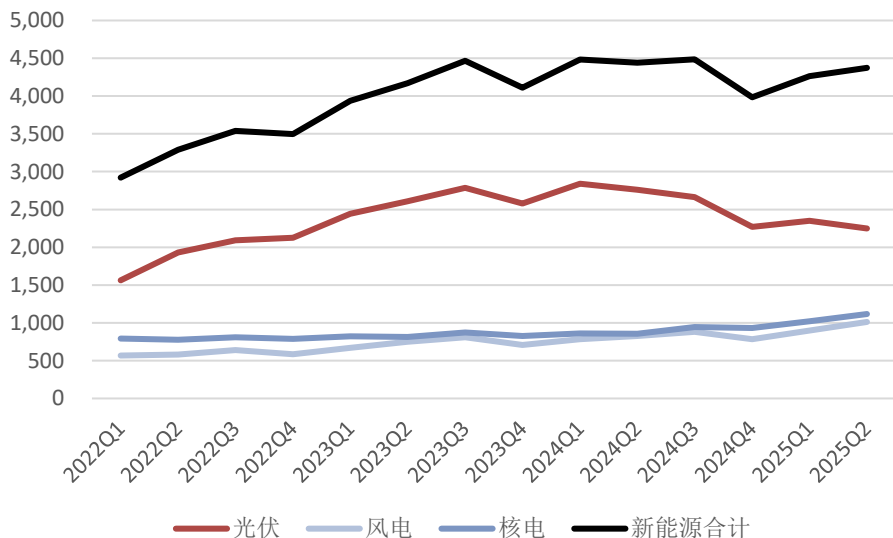
图表：光伏行业季度资本支出情况（亿元）



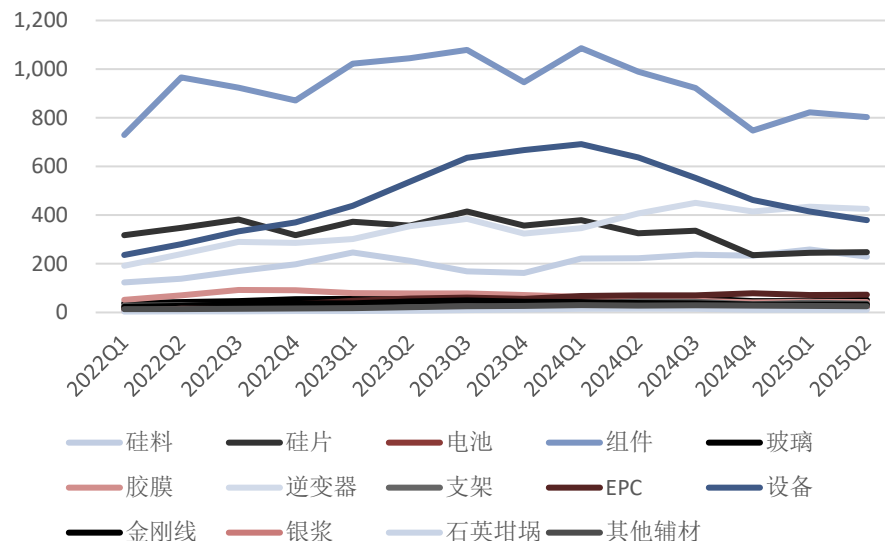
6 新能源存货25Q2环增3%，光伏环降4%

- ◆ **新能源板块，2025Q2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，2025Q2全行业存货为4375亿元，环比+3%。
- ◆ **光伏行业，2025Q2存货2247亿元，环比减少4%。**光伏板块共选取企业73家，整体板块2025Q2末存货2753亿元，环比降低4%。隆基绿能2025Q2末存货144.6亿元，较年初+8.1%。通威股份2025Q2末存货137亿元，较年初8.5%，晶澳科技2025Q2末存货99.8亿元，较年初-5.6%。

图表：新能源板块季度存货情况（亿元）



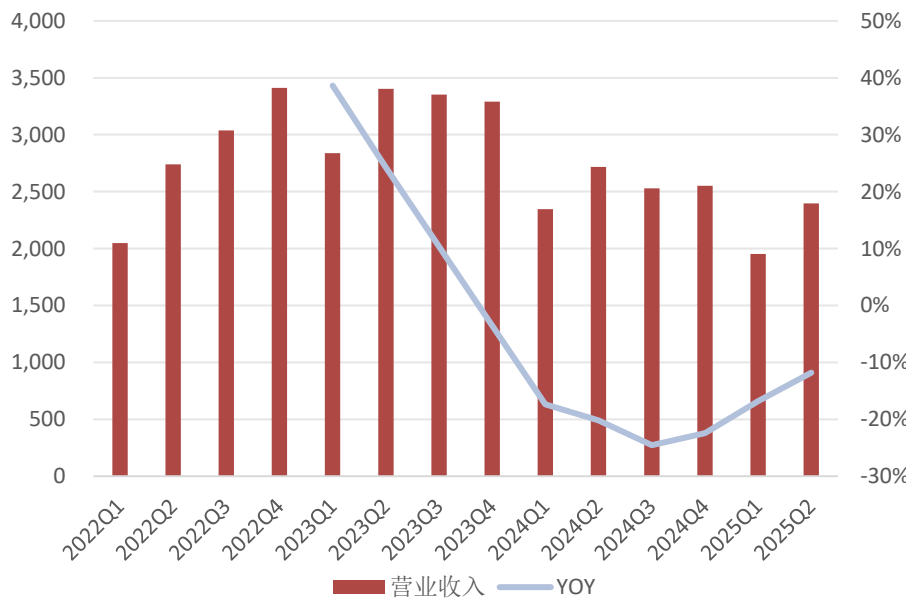
图表：光伏行业季度存货情况（亿元）



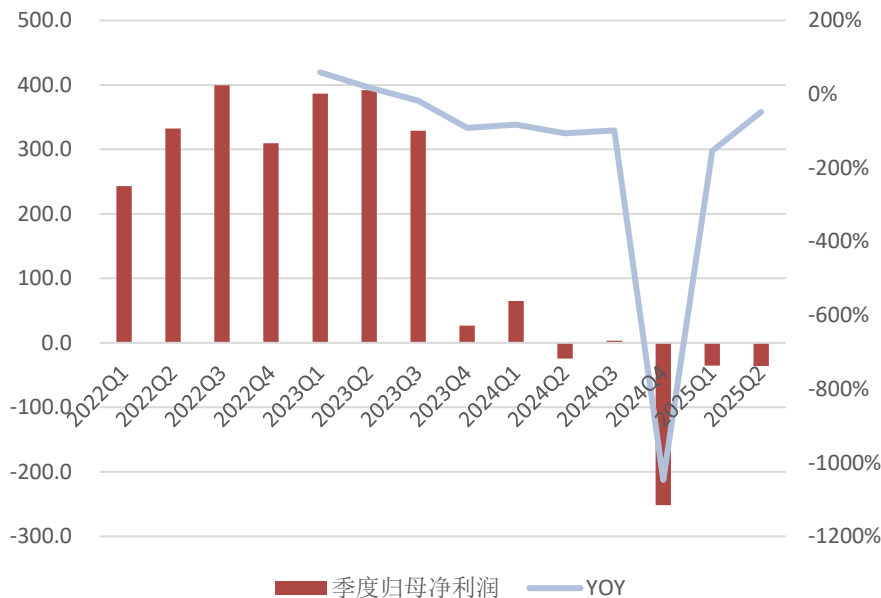
1 2025H1光伏板块收入同降14%，归母净利同降276%

◆ **2025H1光伏板块收入同降14%，归母净利润同降276%。**光伏板块共选取企业75家，2025H1收入4348亿元，同比减少14%，归母净利润-71.3亿元，同比下降276%。25Q1光伏板块收入1952亿元，同减17%，环减24%，归母净利润-35.4亿元，同减1.5%，环增0.9%。25Q2光伏板块收入2396亿元，同减12%，环增23%，归母净利润-36亿元，同减48%，环减2%。

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 25H1逆变器营收/归母净利同比增速更优，整体盈利承压

- ◆ **25H1收入同比增速看：**逆变器>支架>电池>银浆>其他辅材>胶膜> EPC>光伏>硅料>硅片>金刚线>设备>组件>玻璃>石英坩埚，**归母净利润同比增速看：**电池>逆变器>硅片>支架> EPC>其他辅材>设备>胶膜>银浆>石英坩埚>玻璃>金刚线>硅料>组件>光伏。
- **25Q2归母净利润环比增速看：**EPC>电池>金刚线>组件>逆变器>光伏>支架>硅片>银浆>硅料>设备>胶膜>玻璃>石英坩埚>其他辅材；**归母净利同比增速看，**电池>石英坩埚>硅片>逆变器>其他辅材>支架>EPC >硅料>组件>光伏>设备>胶膜 >银浆>玻璃>金刚线。

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	2024Q1-4	2025Q1	2025Q2	24Q1-4 同比	25Q2 同比	24Q1-4 占比	25Q2 占比	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2024 Q1-4	2025Q1	2025Q2	24Q1-4 同比	25Q2 同比	24Q1-4 占比	25Q2 占比
硅料	280	337	330	314	1,261	221	297	-31%	-12%	12%	12%	1	-29	-8	-44	-80	-29	-36	-137%	-25%	39%	100%
硅片	355	331	322	351	1,359	242	312	-42%	-6%	13%	13%	-41	-77	-51	-87	-256	-37	-43	-254%	45%	123%	118%
电池	62	53	46	50	211	60	61	-54%	15%	2%	3%	-1	-18	-13	-27	-59	-4	-1	-476%	95%	28%	3%
组件	952	1,166	1,039	1,020	4,177	703	920	-26%	-21%	41%	38%	-7	-32	-18	-122	-179	-56	-46	-148%	-43%	86%	127%
玻璃	133	127	100	99	460	96	91	-17%	-28%	5%	4%	11	11	-5	-15	2	-1	-2	-96%	-122%	-1%	7%
胶膜	151	149	136	137	573	128	141	-16%	-5%	6%	6%	8	7	4	-3	17	5	3	-44%	-50%	-8%	-10%
逆变器	206	303	304	401	1,214	287	373	8%	23%	12%	16%	29	46	45	46	166	50	56	9%	24%	-80%	-157%
支架	37	37	46	50	170	33	50	27%	34%	2%	2%	3	2	3	1	8	2	2	33%	-3%	-4%	-6%
EPC	41	54	57	41	193	40	46	-12%	-16%	2%	2%	5	11	10	-1	25	4	8	-22%	-25%	-12%	-24%
设备	149	190	192	172	703	128	133	13%	-30%	7%	6%	20	19	21	-8	53	14	10	-45%	-49%	-25%	-27%
金刚线	41	38	32	35	145	28	32	-21%	-14%	1%	1%	4	0	-1	-6	-3	-1	0	-110%	-503%	1%	1%
银浆	77	94	86	78	335	80	88	40%	-6%	3%	4%	3	3	2	1	9	2	1	-13%	-53%	-4%	-4%
石英坩埚	7	6	5	4	22	4	4	-79%	-39%	0%	0%	2	0	0	-3	-2	0	0	-104%	66%	1%	0%
其他辅材	45	54	46	47	191	45	48	4%	-11%	2%	2%	0	-2	-1	-16	-18	-1	-2	-244%	8%	9%	5%
光伏	2,346	2,717	2,529	2,552	10,143	1,952	2,396	-21%	-12%			65	-24	3	-252	-208	-35	-36	-118%	-48%		

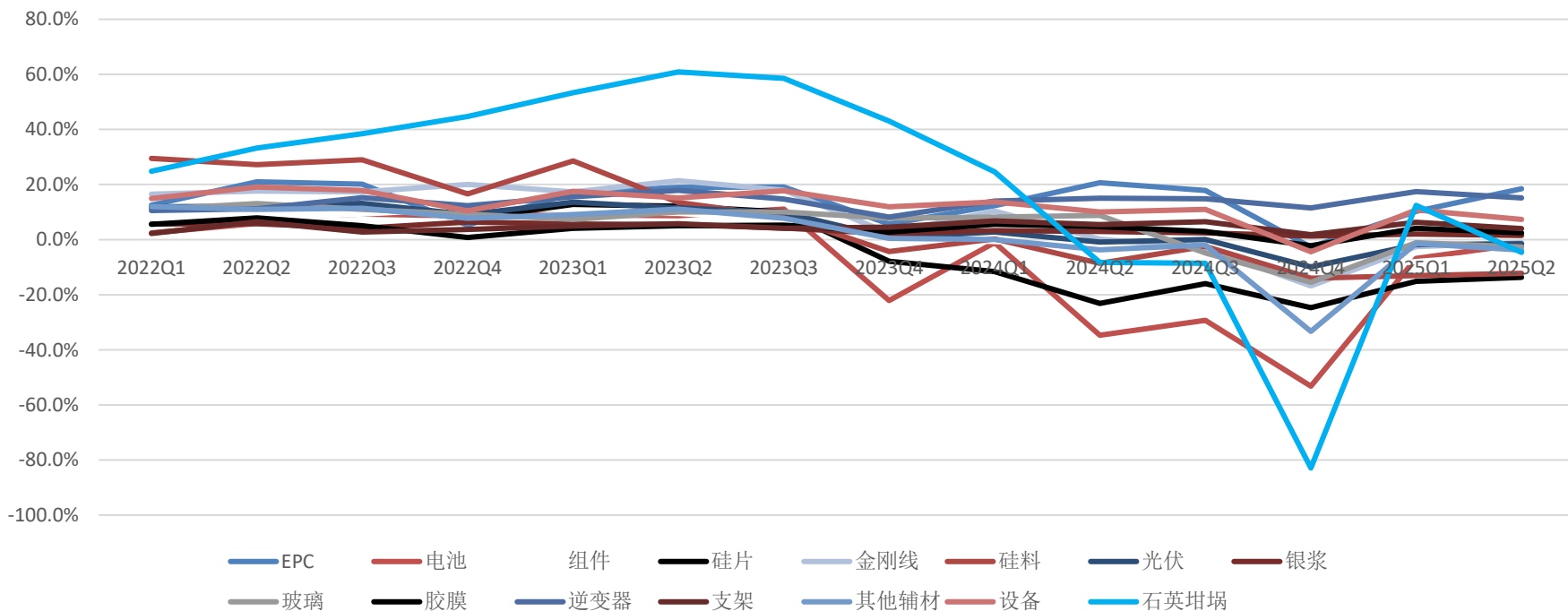
注：占比为各环节占光伏板块的比重

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2 光伏25H1归母净利率同降2.4pct，25Q2环比上涨0.3pct

- ◆ **光伏行业25H1盈利能力同比下降，25Q2环比上涨。**2025H1年全行业归母净利率-1.6%，同比下降2.4pct，2025Q2归母净利率-1.5%，同比下降0.6pct，环比上涨0.3pct。
- ◆ **电池归母净利率环比增幅最大。**25Q2归母净利率环比增幅看：EPC>电池>组件>硅片>金刚线>硅料>银浆>玻璃>胶膜>逆变器>支架>其他辅材>设备>石英坩埚。

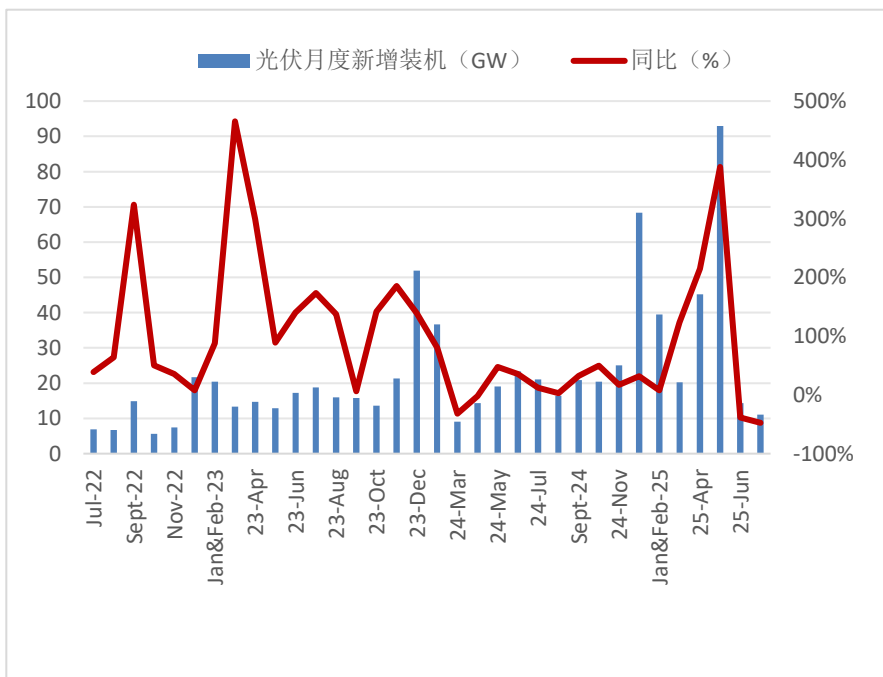
图表：光伏行业及各环节归母净利率变化情况



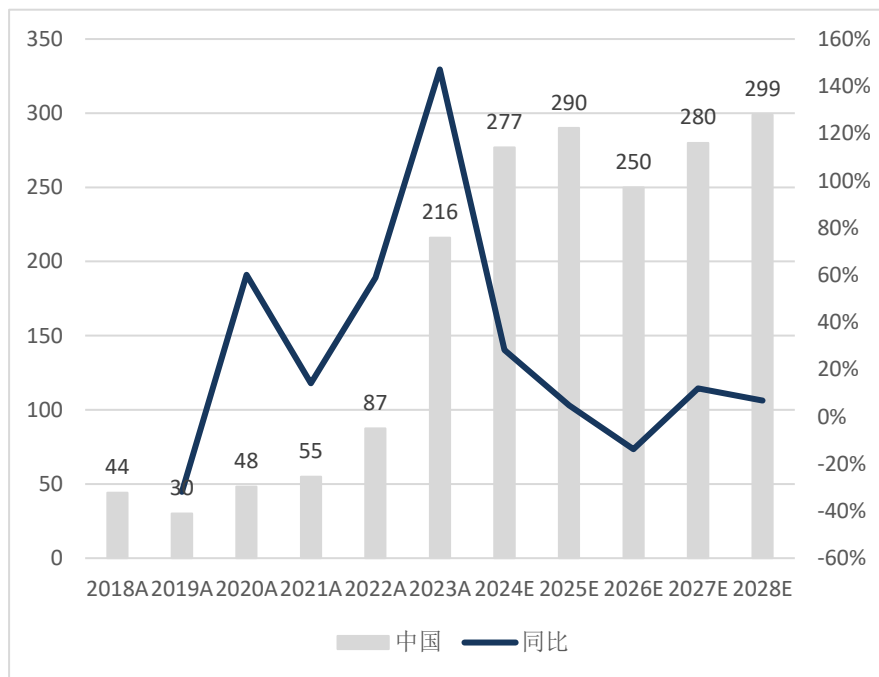
3 25年1-7月光伏装机223.25GW，同增81%；25Q2新增152.51GW

- ◆ **2025年1-7月国内光伏新增装机223.25GW，同比+81%**：我国2025年1-7月国内新增光伏发电并网装机容量223.25GW，同比+81%，表现亮眼。2025年Q2新增装机152.51GW左右，同增169%，环增155%。

图表：国内光伏月度新增装机量及同比（单位：GW，%）



图表：国内光伏年度装机情况及预测（单位：GW，%）

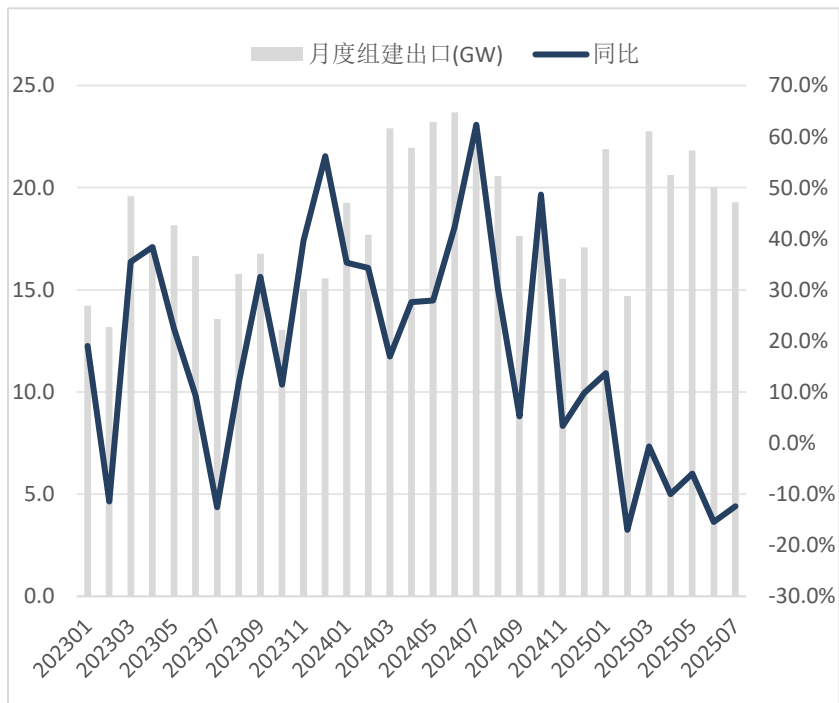


4

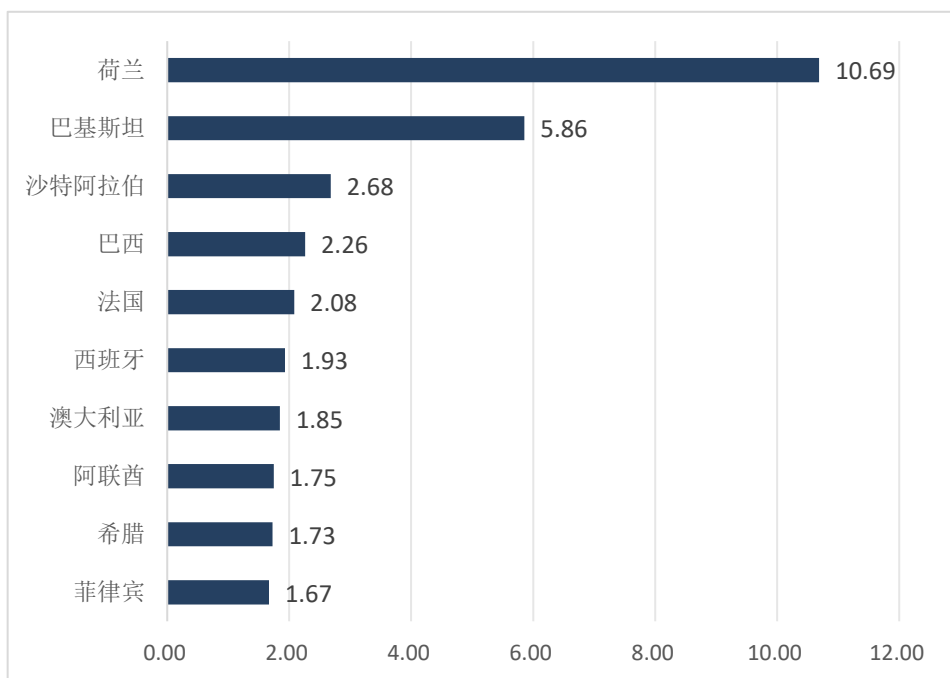
2025年1-7月组件出口141.07GW，同降6%；25Q1出口59.33GW，25Q2出口62.45GW

- ◆ **2025年1-7月组件出口141.07GW，同降6%：**2025年1-7月国内累计组件出口量达141.07GW，同比降低6%，金额134.70亿美元，同降28.04%。
- ◆ **25Q1组件出口量为59.33GW，同降0.88%，环增14.12%；2025Q2组件出口量为62.45GW，同降9.28%，环增5.27%。**

图表：组件月度出口量（单位：GW）



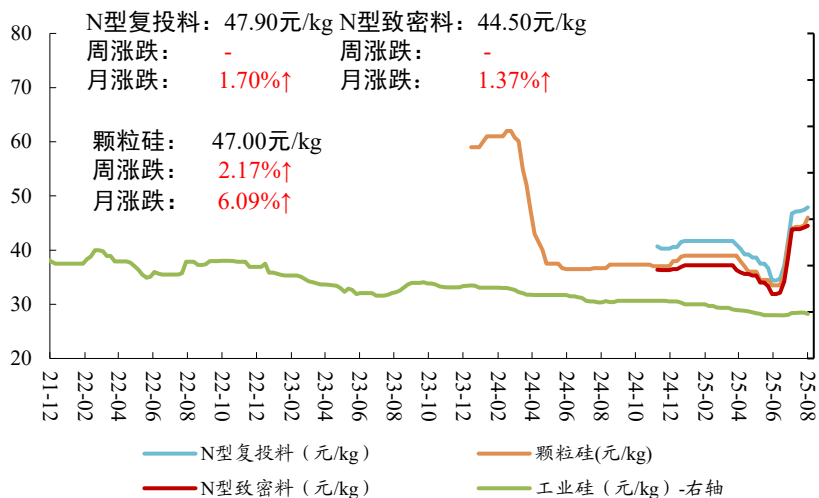
图表：2025年Q2累计组件出口量前十（GW）



5 价格：2025年8月硅料价格触底上涨，组件价格保持平缓

- ◆ **2025年8月硅料价格触底回升：**由于2025年上半年行业产能过剩，6月份硅料价格处于低位，行业内的反内卷推动7、8月硅料价格上升，8月份N型复投料、N型致密料和颗粒硅价格分别月度上涨1.70%、1.37%、6.09%。
- ◆ **组件价格保持平缓，略有回升：**从2022年至2025年，光伏板块的组件价格持续下行跌，从2.1元跌至25年的0.7元左右，25年逐步见底，3月因抢装小幅上涨，25H2随反内卷推进价格有望修复。

图表：硅料价格变动图



图表：组件价格变动图



光伏：短期价格提升，主链盈利承压

1 硅料龙头盈利对比

【东吴电新】2025Q2盈利、出货量及市占率对比——硅料篇

公司	收入 (亿元)	销量 (万吨)	市占率%	单价 (万元/吨)	毛利 (亿元)	毛利率%	单吨净利 (万元)
2025Q2							
通威股份	27.6	8.8	17%	3.1	(7.5)	-27.0%	-1.15
大全能源	9.1	1.8	4%	3.0	(8.3)	-91.7%	-3.00

*假设：1) 25Q2全球装机215GW，假设硅耗2g/W，则25Q2硅料需求为25万吨；2) 硅料价格为不含税价格

硅料行业：25Q2硅料价格见底、盈利压力大；随25Q3行业反内卷进一步推动+产能整逐步启动，预计硅料厂25H2有望盈利转正。

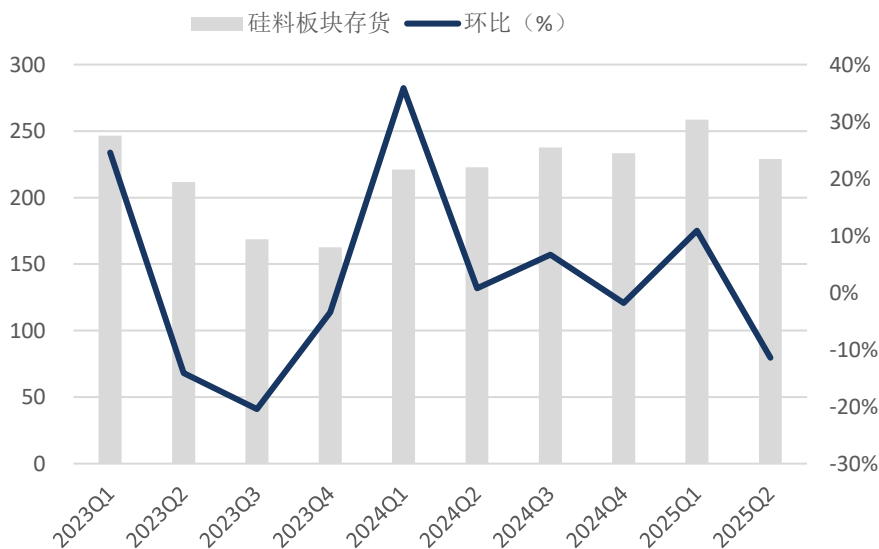
通威股份	<p>硅料出货位居龙头、技术指标优秀。25H1公司硅料销售约16.13万吨，全球市占率约30%，位居行业第一。测算Q2公司销售约8-9万吨（权益约6-7万吨），Q2市场价格环比Q1下滑、测算硅料单吨亏损扩大。Q3起行业反内卷初显成效，硅料报价自7月初3万+提升至约5万/吨（8月），整体价格有所修复。公司技术指标持续提升，N型出货比例达90%+，硅耗降至1.04以内，蒸汽基本实现零消耗；N型料体金属降至0.1ppbw内，表金属降至0.2ppbw内，显著领先行业。</p>
大全能源	<p>25Q2实现多晶硅销量1.81万吨，同比-57.9%/环比-35.3%；产量2.6万吨，同比-60%/环比+4.8%；销量小于产量主要系销售策略所致，单季度库存有所上升。25Q2销售均价（不含税）30.33元/公斤，同比-18.2%/环比-4.5%，二季度产业链均价下跌带来售价环降。25Q2单位销售成本约58.15元/公斤，单位现金成本约38.96元/公斤，受销量下降影响财报端单位成本环比上涨。</p>

*风险提示：政策不及预期、行业竞争超预期等

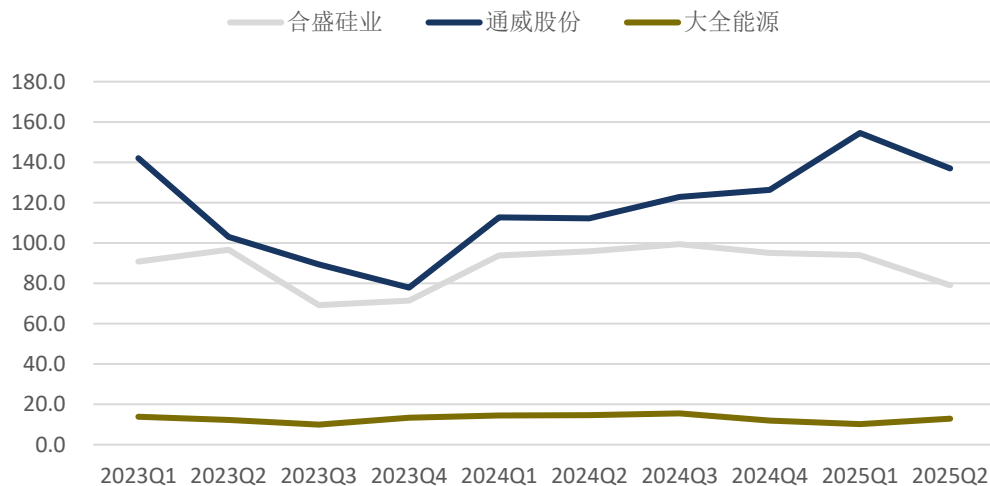
1 25Q2硅料存货同比增加

- ◆ 25Q2硅料行业库存小幅下降，25Q1库存增长显著。截至2025Q2末，硅料板块库存达229亿元，同环比+3%/-11.44%；截至2025年Q1，硅料板块库存为259亿元，同比+17%。
- ◆ 各公司对比来看，2025Q2末硅料龙头库存相比2025年Q1变动分化。2025Q2金额上，通威>合盛>大全；环比降幅上，合盛>通威>大全。其中2025Q2末通威股份库存137亿元、环比-11.34%，合盛硅业库存79.1亿元、环比-15.84%，大全能源库存13亿元、环比+27.98%；2025年Q1通威股份库存154.6亿元、同比+37.13%，合盛硅业库存94亿元、同比+0.17%，大全能源库存10.1亿元、同比-30.36%。

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）



1 硅片龙头盈利对比

【东吴电新】2025Q2盈利、出货量及市占率对比——硅片篇

公司	收入 (亿元)	外销量 (GW)	市占率%	单价 (元/W)	毛利 (亿元)	毛利率%	单瓦盈利 (元/W)	产能 (GW)	产能 利用率%
2025Q2									
隆基绿能	17.5	13.5	11%	0.13	-0.9	-5.0%	(0.01)	190.0	54%
TCL中环	36.4	28.0	11%	0.13	-8.6	-23.7%	(0.04)	200.0	56%
弘元绿能	5.0	4.2	3%	0.12	-0.2	-5.0%	(0.01)	55.0	47%

*假设：1) 25Q2全球硅片需求258GW；2) 隆基、弘元出货仅考虑外销部分，市占率+产能利用率考虑外销+自用。

硅片行业：硅片产能过剩展开竞争，行业反内卷推动价格上行；预计25H2及26年随产能整合+反内卷推进，行业盈利有所修复。

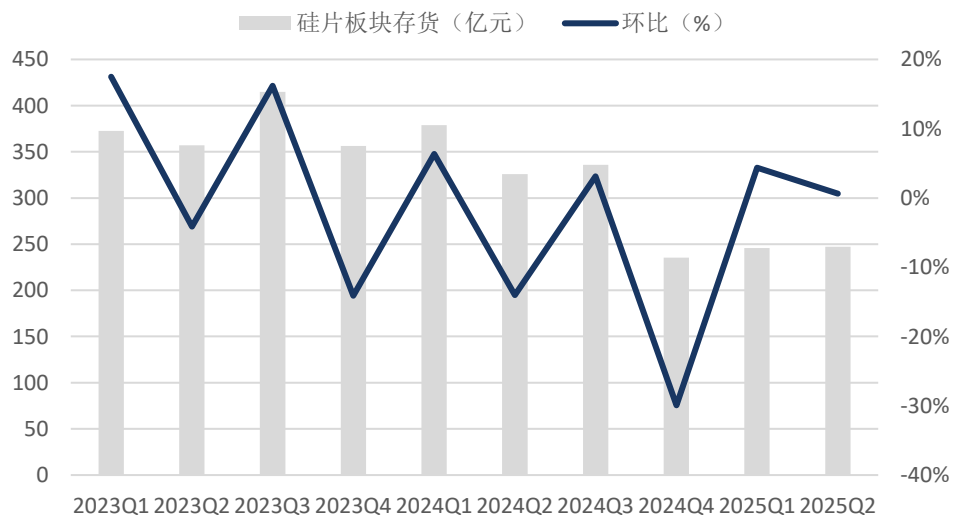
隆基绿能	公司25H1硅片出52.08GW（外销24.72GW），测算Q2硅片出货约28.62GW（外销13.46GW），单瓦亏损环比略有收窄。
TCL中环	25年H1公司硅片出货50-60GW，硅片市占率18.2%；硅片产能200GW，环比+5.26%。二季度增亏主要因为5、6月份的硅片跌价，减值上升。公司通过持续优化原料结构、强化成本竞争力，单瓦加工费同降40%。展望下半年，行业供给侧将进入洗牌阶段，公司将持续降本增效提升竞争力。
弘元绿能	公司25Q2硅料出货1.2万吨，测算整体亏0.5亿；硅片出货约7.2GW，测算单瓦约亏1分（不含减值）；电池出货约3GW，测算单瓦约亏1分（不含减值）；组件出货约1.2GW，测算单瓦约亏1-2分（不含减值）；受价格波动影响，Q2整体减值约9kw，主要约硅片减值。预计Q3硅料出货约1.5万吨，硅片出货约7-8GW，电池出货约3GW+，组件1GW以上；若产业价格保持当前趋势，Q3或有望盈利。

*风险提示：政策不及预期、行业竞争超预期等

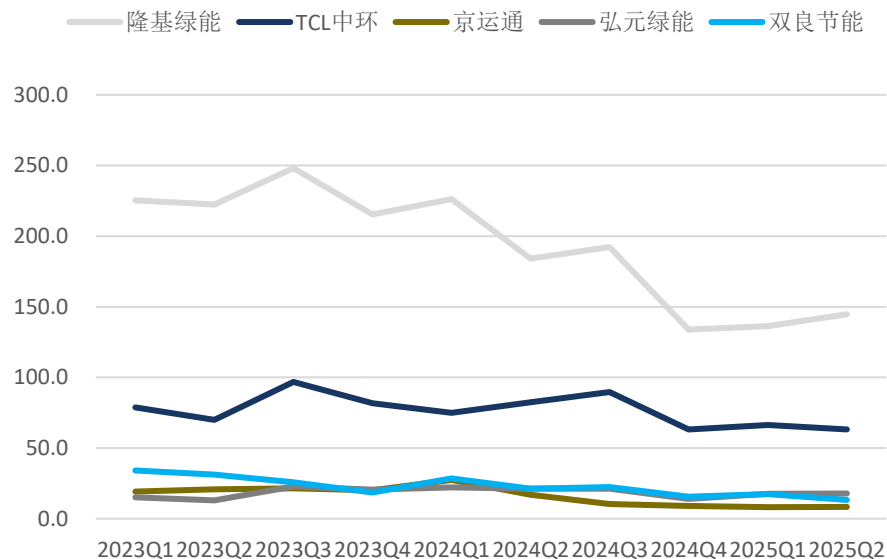
2 硅片存货环比小幅提升，同比大幅下降

- ◆ 25Q2硅片行业库存实现环比小幅上升，同比大幅下降，截至2025Q2末，硅片板块库存247亿元，同环比-24.1%/0.64%。截至2025年Q1，硅片板块库存246亿元，同比-35.2%。
- ◆ 各公司对比来看，2025Q2末硅片龙头库存与25年Q1基本持平。2025Q2金额上，隆基绿能>TCL中环>弘元绿能>双良节能>京运通；环比增幅上，隆基绿能>京运通>弘元绿能>TCL中环>双良节能。其中2025Q2末双良节能库存13.3亿元，环比-23.41%，TCL中环库存63.2亿元，环比-4.65%。

图表：硅片板块季度库存情况（亿元，%）



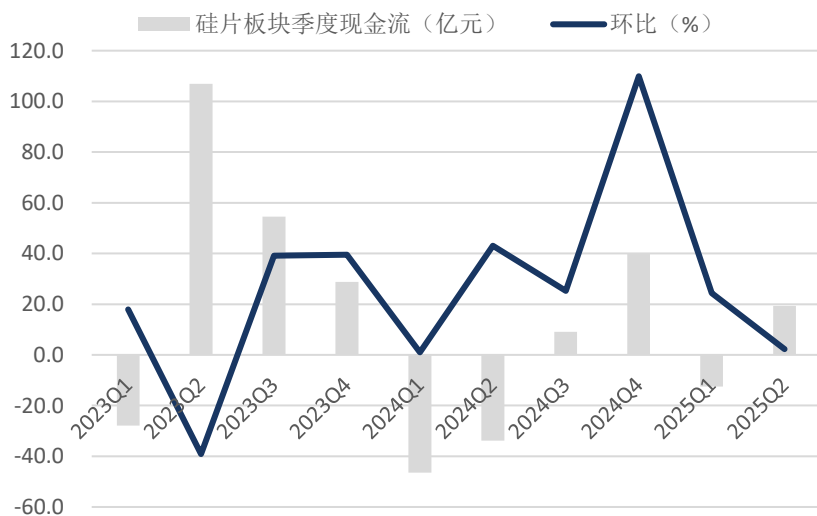
图表：龙头硅片厂商库存对比（亿元）



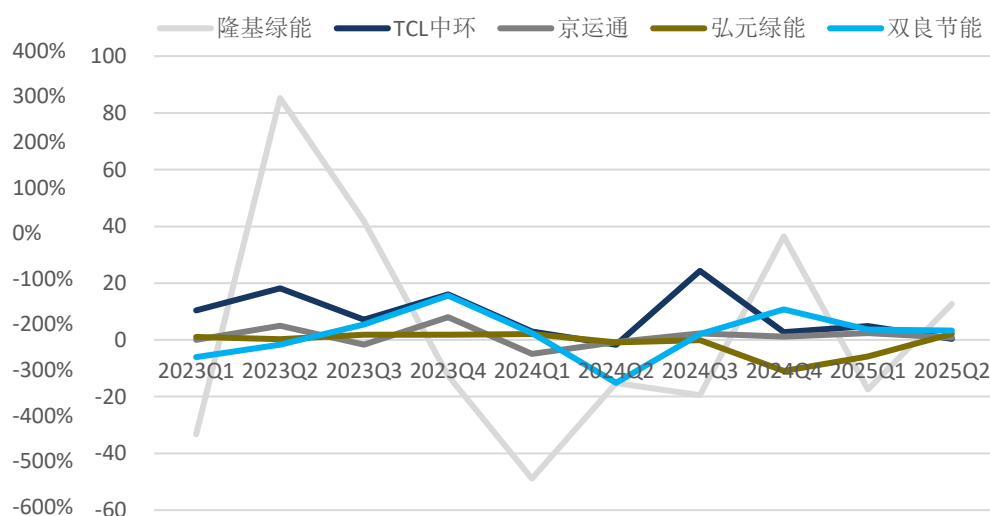
2 硅片25Q2季度经营性现金流有所回升

- ◆ 硅片行业经营性现金流由负转正，2025Q2硅片板块季度经营性现金流19.3亿元，环比+254.01%；2025年Q1硅片板块年度经营性现金流-12.52亿元，同比-73.07%。
- ◆ 各公司对比来看，25Q2末硅片龙头现金流相比25Q1有所上升，公司金额变动均为正，其中隆基和上机环比为正。2025Q2金额上，隆基>双良节能>弘元绿能>京运通>TCL中环；环比降幅上，TCL中环>京运通>双良节能>上机>隆基。其中TCL中环25Q2季度现金流0.3亿元，环比-93%，隆基绿能25Q2季度经营性现金流12.6亿元，环比172%。

图表：硅片板块季度现金流情况（亿元，%）



图表：龙头硅片厂商季度现金流对比（亿元）



3 电池板块25Q1收入60.2亿，同比-2.9%；Q2收入61亿元，同比+14.9%

- ◆ 电池2025年Q1收入60.2亿元，同比-2.9%；25Q2收入61亿元，同比14.90%，环比1.47%。电池技术多点开花，TOPCon加速渗透。
- ◆ 电池2025年Q1毛利率2.2%，同比-4.7pct。钧达股份25Q1毛利率5.9%，同比12.0pct。爱旭股份25Q1毛利率0.5%，同比-8.17pct。
- ◆ 电池25Q2毛利率4.6%，同比14.5pct、环比2.4pct；钧达股份25Q2毛利率-2.1%，同比3.4pct；爱旭股份25Q2毛利率7.4%，同比21.6pct。

图表：公司季度营业收入及同比/环比变动表

营业收入 (亿元)	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q2同比	25Q2环比	24H1	25H1	25H1同比
钧达股份	28.1	18.3	17.5	18.8	17.9	-32.76%	-4.61%	63.7	36.6	-0.4%
爱旭股份	30.3	27.3	32.6	41.4	43.1	62.77%	4.23%	51.6	84.5	0.6%
合计	58.4	45.6	50.1	60.2	61	14.90%	1.47%	115.3	121.1	5%

图表：公司季度毛利率及同比/环比变动表

毛利率 (%)	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q2同比	25Q2环比	24H1	25H1	25H1同比
钧达股份	-5.6%	-2.3%	2.8%	5.9%	-2.1%	3.4pct	-8.0pct	1.0%	2.0%	0.9pct
爱旭股份	-14.2%	-19.4%	-12.9%	0.5%	7.4%	21.6pct	6.9pct	-3.1%	4.0%	7.1pct
合计	-9.9%	-12.5%	-7.4%	2.2%	4.6%	14.5pct	2.4pct	-0.8%	3.4%	4.2pct

3 电池龙头盈利对比

【东吴电新】2025Q2盈利、出货量及市占率对比——电池篇

公司	收入 (亿元)	出货量 (GW)	市占率%	单价 (元/W)	毛利 (亿元)	毛利率%	单瓦盈利 (元/W)	产能 (GW)	产能 利用率%
2025Q2									
通威股份	84.21	32.4	13%	0.26	(2.53)	-3.0%	(0.03)	150	86%
爱旭股份	14.04	5.2	2%	0.27	(0.70)	-5.0%	(0.05)	30	69%
钧达股份	17.88	7.0	3%	0.26	(0.38)	-2.2%	(0.02)	40	70%

*假设：1) 25Q2全球电池片需求258GW

电池片行业：电池产能过剩盈利承压，随光伏反内卷推进价格有所上行，预计2025年随P型产能逐步退出市场+行业产能整合推进，后续盈利压力或相对缓解。

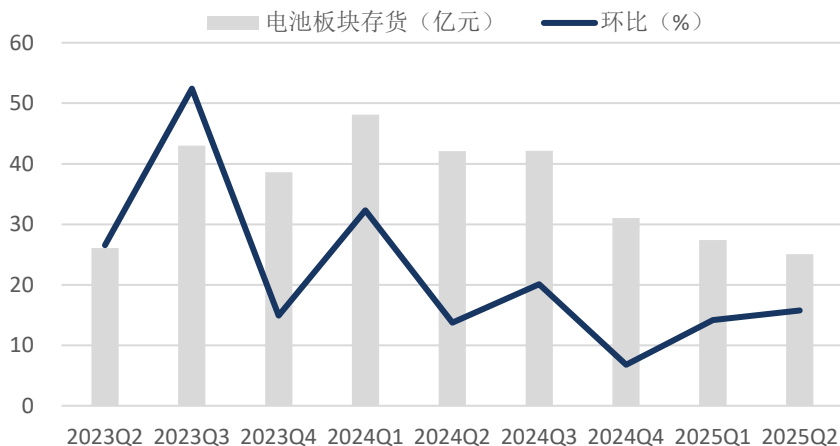
通威股份	25H1公司电池销49.89GW，继续保持全球第一；测算Q2电池出货量约30GW+，开工率提升+4-5月抢装涨价单瓦亏损有所收窄。组件销售24.52GW，测算Q2销售约14-15GW，测算单瓦亏损收窄；国内分布式出货保持第一，集中式延续央企良好合作，海外市场销5.08GW、爆发式增长；在波兰、罗马尼亚、匈牙利等市场取得领先优势。
爱旭股份	25H1公司ABC组件出货8.57GW，同增超400%；其中Q2公司BC组件出货约4GW+，测算ABC组件毛利约10%，预计单瓦盈利约5-6分主要受益于海外占比提升（40%+）+海外溢价足盈利强（海外BC组件近1元/w，测算盈利近10-12分/w）+成本优化。国内溢价保持约5分+，测算单瓦盈利约1分。电池出货量约5GW+（P型3.5GW+TOPCon1.7GW），测算单瓦亏损约4-5分。展望Q3预计公司持续保持满产满销，海外占比保持40%+，保持稳健；预计全年ABC组件出货20gw，同比高增、ABC放量渗透。光伏反内卷持续推进，电池组件价格有望进一步修复。
钧达股份	公司25H1出货约14GW TOPCon，同比-14%；测算Q2公司出货约7GW，同比-11%/环比基本持平。测算25Q2单瓦亏损约2分/w，环比持平略增。随光伏反内卷持续推进，预计25H2盈利或有望改善。公司25H1通过工艺突破，推动电池平均量产效率提升0.2%以上，非硅成本同比下降20%。公司持续投入新工艺研发，致力于打造高性价比电池解决方案。

*风险提示：政策不及预期、行业竞争超预期等

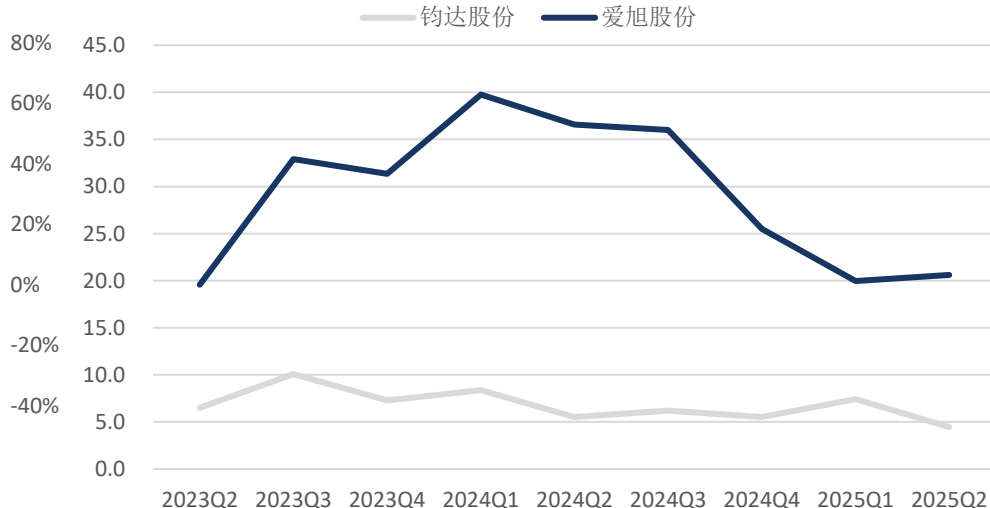
3 电池存货环比略有下降，爱旭钧达存货环比均下滑

- ◆ 电池行业库存环比略有下降，截至2025Q2末，电池板块库存达25.07亿元，环比-8.48%。
- ◆ 各公司对比来看，2025Q2末电池龙头库存相比2025年Q1基本持平。2025Q2金额上，爱旭股份>钧达股份；环比上表现分化。其中2025Q2末钧达股份库存4.5亿元、环比-40.13%，爱旭股份库存20.6亿元、环比3.31%。

图表：电池板块季度库存情况（亿元，%）



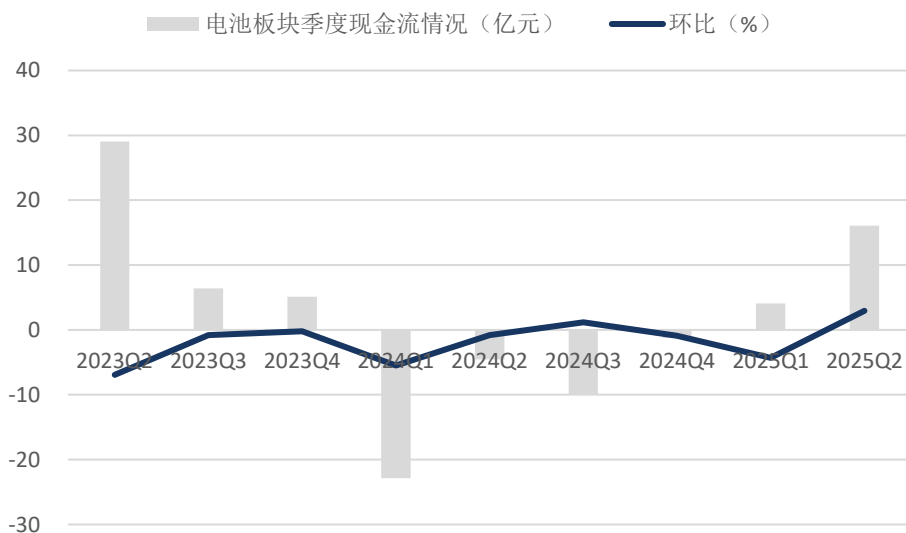
图表：龙头电池厂商库存对比（亿元）



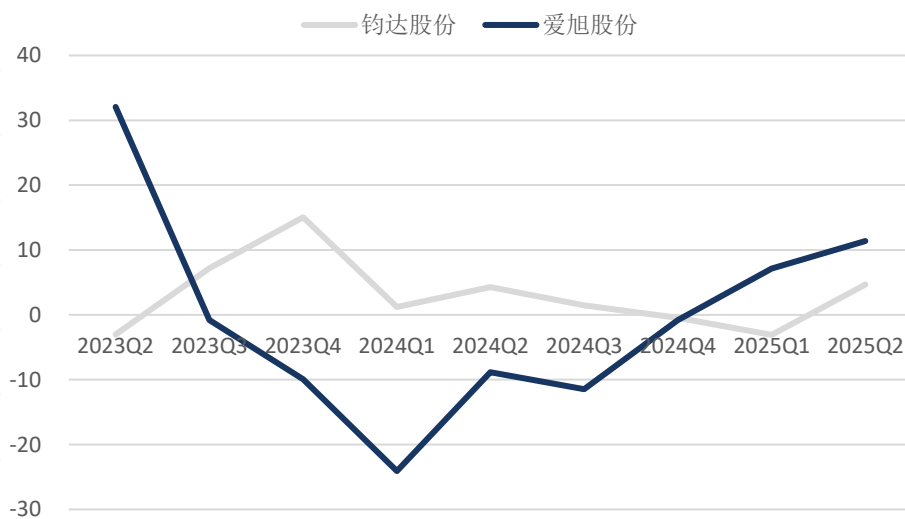
3 电池季度经营性现金流环比增长

- ◆ 电池行业季度经营性现金流增加显著，2025Q2电池板块季度经营现金流达16.1亿元，环比增长295.57%。
- ◆ 各公司对比来看，2025Q2末电池龙头季度经营性现金流有不同程度增减。2025Q2金额上，爱旭股份>钧达股份；环比上，二者皆上升。2025Q1钧达股份季度现金流4.7亿元、环比252.03%，爱旭股份季度经营性现金流11.4亿元、环比59.06%。

图表：电池板块季度现金流情况（亿元，%）



图表：龙头电池厂商季度现金流对比（亿元）



4 组件板块25Q2收入920亿元，同减21.05%，毛利率4.45%，同减4.4pct

- ◆ 组件2025年Q1收入703亿，同比-26.13%；2025Q2收入920亿元，同比-21.05%。价格竞争进一步加剧，单瓦售价持续下行。
- ◆ 组件2025年Q1毛利率1.27%，同比-9.36pct；2025Q2毛利率4.45%，同比-4.4pct。25Q2隆基绿能毛利率1.6%，同比-5.0pct；阿特斯毛利率16.5%，同比2.2pct；晶澳科技毛利率-1.0%，同比-4.0pct；晶科能源毛利率-1.0%，同比-8.6pct；天合光能毛利率4.5%，同比-8.7pct。毛利率承下跌趋势，整体业绩承压。

图表：CR5公司季度营业收入及同比/环比变动表

营业收入(亿元)	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q2同比	25Q2环比	24H1	25H1	25H1同比
隆基绿能	208.6	200.6	239.9	136.5	191.6	-8.12%	40.35%	385.3	328.1	-0.1%
阿特斯	123.6	122.2	119.9	85.9	124.7	0.85%	45.20%	219.6	210.5	0.0%
晶澳科技	213.9	169.9	157.7	106.7	132.3	-38.12%	23.99%	373.6	239.0	-0.4%
晶科能源	241.7	245.2	207.0	138.4	178.9	-25.57%	29.95%	472.5	318.3	-0.3%
天合光能	247.1	201.8	171.3	143.4	167.2	-32.34%	16.64%	429.7	310.6	-0.3%
合计	1,034.8	939.7	895.8	610.9	794.7	-23.20%	30.09%	1880.7	1406.5	-25.21%

图表：CR5公司季度毛利率及同比/环比变动表

毛利率	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	同比	环比	24H1	25H1	25H1同比
隆基绿能	6.6%	8.6%	6.1%	-4.2%	1.6%	-5pct	5.8pct	7.7%	-0.8%	-8.5pct
阿特斯	14.3%	13.5%	15.1%	6.8%	16.5%	2.2pct	9.7pct	15.8%	12.5%	-3.3pct
晶澳科技	3.1%	8.7%	1.3%	-6.7%	-1.0%	-4.0pct	5.8pct	18.1%	-3.5%	-7.4pct
晶科能源	7.6%	11.8%	-0.8%	-3.3%	-1.0%	-8.6pct	2.3pct	3.9%	-2.0%	-10.6pct
天合光能	13.1%	9.5%	-1.0%	6.6%	4.5%	-8.7pct	-2.2pct	8.6%	5.5%	-8.4pct
合计	44.64%	52.05%	20.83%	-0.82%	20.6%	-24.1pct	21.4pct	13.9%	11.61%	-38.15pct

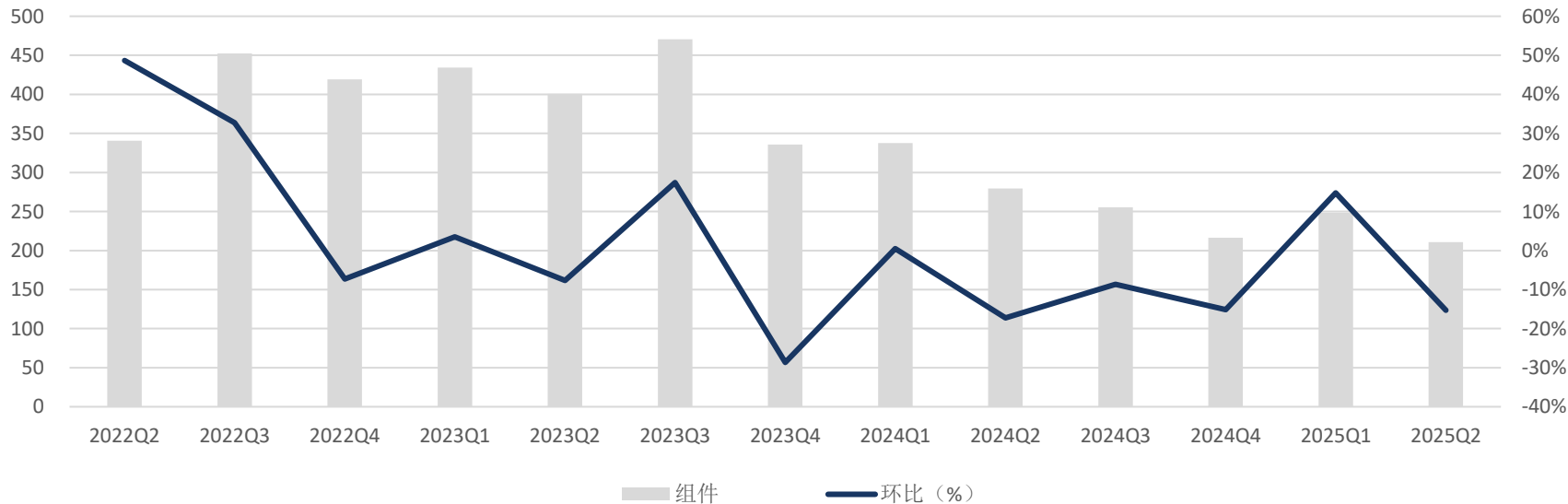
4 组件龙头盈利对比

【东吴电新】2025Q2盈利、出货量及市占率对比——组件篇											
	收入 (亿元)	外销量 (GW)			市占率%			单价 (元/W)	毛利 (亿元)	毛利率%	单瓦盈利(元/W)
		综合	国内	海外	综合	国内	海外				
2025Q2											
隆基绿能	174.4	24.9	12.5	12.5	10%	7%	17%	0.7	0.0	0%	-0.03
晶澳科技	127.0	18.0	9.9	8.1	7%	5%	11%	0.7	-1.2	-1%	-0.03
天合光能	119.0	17.0	7.7	9.4	7%	4%	12%	0.7	-6.0	-5%	-0.08
阿特斯	62.3	7.9	2.8	5.1	3%	2%	7%	0.8	1.2	2%	0.00
晶科能源	179.9	24.0	7.2	16.8	9%	4%	22%	0.7	-1.8	-1%	-0.07
*假设：1) 假设容配比1.2，则2024年/25Q1全球组件需求630/147GW（国内332/72GW+海外304/75GW）											
组件行业：当前价格下组件盈利承压，二三线厂商触达现金成本；预计25H2行业反内卷+产能整合推进，或有望逐步走出周期底部。											
隆基绿能	公司25H1电池组件出货41.85GW（其中组件出货量39.57GW）；测算Q2电池组件出货约24.92GW，其中BC组件出货持平Q1约4GW，受益于Q2抢装价格提升、组件单瓦亏损大幅收窄。公司二代BC量产持续推进，截止Q2末公司BC2.0自有产能达24GW；组件量产效率达24.8%，签单量快速增长，上半年出货约4GW，预计25年末通过技术升级，公司HPBC2.0电池产能占比超过60%。										
晶澳科技	Q2大幅减亏、25H1公司电池组件出货量33.79GW（含自用119MW），其中组件海外出货量占比约45.93%。25Q2出货18GW左右，环增15%，考虑冲回3.8亿资产+信用减值后，测算Q2单瓦亏损约3分，环比减亏7分左右，环比明显改善，原因：①国内136号文抢装涨价，②美国出货又130MW提升至590MW，③人民币贬值。Q3看需求好于预期，出货将继续环增，我们预计公司25年出货75-80GW。										
天合光能	组件25H1出货量超32GW，其中Q2约17GW，环比提升13%，测算单瓦亏损约8分，预计全年出货70-75GW，同比微增；分布式系统25H1销量约1.5GW，测算单瓦盈利约为0.2元，预计全年出货4GW+，同比持平；储能25H1出货1.7GWh，其中Q2出货1.4GWh，90%为海外订单（欧洲20%，中东非30-35%，北美30%、亚太12-15%，中国近10%），已实现微利，全年计划出货8GWh，同增86%；支架25H1出货3.5GW，其中Q2为2GW，跟踪支架约1.5GW，盈亏平衡；数字能源服务贡献利润3亿左右，主要为售电电费收入和分布式运维收入。										
阿特斯	25H1公司组件出货14.8GW，其中Q2出货7.9GW，环增14%。Q2公司计提5.5亿的perc及库存资产减值后，组件基本盈亏平衡，显著优于同行，主要是美国本土组件工厂持续爬坡生产贡献利润，Q2美国出货占比30%+。公司预计25Q3组件出货5-5.3GW，全年出货25-27GW，同比-16%左右。新技术上，公司HJT电池转换效率达27.1%，良率99%，同时研发BC和钙钛矿叠层，强化技术储备。										
晶科能源	公司2025H1组件出货41.84GW，保持行业出货第一；对应公司Q2出货约24GW，测算单瓦单瓦亏损约6分，环比改善约1-2分，主要由Q2抢装带动组件涨价所致。展望Q3，公司预计组件出货约20-23GW，反内卷下行业价格有所回升、等待后续产业盈利有望改善；25年预计公司出货90-100gw。公司光储协同优势见效明显，储能签单与出货的增速超预期，25H1储能发货1.5GWh、超24全年发货量，预计全年出货目标约6GWH。										
*风险提示：政策不及预期、行业竞争超预期等											

4 组件合同负债略有下降

- ◆ **光伏组件行业合同负债环比略有下降。** 2025Q1组件板块合同负债247.8亿元，环比增加14.83%；2025Q2组件板块合同负债211.7亿元，环比下降15.25%。
- ◆ **各公司对比来看，2025Q2末组件龙头合同负债相比去年末有所分化。** 2025Q1金额上，隆基绿能>晶科能源>晶澳科技>阿特斯>天合光能>东方日升>横店东磁>海泰新能>亿晶光电；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。

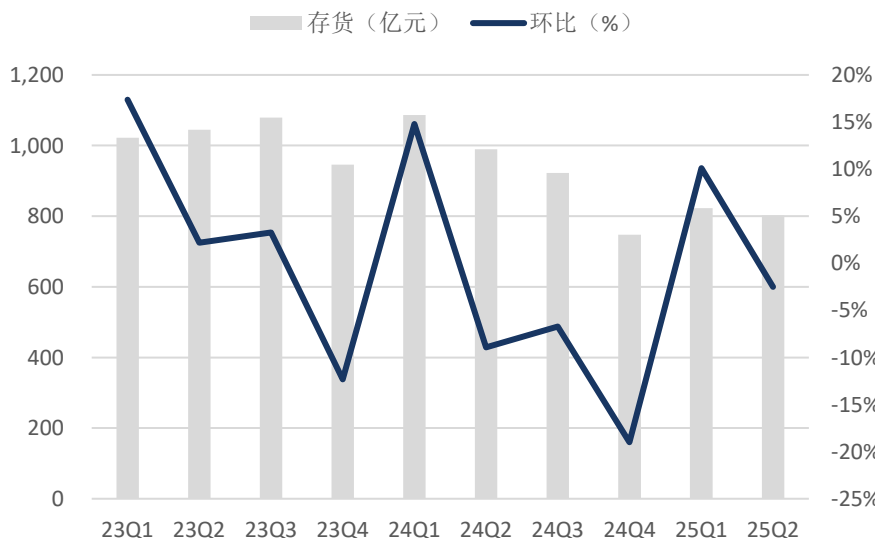
图表：光伏组件板块季度合同负债情况（亿元，%）



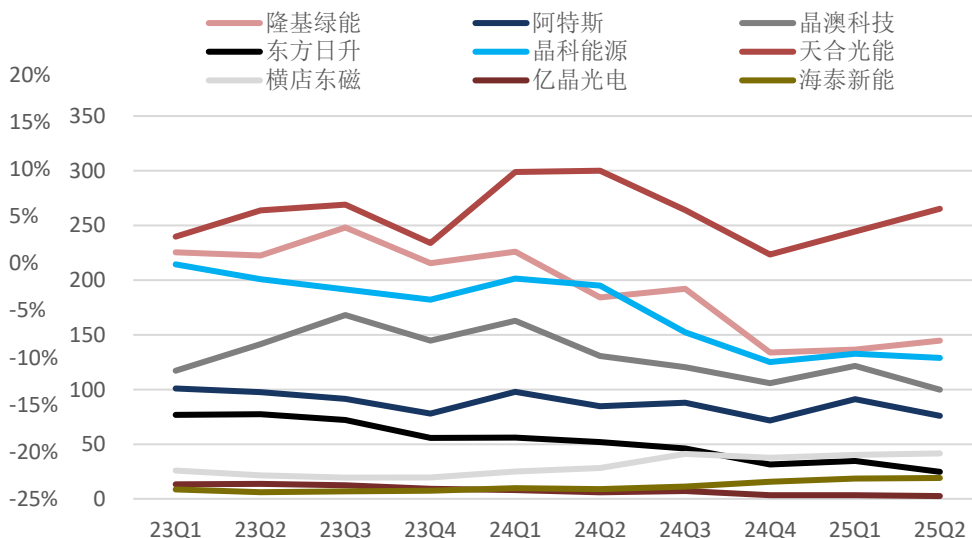
4 组件存货环比呈现分化趋势，天合/海泰略高

- ◆ 光伏组件行业库存有所增加，截至2025Q1末，组件板块库存达822.9亿元，环比10.10%；2025Q2组件板块库存达802.4亿元，环比降低2.49%。
- ◆ 各公司对比来看，2025Q2末各组件厂商存货环比呈现分化趋势。金额上，天合光能>隆基绿能>晶科能源>晶澳科技>阿特斯>横店东磁>东方日升>海泰新能>亿晶光电；环比增幅上，天合光能>隆基绿能>横店东磁>海泰新能 >晶科能源>阿特斯>晶澳科技>亿晶光电>东方日升。
- ◆ 2025Q2末天合光能存货265.3亿元，环比增加8.55%，为组件厂商最高且涨幅最大

图表：光伏组件板块季度库存情况（亿元，%）



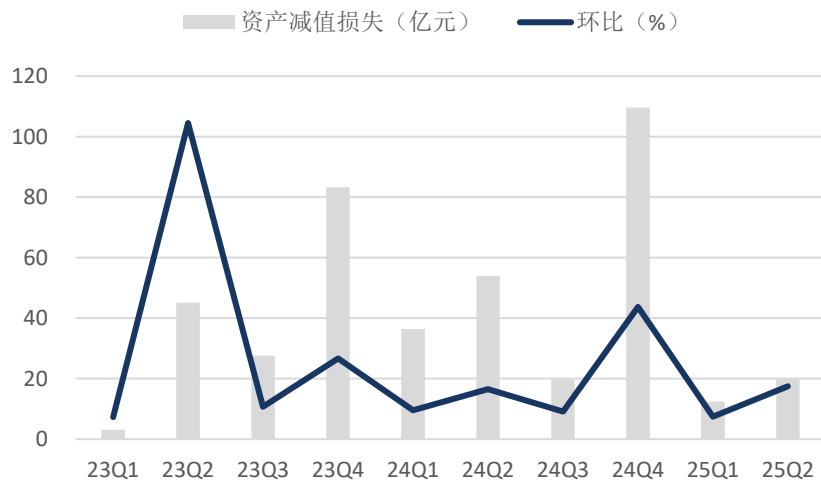
图表：龙头组件厂商库存对比（亿元）



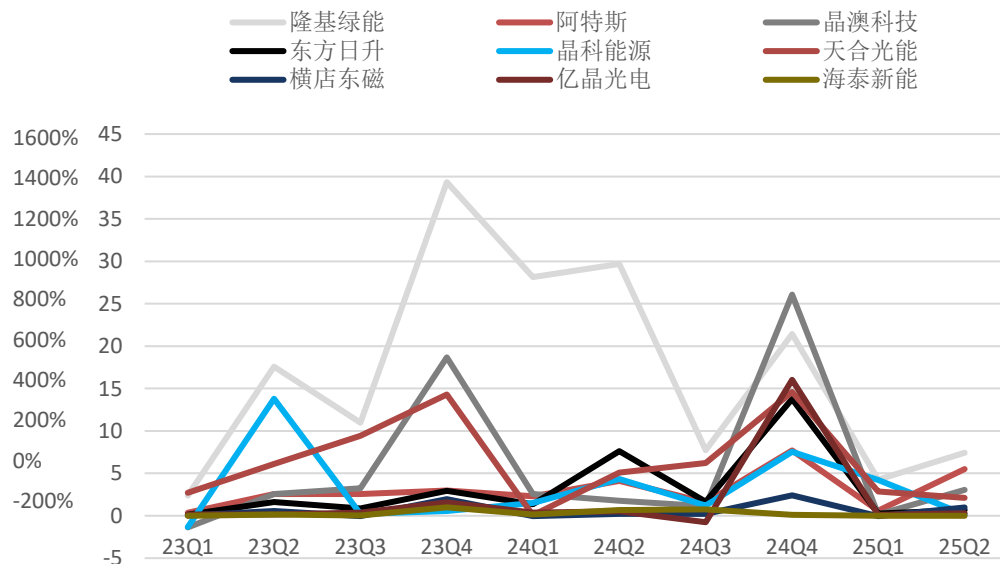
4 组件资产减值损失25Q2为20.2亿元，环增62.67%

- ◆ 2025Q2组件行业资产减值损失为20.2亿元，环比增加62.67%。2025Q1组件板块资产减值12.4亿元，环比减少88.69%。
- ◆ 各公司对比来看，2025Q2组件龙头资产减值除晶科及天合外均环比增加。2025Q2金额上，隆基绿能>阿特斯>晶澳科技>天合光能>横店东磁>东方日升>亿晶光电>晶科能源>海泰新能；2025Q2环比增幅上，横店东磁>晶澳科技>阿特斯>海泰新能>亿晶光电>东方日升>隆基绿能>天合光能>晶科能源。
- ◆ 2025Q2隆基绿能资产减值7.41亿元，组件厂商中减值最多；横店东磁资产减值环比增加2157%，组件厂商中环比增幅最大。

图表：组件板块资产减值情况（亿元，%）



图表：龙头组件厂商季度资产减值对比（亿元）



逆变器及辅材：户储需求恢复增长，大储及工商储高增，辅材Q2盈利承压，Q3提价预计有所恢复

1 逆变器25H1收入660.2亿元，同比+29.6%，25Q2收入373.08亿元，同比+23.02%

- ◆ 逆变器25H1收入660.2亿元，同比+29.6%，归母净利润105.99亿元，同比+43.19%；其中25Q1收入287.16亿元，同比+39.37%，环比28.33%；25Q1归母净利润50.07亿元，同比+73.57%，环比+8.35%；25Q2收入373.08亿元，同比+23.02%，环比+29.92%；25Q2归母净利润55.92亿元，同比+23.94%，环比+12.69%，主要是受益于欧洲库存去化，户储需求逐步恢复，新兴市场需求旺盛，工商储及大储需求持续高增

图表：逆变器板块季度收入情况（亿元，%）

图表：逆变器板块季度归母净利润情况（亿元，%）

营业收入	25H1	25H1同比	25H1环比	2025Q1	25Q1同比	25Q1环比	2025Q2	25Q2同比	25Q2环比
阳光电源	435.05	40.34%	-7.05%	190.36	50.92%	-31.80%	244.97	33.09%	28.68%
盛弘股份	12.99	-4.79%	-15.14%	6.04	0.87%	-35.77%	7.58	-8.87%	25.36%
上能电气	21.27	14.35%	-4.62%	9.43	13.51%	-24.36%	12.19	15.00%	29.25%
科士达	5.72	-27.54%	-25.30%	1.91	-55.39%	-19.72%	4.61	-2.27%	141.36%
昱能科技	37.81	13.09%	19.04%	15.18	8.65%	9.92%	22.76	16.25%	50.00%
锦浪科技	40.84	29.80%	13.81%	18.82	67.13%	4.88%	22.04	9.01%	17.09%
固德威	9.10	10.78%	-7.38%	3.36	1.46%	-53.79%	6.69	16.14%	99.08%
禾迈股份	21.02	13.42%	-23.28%	8.31	16.78%	-51.26%	13.54	11.46%	62.97%
德业股份	55.05	16.58%	-14.29%	25.66	36.24%	-19.56%	29.69	3.65%	15.70%
通润装备	16.83	6.33%	-3.11%	8.08	18.01%	-13.17%	9.01	-2.34%	11.58%
合计	660.2	29.6%	-6.37%	287.16	39.37%	28.33%	373.08	23.02%	29.92%

归母净利润	25H1	25H1同比	25H1环比	2025Q1	25Q1同比	25Q1环比	2025Q2	25Q2同比	25Q2环比
阳光电源	77.35	55.97%	27.27%	38.26	82.52%	11.33%	39.08	36.53%	2.15%
盛弘股份	1.58	-12.91%	-36.13%	0.73	9.87%	-53.98%	0.85	-26.04%	16.84%
上能电气	2.55	16.49%	45.91%	1.11	-10.44%	197.37%	1.44	51.58%	29.93%
科士达	0.29	-67.11%	-44.71%	0.29	-27.68%	406.78%	0.00	-100.00%	-100.00%
昱能科技	6.02	70.96%	77.67%	1.95	859.78%	773.79%	4.07	22.75%	109.27%
锦浪科技	-0.17	30.35%	56.30%	-0.28	2.75%	60.22%	0.11	129.02%	140.78%
固德威	0.16	-91.33%	-89.61%	-0.10	-115.39%	110.50%	0.27	-77.87%	357.10%
禾迈股份	2.01	24.78%	-22.31%	0.88	71.56%	-25.03%	1.13	2.98%	28.76%
德业股份	15.22	23.18%	-11.74%	7.06	62.98%	-2.11%	8.17	1.72%	15.74%
通润装备	0.97	26.32%	-30.55%	0.18	19.70%	-83.31%	0.79	27.96%	331.33%
合计	105.99	43.19%	16.61%	50.07	73.57%	8.35%	55.92	23.94%	12.69%

1 逆变器25H1毛利率33.1%，同比+0.7pct，25Q2毛利率32.7%，同比+2.0p

- ◆ 逆变器25H1毛利率33.1%，同比+0.7pct；净利率16.1%，同比+1.5pct；其中25Q2毛利率32.7%，同比+2.0pct，环比-0.8pct；净利率14.99%，同比-0.02pct，环比-2.4pct；25Q1毛利率33.5%，同比-1.2pct，环比+6.3pct；净利率17.4%，同比+3.4pct，环比+5.9pct。25Q2盈利能力基本维持稳定，Q2环比略有下滑。

图表：逆变器板块季度毛利率情况（亿元，%）

图表：逆变器板块季度净利率情况（亿元，%）

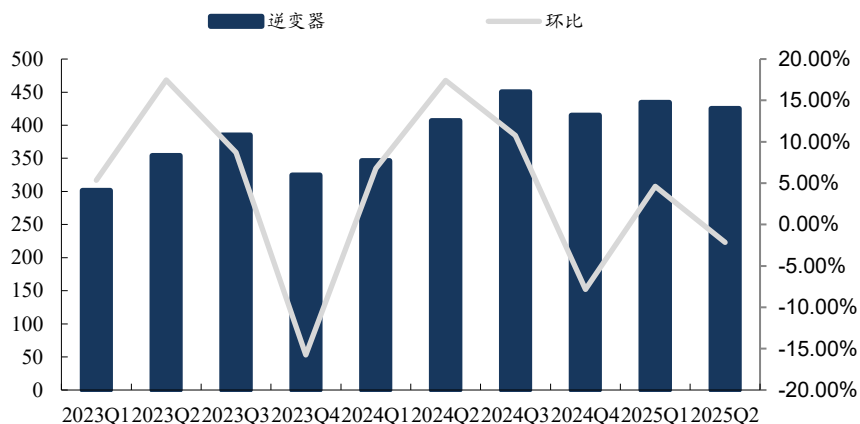
毛利率	25H1	25H1同比	25H1环比	2025Q1	25Q1同比	25Q1环比	2025Q2	25Q2同比	25Q2环比
阳光电源	34.36%	1.94pct	6.05pct	35.13%	-1.54pct	7.65pct	33.75%	4.25pct	-1.38pct
盛弘股份	39.00%	-0.57pct	0.13pct	39.61%	0.06pct	2.55pct	38.52%	-1.07pct	-1.09pct
上能电气	28.99%	-3.01pct	1.71pct	29.37%	-3.99pct	5.22pct	28.70%	-2.25pct	-0.67pct
科士达	27.30%	-8.28pct	1.11pct	43.49%	7.67pct	22.94pct	20.59%	-14.78pct	22.90pct
昱能科技	35.67%	3.49pct	4.74pct	32.07%	7.82pct	8.35pct	38.06%	0.23pct	6.00pct
锦浪科技	19.92%	-2.84pct	0.56pct	19.41%	-8.06pct	4.11pct	20.36%	0.21pct	0.95pct
固德威	26.86%	-20.66pct	11.19pct	33.92%	15.17pct	1.52pct	23.32%	23.30pct	10.61pct
禾迈股份	24.15%	1.17pct	1.26pct	24.28%	0.73pct	5.68pct	24.07%	1.42pct	-0.22pct
德业股份	37.48%	0.33pct	-2.47pct	37.21%	0.88pct	1.92pct	37.71%	0.02pct	0.51pct
通润装备	30.07%	-1.94pct	1.69pct	27.00%	-2.63pct	1.12pct	32.83%	-0.95pct	5.84pct

净利率	25H1	25H1同比	25H1环比	25Q1	25Q1同比	25Q1环比	25Q2	25Q2同比
阳光电源	17.77%	1.78pct	4.79pct	20.10%	3.48pct	4.55pct	15.95%	0.40pct
盛弘股份	11.60%	-1.08pct	-3.81pct	12.06%	0.99pct	-1.79pct	11.24%	-2.61pct
上能电气	11.81%	0.22pct	4.09pct	11.77%	-3.15pct	2.79pct	11.83%	2.86pct
科士达	4.43%	-5.33pct	-1.56pct	15.14%	5.80pct	4.97pct	0.00%	-10.16pct
昱能科技	15.87%	5.37pct	5.24pct	12.83%	11.38pct	-4.12pct	17.90%	0.95pct
锦浪科技	-0.41%	0.35pct	0.65pct	-1.49%	1.07pct	-1.74pct	0.52%	0.27pct
固德威	1.62%	-19.06pct	-12.81pct	-3.08%	-23.39pct	-23.96pct	3.98%	-16.90pct
禾迈股份	9.18%	0.84pct	0.11pct	10.55%	3.37pct	1.53pct	8.34%	-0.69pct
德业股份	27.50%	1.47pct	0.79pct	27.49%	4.51pct	-0.53pct	27.50%	-0.52pct
通润装备	5.70%	0.90pct	-2.25pct	2.27%	0.03pct	-4.42pct	8.77%	2.08pct

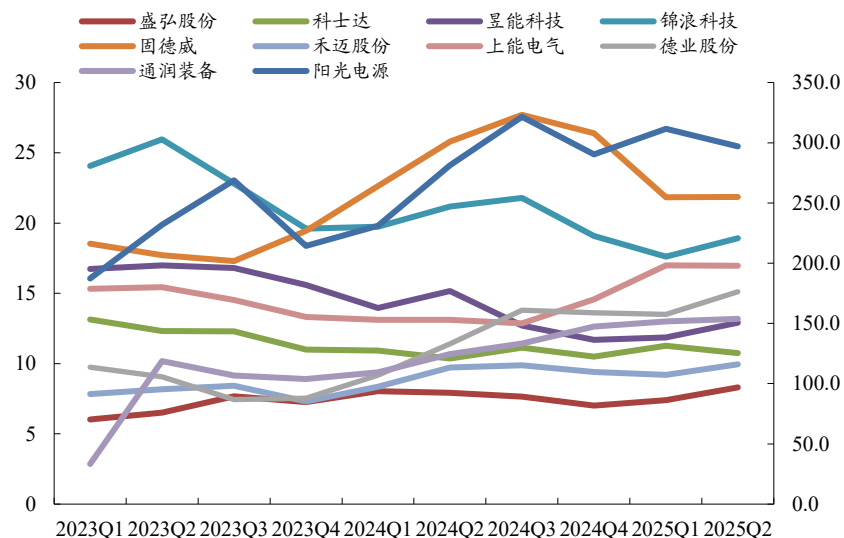
1 25H1存货环比下降，25Q2存货呈增长态势

- ◆ 逆变器行业存货逐步下降，25年Q1逆变器板块库存达434亿元，环比维持稳定，25Q2逆变器存货435亿元，环比略有下滑，主要系阳光电源库存环降约15亿元。
- ◆ 各公司对比来看，2025Q2末逆变器龙头存货较年初有所波动。2025Q2金额上，阳光>固德威>锦浪>上能>德业>通润>昱能>科士达>禾迈>盛弘；环比增幅上，盛弘>德业>昱能>禾迈>锦浪>通润>固德威>上能>阳光>科士达。其中2025Q2末阳光电源库存297亿元、环比-5%，主因部分合同履行交付，库存有所减少，其中一半约为电站库存。

图表：光伏逆变器板块季度库存情况（亿元，%）



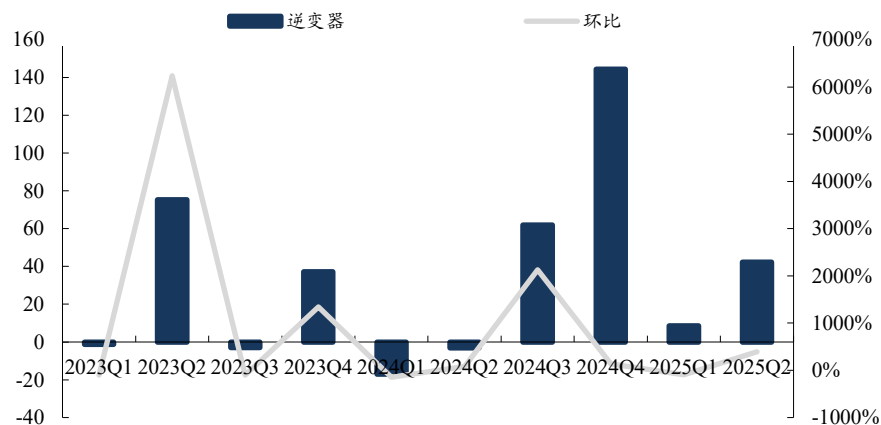
图表：龙头逆变器厂商库存对比（亿元，右轴：阳光）



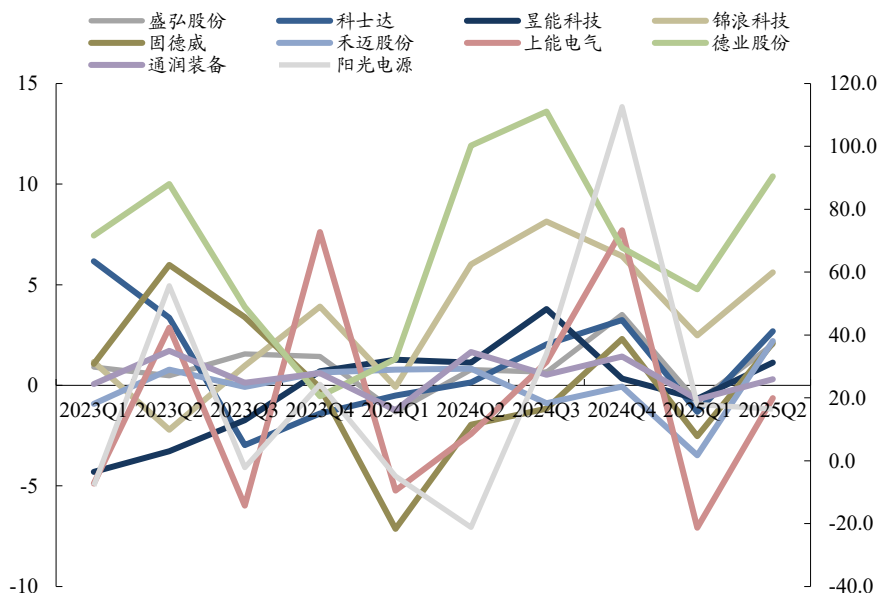
1 逆变器季度经营现金流25H1同比上涨232%，25Q2环增395%

- ◆ 25H1逆变器板块季度经营现金流达50.8亿元，环比增幅353%；25Q1逆变器板块季度经营现金流为8.5亿元，环比-94%，25Q2逆变器板块季度经营现金流为42.3亿元，同比+1482%，环比+395%。
- ◆ 25Q2金额上，阳光>德业>锦浪>科士>达禾迈>固德威>盛弘>昱能>通润>上能；环比增幅上，盛弘>科士达>昱能>固德威>禾迈>通润>锦浪>德业>上能>阳光>。其中25Q2阳光电源季度现金流16.4亿元，同比+178%，环比-8%。

图表：光伏逆变器板块季度经营性现金流情况（亿元，%）



图表：龙头逆变器厂商经营性现金流对比（亿元，右轴：阳光）



1 逆变器板块龙头盈利对比

公司	光伏并网逆变器业务							储能业务			微逆业务				
	收入 (亿元)	出货量 (GW)			市占率%			毛利率%	单价 (元/W)	收入 (亿元)	出货量 (万台)	毛利率	收入 (亿元)	出货量 (万台)	毛利率
综合		国内	海外	综合	国内	海外	收入								
2025Q2															
阳光电源	90.0	42.0	16.8	25.2	20%	11%	43%	36%	0.21	78.0	7gwh	40%			
锦浪科技	9.7	5.3	1.6	3.7	3%	1%	6%	26%	0.18	5.5	8.5	30%			
固德威	8.0	5.7	3.1	2.6	3%	2%	4%	23%	0.14	2.4	2.4	43%			
德业股份	2.4	1.4	0.1	1.2	1%	0%	2%	28%	0.18	11.3	18.4	53%	0.3	14.0	22%
禾迈股份										1.4		9%	2.2	21.0	48%
昱能科技										1.9			2.1	20.0	38%
Solaredge	20.6	1.2		1.2	1%	0%	2%	11%	1.72						
Enphase													25.8	363.2	47%
2025Q1															
阳光电源	62.5	34.0	10.2	23.8	28%	17%	38%	34%	0.18	100.0	12gwh	40%			
锦浪科技	7.7	5.1	1.8	3.3	4%	3%	5%	25%	0.15	2.8	3.5	32%			
固德威	6.3	5.4	3.2	2.2	4%	5%	3%	23%	0.12	0.8	0.9	45%			
德业股份	2.1	0.9	0.1	0.8	1%	0%	1%	35%	0.23	9.7	13.2	52%	0.6	5.0	33%
禾迈股份										0.5		20%	1.9	19.6	53%
昱能科技													1.7	18.0	47%
Solaredge															
Enphase													25.6	153.0	47%

逆变器行业：国内受抢装影响并网需求快速提升，海外并网需求持续起量；户储库存去化完毕，欧洲户储需求25Q1逐步复苏，东南亚、非洲等户储需求起量；国内大储需求25年受政策影响需求或有所下滑，欧洲、中东等新兴市场大储、工商储起量爆发有望翻倍增长。

1 逆变器板块龙头盈利对比

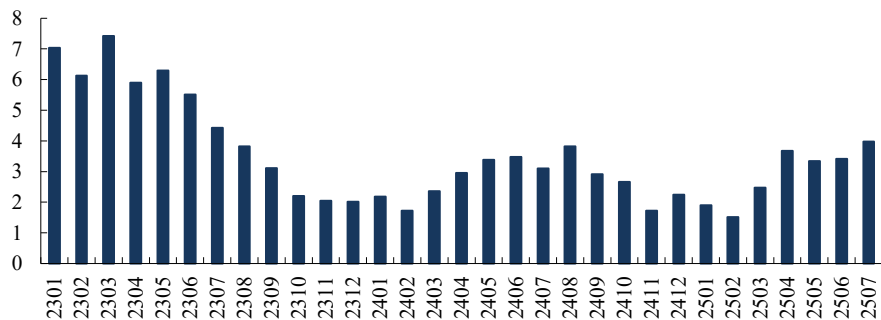
阳光电源	光伏逆变器业务稳健、储能业务高增长。2025H1 ①光伏逆变器153亿元，同比+17.1%，毛利率35.7%，同比-1.9pct；出货76GW，其中国内30/海外46GW，预计Q1/2分别为34/42GW，盈利能力继续保持；②储能系统178亿元，同比+127.8%，毛利率39.9%，同比-0.2pct。25H1出货19.5GWh（国内3不到，美国6GWh，欧洲2~3GWh，中东北非4+，亚太2~3），预计全年出货目标维持在40~50GWh，考虑下半年出货高于上半年，预计全年出货45GWh+。确收角度，我们预计公司大储Q1/2确收8/6GWh，单瓦盈利仍保持0.3元/Wh的高位。AIDC布局全面、打造第三增长曲线 公司AIDC团队建设与布局处于高起点，已布局相关事业群，电力电子行业技术储备深厚；产品方面，公司首先重点布局覆盖800V HVDC、SST大功率产品，同时PSU柜内电源等中小功率产品也有所布局，重点瞄准海外市场，公司作为全球知名品牌、拥有较强的技术创新能力，与海外客户对接有一定优势，预计明年将有产品逐步推出；中期维度看，公司有望成为AIDC电源领域核心供应商之一。
锦浪科技	公司25H1年并网实现营收18.2亿元，同增13%，毛利率26%，同比+7.6pct，我们预计出货约35万台，同比下滑约20%，其中25Q2出货我们预计约17-18万台，环比略增，同比下降约25%-30%。全年我们预计并网出货约70万台，同比下滑约15%。公司25H1储能实现营收7.9亿元，同增314%，毛利率约30%，同增2.7pct，我们估计25H1实现出货约12万台，同增200%+，其中25Q2预计出货8-9万台，同比翻两倍以上增长，环比翻两倍以上增长，主要系欧洲需求逐步恢复及亚非拉等新兴市场需求起量，25Q3受欧洲休假影响以及亚非拉雨季影响，需求环比将有所下滑，全年我们预计出货可达25-30万台，同增180%+。
固德威	25H1并网出货约40万台，其中25Q2出货约19万台，环比略降，其中国内出货约10.5，占比55%，国内占比环比有所下降，毛利率环比基本持平。25Q3需求较为稳健，平均单月排产8-9万台，我们预计25Q3出货环比略有增长，全年我们预计出货80-90万台，同增50%+。公司25H1储能出货约3.3万台，其中25Q2出货约2.5万台，环比约翻两倍以上增长，毛利率略有下降。25Q3澳洲市场户储需求旺盛，公司出货逐月提升，25Q3出货我们预计环比翻两倍以上增长，25年全年我们预计出货约15-20万台，同比增长200%+。25H1储能电池出货约214MWh，其中25Q2出货约150MWh，毛利率维持在35%左右，全年看电池有望翻倍增长至0.5gwh+。
德业股份	公司25H1实现储能逆变器出货约31.6万台（户储27.3万台+工商储4.3万台），同增约48%，其中25Q2出货约18.4万台（户储15.7万台+工商储2.7万台），同环比均增长约40%，工商储由25Q1出1.6万台提升至出2.7万台，工商储占比逐步提升；电池包25H1实现营收14.2亿元，同增80%+，其中25Q2营收7.4亿元，同环比+56%/+9%。储能逆变器及电池包毛利率基本维持稳定。Q3我们预计储能继续环比向好，全年预计储能逆变器出货70万台+，其中工商储达10万台，电池包预计实现营收30-40亿元，同增50%+。25H1公司组串及微逆出货约46万台，同比略降，其中25Q2合计出货约22万台，同降30-40%，环比略降。25H1除湿机实现营收4.08亿元，同比-10%，25Q2营收约2.13亿元，环增9%；热交换器实现营收8.68亿元，同比-18%，25Q2营收约5.03亿元，环增38%。
禾迈股份	公司2025H1微逆及监控设备实现4.46亿元，同比下降约40%，毛利率约47.6%，同比下滑5.6pct，实现微逆出货41.2万台，同比下滑约30%，其中25Q2我们估计微逆出货约21.6万台，环增14%。公司2025H1储能系统实现营收1.9亿元，同比增长37%，毛利率为11.8%，同比-5pct，25年储能业务我们预计同增50%+。光伏发电系统25H1营收3.5亿元，同增3969%，毛利率为7.7%，同降20.1pct。
昱能科技	公司2025H1微逆出货约35万台，同比30-40%，其中25Q2出货约20万台，环增30-40%；储能业务25H1实现营收1.9亿元，同增29%

*风险提示：政策不及预期、行业竞争超预期等

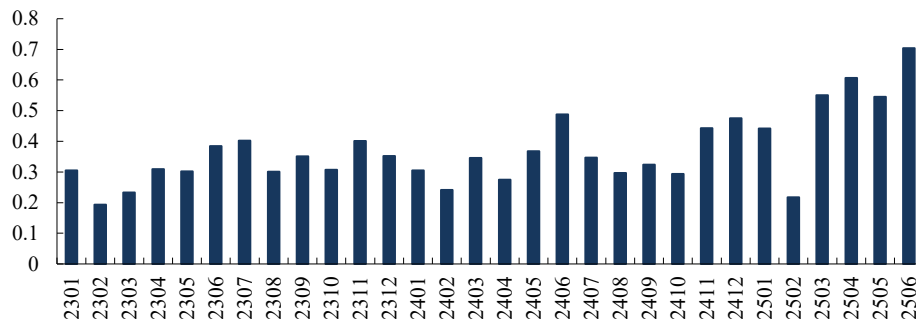
1 户储：欧洲市场需求恢复，东南亚、澳洲市场需求旺盛

- ◆ **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。

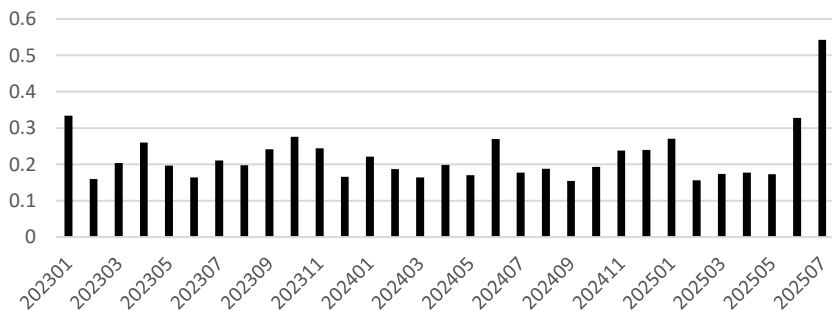
图表：欧洲逆变器出口（亿美元）



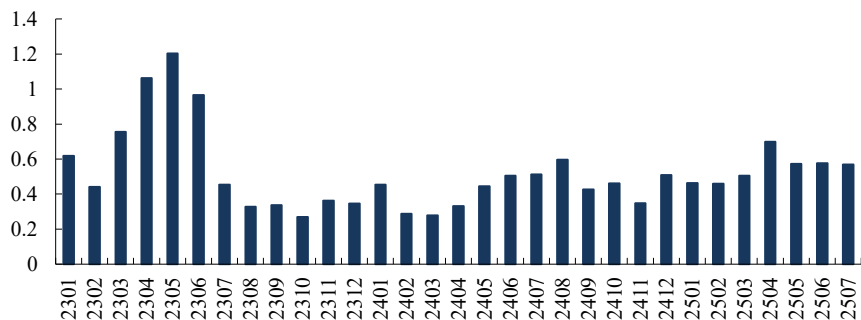
图表：东南亚逆变器出口（亿美元）



图表：澳大利亚逆变器出口（亿美元）



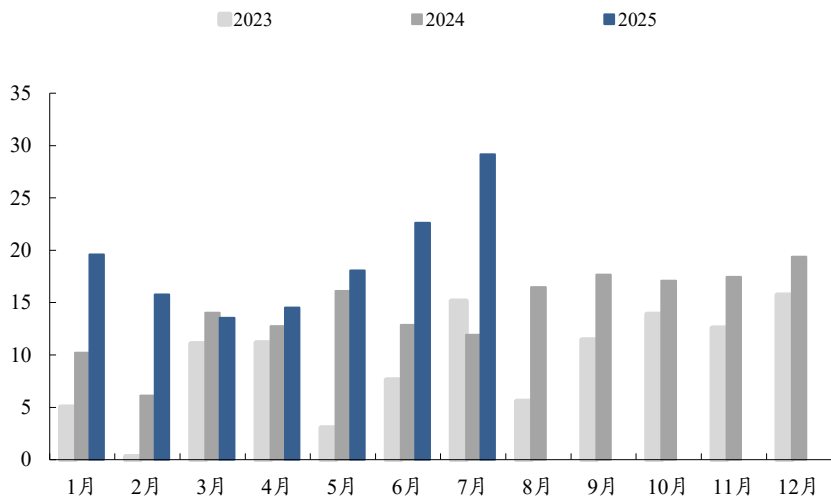
图表：非洲逆变器出口（亿美元）



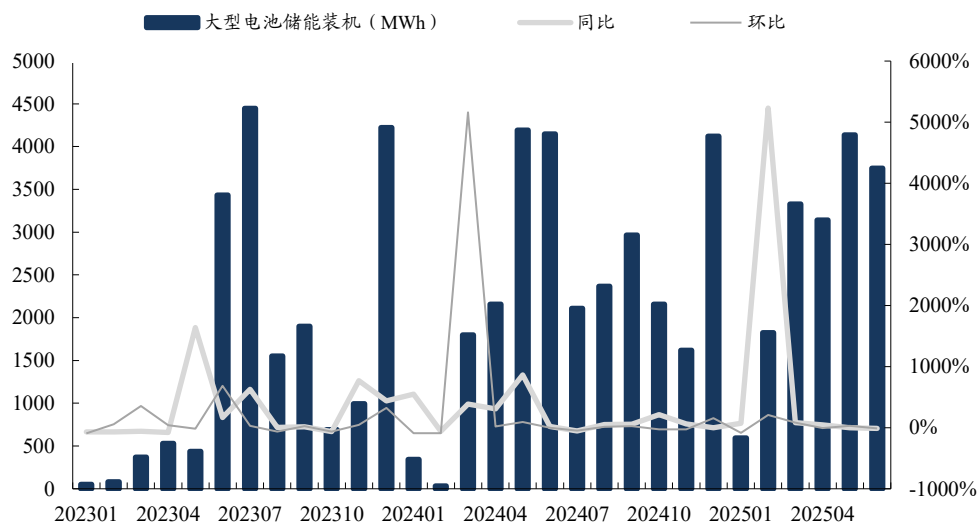
1 大储：国内大储稳健增长，美储抢装加速

- ◆ **25H1国内大储招/中标容量为104/66GWh，同增44.31%/78.20%**。25Q2招/中标容量为55.2/44.6GWh，同比+32.06%/+109.39%。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。
- ◆ **25H1美国大储装机16.77GWh，同比+32.31%**。其中25Q2装机11GW，同环比+5.04%/+91.97%。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, %)



2 玻璃板块25Q2收91.08亿元，同环比-28.34%/-5.25%

- ◆ **玻璃2025年H1收入187.19亿元，同比-28.04%**。其中25Q1收入96.12亿元，同比-27.76%，环比-3.12%；25Q2收入91.08亿元，同比-28.34%，环比-5.25%。在组件需求放缓、玻璃供给过剩的背景下，在抢装结束后玻璃价格开始下行。
- ◆ **玻璃2025年H1毛利率9.58%，同比-9.06pct**。25Q1毛利率1.27%，同比-9.4pct、环比-3.4pct；龙头企业福莱特25Q1毛利率11.72%，同比下降9.7pct，环比上升8.8pct。玻璃25Q2毛利率11.29%，同比-8.34pct、环比3.34pct；龙头企业福莱特25Q2毛利率16.65%，同比下降9.8pct，环比上升4.92pct。主要系Q2前期玻璃价格上涨，带动25Q2毛利率环比有所回升。

图表：玻璃板块公司季度营业收入、毛利率及同比/环比变动表 单位：亿元

营业收入	25H1	同比	25Q1	同比	环比	25Q2	同比	环比
福莱特	77.37	-27.66%	40.79	-28.76%	0.01%	36.58	-26.41%	-10.33%
亚玛顿	10.83	-38.16%	5.60	-36.80%	25.51%	5.23	-39.56%	-6.53%
凯盛新能	16.73	-43.82%	8.92	-37.98%	-0.88%	7.82	-49.28%	-12.35%
安彩高科	17.42	-30.56%	10.12	-22.68%	15.19%	7.30	-39.15%	-27.90%
南玻A	64.84	-19.75%	30.69	-22.25%	-15.19%	34.15	-17.35%	11.27%
合计	187.19	-28.04%	96.12	-27.76%	-3.12%	91.08	-28.34%	-5.25%
毛利率	25H1	同比	25Q1	同比	环比	25Q2	同比	环比
福莱特	14.05%	-9.73pct	11.72%	-9.7pct	8.8pct	16.65%	-9.80pct	4.92pct
亚玛顿	7.36%	0.68pct	7.23%	1.0pct	4.9pct	7.50%	0.36pct	0.27pct
凯盛新能	-15.13%	-22.10pct	-13.44%	-21.6pct	16.9pct	-17.05%	-22.92pct	-3.61pct
安彩高科	-3.58%	-12.91pct	-4.32%	-12.8pct	7.5pct	-2.56%	-12.84pct	1.75pct
南玻A	14.52%	-7.09pct	13.34%	-8.0pct	3.7pct	15.58%	-6.31pct	2.24pct
合计	9.58%	-9.06pct	1.27%	-9.4pct	-3.4pct	11.29%	-8.34pct	3.34pct

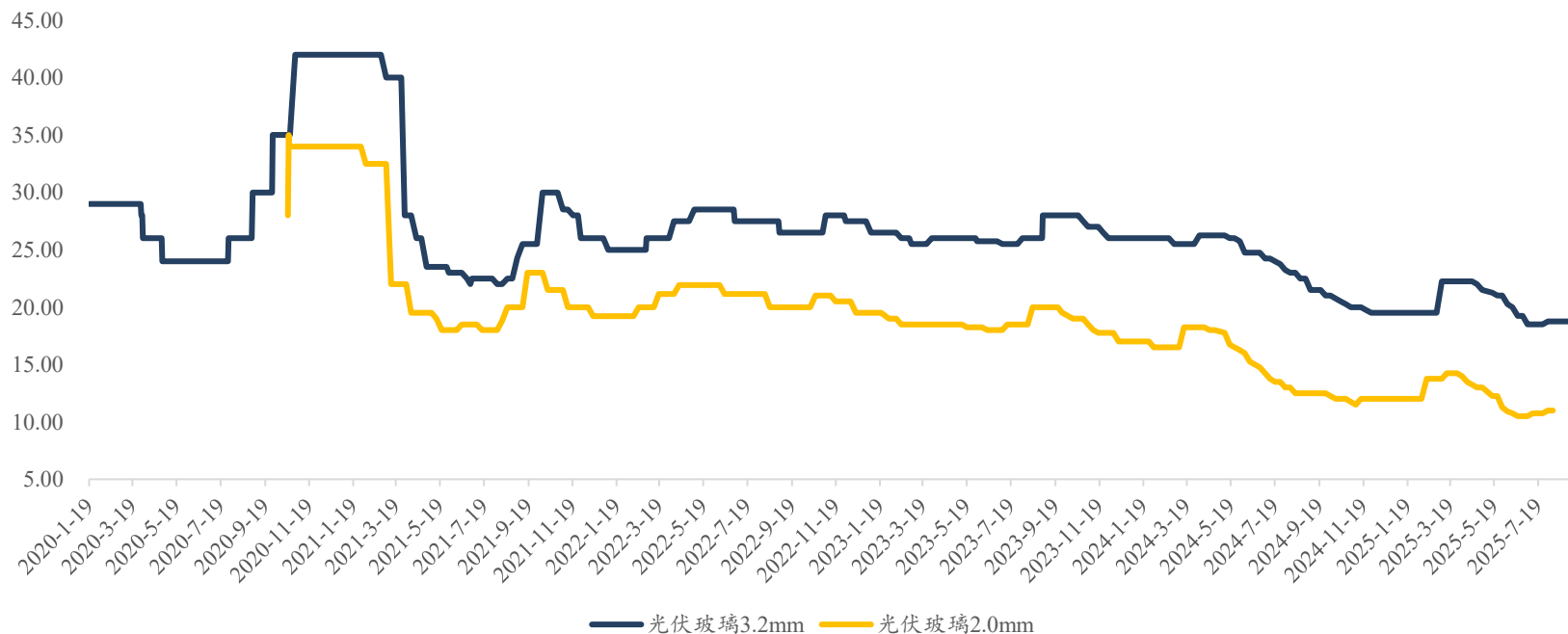
2 玻璃板块龙头盈利对比

【东吴电新】25Q2盈利、出货量及市占率对比——玻璃篇							
公司	收入 (亿元)	出货量 (亿平)	市占率%	单价 (元/平)	毛利 (亿元)	毛利率%	单平盈利 (元/平)
2025Q2							
福莱特	32.00	2.80	14%	11.43	4.16	13.0%	1.2
亚玛顿	4.50	0.39	2%	11.43	0.18	4.0%	(0.5)
玻璃行业：25Q2随着国内抢装结束，玻璃价格回落，龙头盈利优势依旧明显							
福莱特	我们估计公司25Q2光伏玻璃销量约2.8亿平，环比略降，毛利率环比提升约5pct至16.7%左右，主要系25年4月玻璃价格受抢装影响价格较高，我们测算25Q2单平净利约1.1-1.2元/平（考虑剔除减值损失），环比提升0.7-0.8元/平。展望25Q3，公司3座窑炉7月冷修，供给端减少3000吨，但同时玻璃价格8月下旬开始回升，部分组件厂或提前囤货消化玻璃库存，截至8月底公司库存降至约15-20天，25Q3整体出货量情况仍需看最终库存消耗水平。						
*风险提示：政策不及预期、行业竞争超预期等							

2 25Q2国内抢装结束后价格下滑，9月开始玻璃价格有所回升

- ◆ **2025Q2受抢装影响光伏玻璃价格先升后降，9月开始价格有所回升。**2025Q2受国内抢装影响，前期玻璃价格有所回升，抢装结束后，需求下滑，玻璃价格持续回落。截至2025年8月底，福莱特3.2/2.0mm玻璃价格分别报18.75/11.0元/平，9月玻璃厂商联合涨价，目前2.0mm价格涨至13元/平，3.2mm价格涨至20元/平，预计25Q3盈利有所修复。

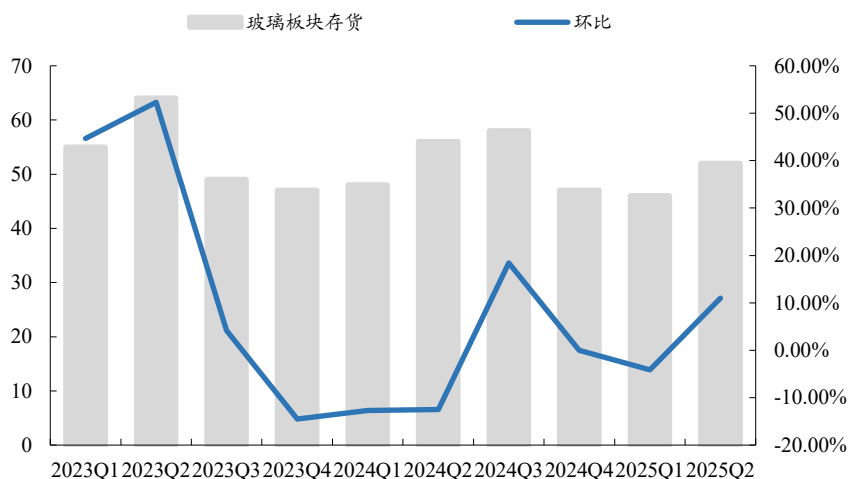
图：玻璃价格曲线（元/平）



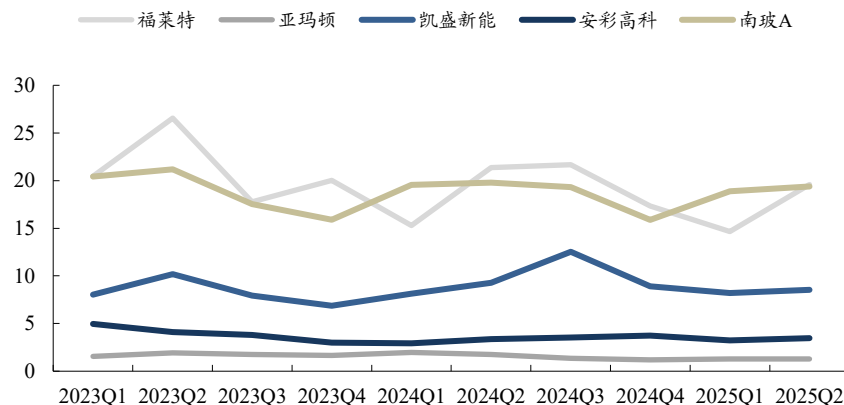
2 玻璃存货波动明显，亚玛顿变化显著

- ◆ **光伏玻璃板块库存呈现显著年度波动。**截至2025Q2末，行业总库存规模达52.27亿元，较2024Q2同期（55.54亿元）同比下降5.89%，整体库存压力有所缓解。
- ◆ 福莱特25Q2存货同比下降8.29%，较上季度略有上升。南玻A25Q2存货同比下降2.07%，库存管理稳健。凯盛新能25Q2存货同比下降7.67%，连续两季度去库存。安彩高科25Q2存货同比增长2.37%，库存略有扩张。亚玛顿存货同比骤降26.14%，去库存力度最大。

图表：光伏玻璃板块季度库存情况（亿元，%）



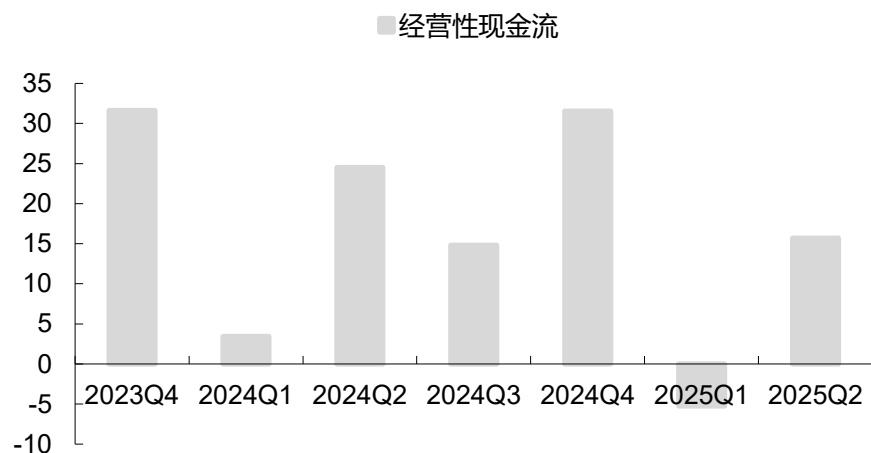
图表：龙头玻璃厂商库存对比（亿元）



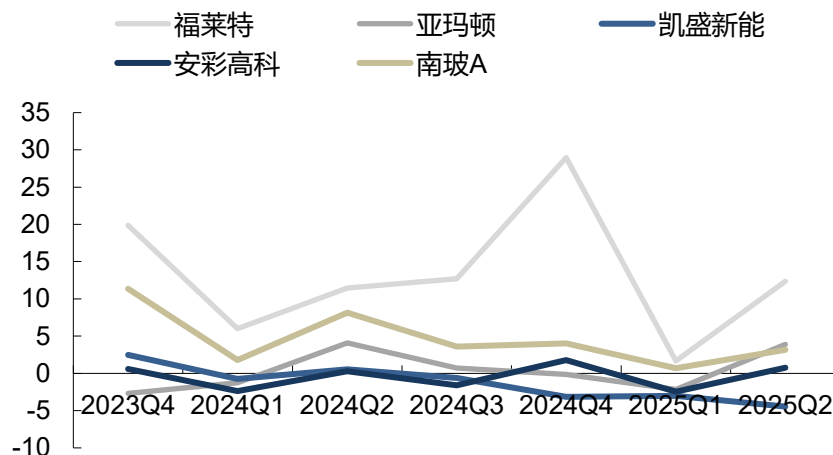
2 25Q2玻璃经营性现金流总体上升

- ◆ 2025Q2光伏玻璃行业整体经营性现金流为15.68亿元，较上季度上升显著主要因为行业产能扩张放缓叠加下游光伏装机需求持续释放，供需格局改善带动企业回款能力增强。
- ◆ 福莱特玻璃2025Q2经营活动产生的现金流量净额为12.34亿元，同比上升7.77%。

图表：光伏玻璃板块季度经营性现金流情况（亿元，%）



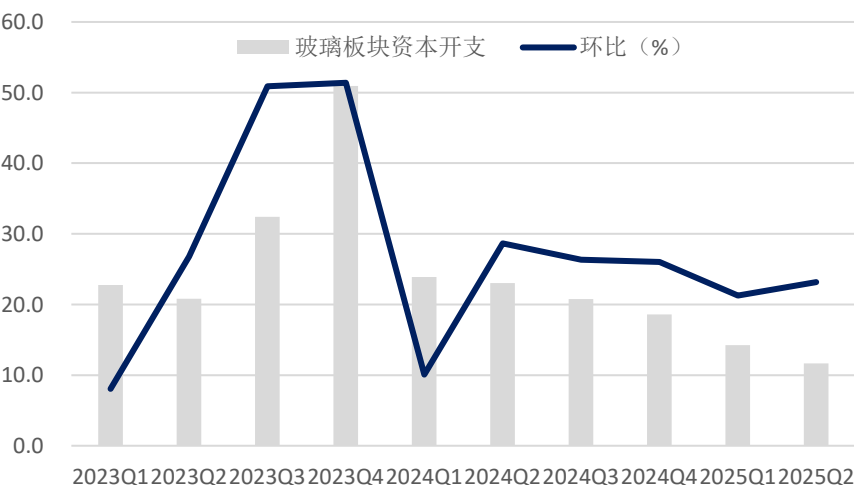
图表：龙头玻璃厂商经营性现金流对比（亿元）



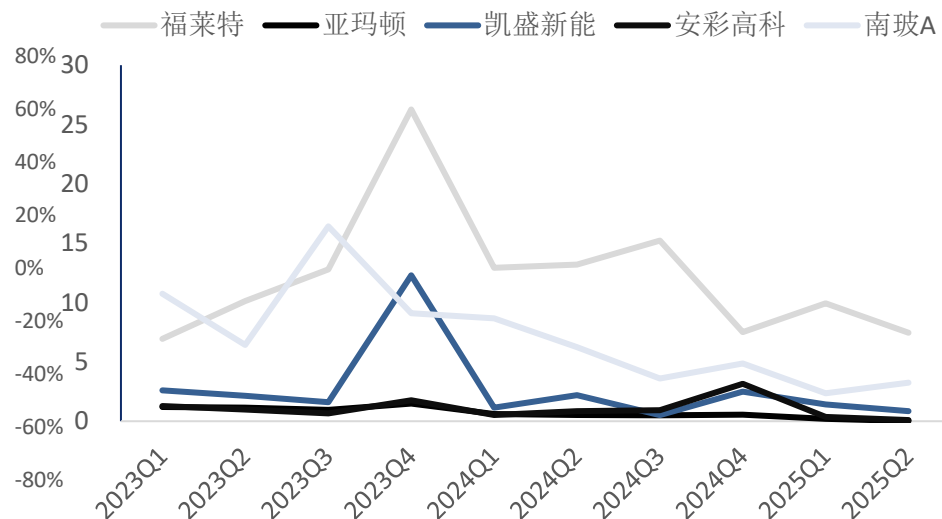
2 玻璃资本开支有所增长，南玻A正向增长

- ◆ **光伏玻璃行业资本开支有所增长**，2025Q2有所上升，2025Q2玻璃板块资本开支11.67亿元，同比-49.33%，环比-18.17%。
- ◆ **各公司对比来看，2025Q2玻璃龙头资本开支相比2025Q1均有波动，波动程度不同。**2025Q2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>凯盛新能>南玻A>福莱特，除了南玻A是正向增长，其余都是同比下降。其中2025Q2福莱特资本开支7.46亿元、环比-24.98%，南玻A资本开支3.24亿元、环比37.70%。

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）



3 胶膜板块25H1营收269.67亿元，同比-10.28%

- ◆ 胶膜25H1营收269.67亿元，同比-10.28%，归母净利润8.81亿元，同比-43.10%；胶膜25Q1收入128.23亿元，同比-15.19%，环比-6.40%；25Q2收入141.44亿元，同比-5.32%，环比10.30%。
- ◆ 胶膜25H1毛利率12.26%，同比-2.8pct。龙头企业福斯特毛利率12.15%，同比下降4.5pct。胶膜25Q1毛利率12.37%，同比-1.6pct、环比-2.1pct。25Q2毛利率12.16%，同比-4.0pct、环比-0.2pct。

图表：胶膜板块公司季度营业收入及同比/环比变动表 单位：亿元；%

营业收入	25H1	同比	25Q1	同比	环比	25Q2	同比	环比
福斯特	79.59	-26.06%	36.24	-31.89%	-8.78%	43.34	-20.36%	19.58%
海优新材	6.33	-57.47%	3.16	-64.02%	-41.41%	3.18	-48.07%	0.66%
赛伍技术	13.52	-18.13%	6.43	-27.35%	-7.73%	7.09	-7.49%	10.26%
鹿山新材	7.41	-33.27%	3.34	-39.90%	-27.43%	4.07	-26.62%	21.82%
天洋新材	4.68	-28.88%	2.19	-24.39%	-31.25%	2.49	-32.40%	13.83%
明冠新材	3.82	-36.85%	1.74	-46.94%	68.84%	2.08	-24.96%	19.97%
深圳燃气	154.32	11.99%	75.13	9.48%	-1.26%	79.19	14.47%	5.40%
合计	269.67	-10.28%	128.23	-15.19%	-6.40%	141.44	-5.32%	10.30%

图表：胶膜板块公司季度毛利率及同比/环比变动表 单位：%

毛利率	25H1	同比	25Q1	同比	环比	25Q2	同比	环比
福斯特	12.15%	-4.5pct	13.10%	-2.2pct	-0.3pct	11.36%	-6.7pct	-1.7pct
海优新材	-1.42%	-2.3pct	-1.04%	4.9pct	-0.5pct	-1.79%	1.6pct	-0.8pct
赛伍技术	2.19%	-6.9pct	2.67%	-7.5pct	5.0pct	1.75%	-6.2pct	-0.9pct
鹿山新材	11.66%	0.0pct	12.08%	0.8pct	2.5pct	11.31%	-0.7pct	-0.8pct
天洋新材	22.36%	5.2pct	24.21%	7.5pct	8.2pct	20.73%	3.2pct	-3.5pct
明冠新材	-2.41%	-10.7pct	0.33%	-8.9pct	13.0pct	-4.69%	-11.9pct	-5.0pct
深圳燃气	13.85%	-2.7pct	13.36%	-1.8pct	-5.2pct	14.31%	-3.4pct	1.0pct
合计	12.26%	-2.8pct	12.37%	-1.6pct	-2.1pct	12.16%	-4.0pct	-0.2pct

3 胶膜板块龙头盈利对比

【东吴电新】25Q2盈利、出货量及市占率对比——胶膜篇									
公司	收入 (亿元)	出货量 (亿平)	市占率%	单价 (元/平)	毛利 (亿元)	毛利率%	单平盈利 (元/平)	产能 (亿平)	产能 利用率%
2025Q2									
福斯特	36.0	7.6	38%	4.74	5.0	14.0%	0.30	33.0	92%
海优新材	2.3	0.5	3%	4.60	-0.1	-3.0%	(1.30)	9.5	21%

胶膜行业：市场竞争激烈，龙头成本优势显著，胶膜行业仍处于盈利底部区间，行业格局清晰、仅龙头福斯特保持盈利；

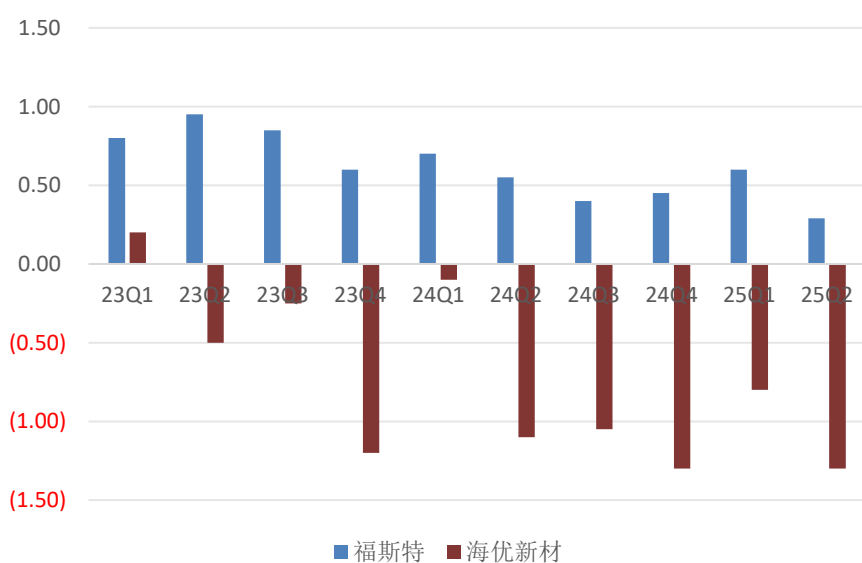
福斯特	25H1公司胶膜出货13.87亿平，同比基本持平，25H1公司背板出货0.34亿平，同比-50%。25Q2胶膜出货约7.6亿平，环增20%+，考虑冲回1.93亿资产及信用减值，测算单平净利3-4毛，环比下降，但表现仍优于同行。25年海外产能进一步加码，5月初泰国二期产能释放，泰+越基地产能达6亿平米，向中东印度市场供货。25年预计胶膜出货30亿平+，同增10%+，海外出货占比将提升至20%+，同比+12pct。25H1公司感光干膜出货0.9亿平，同比+22%，25H1铝塑膜出货666万平，同比+19%，出货持续快速增长。25年消费电子pcb和ai算力产品 拉动公司中高端占比持续提升，均价和毛利率将逐步体现。我们测算公司感光干膜全球市占率10-15% 仍有巨大提升空间，25年及以后有望保持30%+年均增长。
海优新材	25H1胶膜出货1.2亿平，同比下降40%-50%，其中25Q2约出货约0.5亿平，环比下滑20-30%，25Q2单平净利约-1.4元/平，全年预计出货3-4亿平。

*风险提示：政策不及预期、行业竞争超预期等

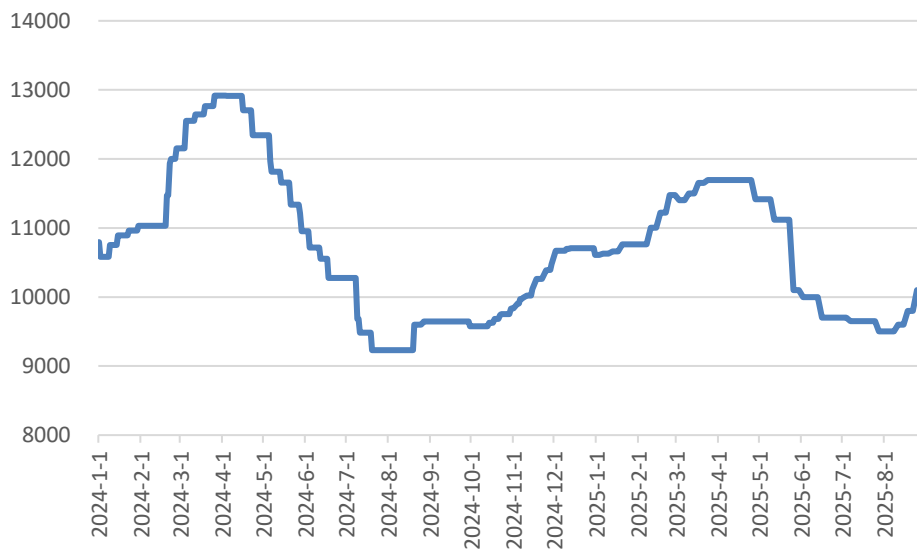
3 25Q2胶膜价格承压盈利下滑，龙头成本优势显著

- ◆ 25Q2粒子价格有所回落，龙头福斯特成本优势显著，持续保持盈利。25Q2粒子价格先升后降，Q2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，25Q2单平净利达0.3元/平。

图：胶膜厂商季度单平净利（元/平方米）



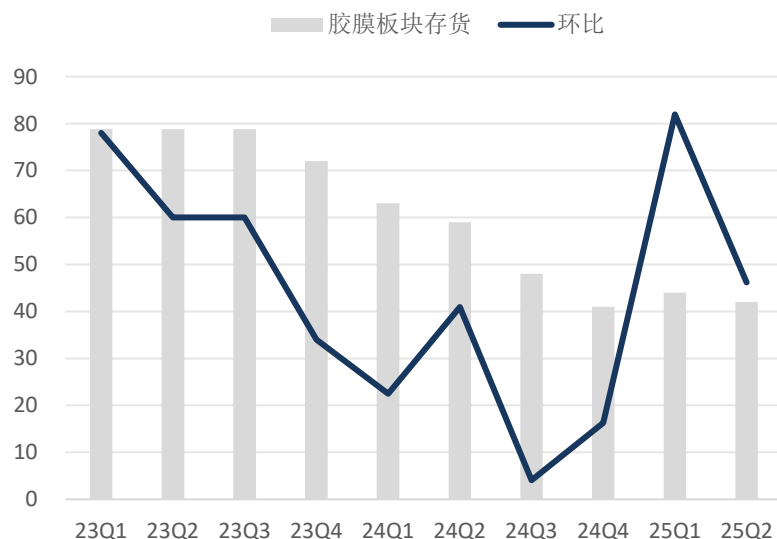
图：EVA粒子价格（元/吨）



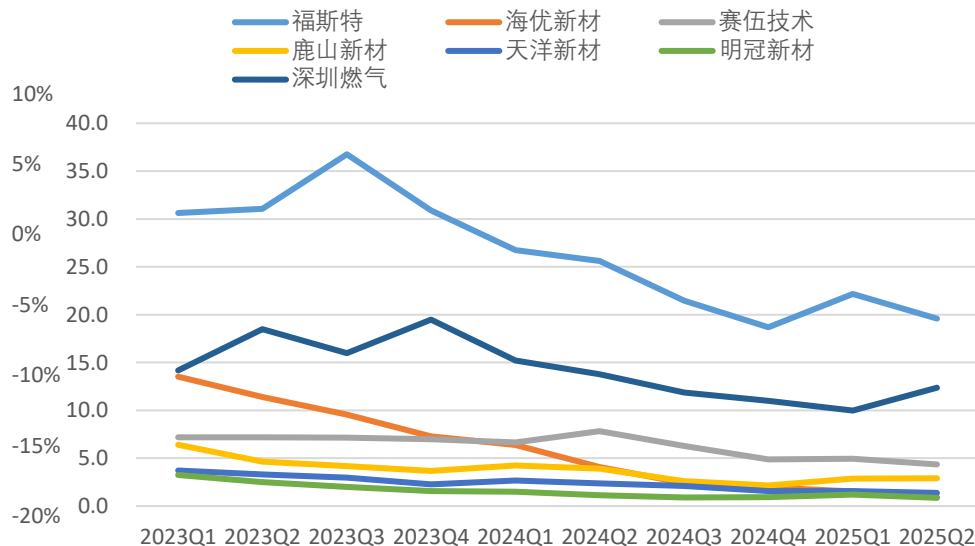
3 胶膜存货持续下降，25Q2末达42亿，环降4.55%

- ◆ 截至2025Q2末，胶膜板块库存总量为42亿元，环比下降4.55%，同比下降28.8%。
- ◆ 2025Q2库存金额排名福斯特（19.59亿元）> 深圳燃气（12.37亿元）> 赛伍技术（4.35亿元）> 鹿山新材（2.90亿元）> 天洋新材（1.38亿元）> 海优新材（0.91亿元）> 明冠新材（0.86亿元）。环比降幅排名：海优新材（-40.1%）> 明冠新材（-28.7%）> 赛伍技术（-11.9%）> 福斯特（-11.5%）> 天洋新材（-13.0%）> 鹿山新材（+1.3%）> 深圳燃气（+23.9%）。

图表：光伏胶膜板块季度库存情况（亿元，%）



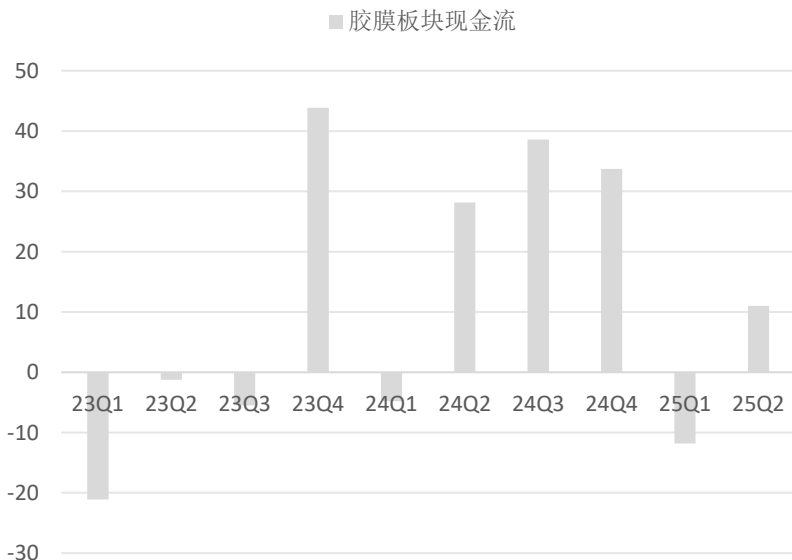
图表：龙头胶膜厂商库存对比（亿元）



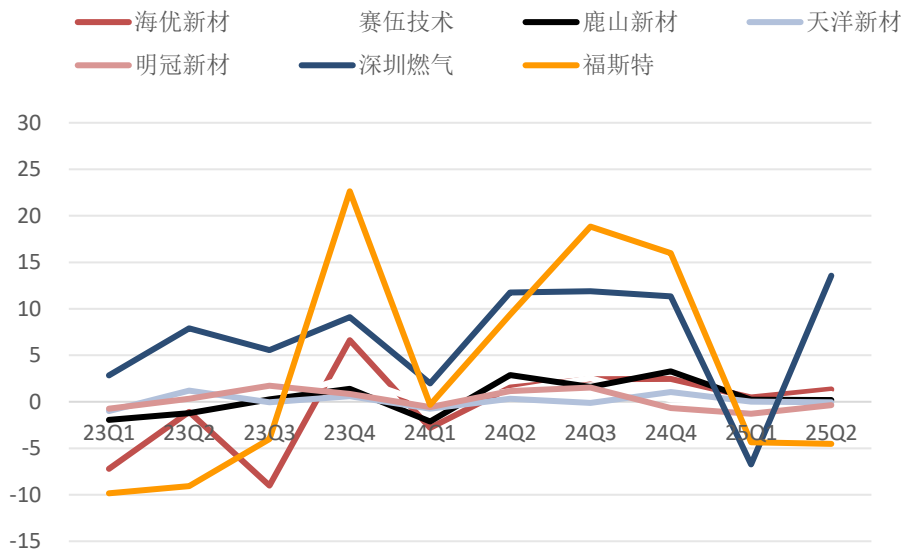
3 胶膜经营性现金流同比下滑61%

- ◆ 2025Q2胶膜板块经营性现金流为11.0亿元，较环比上升193.1%，同比下降61.0%。
- ◆ 明冠新材25Q2季度经营现金流同比锐减132.1%，赛伍技术环比大幅增长1004.6%，天洋新材经营性现金流同比-116.8%，深圳燃气稳健性凸显，其经营性现金流环比增长达301.3%。

图表：光伏胶膜板块季度经营性现金流情况（亿元，%）



图表：龙头胶膜厂商经营性现金流对比（亿元）



4 支架板块25年H1营收83亿元，同增12%，25Q2营收50亿元，同增34%

- ◆ 支架2025年H1收入83亿元，同比+12%，环比-14%；25Q2收入50亿元，同比+34%，环比+52%。
- ◆ 支架2025年H1毛利率17.9%，同比-1.5pct，环比-0.7pct；龙头企业中信博2025年Q2毛利率15.9%，同比-1.8pct，环比-3.0pct；支架25Q2毛利率17.1%，同比-2.1pct，环比-2.1pct；25Q1毛利率19.2%。

图表：支架板块企业营收情况（亿元，%）

营业收入（亿元）	25H1	同比	环比	25年Q1	25Q2	同比	环比
中信博	40.4	20%	-29%	16	25	59%	59%
意华股份	30.4	-4%	4%	14	17	2%	23%
清源股份	12.2	38%	15%	4	8	61%	134%
合计	83	12%	-14%	34	50	34%	52%

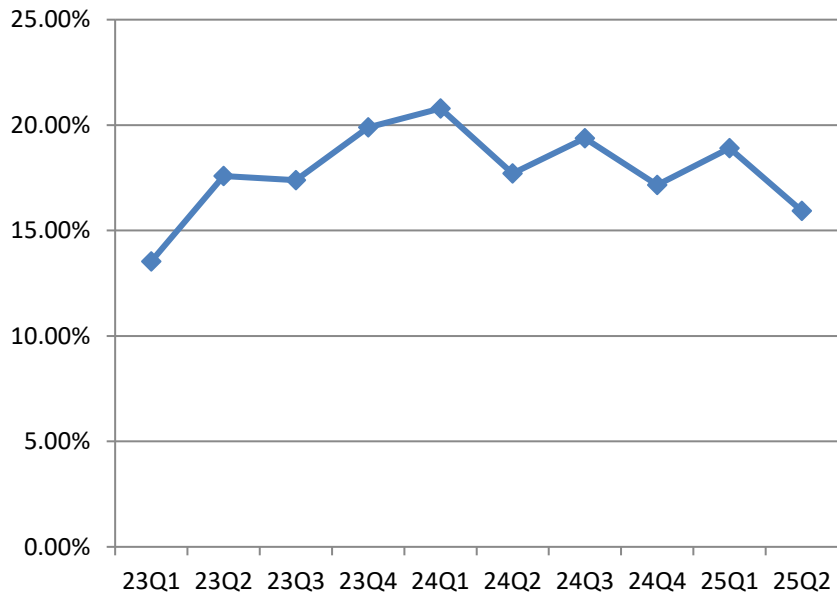
图表：支架板块企业毛利率情况（亿元，%）

毛利率	25H1	同比	环比	25年Q1	25Q2	同比	环比
中信博	17.1%	-2.3pct	-1.1pct	18.89%	15.9%	-1.8pct	-3.0pct
意华股份	19.2%	0.5pct	0.5pct	18.76%	19.6%	-0.1pct	0.8pct
清源股份	17.5%	-4.6pct	-3.1pct	22.27%	15.4%	-6.6pct	-6.9pct
合计	17.9%	-1.5pct	-0.7pct	19.2%	17.1%	-2.1pct	-2.1pct

4 跟踪支架：业务规模稳步提升，龙头在手订单充沛

- ◆ **毛利率略有波动，海内外业务规模稳健增长，龙头全球份额持续提升。**海外新兴市场贡献主要增量，但贸易壁垒与本土化政策增加了运营成本。创新的解决方案与多元华市场布局驱动长期竞争力，龙头在手订单充沛支撑后续业绩。截至25H1，龙头在手订单为12.1亿元固定支架、58.9亿元跟踪支架、1.9亿元其他订单，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)

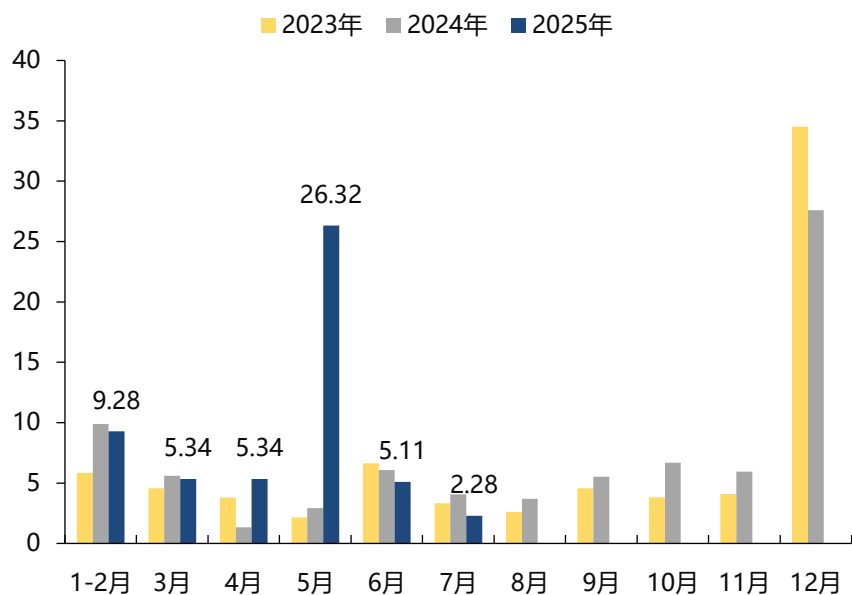
	23H1	24H1	25H1
固定支架	10	10.73	12.1
跟踪支架	19.6	55.49	58.9
其他	2.43 (含 BIPV 业务 1.96)	0.47	1.9 (含柔性支架1.6)

风电：25H1排产高增，毛利率改善

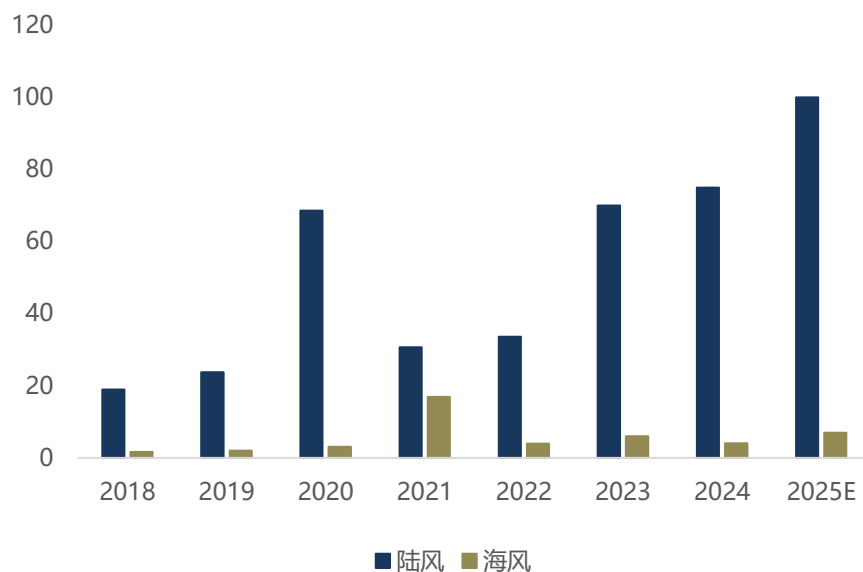
1 25年风电装机高增，25Q2陆海风排产起量

- ◆ 25年1~7月我国风电装机53.7GW，同比+79%。136号文执行后，5月份风电行业抢装，当月装机量26.3GW，同比+801%。
- ◆ 预计2025年我国陆海风装机共振增长：基于24年陆风机组招标高景气度，我们预计25年陆风装机近100GW，同比增长25%+；海风装机8~10GW，同比翻倍以上。

图表：我国风电23-25年月度新增装机情况（GW）



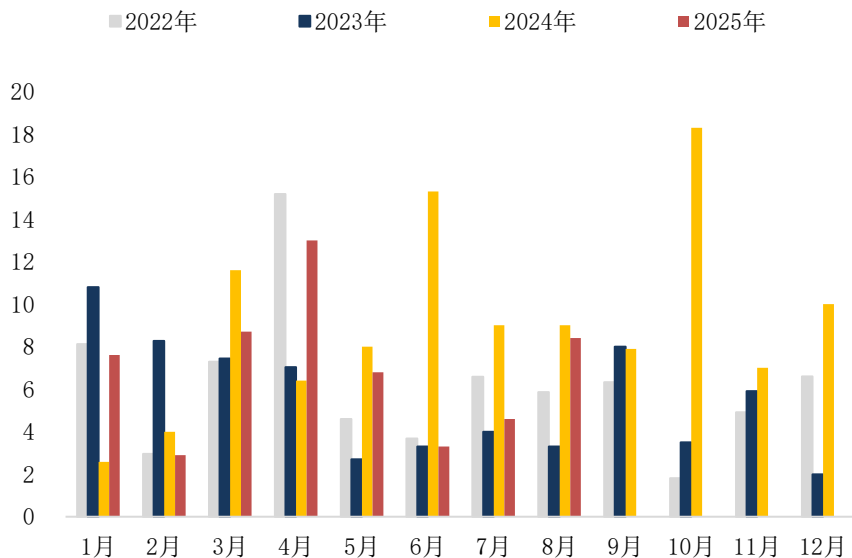
图表：我国风电18-25年新增装机情况及预期（GW）



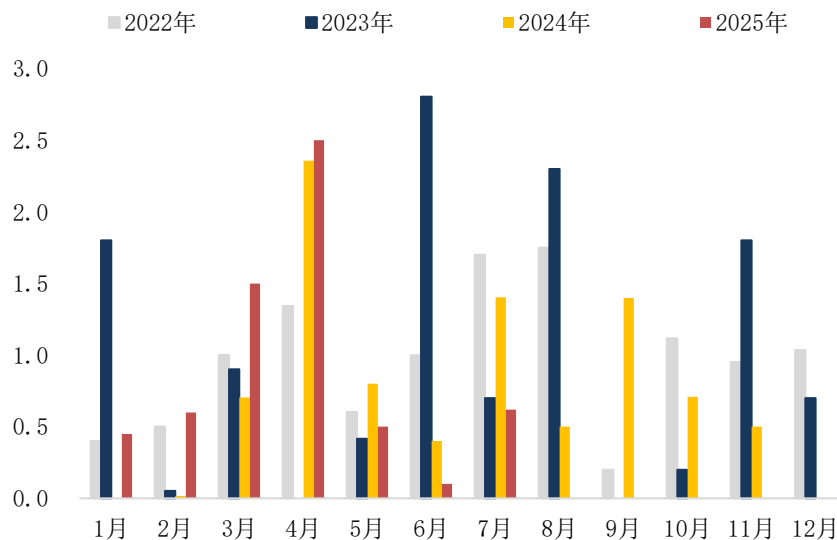
1 短期招标景气度稍差

- ◆ **陆风**：25年1~8月我国陆风风机招标55GW，同比下滑16%，整体表现较淡，判断主要是136号文执行后，短期内运营商减缓核准、投决、招标动作，预计下半年有望重启节奏。
- ◆ **海风**：25年1~8月海风风机招标6.3GW，同比基本持平，年化预计可实现10GW+招标。

图表：22~25年我国陆风风机招标情况（GW）



图表：22~25年我国海风风机招标情况（GW）



1 风电板块25Q2收入945亿元，同比+35%；归母净利润55亿元，同比+22%

- ◆ 风电板块25Q2收入945亿元，同比+34.5%，环比+54.1%；25Q2归母净利润55亿元，同比+21.5%，环比+52.3%；Q2陆海风板块出货景气度环比继续提升，带动收入和盈利能力提升。

图表：风电板块2025Q2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）		
	2025H1	同比	2025H1	同比	2025Q2	同比	环比	2025Q2	同比	环比
总体	1558	31.7%	91	19.5%	945	34.5%	54.1%	55	21.5%	52.3%
整机	678	43.9%	22	-3.1%	437	50.0%	81.0%	16	9.5%	194.6%
叶片	231	18.1%	14	97.4%	133	22.8%	34.5%	9	131.3%	57.7%
塔筒	108	59.1%	10	43.6%	70	74.8%	80.0%	6	79.4%	35.9%
铸锻件	169	42.2%	10	33.8%	96	50.8%	30.7%	6	7.5%	41.6%
轴承	41	46.1%	5	1947.6%	23	43.9%	26.0%	3	2367.1%	28.0%
变流器、电机	19	36.4%	2	56.8%	11	33.3%	43.6%	1	38.1%	30.3%
海缆	280	10.0%	20	-3.0%	161	1.2%	35.5%	11	-6.0%	24.6%
运营	31	-5.2%	8	-20.7%	15	-10.1%	-8.5%	3	-37.0%	-28.6%

1 风电板块25Q2毛利率15.3%，同比-1.9pct，环比-2.4pct

- ◆ 风电板块2025Q2毛利率15.3%，同比-1.9pct，环比-2.4pct；净利率5.8%，同比-0.6pct，环比-0.1pct；盈利能力环比改善较大的主要在整机、叶片、铸锻件环节。主因是是25年陆海风共振景气度高增，部分环节出现涨价现象，同时产能利用率提升后折旧摊薄，使得毛利率环比大幅改善。

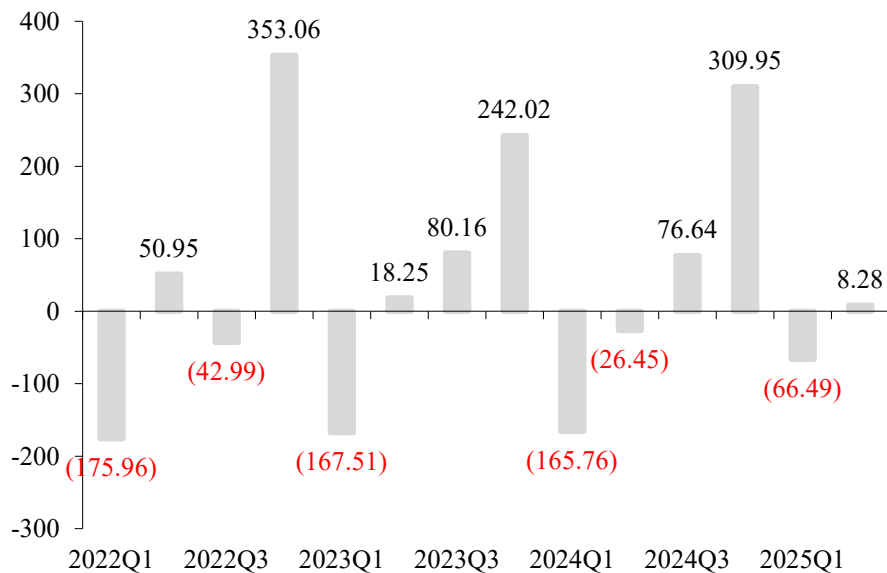
图表：风电板块2025Q2毛利率及净利率情况（%）

板块名称	毛利率 (%)		净利率 (%)		毛利率 (%)			净利率 (%)		
	2025H1	同比	2025H1	同比	2025Q2	同比	环比	2025Q2	同比	环比
总体	16.3%	-2.4pct	5.8%	-0.6pct	15.3%	-1.9pct	-2.4pct	5.8%	-0.6pct	-0.1pct
整机	12.9%	-4.3pct	3.2%	-1.6pct	11.4%	-3.2pct	-4.2pct	3.7%	-1.4pct	1.4pct
叶片	18.7%	1pct	6.1%	2.4pct	19.6%	2.4pct	2.1pct	6.5%	3pct	1pct
塔筒	19.8%	-3.7pct	9.2%	-1pct	18.2%	-3.5pct	-4.3pct	8.2%	0.2pct	-2.7pct
铸锻件	16.4%	0.5pct	5.8%	-0.4pct	16.6%	0.4pct	0.4pct	6.0%	-2.4pct	0.5pct
轴承	22.9%	6.9pct	11.6%	12.5pct	23.9%	9pct	2.3pct	11.6%	12.4pct	0.2pct
变流器、电机	36.7%	-1.9pct	12.9%	1.7pct	35.4%	0.5pct	-3pct	12.4%	0.4pct	-1.3pct
海缆	15.6%	-2pct	7.3%	-1pct	15.5%	-1.5pct	-0.1pct	7.0%	-0.5pct	-0.6pct
运营	45.5%	-5.5pct	25.7%	-5pct	42.1%	-9.2pct	-6.4pct	22.4%	-9.6pct	-6.3pct

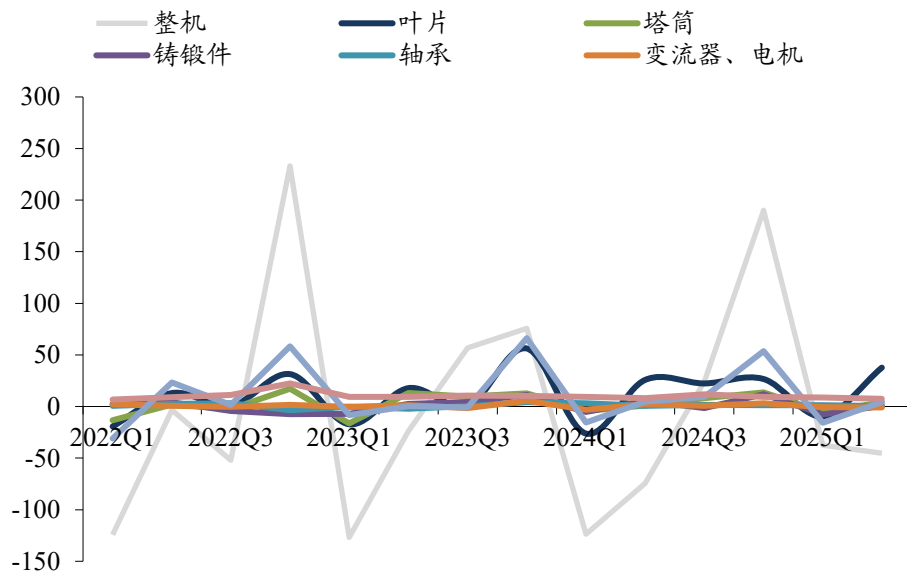
1 风电板块25Q2经营性现金流环比改善，叶片海缆等经营性现金流状态良好

- ◆ 25Q2风电板块经营性现金流环比改善，25Q2风电板块经营性现金流8.3亿元，环比增加75亿元，经营现金流大幅改善。
- ◆ 各板块来看，25Q2现金流：叶片（37.7亿元）>运营（7.5亿元）>海缆（4.3亿元）>塔筒（4.1亿元）>铸锻件（0.6亿元）>轴承（0.3亿元）>变流器、电机（-1.0亿元）>整机（-45.1亿元）。

图表：风电板块各季度经营性现金流情况（亿元）



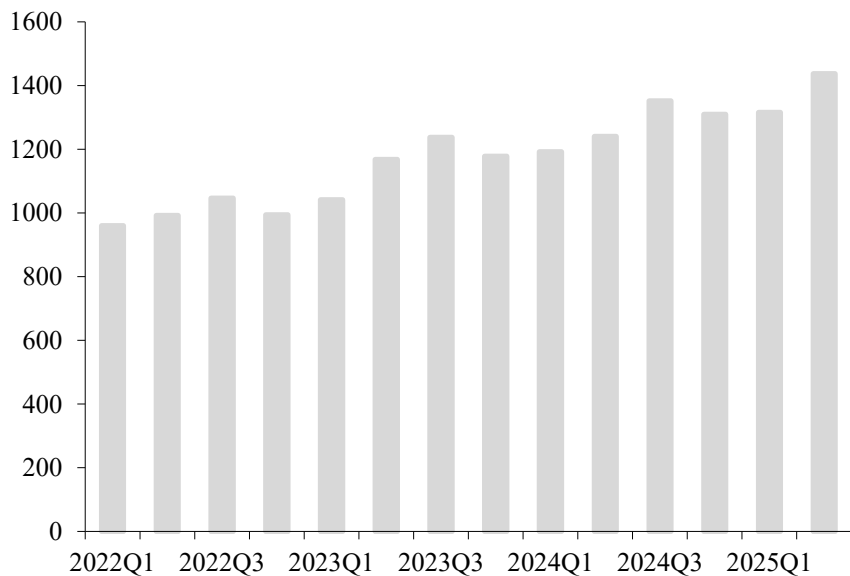
图表：风电各板块各季度经营性现金流情况（亿元）



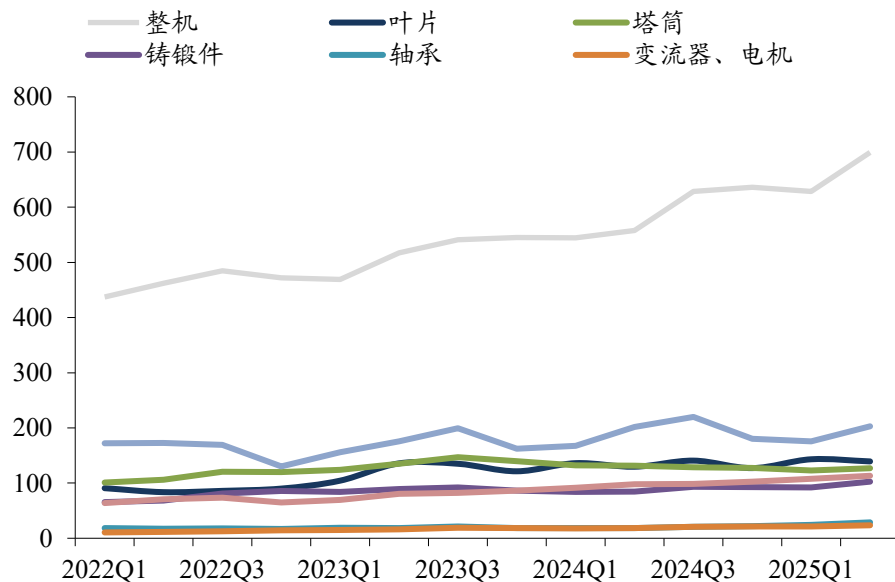
1 风电板块25Q2应收账款创历史新高，整机占比较高

- ◆ 25Q2风电板块应收账款创历史新高，25Q2应收账款1437亿元，环比增加121亿元，创历史新高。
- ◆ 各板块来看，25Q2各板块应收账款情况：整机（699亿元）>海缆（203亿元）>叶片（139亿元）>塔筒（127亿元）>运营（113亿元）>铸锻件（103亿元）>轴承（29亿元）>变流器、电机（24亿元）。

图表：风电板块各季度应收账款情况（亿元）



图表：风电各板块各季度应收账款情况（亿元）



2 风机板块25Q2收入437亿元，同环比+50/+81%

- ◆ **整机25Q2收入利润高速增长。**整机板块25Q2营收437亿元，同环比+50%/+81%；归母净利润16亿元，同环比+9.5%/+195%。
- ◆ **金风科技：**公司25年H1营收285.4亿元，同41.3%，归母净利润14.9亿元，同7.3%，毛利率15.3%，同-2.9pct，归母净利率5.2%，同-1.7pct；其中25Q2营收190.6亿元，同环比44.2%/101.3%，归母净利润9.2亿元，同环比-12.8%/61.8%，毛利率12.2%，同环比-1.9/-9.6pct，归母净利率4.8%，同环比-3.2/-1.2pct。
- ◆ **三一重能：**公司25年H1营收85.9亿元，同62.8%，归母净利润2.1亿元，同-51.5%，毛利率10.6%，同-5.4pct，归母净利率2.4%，同-5.8pct；其中25Q2营收64.1亿元，同环比80.3%/192.9%，归母净利润4亿元，同环比139.2%/+309.9%，毛利率11.9%，同环比-2.3/5.5pct，归母净利率6.3%，同环比1.5/15pct。
- ◆ **明阳智能：**公司25年H1营收171.4亿元，同45.3%，归母净利润6.1亿元，同-7.7%，毛利率12.1%，同-6.6pct，归母净利率3.6%，同-2pct；其中25Q2营收94.4亿元，同环比40.4%/22.5%，归母净利润3.1亿元，同环比-13.6%/1.9%，毛利率11.2%，同环比-6/-1.9pct，归母净利率3.3%，同环比-2/-0.7pct。
- ◆ **运达股份：**公司25年H1营收108.9亿元，同26.3%，归母净利润1.4亿元，同-2.6%，毛利率9%，同-4.3pct，归母净利率1.3%，同-0.4pct；其中25Q2营收68.8亿元，同环比41.2%/71.7%，归母净利润0.8亿元，同环比10.4%/44.3%，毛利率8.1%，同环比-4.6/-2.4pct，归母净利率1.2%，同环比-0.3/-0.2pct。

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）		
	2025H1	同比	2025H1	同比	2025Q2	同比	环比	2025Q2	同比	环比
整机	678	43.9%	22	-3.1%	437	50.0%	81.0%	16	9.5%	194.6%
金风科技	285	41.3%	15	7.3%	191	44.2%	101.3%	9	-12.8%	61.8%
三一重能	86	62.8%	2	-51.5%	64	80.3%	192.9%	4	139.2%	309.9%
明阳智能	171	45.3%	6	-7.7%	94	40.4%	22.5%	3	-13.6%	1.9%
运达股份	109	26.3%	1	-2.6%	69	41.2%	71.7%	1	10.4%	44.3%
电气风电	27	118.6%	-3	27.9%	19	152.8%	145.9%	-1	47.6%	51.1%

2 整机板块龙头主营业务盈利对比

公司	项目	2023	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	
三一重能	风机整体	出货量 (MW)	7240	500	1025	2000	3715	1000	2000	2410	3990	1490	3230
		毛利率 (%)	15.50%	27.60%	20.00%	14.00%	12.60%	13.71%	15.81%	8.64%		4.74%	
	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
		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%
金风科技	风机及配件	出货量 (MW)	13772	1110	4674	3120	4868	1436	3760	4510	6344	2600	8050
		毛利率 (%)	6.40%	7.00%	2.70%	7.00%	8.80%	3.50%	4.00%	5%+	5%+	8~10%	7.54%
	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
		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%
明阳智能	风机及配件	出货量 (MW)	9690	946	2499	3467	2778	1000	3000	3700	3120	3800	4300
		毛利率 (%)	6.40%	5.00%	17.10%	7.50%	-6.60%	7.24%	7.69%	8.00%	-	7.44%	6.00%
	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
		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%
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
		出货量 (MW)	8500	1700	1700	1900	3200	2000	2000	2650	4950	2300	4000
		毛利率 (%)	13.70%	16.67%	17.13%	13.73%	10.67%	14.00%	12.66%	16.17%	0.00%	10.47%	8.07%

3 塔筒板块25Q2归母净利润6亿元，同环比+79%/+36%

- ◆ 塔筒板块25Q2营收70亿元，同环比+74.8%/+80.0%；归母净利润6亿元，同环比+79%/+36%。
- ◆ **大金重工**：公司25年H1营收28.4亿元，同109.5%，归母净利润5.5亿元，同214.3%，毛利率28.2%，同-0.4pct，归母净利率19.2%，同6.4pct；其中25Q2营收17亿元，同环比90.4%/49.1%，归母净利润3.2亿元，同环比161%/36.6%，毛利率26.3%，同环比-0.7/-4.7pct，归母净利率18.6%，同环比5/-1.7pct。
- ◆ **天顺风能**：公司25年H1营收21.9亿元，同-3.1%，归母净利润0.5亿元，同-75.1%，毛利率20.9%，同-5.9pct，归母净利率2.5%，同-7.1pct；其中25Q2营收12.6亿元，同环比4.8%/36.4%，归母净利润0.2亿元，同环比-73.1%/-49%，毛利率19%，同环比-4.6/-4.5pct，归母净利率1.4%，同环比-4.2/-2.4pct。
- ◆ **泰胜风能**：公司25年H1营收23亿元，同38.8%，归母净利润1.2亿元，同-8.1%，毛利率12.9%，同-7.1pct，归母净利率5.2%，同-2.6pct；其中25Q2营收15亿元，同环比50.6%/89.1%，归母净利润0.7亿元，同环比-1.2%/64%，毛利率12.3%，同环比-7.6/-1.6pct，归母净利率4.9%，同环比-2.6/-0.8pct。
- ◆ **海力风电**：公司25年H1营收20.3亿元，同461.1%，归母净利润2.1亿元，同90.6%，毛利率17%，同15.2pct，归母净利率10.1%，同-19.6pct；其中25Q2营收15.9亿元，同环比570.6%/265%，归母净利润1.4亿元，同环比315.8%/121.2%，毛利率17.6%，同环比17.4/2.5pct，归母净利率8.9%，同环比-5.4/-5.8pct。

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）		
	2025H1	同比	2025H1	同比	2025Q2	同比	环比	2025Q2	同比	环比
塔筒	108	59.1%	10	43.6%	70	74.8%	80.0%	6	79.4%	35.9%
大金重工	28	109.5%	5	214.3%	17	90.4%	49.1%	3	161.0%	36.6%
天顺风能	22	-3.1%	1	-75.1%	13	4.8%	36.4%	0	-73.1%	-49.0%
天能重工	15	25.2%	1	6.4%	9	38.6%	58.3%	0	8.3%	-48.5%
泰胜风能	23	38.8%	1	-8.1%	15	50.6%	89.1%	1	-1.2%	64.0%
海力风电	20	461.1%	2	90.6%	16	570.6%	265.0%	1	315.8%	121.2%

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
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
	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%
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
	出货量 (万吨)	9.5	18.5	14.7	14.5	4.5	5.4	10.5	33.7	6.2	15
	其中：海风	0	8	3.7	0.5	0	0.9	3	2.3	-	2.5
	毛利率 (%)	26.23%	21.39%	20.27%	26.49%	30.39%	23.54%	22.77%	3.76%	23.48%	18.95%
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
	出货量 (万吨)	10	13.8	14	12	5	10	12.3	14.1	8.9	11.4
	其中：出口海风	1	3.4	3	2.5	1.2	3	1.8	3.2	3.9	4.2
	毛利率 (%)	19.00%	27.47%	24.58%	20.88%	31.60%	27.00%	25.22%	33.96%	30.95%	26.30%
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
	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
	毛利率 (%)	15.48%	15.20%	6.57%	-21.80%	5.05%	0.22%	8.15%	13.64%	15.05%	17.59%

4 海缆板块25Q2归母净利润11亿元，同环比-6.0%/+24.6%

- ◆ 海缆板块25Q2营收161亿元，同环比+1.2%/+35.5%；归母净利润11亿元，同环比-6.0%/+24.6%。
- ◆ **东方电缆**：公司25年H1营收44.3亿元，同9%，归母净利润4.7亿元，同-26.6%，毛利率18.3%，同-4.2pct，归母净利率10.7%，同-5.2pct；其中25Q2营收22.9亿元，同环比-17.1%/6.4%，归母净利润1.9亿元，同环比-49.6%/-31.6%，毛利率16.3%，同环比-6.3/-4.1pct，归母净利率8.4%，同环比-5.4/-4.7pct。
- ◆ **中天科技**：公司25年H1营收236亿元，同10.2%，归母净利润15.7亿元，同7.4%，毛利率15.1%，同-1.6pct，归母净利率6.6%，同-0.2pct；其中25Q2营收138.4亿元，同环比5.1%/41.9%，归母净利润9.4亿元，同环比14.1%/49.8%，毛利率15.4%，同环比-0.4/0.8pct，归母净利率6.8%，同环比0.5/0.4pct。

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）		
	2025H1	同比	2025H1	同比	2025Q2	同比	环比	2025Q2	同比	环比
海缆	280	10.0%	20	-3.0%	161	1.2%	35.5%	11	-6.0%	24.6%
东方电缆	44	9.0%	5	-26.6%	23	-17.1%	6.4%	2	-49.6%	-31.6%
中天科技	236	10.2%	16	7.4%	138	5.1%	41.9%	9	14.1%	49.8%

4 海缆板块龙头主营业务盈利及订单情况

图表：细分赛道毛利率情况

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

图表：东方电缆/中天科技海外订单情况

企业	项目名称	项目国家	业主	规模 (MW)	中标内容	金额 (亿元)
东方电缆	Inch Cape	英国	沃旭	1080	主缆	18
东方电缆	Baltica 2	波兰	沃旭	1500	阵列缆	3.5
中天科技	Baltica 2	波兰	沃旭	1500	主缆	12.09
中天科技	Gennaker	德国	-	945	主缆及安装 敷设	20

5 铸锻件板块25Q2归母净利润5.7亿元，同环比+7.5%/+41.6%

- ◆ 铸锻件板块25Q2营收96亿元，同环比+50.8%/+30.7%；归母净利润5.7亿元，同环比+7.5%/+41.6%；主要系陆海风行业出货同比增长，折旧摊薄较多，且供需紧张的大铸件环节出现涨价现象，导致盈利能力大幅提升。
- ◆ **日月股份**：公司25年H1营收32.3亿元，同80.4%，归母净利润2.8亿元，同-32.7%，毛利率15.7%，同-3.4pct，归母净利率8.8%，同-14.8pct；其中25Q2营收19.3亿元，同环比76.6%/48%，归母净利润1.6亿元，同环比-51.4%/34.7%，毛利率15.9%，同环比-1.6/0.4pct，归母净利率8.5%，同环比-22.2/-0.8pct。
- ◆ **金雷股份**：公司25年H1营收12.8亿元，同79.8%，归母净利润1.9亿元，同153.3%，毛利率23.5%，同2.5pct，归母净利率14.6%，同4.2pct；其中25Q2营收7.8亿元，同环比70%/54.2%，归母净利润1.3亿元，同环比193.9%/135.5%，毛利率24.8%，同环比5.5/3.5pct，归母净利率16.9%，同环比7.1/5.8pct。

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）		
	2025H1	同比	2025H1	同比	2025Q2	同比	环比	2025Q2	同比	环比
铸锻件	169	42.2%	9.7	33.8%	96	50.8%	30.7%	5.7	7.5%	41.6%
日月股份	32	80.4%	2.8	-32.7%	19	76.6%	48.0%	1.6	-51.4%	34.7%
金雷股份	13	79.8%	1.9	153.3%	8	70.0%	54.2%	1.3	193.9%	135.5%
通裕重工	29	7.6%	0.6	49.7%	15	14.1%	7.9%	0.2	-27.3%	-43.7%
吉鑫科技	7	23.2%	0.8	143.2%	4	9.7%	11.4%	0.4	86.5%	-5.9%
恒润股份	21	223.4%	0.4	225.7%	14	353.4%	92.9%	0.1	153.3%	-65.6%
振江股份	18	-6.3%	0.2	-87.3%	9	-6.4%	-4.2%	0.1	-85.9%	18.1%
中环海陆	4	25.3%	-0.4	-15.3%	2	48.8%	21.8%	-0.2	-18.4%	-3.8%
海锅股份	9	49.8%	0.3	111.0%	5	51.6%	14.9%	0.1	47.8%	-35.2%
双一科技	5	44.6%	1.0	324.5%	3	42.8%	71.8%	0.7	239.4%	129.9%
广大特材	25	34.7%	1.9	332.7%	14	42.8%	25.9%	1.1	190.9%	49.3%
宏德股份	4	49.1%	0.3	34.9%	2	49.3%	26.0%	0.2	175.7%	669.5%

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。预计8~10MW陆风大机型渗透率从24年的15%提升至25年的35%，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，目前了解25年初铸件谈价结果较好，具备涨价基础，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，25Q2日月股份毛利率为15.9%，环比基本持平；金雷股份毛利率24.8%，环比+3.5pct，金雷毛利率改善更大，判断主因是金雷铸件初于产能利用率爬坡期，折旧摊薄效应更强。

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
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	20
	营收 (亿元)	46.6	10.7	13.2	11.3	11.3	7	10.9	13.97	15.11	13	19.25
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%
	锻造主轴											
金雷股份	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
	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
	营收 (亿元)	19.5	4.4	3.6	5.4	6.1	2.6	4.6	6	6.5	5	7.78
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%

6 叶片、轴承板块25Q2盈利继续大幅改善

- ◆ **叶片板块：**25Q2营收133亿元，同环比+22.8%/+34.5%；归母净利润9亿元，同环比+131.3%/+57.7%。其中，①中材科技：25Q2营收78.3亿元，同环比28.1%/42.1%，归母净利润6.4亿元，同环比156.2%/75.8%，毛利率21.1%，同环比3.4/2.6pct，归母净利率8.1%，同环比4.1/1.6pct。②时代新材：25Q2营收51亿元，同环比14.4%/22.6%，归母净利润1.5亿元，同环比48.9%/0.1%，毛利率16.6%，同环比0.4/1pct，归母净利率3%，同环比0.7/-0.7pct。
- ◆ **轴承板块：**25Q2营收23亿元，同环比+43.9%/+26.0%，25Q2归母净利润3亿元，同环比+2367%/+28%。其中，新强联25Q2营收12.8亿元，同环比110.1%/38.5%，归母净利润2.3亿元，同环比567.8%/34.4%，毛利率29.8%，同环比17.8/3pct，归母净利率17.9%，同环比25.9/-0.5pct。

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)		
	2025H1	同比	2025H1	同比	2025Q2	同比	环比	2025Q2	同比	环比
叶片	231	18.1%	14	97.4%	133	22.8%	34.5%	9	131.3%	57.7%
中材科技	133	26.5%	10	114.9%	78	28.1%	42.1%	6	156.2%	75.8%
双一科技	5	44.6%	1	324.5%	3	42.8%	71.8%	1	239.4%	129.9%
时代新材	93	6.9%	3	36.7%	51	14.4%	22.6%	2	48.9%	0.1%

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)		
	2025H1	同比	2025H1	同比	2025Q2	同比	环比	2025Q2	同比	环比
轴承	41	46.1%	5	1947.6%	23	43.9%	26.0%	3	2367.1%	28.0%
新强联	22	109.0%	4	496.6%	13	110.1%	38.5%	2	567.8%	34.4%
五洲新春	19	8.1%	1	0.3%	10	2.6%	13.0%	0	0.6%	-1.1%

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，关注科华数据）；【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、美畅股份等）**

表：公司估值表（截至2025年9月9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	1,334	18	-86	-45	31	73	-15	-30	43	18	2.2	买入
688599.SH	天合光能	383	18	-34	-37	6	25	-11	-10	62	16	1.6	买入
002459.SZ	晶澳科技	450	14	-47	-31	11	30	-10	-14	43	15	1.7	买入
688223.SH	晶科能源	594	6	1	-42	18	41	601	-14	34	15	2.0	买入
688472.SH	阿特斯	480	13	22	23	32	39	21	21	15	12	1.7	买入
002056.SZ	横店东磁	299	18	18	19	22	25	16	16	14	12	2.9	买入
300274.SZ	阳光电源	2,693	130	110	140	162	179	24	19	17	15	4.8	买入
300763.SZ	锦浪科技	352	88	7	12	14	18	51	30	24	20	3.1	买入
605117.SH	德业股份	659	73	30	36	43	52	22	18	15	13	6.1	买入
688390.SH	固德威	134	55	-1	3	5	7	-217	51	27	19	4.6	买入
688032.SH	禾迈股份	148	119	3	5	7	9	43	29	21	16	2.4	买入
688348.SH	昱能科技	91	58	1	3	4		65	30	23		2.2	增持
002150.SZ	通润装备	57	16	2	3	4	5	26	19	14	11	2.4	买入
600732.SH	爱旭股份	297	16	-53	4	16	25	-6	78	19	12	8.6	买入
002865.SZ	钧达股份	119	46	-6	-4	8	13	-20	-31	16	9	2.8	买入
603185.SH	弘元绿能	166	24	-27	0	4	14	-6	968	38	12	1.2	买入
002129.SZ	TCL中环	352	9	-98	26	38		-4	13	9		1.3	买入
600438.SH	通威股份	1,066	24	-70	-76	20	51	-15	-14	52	21	2.4	买入
688303.SH	大全能源	706	33	-27				-26				1.7	买入
603806.SH	福斯特	420	16	13	16	22	30	32	26	19	14	2.5	买入
688680.SH	海优新材	42	50	-6	-1	0	1	-7	-44	93	30	3.0	增持
601865.SH	福莱特	407	19	10	6	12	15	40	66	35	27	2.0	买入
601222.SH	林洋能源	131	6	8	8	10	11	17	16	14	12	0.8	买入
300861.SZ	美畅股份	119	18	1	10			81	12			1.9	买入
688503.SH	聚和材料	143	59	4	4	6	8	34	34	24	18	2.8	买入
300842.SZ	帝科股份	76	53	4	2	4	6	21	36	17	12	4.0	买入

- ◆ **海风方向**，25年装机确定性增强叠加深远海进展基础上，远期空间确立，相关海风标的有望享受盈利和估值的同步上调；**陆风方向**，部分环节已出现涨价或盈利环比改善趋势，预计25年仍有向上修复空间。
- ◆ **海缆**：深远海价值量提升，500kv+柔直存在认证和项目经验壁垒，龙头强者恒强，二线挑选弹性和确定性。**推荐东方电缆**（海外持续布局突破，属地新项目较多有望助力订单回升）、关注起帆电缆（上海和福建属地优势，浙江广东订单均获突破，超高压从0-1）、关注中天科技、亨通光电（通信覆盖）。
- ◆ **塔架**：双海优化。**推荐大金重工**（双海战略高歌猛进，出口先发优势、持续斩获海外订单）、**天顺风能**（导管架布局需求旺盛，24年导管架占比跃升带来结构受益南部海风发展，布局欧洲衔接海风出口）、**海力风电**（最纯海风标的，产能释放迎接江苏爆发）、**泰胜风能**（陆塔出口具备盈利优势+海风放量在即）。
- ◆ **整机**：推荐三一重能、明阳智能、金风科技，关注运达股份；**铸锻件**：推荐日月股份（精加工、出口、大宗下降进一步提升盈利能力），关注金雷股份（锻造盈利韧性强，铸造爬产打开空间）；**叶片**：关注时代新材、中材科技。**轴承**：关注崇德科技、新强联（机械覆盖）。

表：公司估值表（截至2025年9月9日）

板块	证券代码	名称	总市值 (亿元)	股价 (元/股)	归母净利润 (亿元)				PE				PB现值	评级	总股本 (亿股)	来源
					2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E				
风电	整机	688349.SH 三一重能	357	29	18	21	27	32	20	17	13	11	2.7	买入	12.26	东吴
		601615.SH 明阳智能	291	13	3	24	29	36	97	12	10	8	1	买入	22.71	东吴
		002202.SZ 金风科技	518	12	19	34	41	48	27	15	13	11	1.3	增持	42.25	东吴
		300772.SZ 运达股份	142	18	5	7	10	12	28	20	14	12	1.9	未评级	7.87	Wind
	海缆	603606.SH 东方电缆	398	58	10	15	20	25	40	27	20	16	5.3	买入	6.88	东吴
		600522.SH 中天科技	542	16	28	36	44	49	19	15	12	11	1.5	未评级	34.13	Wind
		600487.SH 亨通光电	488	20	28	34	39	43	17	14	13	11	1.7	买入	24.67	东吴
		300129.SZ 泰胜风能	73	8	2	3	4	5	36	24	18	15	1.5	买入	9.35	东吴
	塔筒	301155.SZ 海力风电	179	82	1	7	9		179	26	20		2.9	买入	2.17	东吴
		002531.SZ 天顺风能	135	8	2	7	10	13	67	19	13	10	1.4	买入	17.97	东吴
		002487.SZ 大金重工	269	42	5	11	15	20	54	24	18	13	2.8	买入	6.38	东吴
		603218.SH 日月股份	134	13	6	9	11	12	22	15	12	11	1.3	买入	10.3	东吴
	铸锻件	300443.SZ 金雷股份	89	28	2	4	6	7	44	22	15	13	1.4	未评级	3.2	Wind
		300850.SZ 新强联	142	37	1	4	5		142	36	28		2.3	增持	3.82	东吴

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。

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>

东吴证券 财富家园