

弘元绿能(603185)

报告日期: 2025年12月04日

光伏一体化成本领先、业绩拐点向上，受益反内卷、光储一体化 ——弘元绿能点评报告

投资要点

□ 一句话逻辑

光伏一体化成本领军者，受益光伏“反内卷”+“光储一体”大趋势，成长空间加速打开

□ 超预期逻辑

(1) **市场预期**: 光伏需求增长有限，行业价格/盈利能力承压，公司成长潜力不确定性。

(2) **我们认为**:

1) **行业价格(短期)**: 光伏“反内卷”对国家能源转型、巩固提升全球竞争力至关重要，我们预计“反内卷”政策有望加速落地，推升行业价格、盈利能力回到合理水平。

2) **行业需求(长期)**: 随着储能电芯价格的降低(从2023年初至今降幅约60%左右)，光伏+储能一体的性价比有望逐步凸显，打破市场对光伏在电网消纳问题担忧，推动行业走向光储“二次平价”、刺激行业终端需求增长。

3) **弘元绿能**

短期——公司依靠领先的成本管控能力，在2025年Q3硅料价格底部拐点的背景下，实现领先于行业的三季报业绩超预期增长，证明公司在光伏行业领域的成本优势。未来如光伏“反内卷”政策加速落地，带来的行业价格/盈利能力回升，公司业绩弹性大。

长期——2025年11月公司储能产品已首次发布，依托完善的全产业链协同体系、叠加未来与无锡尚德的整合，有望加速弘元未来在光储市场业务的发展速度，受益光储市场的需求增长。

□ 检验与催化

(1) **检验指标**: 光伏主产业链价格，光伏新增装机量。

(2) **催化剂**: 反内卷政策落地，光伏主产业链价格增长，光伏新增装机量增长

□ 研究的价值

(1) **与众不同的认识**:

市场认为: 光伏“反内卷”政策存在不确定性，公司业绩弹性存在不确定性。

我们认为: 政策有望加速落地、且下游具备价格上涨传导的基础，公司业绩弹性大

判断依据:

1) “反内卷”为国家政策的大势所趋，光伏为我国在全球的拳头性产业，当前下游电站具备一定的主产业链价格上涨传导接受的能力，行业价格将回到合理利润水平。

2) 公司为光伏一体化成本领军者(产能较新、相对体量较小、硅料自产自销)，Q3率先在光伏行业扭亏为盈、迎业绩拐点，如“反内卷”政策落地，业绩弹性大。

(2) **与前不同的认识**: 此前认为公司为光伏组件行业新进入者、实力积累有限，未来成长存在不确定性。目前认为，2025年7月公司正式参与无锡尚德(曾经的中国光伏行业龙头)预重整进程，有望依托其37年的海外市场分布式项目的经验、全球80多个国家和地区销售区域覆盖，加速弘元未来在国内外组件市场业务的发展速度。

□ 盈利预测与估值

预计公司2025-2027年归母净利润为9.5/15.9/20.2亿元，同比扭亏为盈/+66%/+27%；对应PE为22/13/10倍。维持“买入”评级。

□ 风险提示

“反内卷”政策推进不及预期风险、光伏行业价格波动风险。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 王华君

执业证书号: S1230520080005
wanghuajun@stocke.com.cn

分析师: 李思扬

执业证书号: S1230522020001
lisiyang@stocke.com.cn

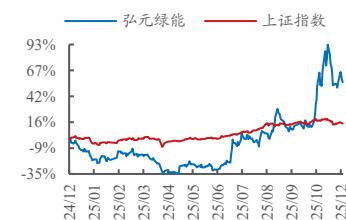
基本数据

收盘价 ￥30.29

总市值(百万元) 20,690.40

总股本(百万股) 683.08

股票走势图



相关报告

1 《储能产品首次亮相，光储一体驱动海外业务增长》
2025.11.16

2 《Q3业绩大超预期，引领光伏行业业绩拐点向上》 2025.10.30

3 《股权激励彰显发展信心，期待率先行业迎业绩拐点》
2025.10.26

财务摘要

| (百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 7302 | 7949 | 11030 | 12870 |
| (+/-) (%) | -38% | 9% | 39% | 17% |
| 归母净利润 | -2697 | 952 | 1585 | 2017 |
| (+/-) (%) | | | 66% | 27% |
| 每股收益(元) | -3.9 | 1.4 | 2.3 | 3.0 |
| P/E | -8 | 22 | 13 | 10 |
| ROE | -23% | 8% | 12% | 13% |

资料来源：浙商证券研究所

■ 光伏行业可比公司：盈利预测与估值

表 1：光伏行业主要公司盈利预测与估值

| 日期：2025/12/4 | | | EPS/元 | | | | PE | | | | 2024A | | | |
|----------------|--------|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|---------|-----|
| 公司 | 代码 | 股价/元 | 总市值/亿元 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | PB | ROE (%) | |
| 弘元绿能 | 603185 | 30.3 | 207 | -3.9 | 1.4 | 2.3 | 3.0 | - | 22 | 13 | 10 | 1.7 | -23 | |
| TCL 中环 | 002129 | 8.8 | 354 | -2.4 | -1.5 | 0.2 | 0.6 | - | - | 43 | 14 | 1.0 | -27 | |
| 通威股份 | 600438 | 21.7 | 978 | -1.6 | -1.2 | 0.6 | 1.2 | - | - | 37 | 18 | 2.0 | -13 | |
| 晶澳科技 | 002459 | 11.2 | 371 | -1.4 | -1.2 | 0.5 | 1.0 | - | - | 21 | 11 | 1.5 | -15 | |
| 晶科能源 | 688223 | 5.3 | 534 | 0.0 | -0.4 | 0.2 | 0.4 | - | - | 26 | 14 | 2.2 | 0 | |
| 天合光能 | 688599 | 16.6 | 388 | -1.5 | -1.8 | 0.7 | 1.4 | - | - | 24 | 11 | 1.5 | -12 | |
| 大全能源 | 688303 | 27.2 | 583 | -1.3 | -0.5 | 0.6 | 1.0 | - | - | 47 | 27 | 1.2 | -6 | |
| 行业平均值（不包括弘元绿能） | | | | | | | | | | | 28 | 14 | 1.3 | -10 |

资料来源：Wind、公司公告，浙商证券研究所（除弘元绿能外盈利预测、估值均为wind一致性预期；行业平均估值不包含弘元绿能）

表附录：三大报表预测值
资产负债表

| (百万元) | 利润表 | | | | | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|----------|---------|--------|--------|
| | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | (百万元) | | | | |
| 流动资产 | 13183 | 10793 | 12064 | 12746 | 营业收入 | 7302 | 7949 | 11030 | 12870 |
| 现金 | 5234 | 5313 | 5575 | 5374 | 营业成本 | 7837 | 6704 | 8247 | 9626 |
| 交易性金融资产 | 4396 | 2899 | 2969 | 3421 | 营业税金及附加 | 44 | 43 | 63 | 72 |
| 应收账款 | 843 | 324 | 616 | 839 | 营业费用 | 93 | 86 | 130 | 145 |
| 其它应收款 | 119 | 83 | 136 | 167 | 管理费用 | 321 | 349 | 484 | 565 |
| 预付账款 | 337 | 303 | 412 | 443 | 研发费用 | 339 | 369 | 513 | 598 |
| 存货 | 1396 | 1049 | 1486 | 1652 | 财务费用 | 151 | 187 | 260 | 123 |
| 其他 | 859 | 821 | 871 | 850 | 资产减值损失 | 1061 | 95 | 55 | 64 |
| 非流动资产 | 16040 | 18658 | 20719 | 21711 | 公允价值变动损益 | (726) | 20 | 20 | 20 |
| 金融资产类 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | (1) | 300 | 50 | 50 |
| 长期投资 | 954 | 983 | 1006 | 981 | 其他经营收益 | 121 | 423 | 123 | 123 |
| 固定资产 | 11603 | 13646 | 16071 | 17433 | 营业利润 | (3149) | 857 | 1470 | 1869 |
| 无形资产 | 549 | 647 | 722 | 774 | 营业外收支 | 431 | 102 | 127 | 164 |
| 在建工程 | 1737 | 1454 | 1170 | 881 | 利润总额 | (2718) | 960 | 1597 | 2033 |
| 其他 | 1197 | 1928 | 1750 | 1642 | 所得税 | (21) | 7 | 12 | 16 |
| 资产总计 | 29223 | 29450 | 32783 | 34457 | 净利润 | (2697) | 952 | 1585 | 2017 |
| 流动负债 | 16490 | 15668 | 17402 | 17083 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 短期借款 | 744 | 6510 | 3799 | 1022 | 归属母公司净利润 | (2697) | 952 | 1585 | 2017 |
| 应付款项 | 14714 | 8314 | 12516 | 14873 | EBITDA | (1606) | 1962 | 2864 | 3340 |
| 预收账款 | 218 | 267 | 393 | 425 | EPS (最新摊薄) | (3.95) | 1.39 | 2.32 | 2.95 |
| 其他 | 813 | 577 | 694 | 763 | | | | | |
| 非流动负债 | 849 | 892 | 905 | 882 | 主要财务比率 | | | | |
| 长期借款 | 599 | 599 | 599 | 599 | | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 其他 | 249 | 293 | 306 | 283 | 成长能力 | | | | |
| 负债合计 | 17339 | 16560 | 18308 | 17965 | 营业收入 | -38.42% | 8.85% | 38.76% | 16.68% |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业利润 | -551.00% | 127.23% | 71.46% | 27.15% |
| 归属母公司股东权益 | 11884 | 12890 | 14475 | 16492 | 归属母公司净利润 | - | - | 66.47% | 27.26% |
| 负债和股东权益 | 29223 | 29450 | 32783 | 34457 | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率 | -7.32% | 15.66% | 25.23% | 25.21% |
| | | | | | 净利率 | -36.93% | 11.98% | 14.37% | 15.67% |
| | | | | | ROE | -22.56% | 7.69% | 11.58% | 13.03% |
| | | | | | ROIC | -19.52% | 5.52% | 9.48% | 11.44% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 59.33% | 56.23% | 55.85% | 52.14% |
| | | | | | 净负债比率 | 10.88% | 44.61% | 25.84% | 11.16% |
| | | | | | 流动比率 | 0.80 | 0.69 | 0.69 | 0.75 |
| | | | | | 速动比率 | 0.71 | 0.62 | 0.61 | 0.65 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.25 | 0.27 | 0.35 | 0.38 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 11.98 | 12.79 | 19.59 | 14.97 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 1.49 | 1.55 | 2.21 | 1.92 |
| | | | | | 每股指标(元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | (3.95) | 1.39 | 2.32 | 2.95 |
| | | | | | 每股经营现金 | (1.45) | (6.39) | 9.47 | 7.84 |
| | | | | | 每股净资产 | 17.50 | 18.87 | 21.19 | 24.14 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | - | 21.73 | 13.06 | 10.26 |
| | | | | | P/B | 1.73 | 1.61 | 1.43 | 1.25 |
| | | | | | EV/EBITDA | - | 10.15 | 5.92 | 4.18 |

现金流量表

| (百万元) | 现金流量表 | | | | | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|----------------|----------|---------|--------|--------|
| | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | (百万元) | | | | |
| 经营活动现金流 | (993) | (4363) | 6465 | 5354 | ROE | -38.42% | 8.85% | 38.76% | 16.68% |
| 净利润 | (2697) | 952 | 1585 | 2017 | ROIC | -551.00% | 127.23% | 71.46% | 27.15% |
| 折旧摊销 | 1118 | 832 | 1022 | 1200 | 偿债能力 | - | - | 66.47% | 27.26% |
| 财务费用 | 151 | 187 | 260 | 123 | 资产负债率 | 59.33% | 56.23% | 55.85% | 52.14% |
| 投资损失 | 1 | (300) | (50) | (50) | 净负债比率 | 10.88% | 44.61% | 25.84% | 11.16% |
| 营运资金变动 | (272) | (5780) | 3858 | 2096 | 流动比率 | 0.80 | 0.69 | 0.69 | 0.75 |
| 其它 | 705 | (254) | (210) | (33) | 速动比率 | 0.71 | 0.62 | 0.61 | 0.65 |
| 投资活动现金流 | (4200) | (926) | (3286) | (2707) | 营运能力 | | | | |
| 资本支出 | 473 | (2578) | (3148) | (2254) | 总资产周转率 | 0.25 | 0.27 | 0.35 | 0.38 |
| 长期投资 | 128 | (30) | (23) | 25 | 应收账款周转率 | 11.98 | 12.79 | 19.59 | 14.97 |
| 其他 | (4801) | 1682 | (115) | (478) | 应付账款周转率 | 1.49 | 1.55 | 2.21 | 1.92 |
| 筹资活动现金流 | 3076 | 5369 | (2918) | (2848) | 每股指标(元) | | | | |
| 短期借款 | 144 | 5765 | (2711) | (2777) | 每股收益 | (3.95) | 1.39 | 2.32 | 2.95 |
| 长期借款 | (245) | 0 | 0 | 0 | 每股经营现金 | (1.45) | (6.39) | 9.47 | 7.84 |
| 其他 | 3177 | (397) | (207) | (70) | 每股净资产 | 17.50 | 18.87 | 21.19 | 24.14 |
| 现金净增加额 | (2117) | 79 | 261 | (201) | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | - | 21.73 | 13.06 | 10.26 |
| | | | | | P/B | 1.73 | 1.61 | 1.43 | 1.25 |
| | | | | | EV/EBITDA | - | 10.15 | 5.92 | 4.18 |

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1.买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2.增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3.中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4.减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1.看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2.中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3.看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>