

电气设备行业

投资评级

看好

光伏行业25Q4&26Q1业绩点评： 盈利持续承压，供给出清迎来行业修复



五矿证券研究所 电气设备行业

分析师：蔡紫豪

登记编码：S0950523070002

电话：0755-23375760

邮箱：caizihao@wkzq.com.cn



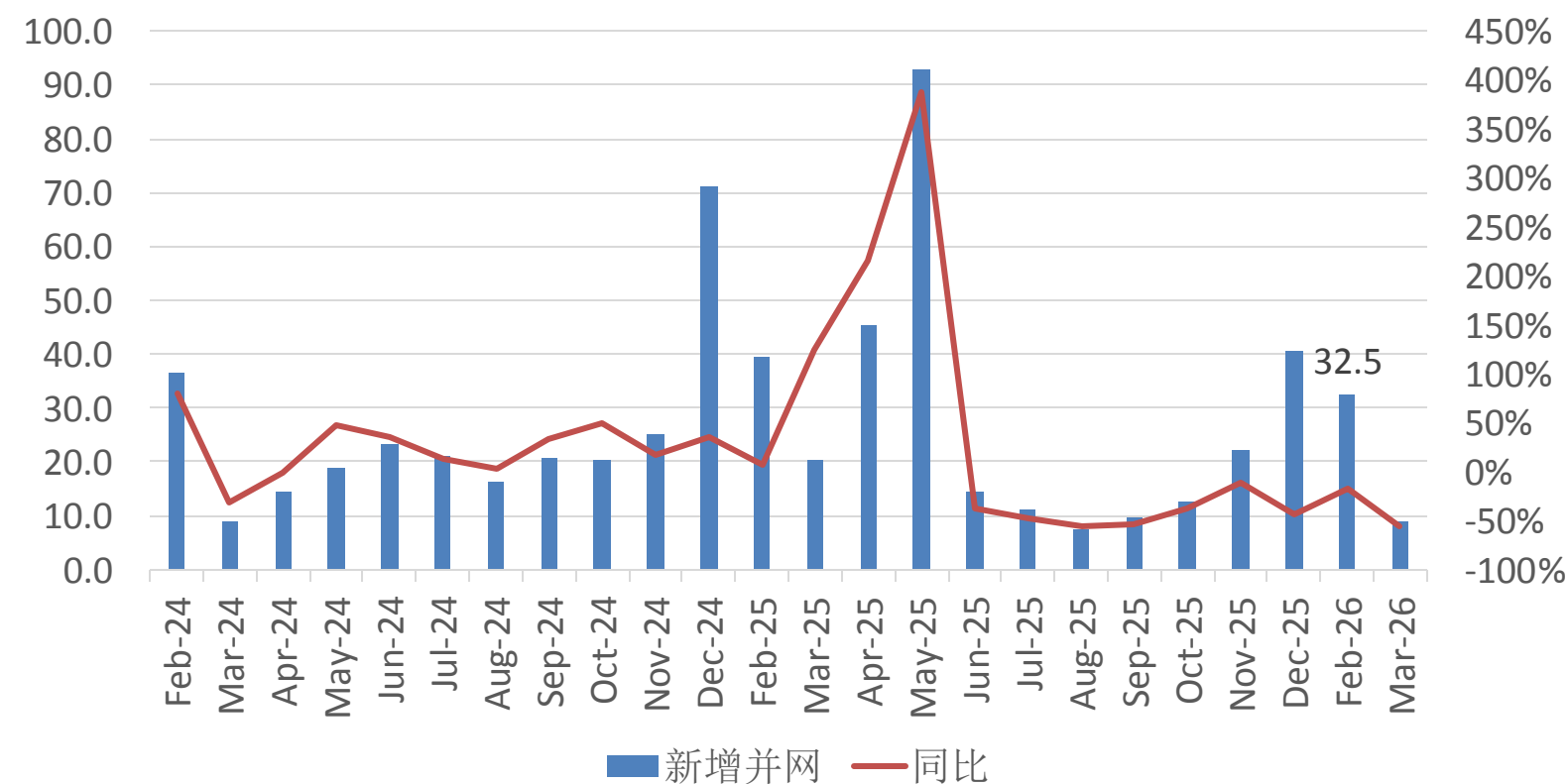
中国五矿

五矿证券
MINMETALS SECURITIES

国内需求：机制电价低位压制行业需求

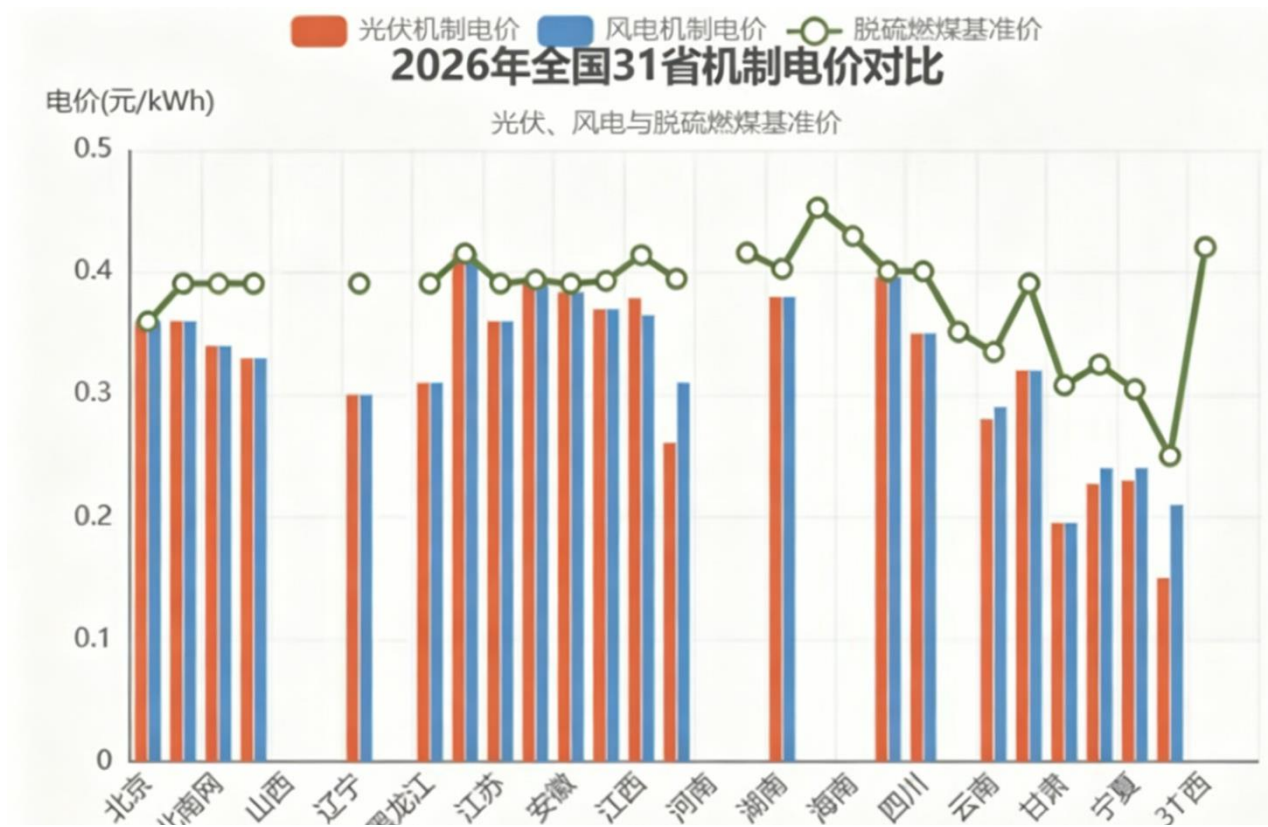
- 2025年，光伏国内装机315GW，同增13.3%，但是需求集中在上半年，下半年需求较为平淡，主要受新能源上网电价市场化改革、“十四五规划” 期末年光伏项目节点要求带来的抢装等因素影响。
- 2026年，国内光伏机制电价维持低位，我们预计国内新增装机量相较2025年有所回调。

图表2：国内光伏月度装机（GW）



资料来源：国家能源局，五矿证券研究所

图表1：光伏机制电价承压



资料来源：熹见新能，五矿证券研究所

图表3：2026年国内光伏需求有所回调（GW）



资料来源：CPIA，五矿证券研究所

海外需求：美国OBBBA补贴退坡，欧洲负电价再现，欧美需求依然疲软

□美国：受OBBBA法案影响，户用光伏补贴退出时间提前至2026年，ITC补贴与PTC补贴退出时间提前至2028年，补贴的提前退出会显著影响美国光伏需求，根据Woodmac预测，2025~2030年美国光伏装机呈现下降趋势。

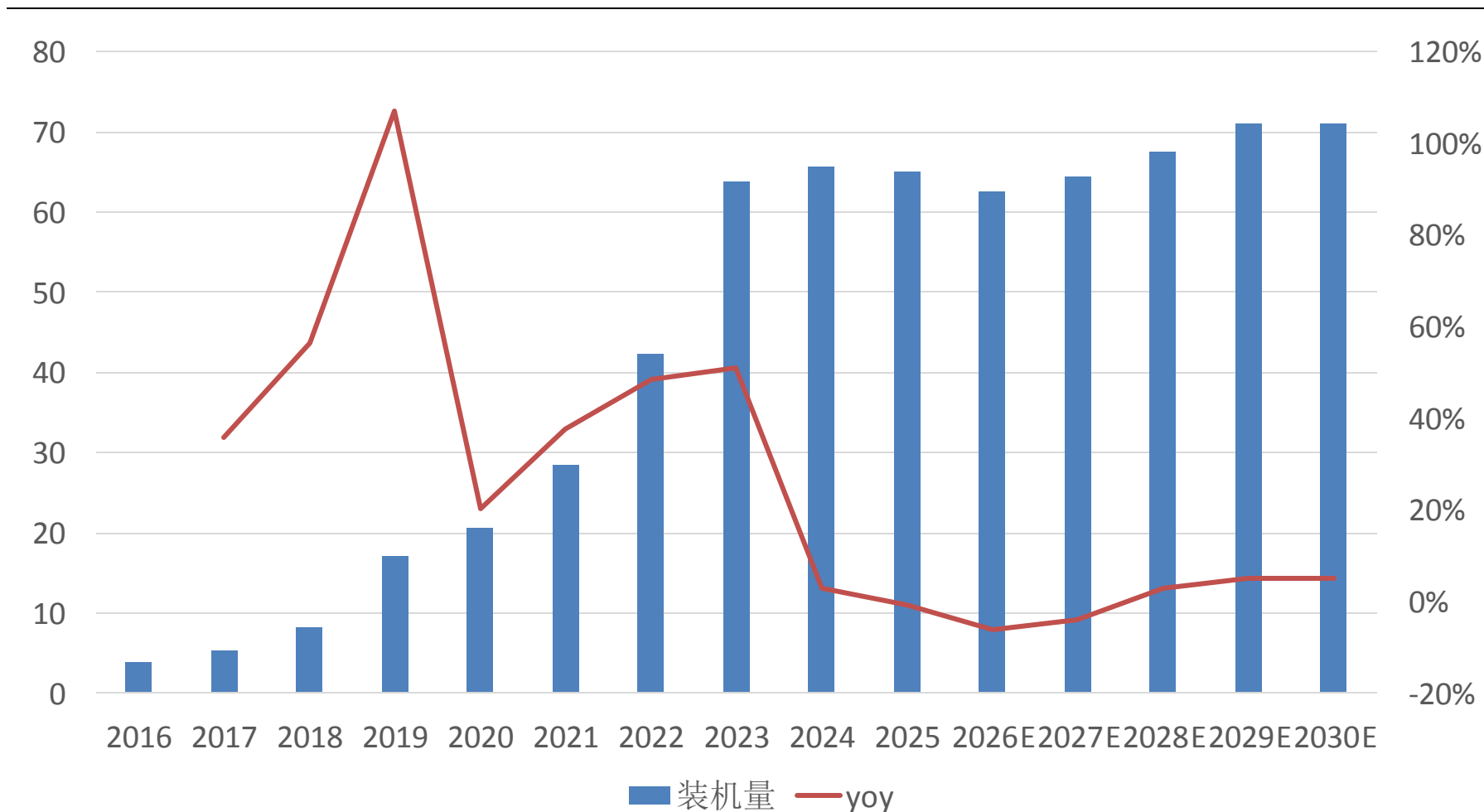
□欧洲：受中东冲突影响，能源价格中枢提升，欧洲户用光伏需求回升，刺激短期需求，但是随气价边际走弱，欧洲部分地区继续出现负电价现象：根据中国能源报，随着夏季渐近，光照条件越来越好，法国与德国电力市场现货价格持续运行于负值区间，英国、荷兰市场日均电价同步下探至2025年10月以来最低水平，比利时电力市场也触及2025年5月以来价格低点。电价压力下，欧洲光伏需求中期依然存在压力。

图表4：美国光伏装机及预期（GW）



资料来源：Woodmac，五矿证券研究所

图表5：欧洲光伏装机及预期（GW）

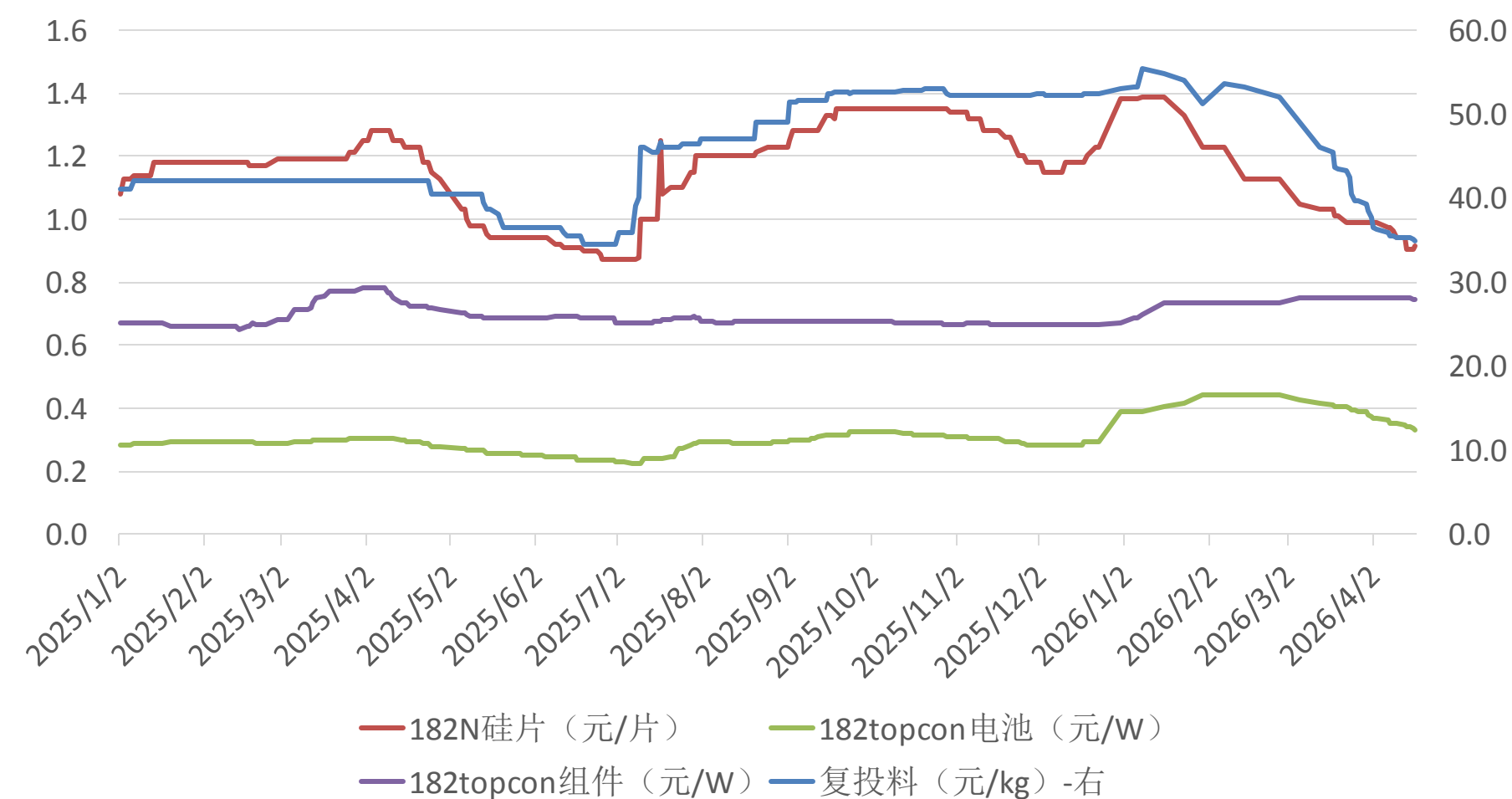


资料来源：SolarPower Europe，五矿证券研究所

需求疲软下，主产业链价格依然承压，同时辅材价格中枢抬升

2025年末以来，硅片和电池价格随硅料价格下探相继降低，组件价格因出口退税抢装略微回升。但是主要辅材价格中枢上升，对组件盈利产生压力。

图表6：主产业链价格依然承压



资料来源：SMM，五矿证券研究所

图表7：除玻璃外主要辅材价格上升

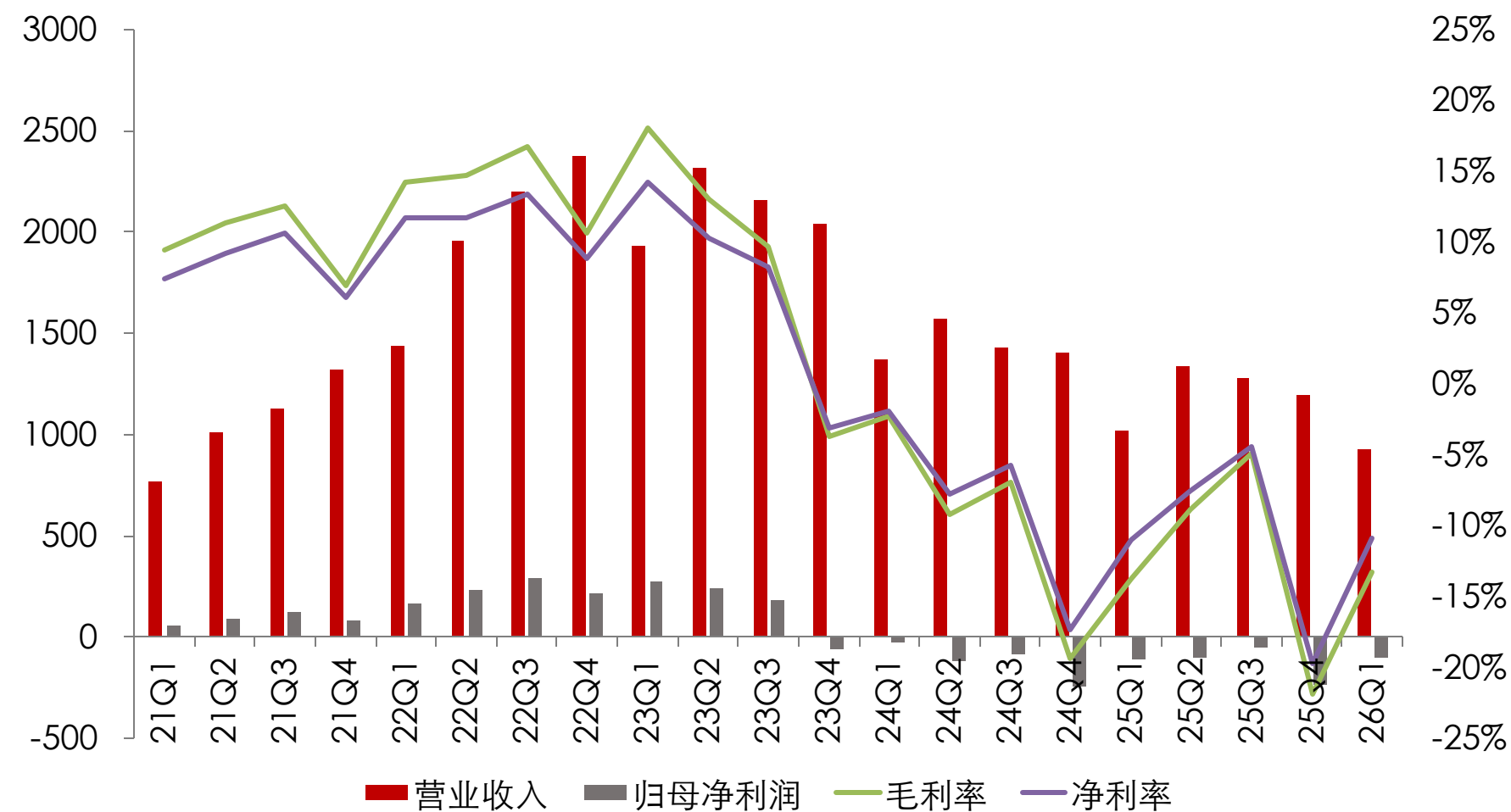


资料来源：SMM，五矿证券研究所

主材收入利润承压，辅材收入稳定利润波动

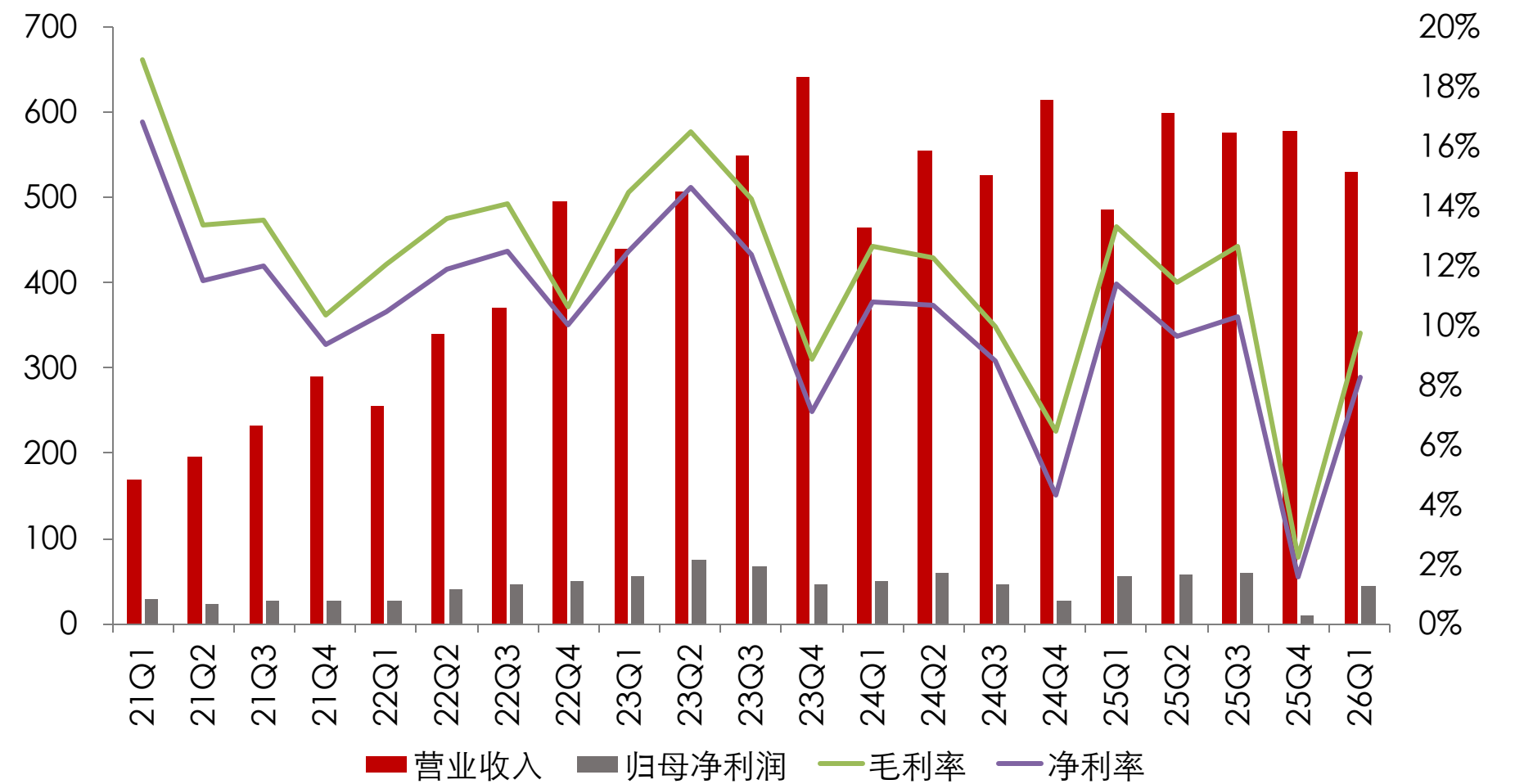
- 25Q4~26Q1，主产业链价格承压带来收入和利润下行，行业已经连续亏损10个季度。
- 辅材因相对较好的竞争格局以及包含储能逆变器，收入利润相对稳定。

图表8：主材产业链收入利润承压（亿元）



资料来源：iFind，五矿证券研究所

图表9：辅材产业链收入下滑，利润波动（亿元）

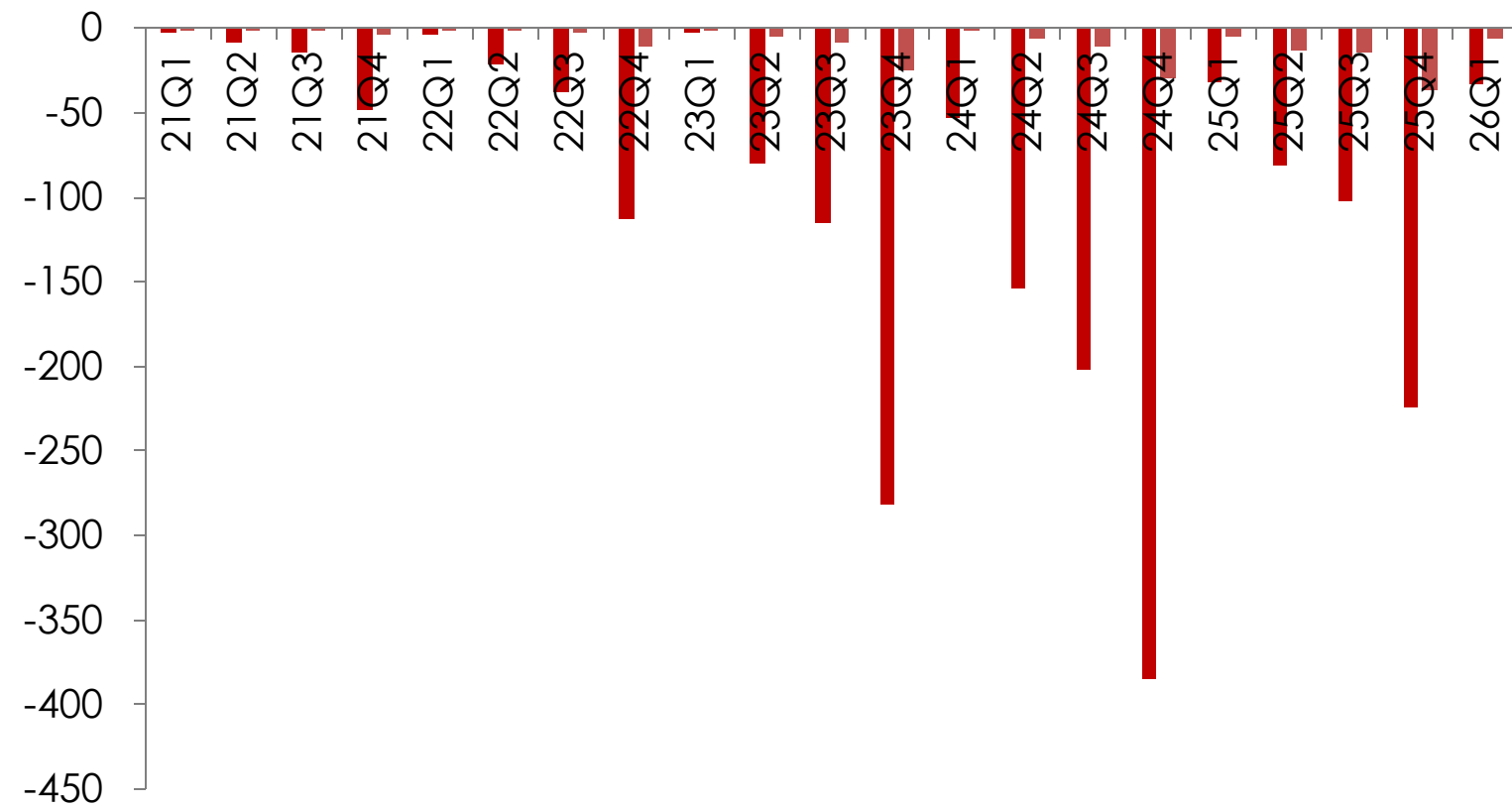


资料来源：iFind，五矿证券研究所

减值持续，库存高企

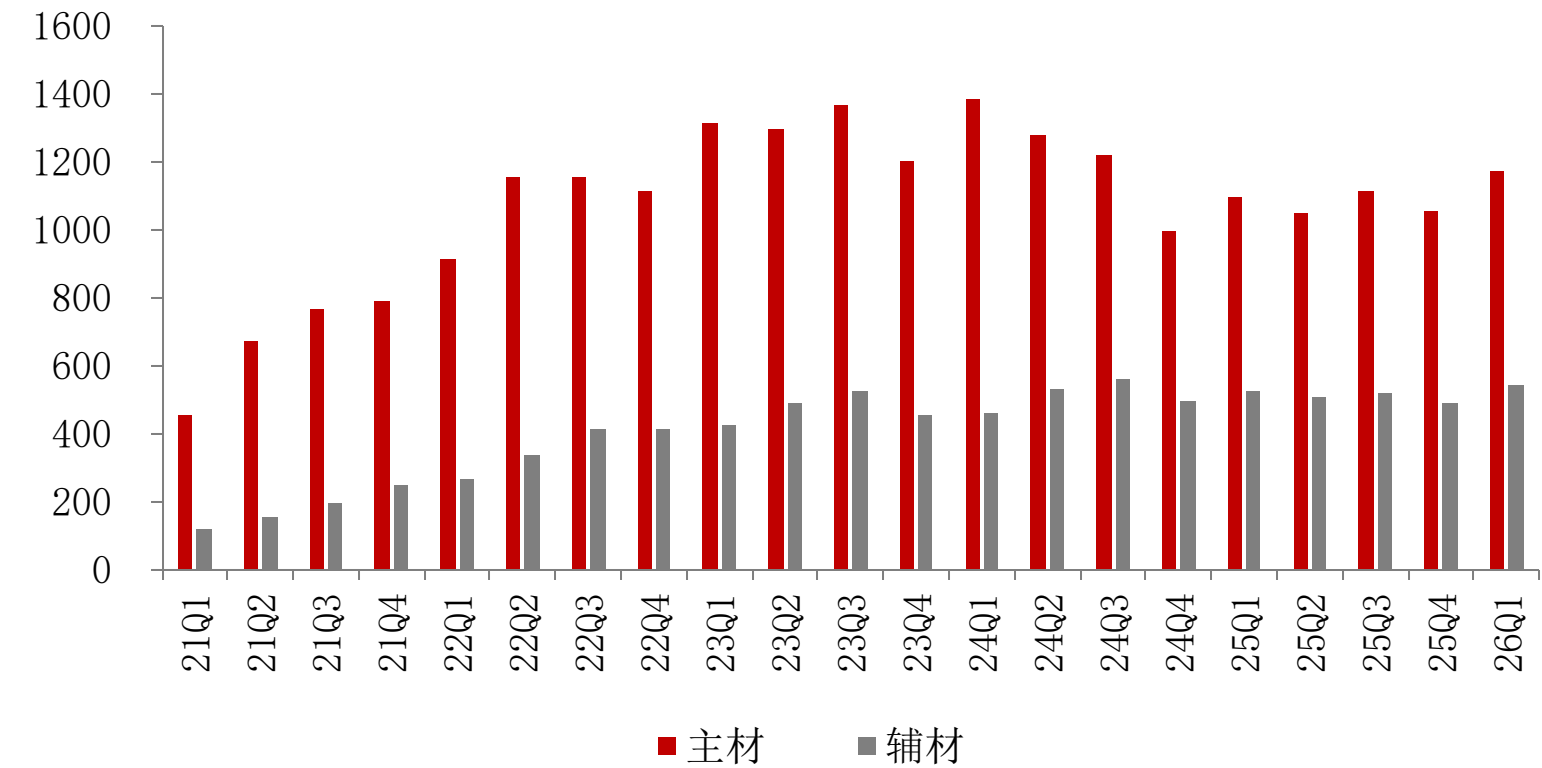
- 行业资产减值同比有所缩窄，在价格压力周期下，减值持续。若未来出现供给侧收缩，减值水平预计会提升。
- 行业库存持续攀升，主要集中在硅料环节，多晶硅厂库达到35万吨+，若考虑下游多晶硅库存，这一库存数据会更高。

图表10：主要企业资产减值同比缩窄（亿元）



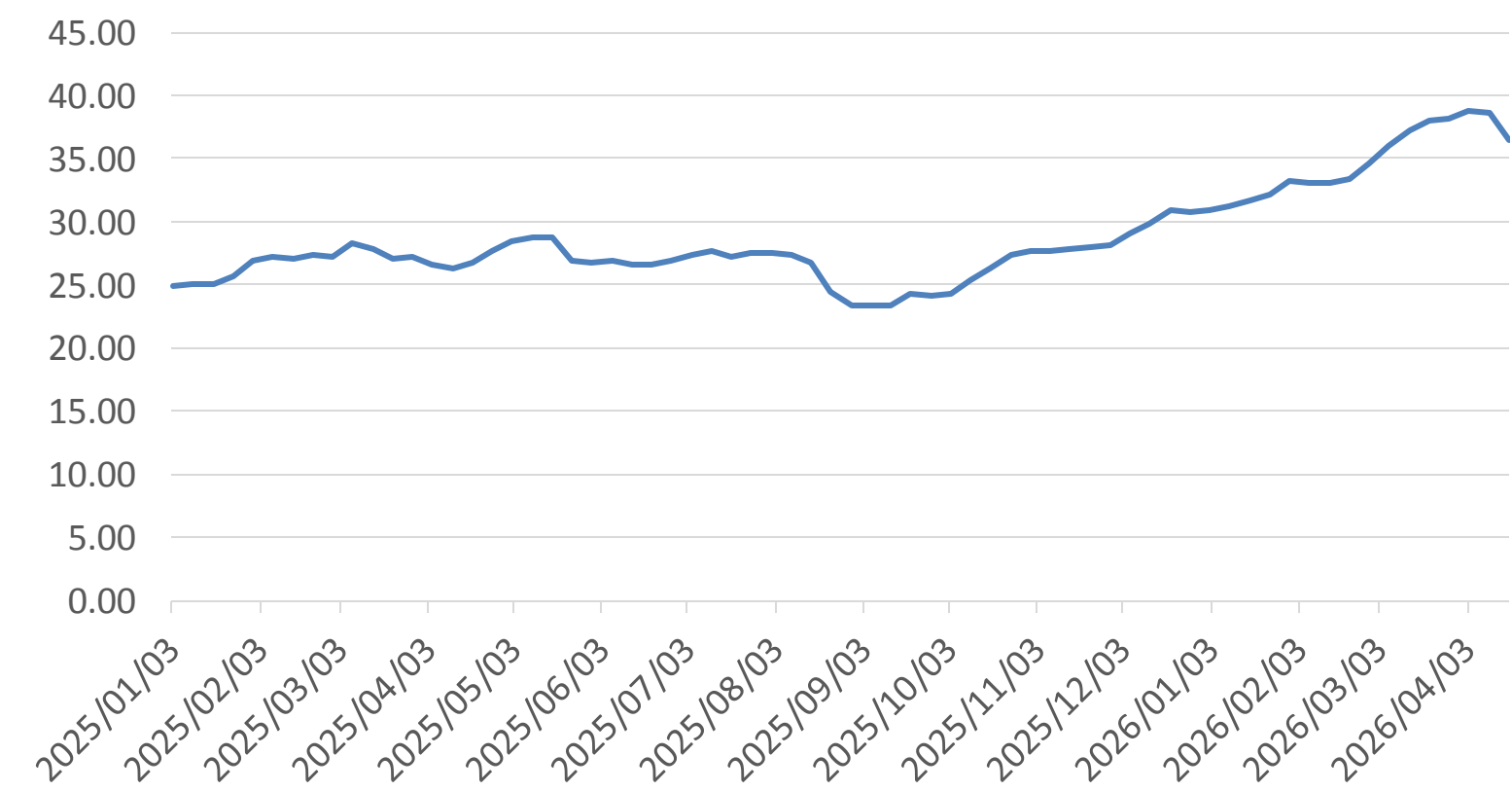
资料来源：iFind，五矿证券研究所

图表11：主要企业库存水平持续上行（亿元）



资料来源：iFind，五矿证券研究所

图表12：多晶硅厂库持续提高（万吨）

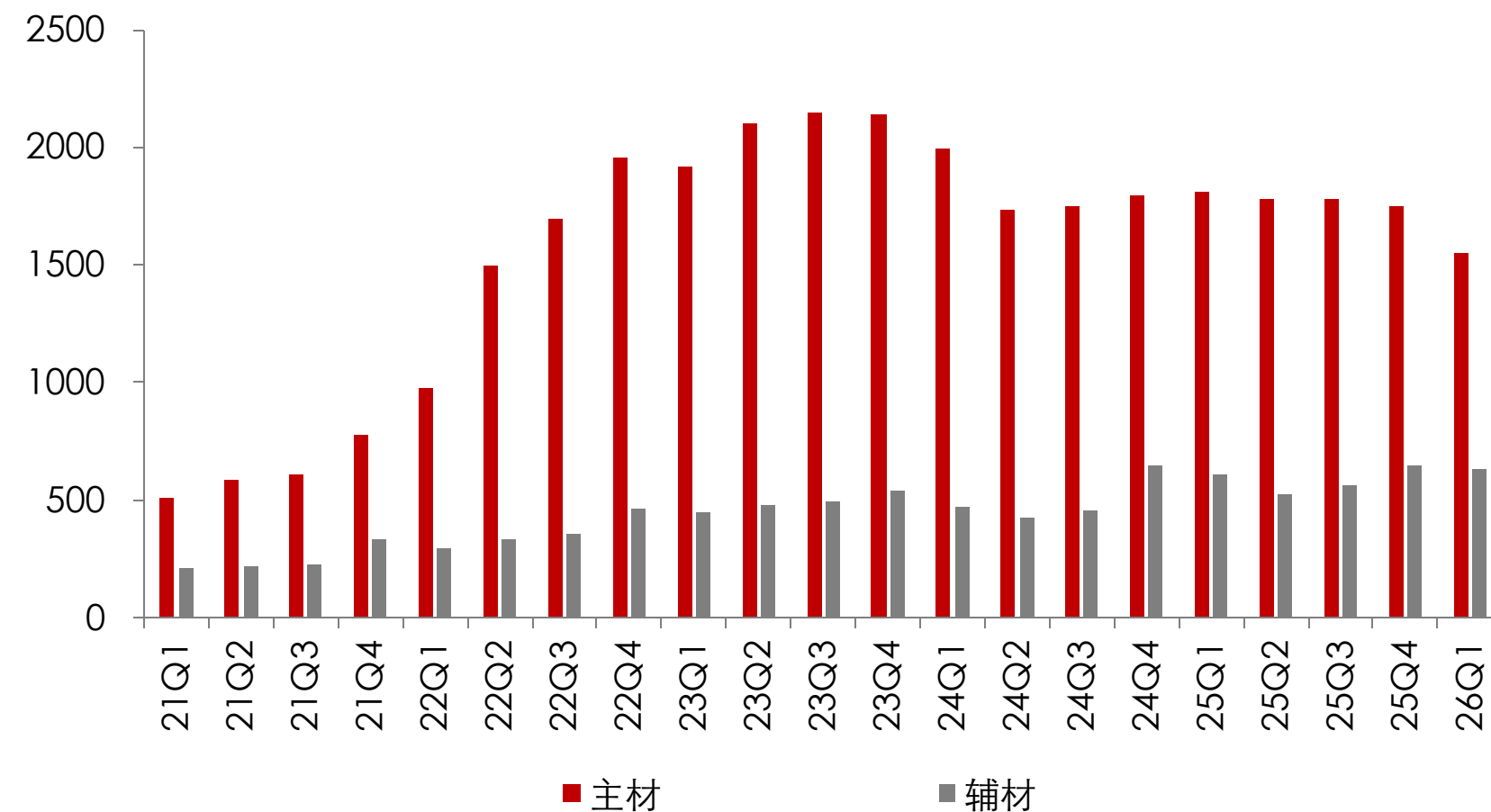


资料来源：百川盈孚，五矿证券研究所

现金流压力持续，市场化出清可期

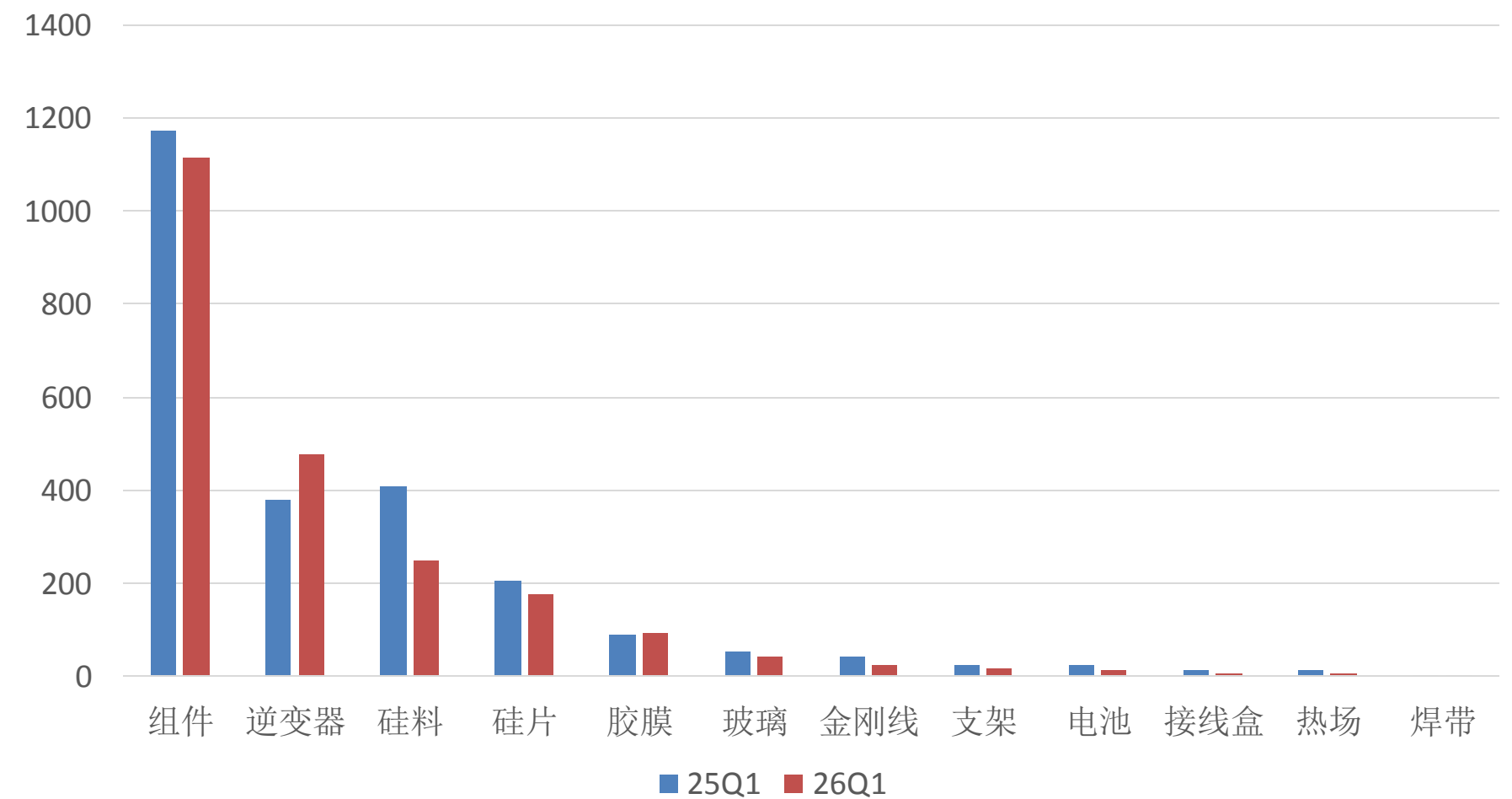
- 除逆变器、胶膜环节外，主要环节现金流均同比恶化，部分上市公司通过港股上市或者定增等融资方式缓解了现金流压力。
- 行业已经出现出清信号，如通威股份拟收购青海利豪、TCL中环收购一道新能源等。
- 现金流压力下，预计市场化出清现象会继续增加。

图表13：主要上市公司短期净现金水平（亿元）



资料来源：iFind，五矿证券研究所

图表14：部分环节短期净现金流出现告急（亿元）



资料来源：iFind，五矿证券研究所

结论

- 1、主要地区或因电价压力或因补贴加速退坡压力，2026年行业需求大概率负增长；
- 2、高库存、低现金压力下，头部企业并购现象已现，未来预计持续增加，市场化出清可期；
- 3、反内卷持续推进，预计能耗、质控等多重方式加速低效产能出清。

结论：看好供给收缩下行业盈利修复带来的估值修复、以及商业航天等新兴需求催化下的投资机会。

风险提示

- 1、需求超预期下行，产业链价格压力超预期；
- 2、供给出清不及预期，低价竞争水平维持时间超预期；
- 3、新兴市场发展不及预期。

Thank you



欢迎关注微信公众号

五矿证券研究所

上海

浦东新区陆家嘴街道富城路99号震旦国际大厦30楼
邮编：200120

深圳

深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦23层
邮编：518035

北京

北京市东城区朝阳门北大街3号五矿广场C座3F
邮编：100010

免责声明

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证：（i）本报告所采用的数据均来自合规渠道；（ii）本报告分析逻辑基于作者的职业理解，并清晰准确地反映了作者的研究观点；（iii）本报告结论不受任何第三方的授意或影响；（iv）不存在任何利益冲突；（v）英文版翻译若与中文版有所歧义，以中文版报告为准；特此声明。

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在20%及以上；
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于5%~20%之间；
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间；
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下；
		无评级	对于个股未来6个月的市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间；
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

一般声明

五矿证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户，本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后，再注明出处为五矿证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时，也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入或将产生波动；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下，报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别申明

在法律许可的情况下，五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到五矿证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。