

弘元绿能（603185）

2025 年三季报点评：超一体化弹性显现，Q3 盈利大幅转正

买入（维持）

2025 年 10 月 31 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 徐铨嵘

执业证书：S0600524080007

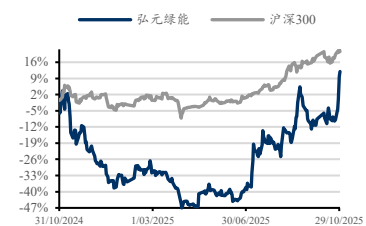
xucr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	11,859	7,302	9,334	12,574	15,863
同比（%）	(45.87)	(38.42)	27.82	34.71	26.16
归母净利润（百万元）	740.57	(2,696.89)	509.51	1,005.66	1,407.18
同比（%）	(75.58)	(464.16)	118.89	97.38	39.93
EPS-最新摊薄（元/股）	1.09	(3.97)	0.75	1.48	2.07
P/E（现价&最新摊薄）	27.03	(7.42)	39.29	19.90	14.23

投资要点

- **事件：**公司 25 年 Q1-Q3 营收 56.8 亿元，同比+6.5%，归母净利润 2.4 亿元，同比+114.4%，扣非净利润 1.4 亿元，同比+109.9%，毛利率 15.4%，同比+22.4pct，归母净利率 4.1%，同比+34.7pct；其中 25 年 Q3 营收 24.6 亿元，同环比+85.5%/+56.3%，归母净利润 5.3 亿元，同环比-212.6%/-326.5%，扣非净利润 5 亿元，同环比-202.1%/-290.8%，毛利率 31.7%，同环比+40pct/+31pct，归母净利率 21.7%，同环比+57.3pct/+36.6pct。
- **硅片出货环增、价格修复盈利改善明显：**25Q3 公司硅料出货约 1-1.5 万吨，测算单吨净利约 9k，硅料盈利 1 亿+；硅片出货环比持平略升，测算单瓦盈利约 3 分（含减值转回约 1 分），测算硅片盈利约 2.5-3 亿；电池出货 3.7GW，测算单瓦盈利 2 分，我们预计电池盈利 0.5-1 亿；组件出货约 1GW，测算单瓦盈利 3 分（含减值转回），整体盈利约数千万。成本优势逐步体现+Q2 低价屯料，盈利改善明显。
- **超一体化成本优势显著、股权激励彰显信心：**公司布局四环节超一体化产能：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。9 月公司发布 25 年股票激励，业绩考核目标：1）25 年：以 24 年营收为基数，25 年营收增长不低于 40%或 25 年净利扭亏为盈；2）26 年：24 年为基数，26 年营收增长不低于 50%或以 25 年为基数，26 年净利增长不低 10%；3）27 年：24 年基数，27 年营收增长不低 60%或以 26 年为基数，27 年净利增长不低于 10%。Q3 盈利大幅转正，彰显股权激励信心。
- **费用持续优化、在手现金充足：**截止 Q3 公司在手现金 48 亿、环增约 5 亿，负债率 54.87%。公司 25 年 Q1-Q3 期间费用 6.9 亿元，同比-12.6%，费用率 12.1%，同比-2.7pct，其中 Q3 期间费用 2.2 亿元，同环比-18.4%/-14.4%，费用率 9.1%，同环比-11.5pct/-7.5pct；25 年 Q1-Q3 经营性净现金流 2.2 亿元，同比+113.9%，其中 Q3 经营性现金流 5.9 亿元，同环比-5335.8%/+178.1%；25 年 Q1-Q3 资本开支 7.4 亿元，同比-60.4%，其中 Q3 资本开支 1.7 亿元，同环比-48.9%/-77.1%；25 年 Q3 末存货 12.7 亿元，较年初减少 8.8%。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到硅片出货回升、成本优势显现及股权激励强化信心，我们上调公司 25-27 年归母净利润至 5.1/10.1/14.1 亿元（前值为 0.2/4.4/14.0 亿元），同比+119%/+97%/+40%，对应 PE 39/20/14 倍，维持“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)	26.80
一年最低/最高价	11.97/27.24
市净率(倍)	1.50
流通 A 股市值(百万元)	18,197.80
总市值(百万元)	18,197.80

基础数据

每股净资产(元,LF)	17.82
资产负债率(% LF)	54.87
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)：2025 半年报点评：25H1 同比减亏，H2 反内卷下有望改善》

2025-08-24

《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	11,893	19,183	25,009	营业总收入	7,302	9,334	12,574	15,863
货币资金及交易性金融资产	9,630	8,387	14,373	19,293	营业成本(含金融类)	7,837	7,891	10,595	13,114
经营性应收款项	1,327	1,236	1,908	2,239	税金及附加	44	21	29	36
存货	1,396	1,454	1,957	2,468	销售费用	93	103	137	167
合同资产	88	62	117	127	管理费用	321	373	377	476
其他流动资产	743	753	827	881	研发费用	339	429	503	635
非流动资产	16,040	15,814	15,520	15,263	财务费用	151	39	44	69
长期股权投资	954	964	984	1,014	加:其他收益	123	112	126	79
固定资产及使用权资产	11,678	11,919	11,946	11,840	投资净收益	(1)	47	63	79
在建工程	1,737	1,222	913	728	公允价值变动	(726)	16	86	100
无形资产	549	549	549	549	减值损失	(1,061)	(72)	(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)	579	1,144	1,601
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	27,707	34,702	40,272	利润总额	(2,718)	580	1,144	1,601
流动负债	16,490	14,264	20,054	24,016	减:所得税	(21)	70	139	194
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)	510	1,006	1,407
经营性应付款项	14,716	13,068	18,722	22,445	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	218	313	358	482	归属母公司净利润	(2,697)	510	1,006	1,407
其他流动负债	268	340	432	546	每股收益-最新股本摊薄(元)	(3.97)	0.75	1.48	2.07
非流动负债	849	1,049	1,249	1,449	EBIT	(2,073)	516	932	1,435
长期借款	599	799	999	1,199	EBITDA	(945)	1,024	1,518	2,019
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	(7.32)	15.46	15.73	17.33
租赁负债	69	69	69	69	归母净利率(%)	(36.93)	5.46	8.00	8.87
其他非流动负债	180	180	180	180	收入增长率(%)	(38.42)	27.82	34.71	26.16
负债合计	17,339	15,313	21,303	25,465	归母净利润增长率(%)	(464.16)	118.89	97.38	39.93
归属母公司股东权益	11,884	12,394	13,399	14,807					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	11,884	12,394	13,399	14,807					
负债和股东权益	29,223	27,707	34,702	40,272					

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)	(369)	6,020	4,986	每股净资产(元)	17.50	18.25	19.73	21.81
投资活动现金流	(4,200)	(325)	(317)	(325)	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)	3.28	5.69	7.97
现金净增加额	(2,118)	(1,288)	5,875	4,811	ROE-摊薄(%)	(22.69)	4.11	7.51	9.50
折旧和摊销	1,128	508	586	584	资产负债率(%)	59.09	59.33	55.27	61.39
资本开支	(1,665)	(300)	(300)	(300)	P/E (现价&最新股本摊薄)	(7.42)	39.29	19.90	14.23
营运资本变动	(1,279)	(1,441)	4,524	3,109	P/B (现价)	1.68	1.62	1.49	1.35

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>