

新能源行业25年&26Q1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

2026年5月16日

- ◆ **新能源板块光伏下滑收窄，风电发展稳健。** 25年新能源板块收入16239亿元，同减1%，归母净利润7.6亿元，同减90%；25Q4收入4517亿元，同减1%，环增9%，归母净利润-234.4亿元，同减6%，环减298%；26Q1收入3434亿元，同增4%，环减24%，归母净利润45亿元，同减16%，环增119%。其中光伏板块2025年收入8850亿元，同减12%，归母净利润-326亿元，同减53%。25Q4光伏板块收入2210亿元，同减12%，环减5%，归母净利润-283亿元，同减13%，环减1097%。26Q1光伏板块收入1829亿元，同减6%，环减17%，归母净利润-52亿元，同减45%，环增82%。风电板块2025年营收4398亿元，同增24%，归母净利润179亿元，同增17%；25Q4营收1395亿元，同增17%，环增23%，归母净利润24亿元，同增1%，环减53%；26Q1营收970亿元，同增31%，环减30%，归母净利润54亿元，同增31%，环增130%。
- ◆ **26Q1主链减值减少环比改善，辅材业绩持续承压。26Q1归母净利润环比增速看：**金刚线(1329%)>组件(101%)>硅料(100%)>硅片(100%)>电池(95%)>其他辅材(44%)>银浆(6%)>玻璃(-96%)>胶膜(-100%)>逆变器(-100%)>设备(-107%)>EPC(-109%)>支架(-151%)>石英坩埚(-187%)；**归母净利同比增速看：**金刚线(422%)>银浆(142%)>组件(26%)>胶膜(1%)>电池(-5%)>硅料(-10%)>硅片(-20%)>逆变器(-23%)>石英坩埚(-47%)>设备(-65%)>EPC(-73%)>其他辅材(-102%)>支架(-102%)>玻璃(-470%)。
- ◆ **反内卷价格短期抬升，26Q1供过于求再度探底。硅料**25H2行业反内卷推进，硅料价格逐步上行、盈利有所修复；反垄断审查下硅料竞争加剧，盈利再度触底，静待行业出清。**硅片**产能过剩盈利收缩至底部；25H2反内卷呈现价格成本扰动，26年价格盈利再度探底，短期盈利承压、持续磨底。**电池片**整体产能供过于求，BC新技术逐步起量；预计2026年随行业低效产能逐步退出+技改升级，盈利有望逐步修复。**组件**当前价格盈利承压，二三线厂商触达现金成本；26Q1出口退税海外抢出口。预计26H2行业逐步呈现出清信号+行业自律，或有望逐步走出周期底部。**辅材层面**26Q1依旧承压，部分环节龙头表现亮眼。
- ◆ **户储需求旺盛，工商储及大储保持高增，辅材略有分化，胶膜Q2有望改善。** Q1澳洲抢装需求爆发、中东战争影响下Q2欧洲东南亚等需求旺盛，户储厂商Q2有望环增40-100%，英国政策落地后26H2有望带来新增量；国内全国性容量电价政策框架出台，国内大储保持高增，26年有望装机达270GWh，同增40%+；美国大储受益安全港项目延期并网叠加AI数据中心发展驱动，储能保持高增，未来5年复合增速有望达30-50%；欧洲、中东、澳大利亚等大储26年有望翻倍增长；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，26年有望同增50%+；辅材层面26Q1略有承压，3月胶膜涨价传导成本上涨，26Q2盈利有望改善。
- ◆ **26Q1陆风排产起量，出海景气度持续。** 风电板块26Q1收入970亿元，同比+30.8%，环比-30.5%；26Q1归母净利润54亿元，同比+31.5%，环比+129.6%；主要是Q1陆风板块出货景气度较高，带动收入和盈利能力提升。**风机**26Q1仍存在低价单交付，风机毛利率尚未出现拐点，预计26Q2或26H2进入拐点；出口已为金风等头部公司提供较高弹性。**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，26Q1海风景气度低，预计26Q2出现拐点。
- ◆ **重点推荐：**【1】高景气度方向：**储能/逆变器**（阳光电源、海博思创、德业股份、锦浪科技、固德威、艾罗能源、正泰电源、禾迈股份、上能电气、盛弘股份、昱能科技、科华数据等）；【2】**新技术龙头**：浆料新技术关注博迁新材、聚和材料、帝科股份等，**钙钛矿**关注金晶科技、曼恩斯特、捷佳伟创等。【3】**供给侧改革受益、成本优势明显的硅料龙头**（通威股份、弘元绿能、关注大全能源、协鑫科技）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、爱旭股份等）和**优势龙头**（福斯特、中信博、福莱特、钧达股份，关注TCL中环等）。
- ◆ **风险提示：**行业竞争加剧风险；政策落地/补贴退坡不及预期风险；原材料价格波动风险；海外贸易壁垒及汇率波动风险等。



■ 新能源：光伏有望企稳，风电增长稳健

■ 光伏：反内卷价格短期抬升，供过于求再度探底

■ 风电：26Q1陆风排产起量，出海景气度持续

■ 投资建议

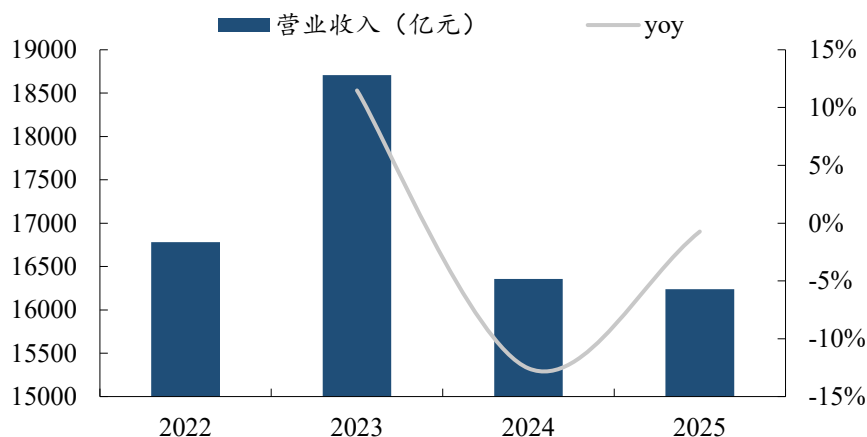
■ 风险提示

新能源：光伏有望企稳，风电增长稳健

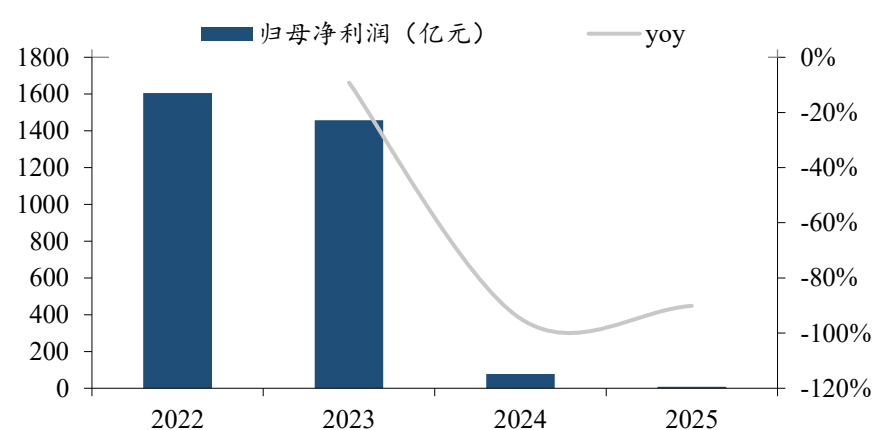
1 新能源2025Q1-4营收同减1%，归母净利润下降90%

- ◆ **新能源板块，25Q1-4年营收同减1%，归母净利润同减90%。**我们在新能源板块共选取了111家上市公司进行了统计分析，全行业2025Q1-4实现收入16239亿元，同减1%，实现归母净利润7.6亿元，同减90%。全行业2025Q4收入4517亿元，同减1%，环增9%，归母净利润-234.4亿元，同减6%，环减298%。
- ◆ 2025Q1-4收入同比下降的公司有52家，增幅为0-30%的有45家，增幅为30%以上的有14家。2025Q1-4年归母净利润同比下降的公司有53家，增幅为0-30%的28家，增幅为30%以上的有30家，亏损的有40家。

图表：新能源板块年度营业收入及同比（亿元，%）



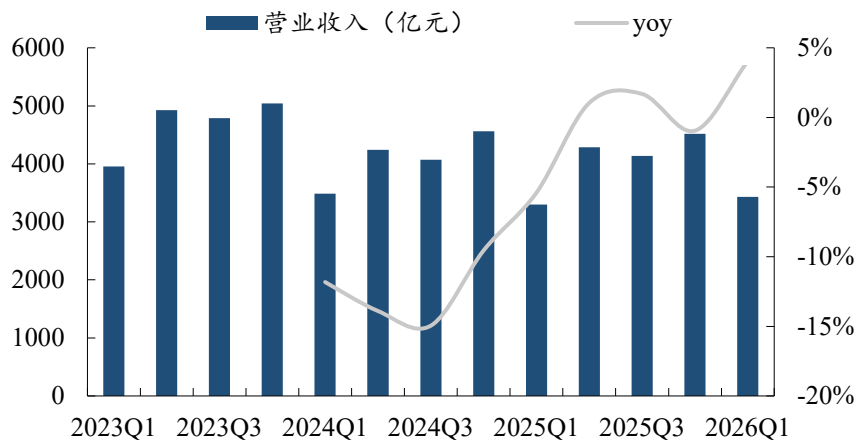
图表：新能源板块年度归母净利润及同比（亿元，%）



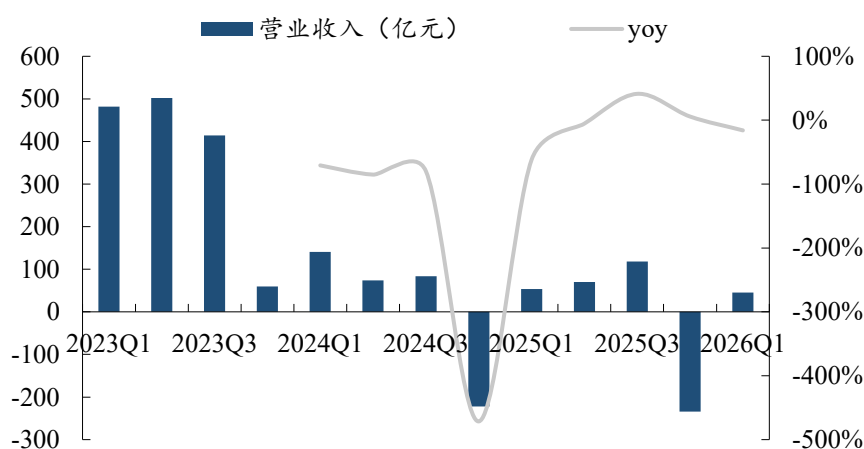
1 新能源2025Q4营收同比下降1%，归母净利润同比下降6%

- ◆ **新能源板块2025Q4营收同比下降1%，归母净利润同比下降6%。**全行业111家公司2025Q4实现收入共计4517亿元，同比下降1%，环比上升9%；实现归母净利润-234亿元，同减6%，环减298%。
- ◆ 2025Q4收入同比下降的公司有60家，增幅为0-30%的公司共有32家，增幅为30%以上的公司共有19家。归母净利润2025Q4同比下降的公司共有57家，增幅为0-30%的公司共有17家，增幅为30%以上的公司共有37家。亏损的公司有59家。

图表：新能源板块季度营业收入及同比（亿元，%）



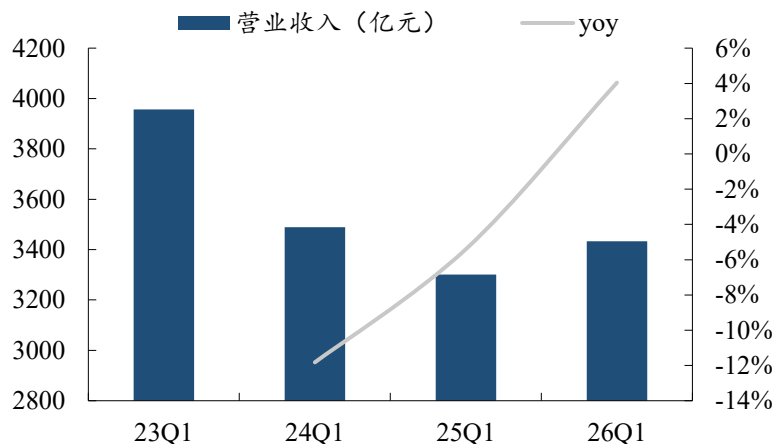
图表：新能源板块季度归母净利润及同比（亿元，%）



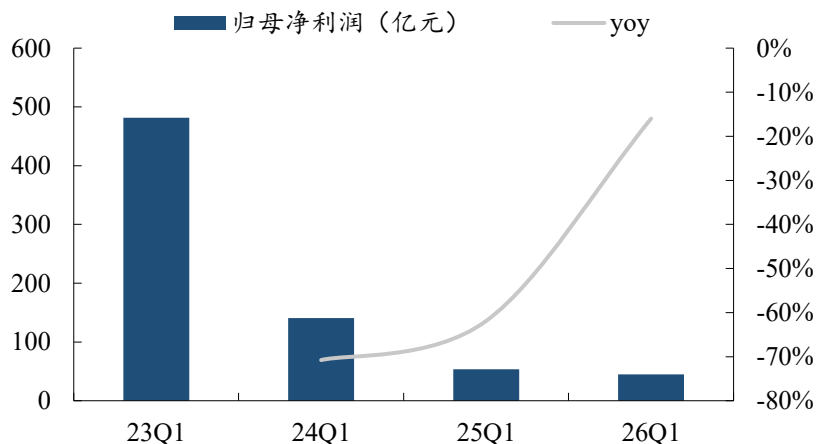
1 新能源2026Q1营收同增4%，归母净利润下降16%

- ◆ **新能源板块，26Q1年营收同增4%，归母净利润同减16%。**我们在新能源板块共选取了111家上市公司进行了统计分析，全行业2026Q1实现收入3434亿元，同增4%，环减24%，实现归母净利润45亿元，同减16%，环增119%。
- ◆ 2026Q1收入同比下降的公司有57家，增幅为0-30%的有29家，增幅为30%以上的有25家。2026Q1年归母净利润同比下降的公司有62家，增幅为0-30%的15家，增幅为30%以上的有34家，亏损的有37家。

图表：新能源板块第一季度年度营业收入及同比（亿元，%）



图表：新能源板块第一季度归母净利润及同比（亿元，%）



2 新能源板块分化明显，光伏持续下降

- ◆ 风电26Q1营收、归母净利润同比回升，光伏板块持续下降。
- ◆ 光伏板块2025年营收8850亿元，同减12%，归母净利润-326亿元，同减53%；2025Q4营收2210亿元，同减12%，环减5%，归母净利润-283亿元，同减13%，环减1097%；2026Q1营收1829亿元，同减6%，环减17%，归母净利润-52亿元，同减45%，环增82%。
- ◆ 风电板块2025年营收4398亿元，同增24%，归母净利润179亿元，同增17%；2025Q4营收1395亿元，同增17%，环增23%，归母净利润24亿元，同增1%，环减53%；2026Q1营收970亿元，同增31%，环减30%，归母净利润54亿元，同增31%，环增130%。
- ◆ 核电板块2025年营收2991亿元，同增9%，归母净利润155亿元，同增12%；2025Q4营收912亿元，同增7%，环增32%，归母净利润25亿元，同增276%，环减36%；2026Q1营收635亿元，同增3%，环减30%，归母净利润43亿元，同减11%，环增70%。

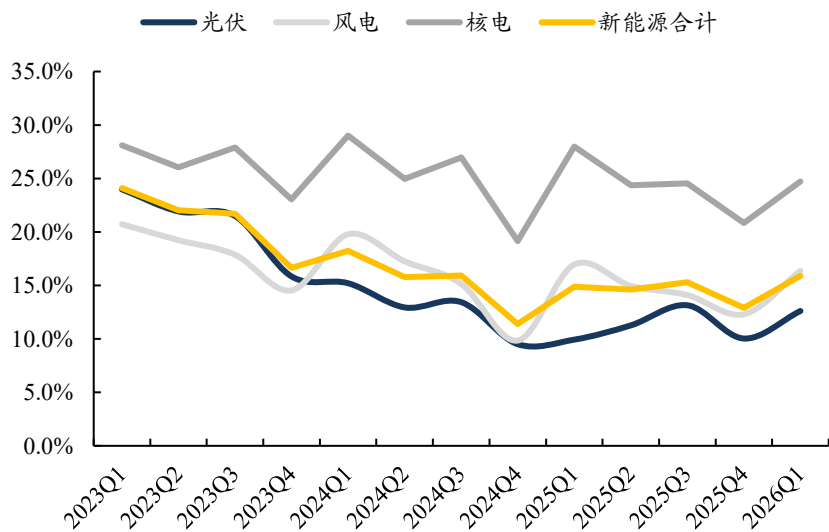
图表：新能源板块2025年-2026Q1收入和归母净利润情况（亿元）

各环节	营业收入						归母净利润					
	2025	同比	25Q4	同比	26Q1	同比	2025	同比	25Q4	同比	26Q1	同比
光伏	8850	-12%	2210	-12%	1829	-6%	-326	-53%	-283	-13%	-52	-45%
风电	4398	24%	1395	17%	970	31%	179	17%	24	1%	54	31%
核电	2991	9%	912	7%	635	3%	155	12%	25	276%	43	-11%
新能源	16239	-1%	4517	-1%	3434	4%	7.6	-90%	-234.4	-6%	45	-16%

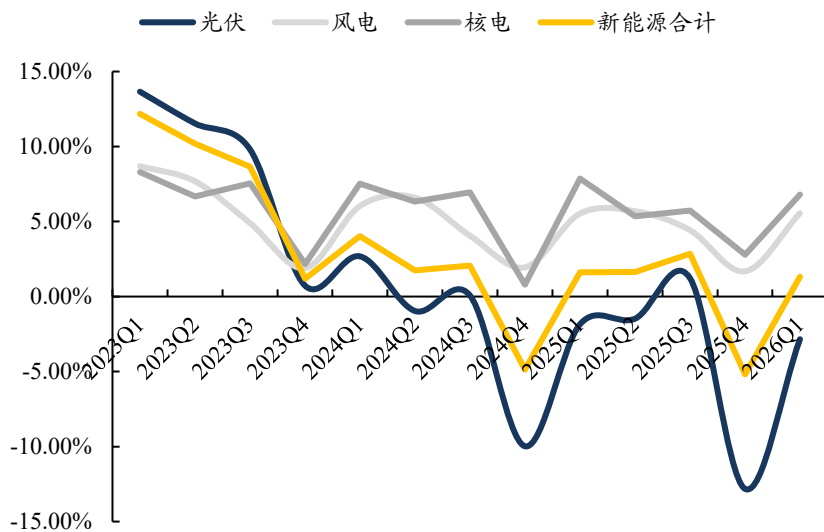
3 2025年毛利/净利率同比下降，25Q4、26Q1毛利率同比上升

- ◆ 2025年毛利率同减0.8pct、归母净利率同减0.4pct，2025Q4毛利率环减2.4pct、归母净利率环减8.0pct，2026Q1毛利率环增3.0pct，归母净利率环增6.5pct。2025年全行业111家公司的毛利率为14.4%，同减0.8pct；2025Q4毛利率为12.9%，同增1.5pct；2026Q1毛利率为15.9%，同增1.0pct。2025年全行业归母净利率为0.05%，同减0.42pct；2025Q4归母净利率为-5.2%，同减0.3pct；2026Q1归母净利率为1.3%，同减0.3pct。

图表：新能源板块季度毛利率



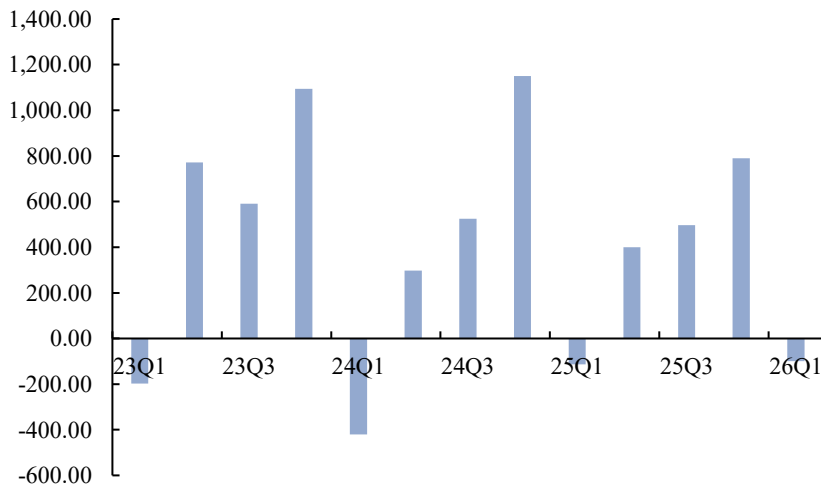
图表：新能源板块季度归母净利率



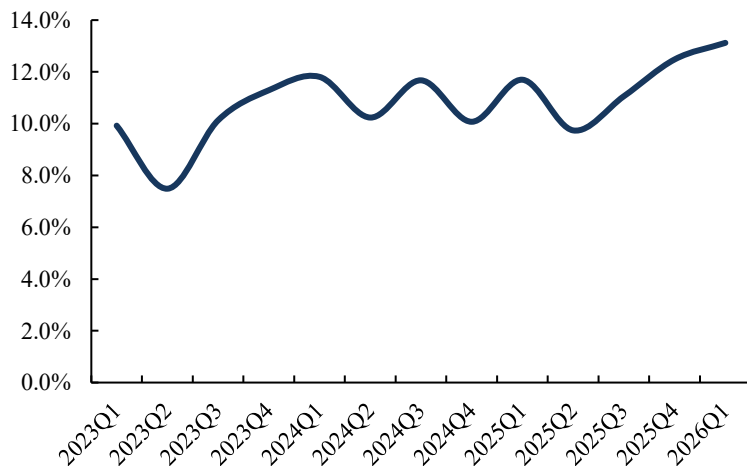
4 新能源2025年现金流、费用率同比上升，26Q1现金流环比下降，费用率环比上升

- ◆ **2025年行业现金流同比上升，2025Q4现金流环比上升，2026Q1现金流环比下降。**2025年全行业111家公司经营活动现金流量净额为1572.6亿元，同增1%；2025Q4全行业经营性现金流净额789.7亿元，同减31%，环增59%；2026Q1全行业经营性现金流净额-99.5亿元，同增12%，环减113%。
- ◆ **2025年费用率同比上升，2025Q4费用率环比上升，2026Q1费用率环比上升。**2025年全行业期间费用率为11.2%，同增0.3pct；2025Q4费用率为12.5%，同增2.4pct，环增1.4pct；2026Q1费用率为13.1%，同增1.4pct，环增0.6pct。

图表：新能源板块季度现金流（亿元）



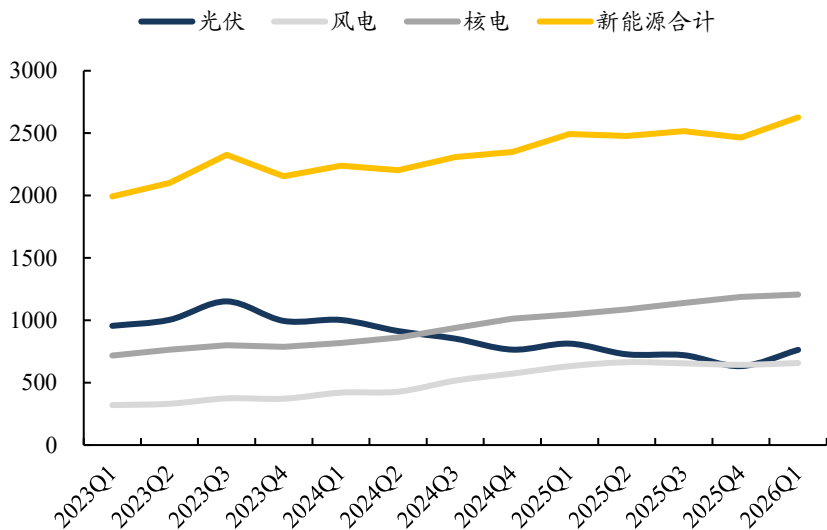
图表：新能源板块季度费用率



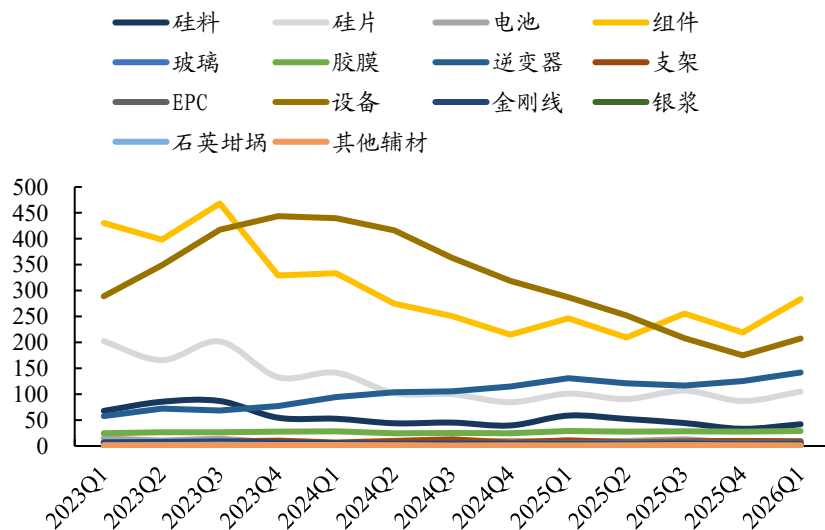
5 新能源合同负债25Q4同增5%，光伏同减17%；26Q1新能源同增5%；光伏同减6%

- ◆ **新能源板块**，2025Q4期末报告期末合同负债2464亿元，同比增加5%；2026Q1负债2626亿元，同比增加5%。我们在新能源板块共选取了111家上市公司进行了统计分析，全行业2025Q4报告期末合同负债2464亿元，同增5%，环减2%；2026Q1报告期末合同负债2626亿元，同增5%，环增7%。
- ◆ **光伏行业**，2025Q4报告期末合同负债633亿元，同比减少17%；2026Q1负债763亿元，同比减少6%。光伏板块2025Q4合同负债633亿元，同减17%，环减12%；2026Q1合同负债763亿元，同减6%，环增21%。

图表：新能源板块季度合同负债情况（亿元）



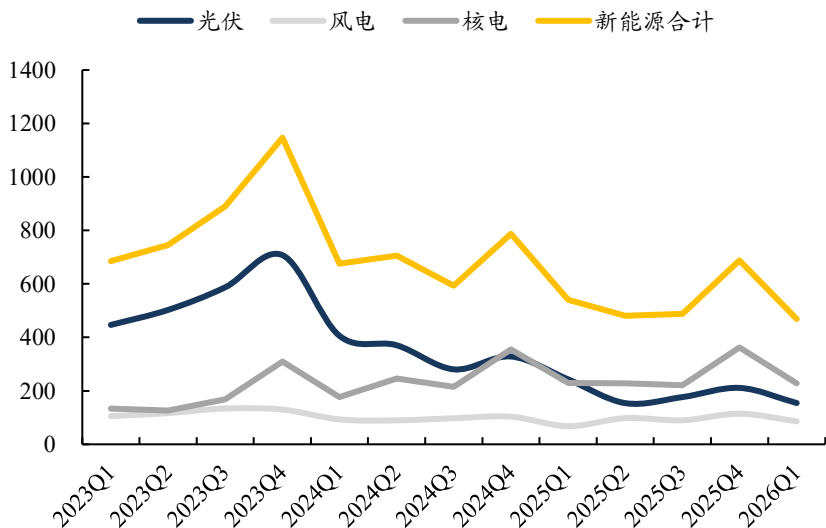
图表：光伏行业各环节季度合同负债情况



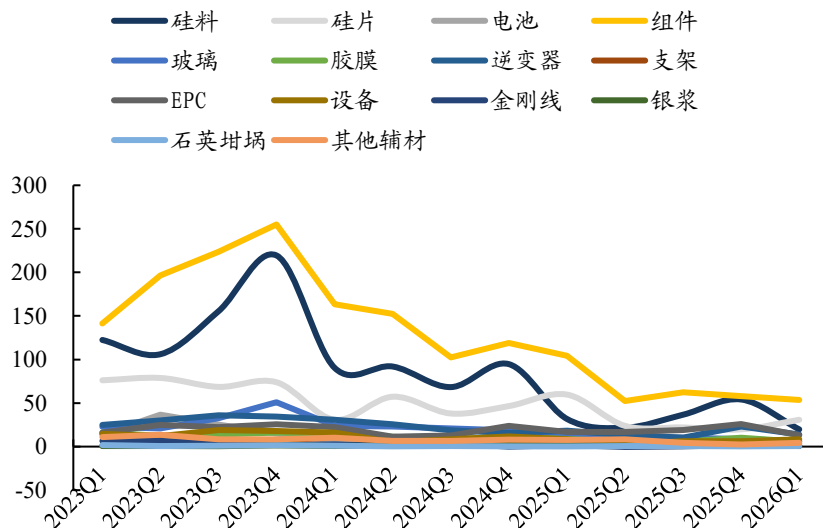
6 新能源资本支出25Q4同减13%，光伏同减36%；26Q1新能源资本支出同减13%，光伏同减36%

- ◆ **新能源板块，2025年行业资本支出同比减少，2025Q4和2026Q1行业资本支出同比减少。**我们在新能源板块共选取了111家上市公司进行了统计分析，2025年全行业资本支出为2197亿元，同减20%。2025Q4，全行业资本支出688亿元，同减13%，环增41%；2026Q1资本支出469亿元，同减13%，环减32%。
- ◆ **光伏行业，2025年资本支出784亿元，同比减少43%。**光伏板块，2025Q4资本支出211亿元，同减36%，环增19%；2026Q1资本支出154亿元，同减36%，环减27%。

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）

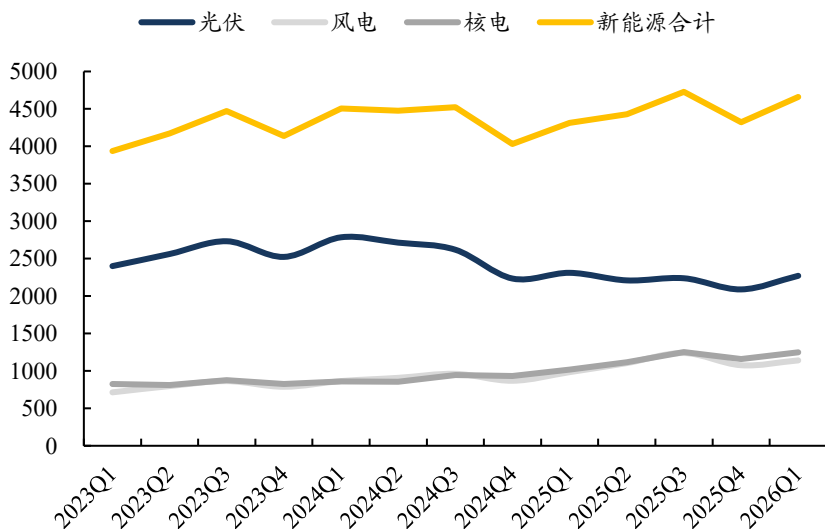


6

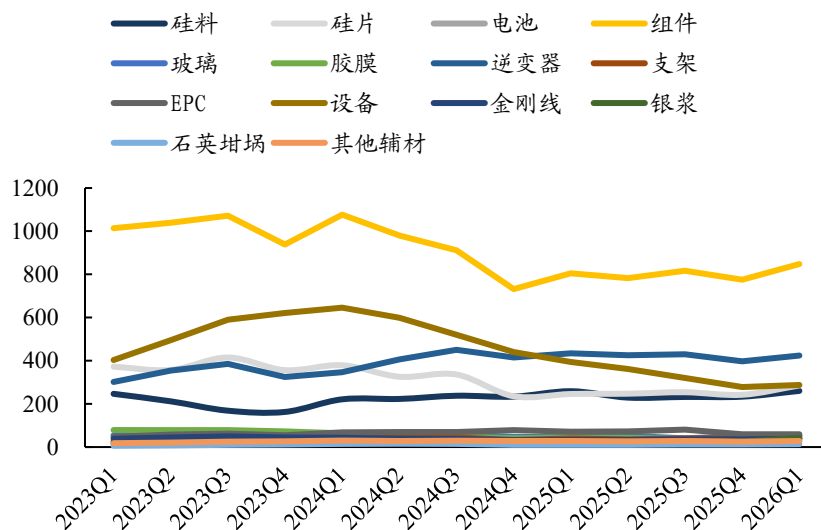
新能源存货25Q4环减9%，光伏环减7%；26Q1新能源存货环增8%，光伏环增9%

- ◆ **新能源板块，2025Q4期末存货环比下降，2026Q1环比上升。**我们在新能源板块共选取了111家上市公司进行了统计分析，2025Q4报告期末全行业存货为4323亿元，同增7%，环减9%；2026Q1存货为4659亿元，同增8%，环增8%。
- ◆ **光伏行业，2025Q4存货2089亿元，环比降低7%；2026Q1存货2270亿元，环比增加9%。**光伏板块2025Q4末存货2089亿元，环减7%；2026Q1存货2270亿元，环增9%。隆基绿能2025Q4末存货145.4亿元，环增0.2%；2026Q1存货181.6亿元，环增25%。通威股份2025Q4末存货148.8亿元，环减3%；2026Q1存货179.8亿元，环增21%。晶澳科技2025Q4末存货100.6亿元，环减9%；2026Q1存货114.0亿元，环增13%。锦浪科技2025Q4末存货16.7亿元，环减7%；2026Q1存货16.9亿元，环增1%。

图表：新能源板块季度存货情况（亿元）



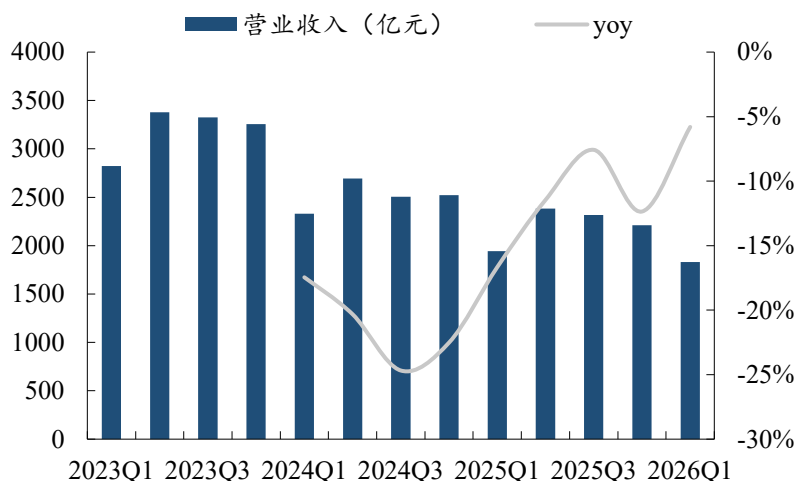
图表：光伏行业季度存货情况（亿元）



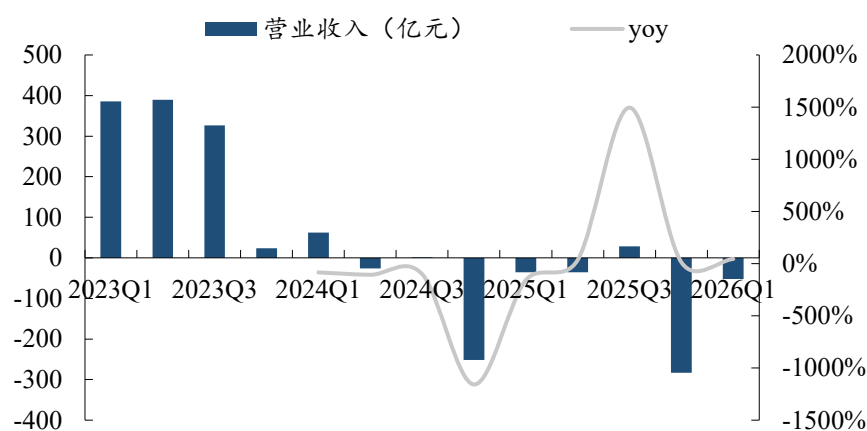
4 2025年光伏板块收入同减12%，归母净利润同减53%

- ◆ **2025年光伏板块收入同减12%，归母净利润同减53%。**光伏板块2025年收入8850亿元，同比减少12%，归母净利润-326亿元，同比下降53%。25Q4光伏板块收入2210亿元，同减12%，环减5%，归母净利润-283亿元，同减13%，环减1097%。26Q1光伏板块收入1829亿元，同减6%，环减17%，归母净利润-52亿元，同减45%，环增99%。

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，%)



5 25Q4主链环比下降，26Q1主链环比改善，辅材业绩持续承压

- ◆ **25Q4主链整体环比下降，辅材业绩持续承压。25Q4归母净利润环比增速看：**逆变器(-53%)>EPC(-156%)>胶膜(-176%)>设备(-195%)>组件(-212%)>支架(-248%)>金刚线(-330%)>硅片(-366%)>电池(-408%)>银浆(-411%)>玻璃(-450%)>其他辅材(-1065%)>石英坩埚(-1238%)>硅料(-4131%)；**归母净利同比增速看，**金刚线(73%)>玻璃(73%)>石英坩埚(40%)>胶膜(17%)>电池(14%)>组件(5%)>硅片(4%)>逆变器(-42%)>硅料(-59%)>设备(-67%)>其他辅材(-99%)>银浆(-217%)>支架(-240%)>EPC(-307%)。
- ◆ **26Q1主链整体环比改善明显，辅材业绩持续承压。26Q1归母净利润环比增速看：**金刚线(1329%)>组件(101%)>硅料(100%)>硅片(100%)>电池(95%)>其他辅材(44%)>银浆(6%)>玻璃(-96%)>胶膜(-100%)>逆变器(-100%)>设备(-107%)>EPC(-109%)>支架(-151%)>石英坩埚(-187%)；**归母净利同比增速看，**金刚线(422%)>银浆(142%)>组件(26%)>胶膜(1%)>电池(-5%)>硅料(-10%)>硅片(-20%)>逆变器(-23%)>石英坩埚(-47%)>设备(-65%)>EPC(-73%)>其他辅材(-102%)>支架(-102%)>玻璃(-470%)。

图表：光伏板块及各环节的收入、归母净利润(亿元)

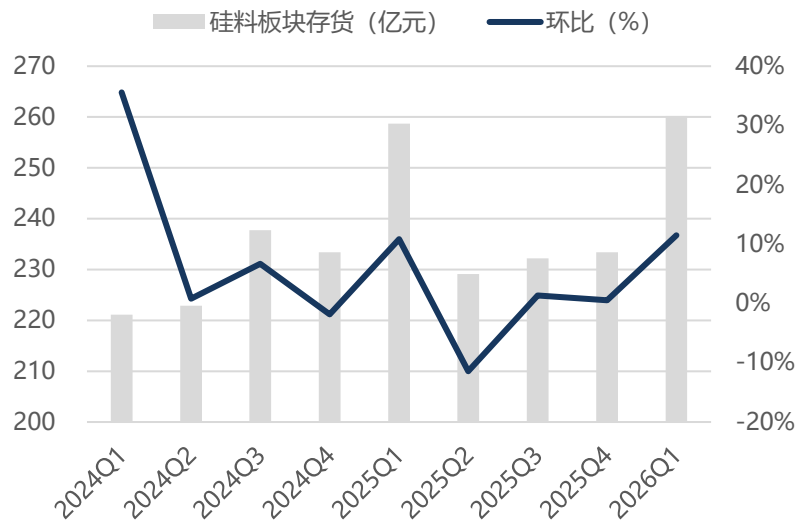
各环节	营业收入								归母净利润									
	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	25Q4同比	25Q1-4	25Q1-4同比	26Q1	26Q1同比	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	25Q4同比	25Q1-4	25Q1-4同比	26Q1	26Q1同比
硅料	220	294	288	255	-15%	1,058	-8%	171	-22%	-28.9	-36.1	-1.7	-70.1	-59%	-137	-71%	-31.7	-10%
硅片	249	314	295	315	-10%	1,173	-12%	220	-12%	-36.6	-42.6	-18.0	-83.8	4%	-181	29%	-44.0	-20%
电池	59	58	49	63	17%	229	4%	56	-5%	-4.1	-0.9	-4.5	-22.9	14%	-32	45%	-4.3	-5%
组件	691	872	813	808	-16%	3,184	-16%	607	-12%	-56.0	-44.6	-37.3	-116.4	5%	-254	-41%	-41.4	26%
玻璃	88	81	97	66	-33%	332	-18%	77	-13%	-1.1	-2.4	1.2	-4.2	73%	-6	-451%	-6.0	-470%
胶膜	112	124	109	103	-12%	449	-9%	100	-11%	5.3	3.5	3.3	-2.5	17%	10	-42%	5.4	1%
逆变器	191	251	230	280	-4%	952	13%	193	1%	50.1	56.4	57.0	26.9	-42%	190	15%	38.5	-23%
支架	27	41	30	27	-34%	126	-9%	25	-5%	2.1	2.0	0.8	-1.2	-240%	4	-57%	0.0	-102%
EPC	27	27	21	23	-19%	98	-19%	24	-8%	4.1	8.5	7.9	-4.4	-307%	16	-37%	1.1	-73%
设备	90	93	88	76	-38%	347	-27%	50	-45%	13.0	9.5	12.5	-11.9	-67%	23	-53%	4.5	-65%
金刚线	25	28	32	33	1%	117	-5%	27	9%	-0.7	-0.3	0.7	-1.6	73%	-2	25%	2.2	422%
银浆	74	81	89	91	28%	335	10%	119	62%	1.6	1.3	0.4	-1.1	-217%	2	-75%	3.9	142%
石英坩埚	3	3	3	3	22%	11	-25%	3	-4%	0.5	-0.2	0.2	-1.7	40%	-1	38%	0.3	-47%
其他辅材	42	45	46	45	1%	178	0%	44	6%	-0.6	-1.8	-2.7	-30.9	-99%	-36	-96%	-1.2	-102%
光伏	1,749	2,115	2,011	1,988	-13%	7,863	-10%	1,598	-9%	-35.9	-35.2	28.4	-283.3	-13%	-326	-53%	-52.0	-45%

光伏：反内卷价格短期抬升，供过于求再度探底

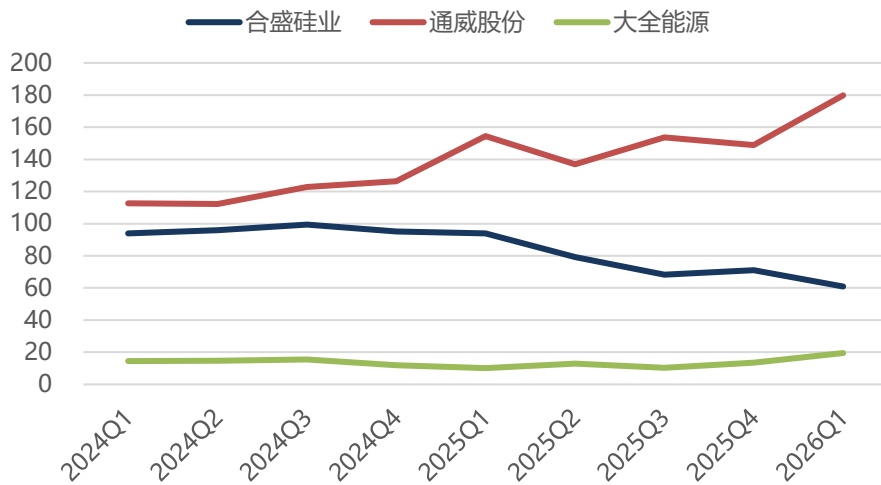
1 25Q4及26Q1硅料存货逐步累库

- ◆ **硅料库存再创新高。**截至2025Q4末，硅料板块库存达到233亿元，环比微增0.52%，较2025Q3的232亿元略有上升；2026Q1进一步升至260亿元，环比+11.49%。2025全年，硅料板块库存整体呈先降后升的走势。
- ◆ **各公司对比来看，2025全年及2026Q1的库存变化存在明显分化。**截至2025Q4末，金额上通威>合盛>大全，环比增幅大全>合盛，通威下降；其中通威股份库存148.8亿元（环比-3.2%）、合盛硅业71.1亿元（环比+4.2%）、大全能源13.5亿元（环比+32.4%）；至2026Q1末，环比增幅大全>通威，合盛下降；其中通威股份库存179.8亿元（环比+20.9%）、合盛硅业60.9亿元（环比-14.3%）、大全能源19.5亿元（环比+44.4%），金额排序不变。

图表：硅料板块季度库存情况（亿元，%）



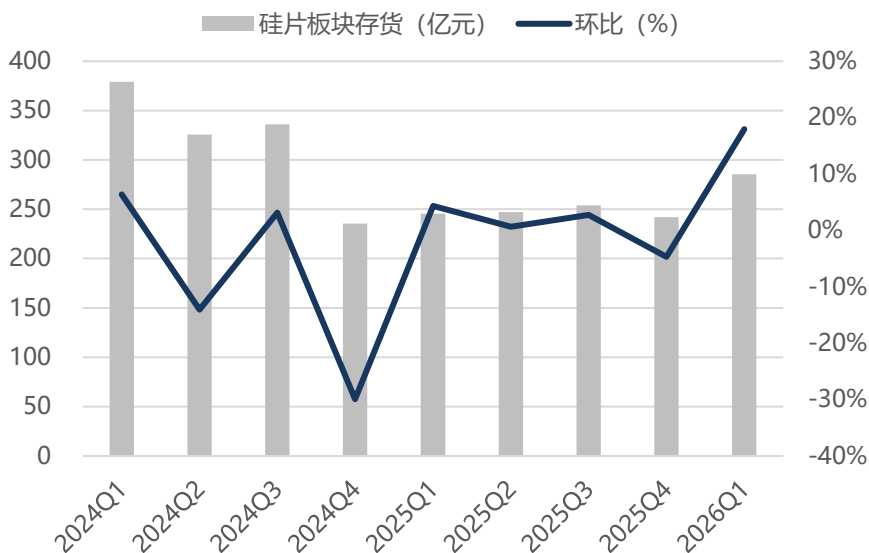
图表：龙头硅料厂商库存对比（亿元）



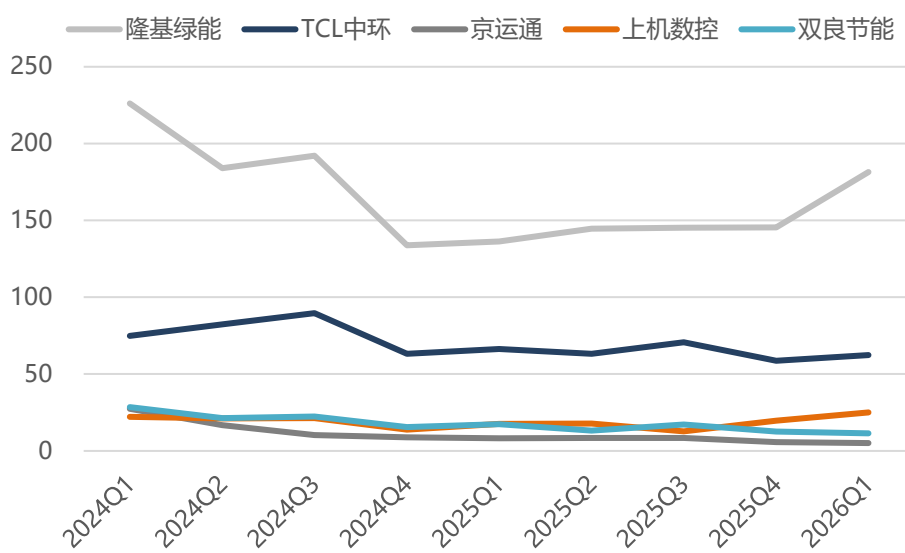
2 硅片存货同比显著下降，26Q1环比大幅回升

- ◆ 25年末硅片库存去化放缓，26Q1明显反弹。25Q4硅片板块库存242亿元，同环比+2.98%/-4.70%，去库节奏趋缓。进入26Q1，库存回升至286亿元，同环比+16.26%/+17.95%。
- ◆ 各公司对比来看，龙头库存集中度进一步提升，趋势保持一致：25Q4以及26Q1金额上，隆基绿能>TCL中环>上机数控>双良节能>京运通。25Q4以及26Q1环比增幅上，上机数控>隆基绿能>TCL中环>双良节能>京运通。其中，隆基绿能金额181.6亿元，环比+24.9%，TCL中环金额62.4亿元，环比+6.3%。

图表：硅片板块季度库存情况（亿元，%）



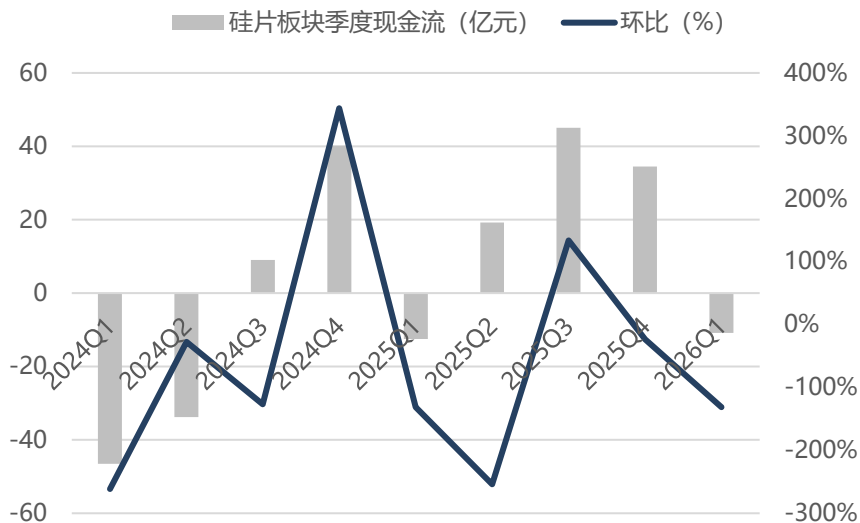
图表：龙头硅片厂商库存对比（亿元）



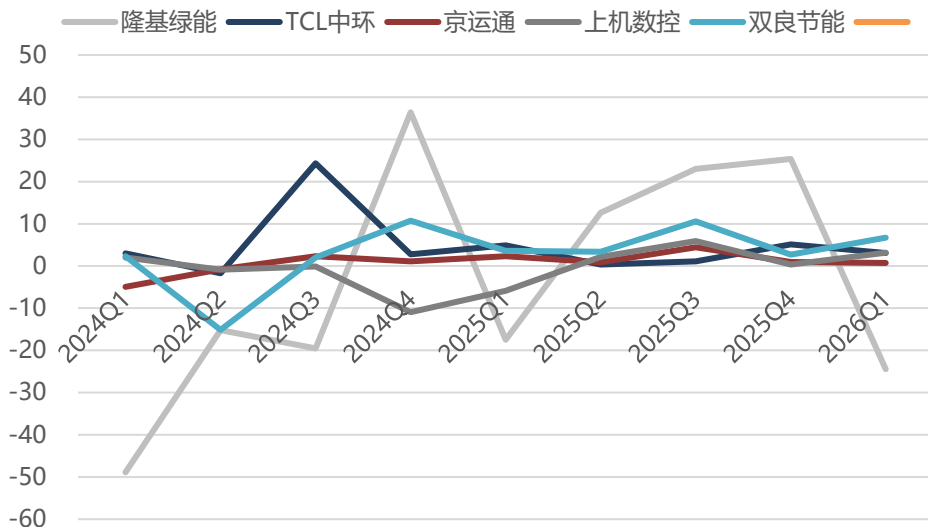
2 硅片26Q1季度现金流大幅转负

- ◆ 25Q4硅片板块季度现金流34.53亿元，同环比-13.97%/-23.33%；26年Q1硅片板块年度现金流-10.9亿元，环比-131.49%，较去年同期有所增加。
- ◆ 各公司对比来看，25Q4末及2026Q1末硅片企业现金流波动加剧。25Q4金额上，隆基>TCL中环>双良节能>京运通>上机数控；环比增幅上，TCL中环>隆基>双良>京运通>上机数控。26Q1金额上，双良>上机数控>TCL中环>京运通>隆基；环比增幅上，上机数控>双良>京运通>TCL中环>隆基。其中上机数控3.1亿元（环比+675%），隆基-24.5亿元（环比-196.5%）。

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25年收1074亿，同比-5.1%；26Q1收183亿元，同比-16.8%

- ◆ 电池2025收入1073.7亿元，同比-5.1%；2026年Q1收入182.6亿元，同比-16.8%。电池技术多点开花，TOPCon加速渗透。
- ◆ 电池2025年毛利率2.4%，同比+7.3pct。钧达股份25Q1-Q4毛利率-1.3%，同比-2.1pct。爱旭股份25Q1-Q4毛利率2.6%，同比+12.5pct。通威股份25Q1-Q4毛利率2.7%，同比-3.7pct
- ◆ 电池26Q1毛利率0.3%，同比+1.8pct、环比-0.2pct；钧达股份26Q1毛利率13.5%，同比+7.7pct；爱旭股份26Q1毛利率7.2%，同比+6.7pct。通威股份26Q1毛利率-4.0%，同比-1.2pct。

图表：电池板块营收、毛利率情况（亿元）

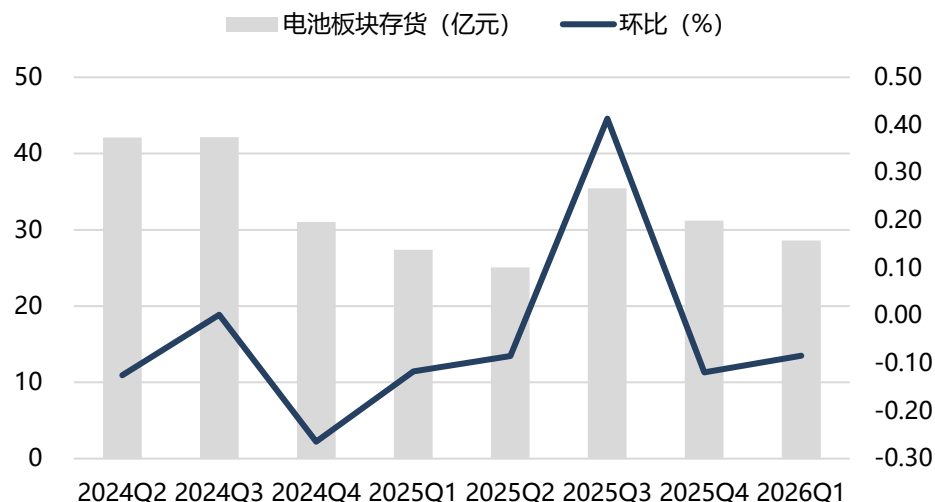
营业收入	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	26Q1	同比	环比	24Q1-Q4	25Q1-Q4	同比
钧达股份	18.7	17.9	20.2	19.5	16.9	-9.6%	-12.9%	99.5	76.3	-23.4%
爱旭股份	41.4	43.1	31.5	40.2	44.4	7.3%	10.4%	111.6	156.1	40.0%
通威股份	159.3	245.8	240.9	195.3	121.3	-23.9%	-37.9%	919.9	841.3	-8.6%
合计	219.4	306.7	292.6	254.9	182.6	-16.8%	-28.4%	1131.0	1,073.7	-5.1%

毛利率	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	26Q1	同比	环比	24Q1-Q4	25Q1-Q4	同比
钧达股份	5.9%	-2.1%	0.7%	-9.6%	13.5%	7.7pct	23.1pct	0.7%	-1.3%	-2.1pct
爱旭股份	0.5%	7.4%	7.4%	-4.2%	7.2%	6.7pct	11.4pct	-9.9%	2.6%	12.5pct
通威股份	-2.9%	2.0%	7.2%	2.6%	-4.0%	-1.2pct	-6.6pct	6.4%	2.7%	-3.7pct
合计	-1.5%	2.5%	6.8%	0.6%	0.3%	1.8pct	-0.2pct	-4.9%	2.4%	7.3pct

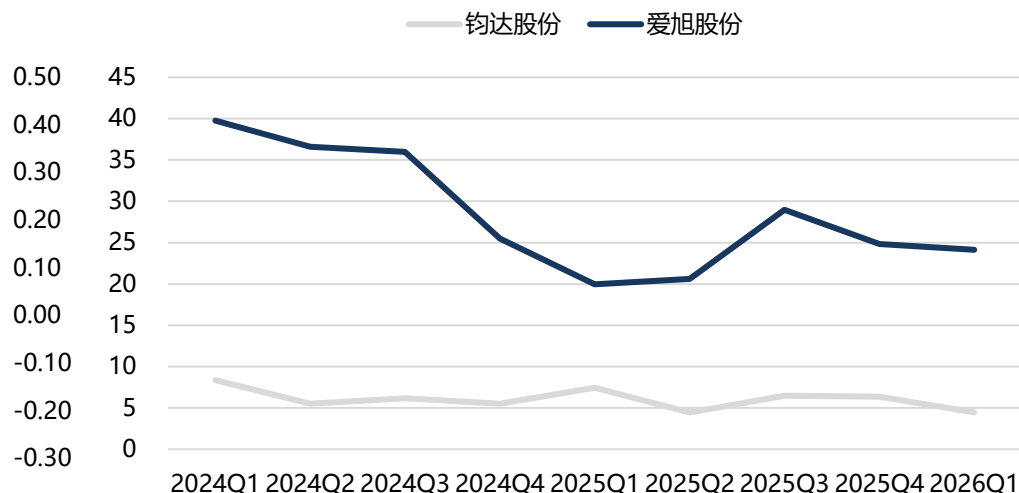
3 电池存货环比略有下降，爱旭存货相对高位

- ◆ 电池行业库存环比略有下降，截至2026Q1末，电池板块库存达28.59亿元，环比-0.08%。
- ◆ 各公司对比来看，2026Q1末电池龙头库存相比2025年略微下降。2026Q1金额上，爱旭股份>钧达股份；环比上，钧达股份与爱旭股份均下降。其中2026Q1末钧达股份库存4.45亿元、环比-30.23%，爱旭股份库存24.14亿元、环比-2.77%。

图表：电池板块季度库存情况（亿元，%）



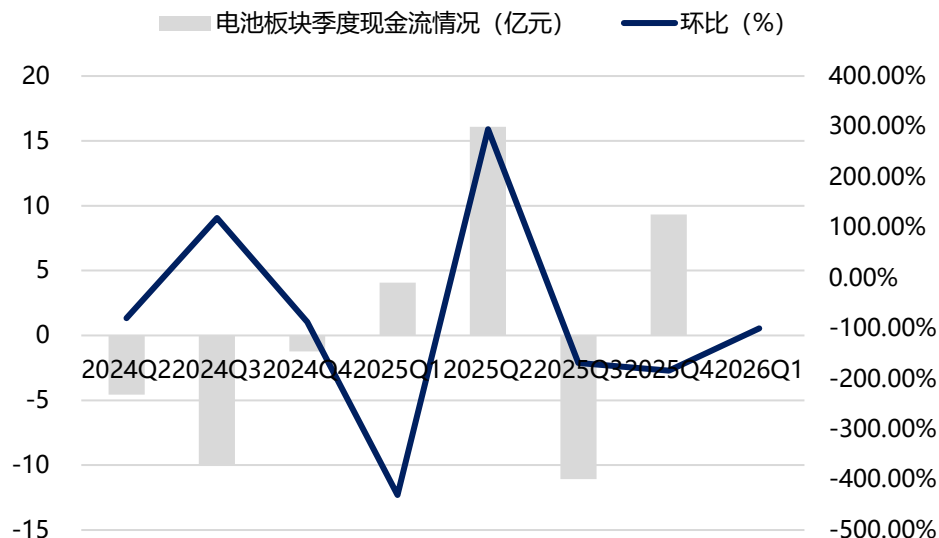
图表：龙头电池厂商库存对比（亿元）



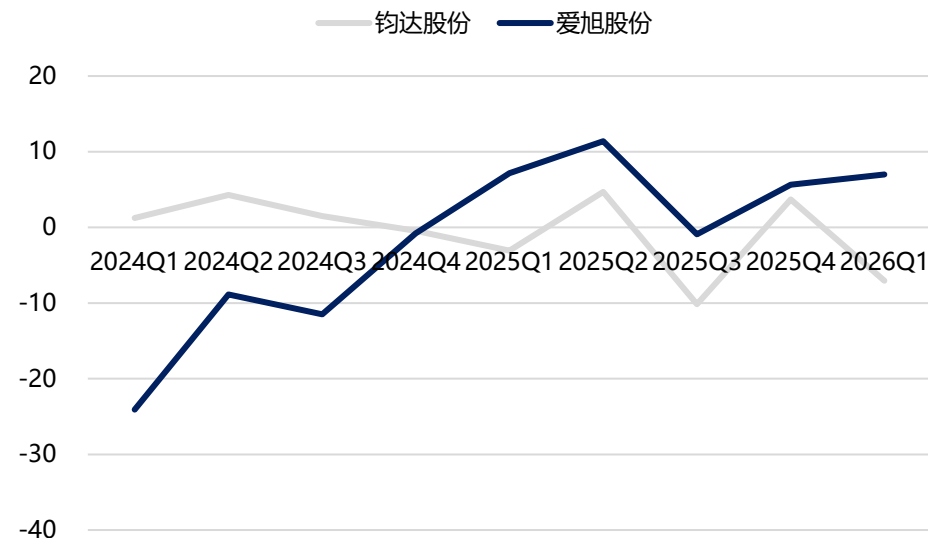
3 电池季度现金流环比减少

- ◆ 电池行业季度现金流减少，2026Q1电池板块季度现金流-0.03亿元，环比-100.37%。
- ◆ 各公司对比来看，2026Q1末电池龙头季度现金流有不同程度增减。2026Q1金额上，爱旭股份>钧达股份；环比上，钧达股份下降、爱旭股份上升。2026Q1钧达股份季度现金流-7.04亿元、环比-290.60%，爱旭股份季度现金流7.00亿元、环比+24.11%。

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26Q1收入611亿元，同减7.3%，毛利率5.9%，同增6.2pct

- ◆ 组件2025年收入2922亿，同比-21.4%；2026Q1收入611亿元，同比-7.3%。价格竞争进一步加剧，单瓦售价持续下行。
- ◆ 组件2025年毛利率2.3%，同比-20.9pct；2026Q1毛利率5.9%，同比+6.2pct。26Q1隆基绿能毛利率-1.17%，同比+3.01pct；阿特斯毛利率25.6%，同比+18.8pct；晶澳科技毛利率1.13%，同比+7.84pct；晶科能源毛利率6.56%，同比+9.4pct；天合光能毛利率7.2%，同比+0.1pct。毛利率呈上升趋势，整体业绩修复。

图表（上）：组件板块季度收入情况（亿元）

图表（下）：组件板块季度毛利率情况（亿元，pct）

营业收入	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	同比	环比	24Q1-Q4	25Q1-Q4	同比
隆基绿能	137	192	181	194	137	-18.0%	-42.4%	825.8	703.5	-14.8%
阿特斯	86	125	102	90	86	-17.0%	-20.7%	461.7	402.6	-12.8%
晶澳科技	107	132	129	123	107	-13.6%	-25.2%	701.2	491.3	-29.9%
晶科能源	138	180	162	175	138	-11.5%	-30.0%	924.7	654.9	-29.2%
天合光能	143	167	189	170	143	17.4%	-1.0%	802.8	669.7	-16.6%
合计	610.9	795.7	762.9	752.5	610.9	-7.3%	-24.8%	3716.2	2922.0	-21.4%
毛利率	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	同比	环比	24Q1-Q4	25Q1-Q4	同比
隆基绿能	-4.2%	1.6%	4.9%	-0.2%	-1.2%	3.0	-0.9	15.5%	0.8%	-14.7
阿特斯	6.8%	16.5%	7.2%	8.9%	25.6%	18.8	11.5	21.8%	10.4%	-11.5
晶澳科技	-6.7%	-1.0%	-0.9%	-0.6%	1.1%	7.8	1.7	28.5%	-2.1%	-30.6
晶科能源	-3.3%	-1.0%	3.8%	-2.0%	6.6%	9.4	8.2	28.8%	-0.6%	-29.3
天合光能	6.6%	4.5%	4.5%	5.5%	7.2%	0.1	1.3	20.9%	5.2%	-15.7
合计	-0.4%	3.5%	3.9%	1.7%	5.9%	6.2	4.2	23.2%	2.3%	-20.9

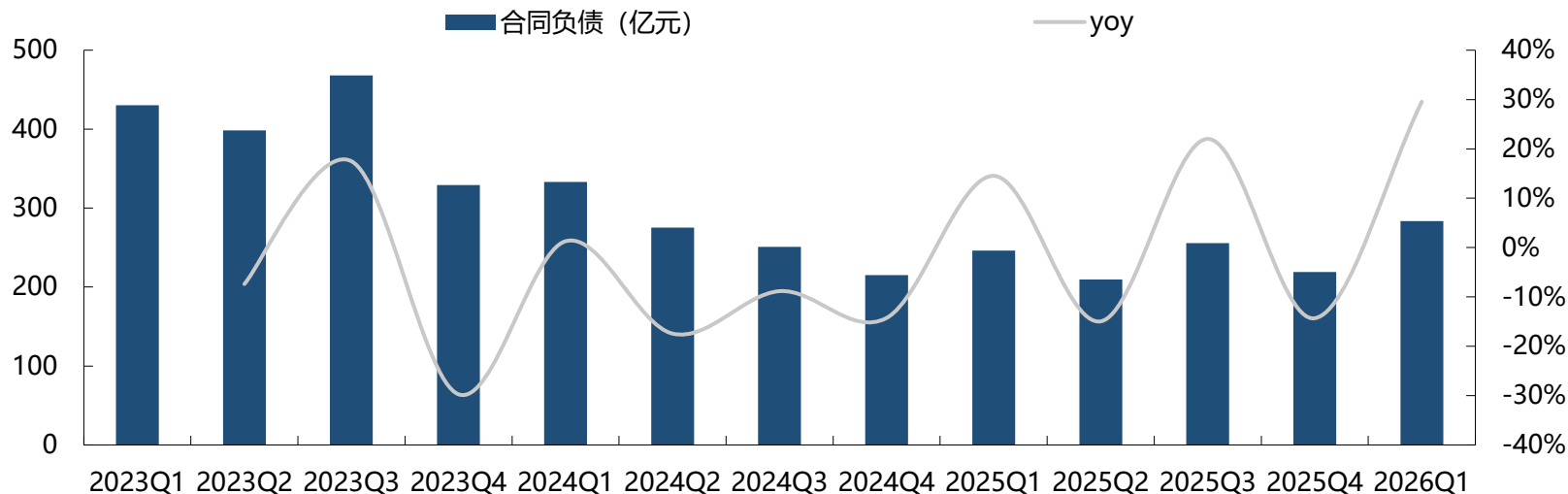
组件板块：需求弱勢成本承压，静待行业出清改善

【东吴电新】2025年&2026Q1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				
2025年											
隆基绿能	599.2	82.2	43.6	38.6	11%	11%	11%	0.7	1.1	0%	-0.04
晶澳科技	450.3	65.8	32.3	33.6	9%	8%	10%	0.7	-18.1	-4%	-0.05
天合光能	451.4	63.8	31.9	31.9	9%	8%	9%	0.7	-6.4	-1%	-0.06
阿特斯	254.8	24.3	8.5	15.8	3%	2%	5%	1.0	13.6	5%	-0.01
晶科能源	625.3	86.8	43.4	43.4	12%	11%	13%	0.7	-5.1	-1%	-0.060
2026Q1											
隆基绿能	88.3	12.6	6.3	6.3	10%	13%	8%	0.7	-4.4	-5%	-0.13
晶澳科技	88.5	11.8	6.3	5.5	9%	13%	7%	0.7	1.0	1%	-0.08
天合光能	93.1	13.3	6.0	7.3	10%	12%	9%	0.7	0.4	0%	-0.05
阿特斯	17.1	1.9	0.7	1.2	1%	1%	1%	0.9	-0.9	-5%	-0.13
晶科能源	116.9	13.7	4.1	9.6	10%	8%	12%	0.8	7.2	6%	-0.05
*假设：1) 假设容配比1.2，则2025年/26Q1全球组件需求726/132GW（国内380/50GW+海外345/82GW）											
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；26Q1 出口退税海外抢出口。预计26H2行业或出现出清信号+行业自律，或有望逐步走出周期底部。											
隆基绿能	公司25年组件出货86.58GW，电池外销4.31GW；其BC组件全球市场渗透率快速提升，销量22.87GW，全面覆盖主流市场。26Q1组件出货12.62GW（BC销量 8.34GW）。贱金属方面，公司已成功开发纳米合金矩阵式接触技术平台，实现BC新型金属化突破，目前正推进规模化产能建设，预计26年6月将建成20GW产线，提升BC产品成本竞争力。公司26年计划硅片出货100GW；组件出货量80GW，其中BC占比65%+，海外出货占比50%+。										
晶澳科技	公司25年实现组件收入450亿元，同比-32.4%，毛利率-4.03%，同比-8.84pct。25年组件电池组件出货量 69.56GW（含自用157MW），其中组件海外出货量占比51%，考虑冲回8.7亿资产及信用减值后，我们测算单瓦亏损约5分。公司稳步推进海外供应链建设，在越南基地稳定运营的基础上，参与全球合作伙伴共建的阿曼6GW高效电池与3GW高功率组件项目，一期26年Q1底正式投产。26Q1出货11.8GW，海外占比47%左右，我们测算单瓦亏损约7-8分。26Q2预计出货环比略增，随落后产能退出，下半年有望逐步扭亏。										
天合光能	25年光伏业务实现营收451亿元，同比-19%，毛利率-1.42%，同比-5.7pct。公司组件出货量超67GW，其中N型组件占比达95.8%。25年分布式开发业务实现营收124亿元，同比-34%，毛利率11.7%，同比-6.74pct。25年储能业务实现营收42.8亿元，同比+83%，毛利率14.7%，同比+1.74pct。公司储能出货量超过8GWh，较去年实现翻倍增长，其中海外出货占比超60%，欧洲项目数量增长超70%。公司储能业务海外在手订单超过12GWh，预计26年出货达15-16GWh，海外占比提升至70%+。										
阿特斯	公司25年组件出货24.3GW，出货量下降致营收同降。26Q1公司组件出货约1.9GW，受汇兑影响组件亏损扩大。26全年预计25-30GW，预计盈利优先、优化出货结构，聚焦高价值区域和长期战略客户。公司25年储能出货约7.8GWh，同比20%+；26Q1出货约2.6GWh，同增206%；测算单瓦盈利约0.18-0.2元/wh，盈利保持稳定。截止3月13日在手订单36亿美元，规模创新高；预计26年储能出货约14-17GWh，保持高增。										
晶科能源	25年组件出货达86.8GW，位居行业首位，年内刷新N型TOPCon电池转化效率至27.79%。26年Q1光伏组件出货13.7GW，组件交付价格环比有所改善，同时高溢价的640W的高功率组件出货达25%，剔除汇兑/期货及政府补贴影响后，我们测算单瓦亏损收窄至5分左右。Q2出货预计14-16GW，高功率占比提升至40%。公司持续推进贱金属化和高功率改造，预计到26年底银包铜产能超40GW、高功率产能超70GW，从降成本和高溢价两处入手，争取下半年扭亏为盈。我们预计26年公司组件出货目标75-85GW，高功率占比超60%。										
*风险提示：政策不及预期、行业竞争超预期等											

4 组件合同负债适度上升

- ◆ **光伏组件行业合同负债较年初适度上升。**2025Q4组件板块合同负债219.0亿元，环比-14.32%，较年初-11.10%；2026Q1组件板块合同负债283.7亿元，较年初+15.19%。
- ◆ **各公司对比来看，2026Q1末组件龙头合同负债相比去年末有所分化。**2025Q4末金额上，隆基绿能>晶科能源>阿特斯>晶澳科技>天合光能>东方日升>横店东磁>>亿晶光电；2026Q1末金额上，隆基绿能>晶科能源>天合光能>阿特斯>晶澳科技>东方日升>横店东磁>亿晶光电。

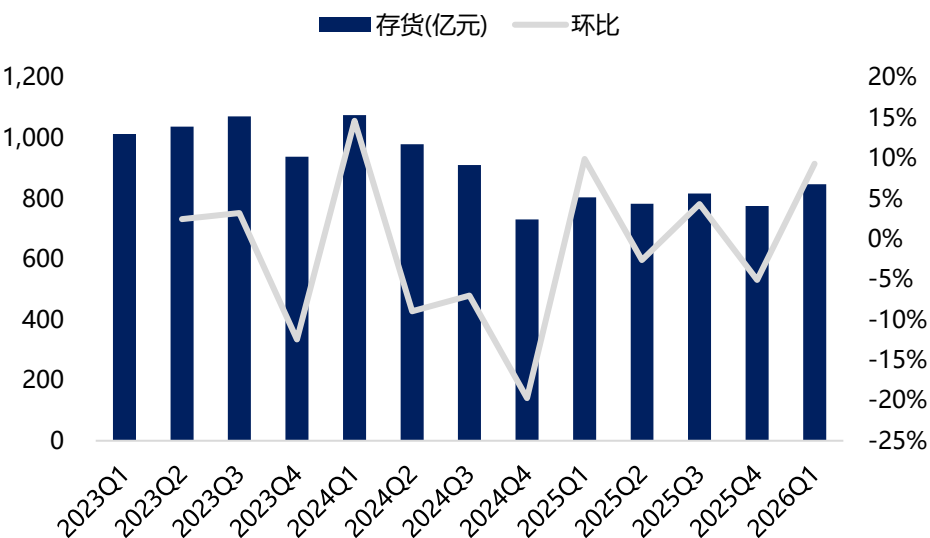
图表：光伏组件板块季度合同负债情况（亿元，%）



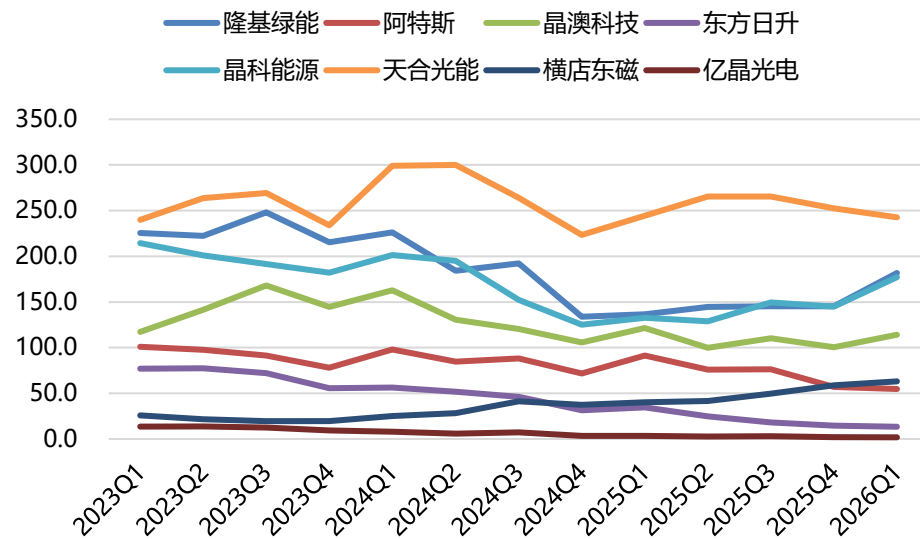
4 组件存货环比分化，天合/隆基略高

- ◆ **光伏组件行业库存有所增加**，截至2025Q4末，组件板块库存达775.7亿元，环比-5.1%；2026Q1组件板块库存达848.1亿元，环比+9.3%。
- ◆ **各公司对比来看，2026Q1末各组件厂商存货环比略有分化。金额上**，天合光能>隆基绿能>晶科能源>晶澳科技>横店东磁>阿特斯>东方日升>亿晶光电；**环比增幅上**，隆基绿能>晶科能源>晶澳科技>横店东磁>阿特斯>天合光能>亿晶光电>东方日升。
- ◆ 2026Q1末天合光能存货242.5亿元，环比-4.1%，为组件厂商最高；隆基绿能存货181.6亿元，环比19.9%，为组件厂商涨幅最大。

图表：光伏组件板块季度库存情况 (亿元, %)



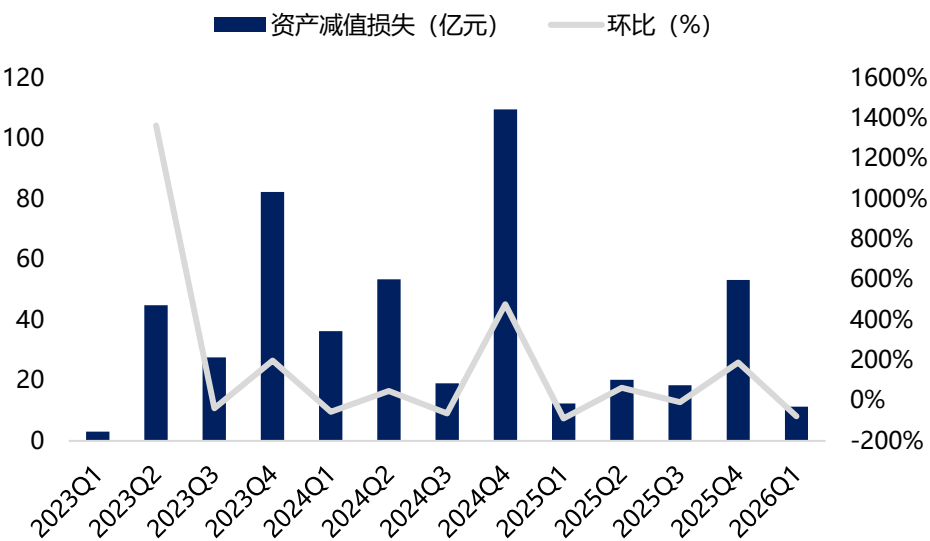
图表：龙头组件厂商库存对比 (亿元)



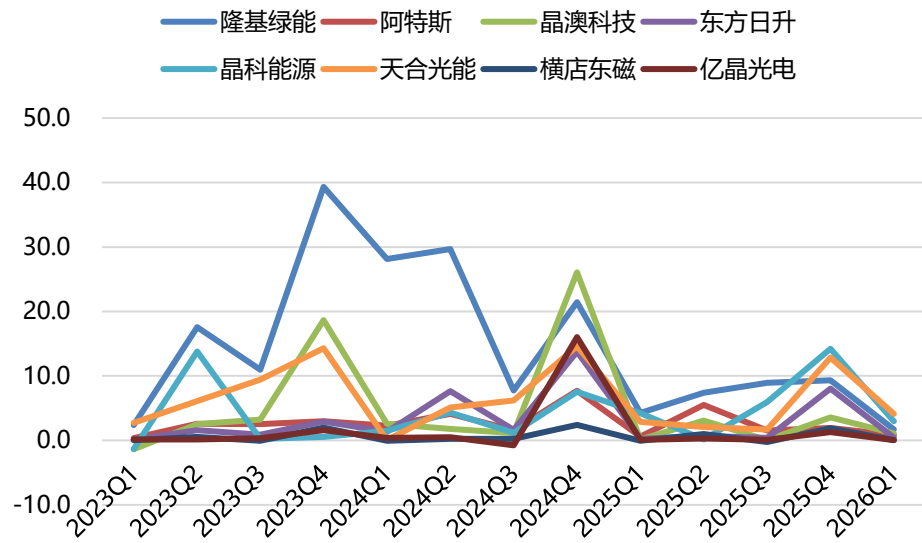
4 组件资产减值损失26Q1为11.3亿元，环减78.73%

- ◆ 2026Q1组件行业资产减值损失为11.3亿元，环比减少78.73%。2025Q4组件板块资产减值损失53.1亿元，环比增加189.0%。
- ◆ 各公司对比来看，2026Q1组件龙头资产减值均环比减少。2026Q1金额上，天合光能>晶科能源>隆基绿能>晶澳科技>阿特斯>东方日升>横店东磁>亿晶光电；2026Q1环比减幅上，亿晶光电>横店东磁>东方日升>隆基绿能>晶科能源>晶澳科技>天合光能>阿特斯。
- ◆ 2026Q1天合光能资产减值4.11亿元，组件厂商中减值最多。

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）



1 逆变器25年收入1388亿元，同比+14.3%，26Q1收入288亿元，同比+0.3%

- ◆ 逆变器2025年收入1387.97亿元，同比+14.3%，归母净利润190.46亿元，同比+14.9%；其中25Q4收入374.45亿元，同比-6.5%，环比+6.0%；25Q4归母净利润26.94亿元，同比-43.3%，环比-52.7%，26Q1收入288.11亿元，同比+0.3%，环比-23.1%；26Q1归母净利润38.16亿元，同比-23.6%，环比+41.7%；主要是受益于户储需求爆发，工商储及大储起量高增，导致需求提升。

表：逆变器板块季度收入情况（亿元，%）

营业收入	25年	同比	25Q4	同比	环比	26Q1	同比	环比
阳光电源	891.84	14.5%	227.82	-18.4%	-0.4%	155.61	-18.3%	-31.7%
盛弘股份	34.63	14.1%	12.47	32.5%	46.0%	7.44	23.1%	-40.3%
科士达	52.70	26.7%	16.62	33.2%	14.9%	12.40	31.5%	-25.4%
昱能科技	11.88	-32.9%	2.44	2.8%	-16.3%	1.48	-22.4%	-39.4%
锦浪科技	69.52	6.3%	12.89	-6.6%	-31.0%	14.19	-6.5%	10.1%
固德威	88.89	31.9%	26.95	50.2%	27.8%	23.61	25.4%	-12.4%
禾迈股份	19.32	-3.1%	6.09	-16.3%	91.4%	9.89	194.2%	62.5%
上能电气	56.30	17.9%	20.65	21.2%	49.6%	10.71	28.9%	-48.1%
德业股份	122.24	9.1%	33.77	5.9%	2.0%	44.59	73.8%	32.0%
正泰电源	40.65	20.6%	14.74	58.5%	67.2%	8.19	1.4%	-44.5%
合计	1387.97	14.3%	374.45	-6.5%	6.0%	288.11	0.3%	-23.1%

表：逆变器板块季度归母净利润情况（亿元，%）

归母净利润	25年	同比	25Q4	同比	环比	26Q1	同比	环比
阳光电源	134.61	22.0%	15.80	-61.7%	-61.7%	22.46	-40.8%	42.1%
盛弘股份	4.76	11.0%	1.99	67.0%	67.0%	0.86	20.1%	-57.0%
科士达	6.11	55.0%	1.65	-13.6%	-13.6%	1.41	27.4%	-14.3%
昱能科技	-1.34	-195.9%	-2.01	-1061.2%	-1061.2%	-0.64	-385.4%	68.2%
锦浪科技	7.43	7.5%	-1.22	-146.4%	-146.4%	0.61	-68.6%	150.0%
固德威	1.35	318.3%	0.54	-46.5%	-46.5%	0.99	1024.3%	83.8%
禾迈股份	-1.61	-146.8%	-1.02	-35.1%	-35.1%	-0.62	-481.2%	39.0%
上能电气	4.63	10.5%	1.52	37.9%	37.9%	0.98	11.9%	-35.6%
德业股份	31.71	7.1%	8.24	0.0%	0.0%	11.87	68.3%	44.1%
正泰电源	2.81	29.6%	1.45	149.7%	149.7%	0.24	-19.3%	-83.1%
合计	190.46	14.9%	26.94	-43.3%	-52.7%	38.16	-23.6%	41.7%

2 逆变器25年毛利率31.4%，同比+0.9pct，26Q1毛利率32.9%，同比-1.9pct

- ◆ 逆变器2025年毛利率31.4%，同比+0.9pct；归母净利率13.7%，同比+0.1pct；其中25Q4毛利率25.1%，同比-7.5pct，环比-27.7pct；净利率7.2%，同比-4.7pct，环比-8.9pct；26Q1毛利率32.9%，同比-1.9pct，环比+30.8pct；净利率13.2%，同比-4.1pct，环比+6.1pct。总体来看，25年末逆变器盈利能力环比下降，主要系碳酸锂涨价导致电池成本上涨影响盈利。

表：逆变器板块季度毛利率情况 (pct)

毛利率	25年	同比	25Q4	同比	环比	26Q1	同比	环比
阳光电源	31.8%	1.9	23.0%	-4.5	-12.9	33.3%	-1.9	10.3
盛弘股份	38.5%	-0.7	35.9%	-1.2	-5.5	40.6%	1.0	4.7
科士达	29.0%	-0.4	29.9%	5.7	2.0	29.7%	0.3	-0.2
昱能科技	23.0%	-8.0	5.6%	-15.0	-22.3	35.1%	-8.4	29.5
锦浪科技	34.5%	2.9	27.6%	3.9	-9.2	33.5%	1.5	5.9
固德威	21.5%	0.6	20.2%	4.9	-6.0	26.3%	6.9	6.1
禾迈股份	25.2%	-17.2	21.3%	-11.1	-6.0	14.5%	-19.4	-6.8
上能电气	23.6%	0.7	22.6%	4.0	-1.6	23.6%	-0.7	1.0
德业股份	38.1%	-0.6	37.0%	1.7	-3.3	41.4%	4.2	4.4
正泰电源	30.5%	0.4	32.3%	6.4	4.0	28.4%	1.4	-3.9
合计	31.4%	0.9	25.1%	-7.5	-27.7	32.9%	-1.9	30.8

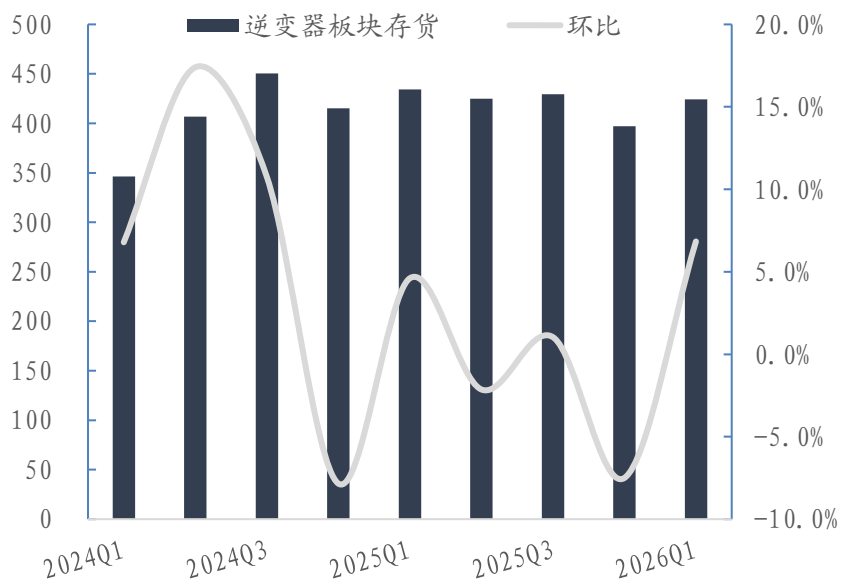
表：逆变器板块季度净利率情况 (pct)

逆变器	25年	同比	25Q4	同比	环比	26Q1	同比	环比
阳光电源	15.2%	0.7	6.9%	-5.7	-11.1	14.4%	-5.5	7.5
盛弘股份	13.7%	-0.3	16.0%	-0.7	2.0	11.5%	-0.3	-4.5
科士达	11.7%	2.2	9.9%	6.6	-3.3	11.4%	-0.4	1.5
昱能科技	-12.8%	-21.0	-82.2%	-77.9	-76.3	-43.2%	-54.9	39.0
锦浪科技	10.7%	0.1	-9.5%	-11.1	-23.6	4.3%	-8.5	13.8
固德威	1.8%	1.9	2.0%	5.4	-2.8	4.2%	4.8	2.2
禾迈股份	-8.4%	-25.6	-16.8%	-30.3	7.0	-6.3%	-3.1	10.5
上能电气	8.2%	-0.5	7.3%	0.6	-0.6	9.1%	-1.4	1.8
德业股份	25.9%	-0.5	24.4%	1.8	-0.5	26.6%	-0.9	2.2
正泰电源	8.5%	0.4	9.8%	-3.5	3.2	3.0%	-0.8	-6.8
合计	13.7%	0.1	7.2%	-4.7	-8.9	13.2%	-4.1	6.1

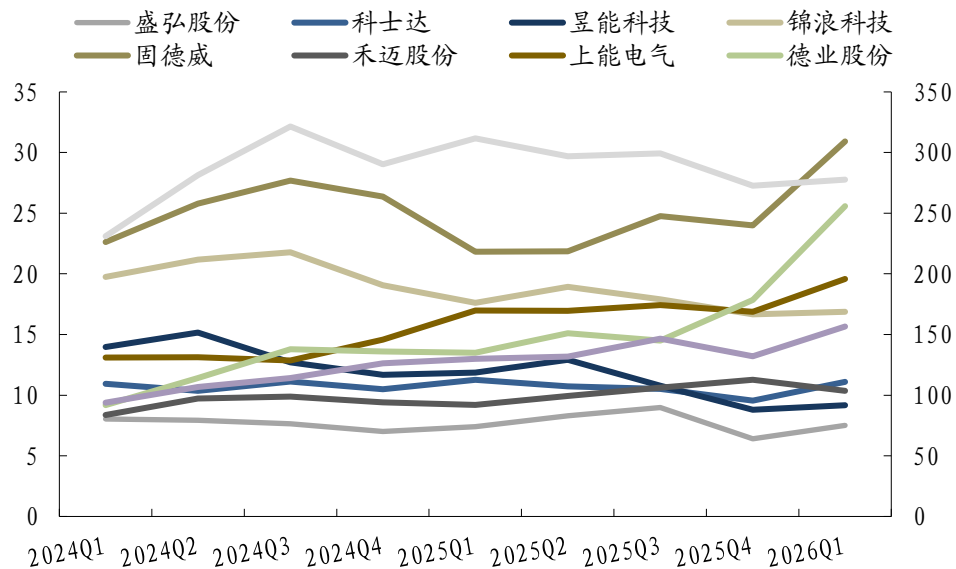
3 25Q4存货环比下降，26Q1存货呈增长态势

- ◆ 逆变器行业存货2025年呈现“去库后回补”的阶段性修复特征。截至2025Q4末，逆变器板块库存达397亿元，环比-7.5%；26年Q1逆变器板块库存达424亿元，环比+6.8%。
- ◆ 各公司对比来看，2025Q4末多家逆变器龙头存货较2025Q3环比下降。2025Q4金额上，阳光>固德威>德业>上能>锦浪>正泰>禾迈>科士达>昱能>盛弘；环比变动上，德业>禾迈>固德威>上能>锦浪>阳光>科士达>正泰>昱能>盛弘。其中2025Q4末阳光电源库存272.6亿元、环比-8.9%，主因年末为财务结算期，企业倾向于清理库存以优化报表。

图：光伏逆变器板块季度库存情况（亿元，%）



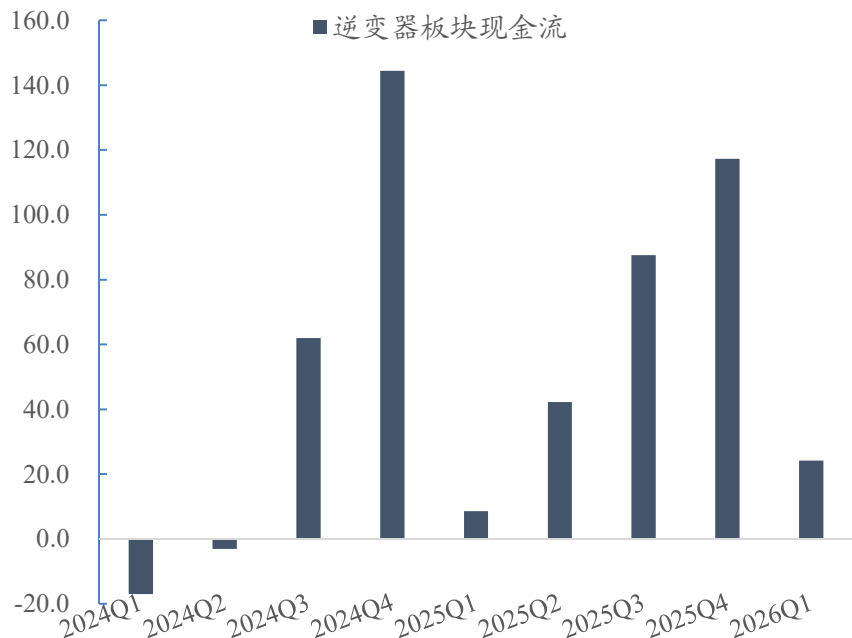
图：龙头逆变器厂商库存对比（亿元，右轴：阳光电源）



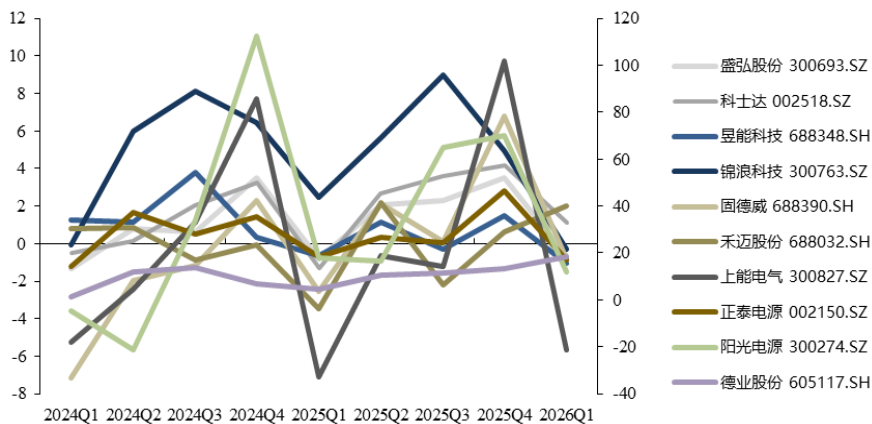
4 逆变器现金流25年末显著上涨，26年Q1回落

- ◆ 2025Q4逆变器板块季度现金流达117.30亿元，环比增幅34.0%；2026Q1逆变器板块季度现金流为24.23亿元，环比-79.3%。
- ◆ 2026Q1金额上，德业>阳光>禾迈>科士达>锦浪>盛弘>固德威>正泰>昱能>上能；环比增幅上，禾迈>德业>科士达>阳光>锦浪>固德威>盛弘>正泰>上能>昱能。

图：光伏逆变器板块季度经营性现金流情况（亿元，%）



图：龙头逆变器厂商经营性现金流对比（亿元，右轴：阳光电源、德业股份）



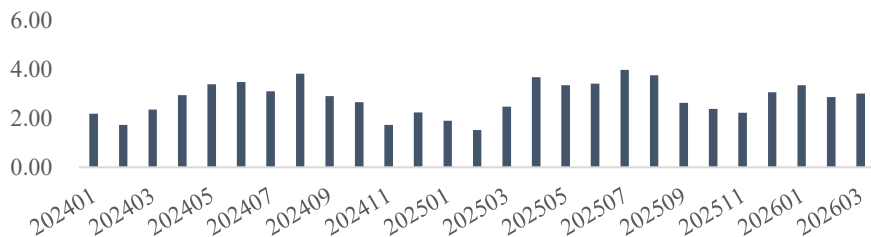
5 逆变器板块龙头盈利对比

阳光电源	并网25年出货143GW，同比略下滑，海外73GW，同比+12%；储能25年出货43GWh，同比+54%，国内7GWh，同比-22%，海外出货36GWh，同比+90%，Q4环降较多主要系Q3基数较高、Q4签单价格下降/汇率/碳酸锂涨价/关税等影响逐步体现。公司26Q1并网发货31GW，同降约10%，主要系25年同期国内光伏抢装+美国关税影响发货及确收节奏，毛利率约40%，储能26Q1实现发货11.4gwh，同比略有下滑，主要系25Q1中东储能大项目交付拉高基数，毛利率约30%，同降约10pct，主要系欧洲拉美等储能价格同比有所下滑，环增约5-6pct，主要系26Q1国内占比下滑，高毛利欧洲占比有所提升。全年保持60gwh+出货预期，其中欧洲占比有望提升。
锦浪科技	25年逆变器出货约79万台，同比-13%，我们估计并网出货约55-60万台，储能出货20-25万台，其中Q4我们估计整体出货约10-15万台，环降30-40%。26Q1我们估计出货环比有所增长，3月环增较为明显，同时3月储能系统陆续发货起量，展望26Q2东南亚及欧洲储能需求持续旺盛，4月订单环比继续增长，我们预计Q2并网、储能逆变器及系统出货有望环比高增，全年我们预计并网出货略有增长，户储出货翻倍增长至50万台（其中10万套储能系统），工商储同比翻1-2倍增长至出货2-3万台（其中0.5-1万套储能系统），储能将为公司主要业绩增量。
固德威	公司25年并网出货73.6万台，同增30%+，其中25Q4出货约12万台，环降约40-50%，毛利率约20%。26Q1出货约18万台，毛利率约25%，全年预计出货约70万台，同比略降。储能逆变器：25年出货13.6万台，毛利率约47%，其中Q4估计出货约5-6万台，环增20-30%。26Q1估计出货约5-6万台，环比持平。储能电池包：25年营收15.5亿元，出货1.2gwh，其中Q4出货约0.6-0.7gwh，主要受益于澳洲抢装，出货环比翻倍。26Q1营收8.7亿元，出货约0.7-0.8gwh，环比略增。公司在澳洲、欧洲需求快速放量，加大布局英国、亚非拉等市场，4月储能逆变器在手订单高增，电池包单月订单超1亿，Q2营收有望环增50-100%，全年预计储能逆变器出货翻倍达30万台，电池包营收50-60亿元，同增2-3倍。工商储有望实现营收10亿元+，同时大储亦逐步落地，年内有望拿到200-300MWh数据中心相关项目订单。
德业股份	25年储能逆变器实现营收37.5亿元，出货67.4万台，同比+36%，工商储逆变器收入14.7亿元，出货9.7万台，同比+110%，储能电池包38.3亿元，同比+56.3%，毛利率31.8%，同比-9.5pct；对应6.5GWh，同比+164%，26Q1估计逆变器及电池包营收均20e+，目前看公司4~5月仍处于满产状态，受缺油缺电影响，欧洲、东南亚、中东、非洲、巴西、欧洲等需求持续旺盛，我们预计公司Q2环比有望保持高速增长。工商储方面，工商储进入增长元年，欧洲、东南亚等因电力交易及缺电拉动增长，持续性更强，预计公司全年工商储实现翻倍以上增长。
艾罗能源	25年户储系统24.8亿、工商储5.5亿、并网逆变器8亿；综合毛利率32%，同比-6.2pct，受行业格局影响以及逆变器电池包等降价，毛利率有所承压。26Q1来看，公司1~3月出货分别为4/5/9亿，3月受到船运影响少出货2亿；拆分来看预计户储/工商储/并网分别为9/3.3/1.5亿元；此外，欧洲澳洲结构占比起量带动公司Q1毛利率回升至33%，同环比+3/+2pct，26Q1已有部分体现电芯涨价。展望Q2，我们预计公司各月出货仍能维持高景气度，同时欧洲等地区将逐步上量，公司毛利率保持稳定。
禾迈股份	25年公司实现微逆营收7.6亿元，出货68.6万台，同降30%。其中Q4我们估计出货约12-13万台，环比略降，26Q1估计出货环比有所增长。26年公司将持续迭代降本增强竞争力，目标实现营收10e+。25年公司储能实现营收5亿元，同增60%+，其中户储预计约1亿元，26年公司将充分发力户储及大储。26年户储营收预计翻大几倍增长，大储加大海外市场布局，重点发力欧洲、中东等市场，预计实现营收10-15e，国内外各占大几亿元。
昱能科技	公司25年微逆及能量通信器营收6.2亿元，出货56.9万台，同降41%，毛利率约25%，主要系Q4为加大出货价格有所下调所致。26Q1微逆需求仍较弱，中东冲突影响下3月需求逐步向好，预计Q2环比逐步改善，全年预计出货有望同增30-50%公司25年工商储实现营收3.0亿元，同降45%，毛利率约10.0%，同降3.3pct，主要以国内为主。26年公司逐步加大海外市场开拓，预计海外工商储达1-2亿元，国内有望翻倍增长至5-6亿元。25年户储实现营收0.5亿元，同增55%，毛利率约21%，26年户储需求旺盛，公司户储有望翻倍增长至1亿元。

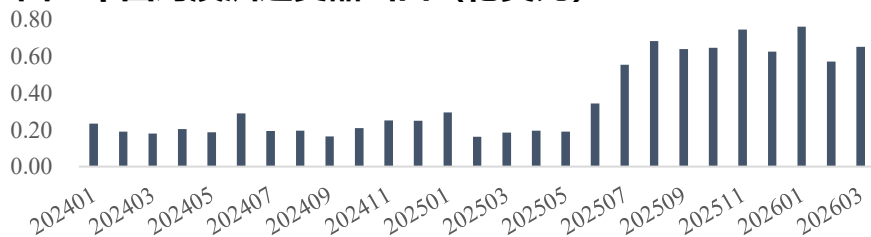
6 户储：澳洲政策驱动户储爆发，东南亚、欧洲需求旺盛

- ◆ **政策切换引发澳洲抢装需求，26Q1同比高增。** 2025年6月起，澳洲户储补贴政策正式生效，逆变器出口数据出现明确拐点，6月环比+90%，7月同比+206%，8月同比+246%，户储需求集中爆发。2026年Q1我国出口澳洲逆变器金额为1.99亿美元，同环比+210%。
- ◆ **欧洲户储需求逐步恢复，26年逆变器出口额同比高增。** 经过2-3年时间，欧洲户储库存于2025年初已消化完毕，我国出口欧洲的逆变器月度数据从2025年3月起开始恢复，2026年Q1我国出口欧洲逆变器金额为9.23亿美元，同环比+57%/+20%，其中3月我国出口欧洲逆变器金额为3.01亿美元，同环比+22%/+5%。
- ◆ **东南亚逆变器出口稳中有进，户储需求逐步起量。** 2026年Q1我国出口东南亚逆变器金额为1.08亿美元，同环比-11%/-21%，其中3月我国出口东南亚逆变器金额为0.44亿美元，同环比-19%/+50%

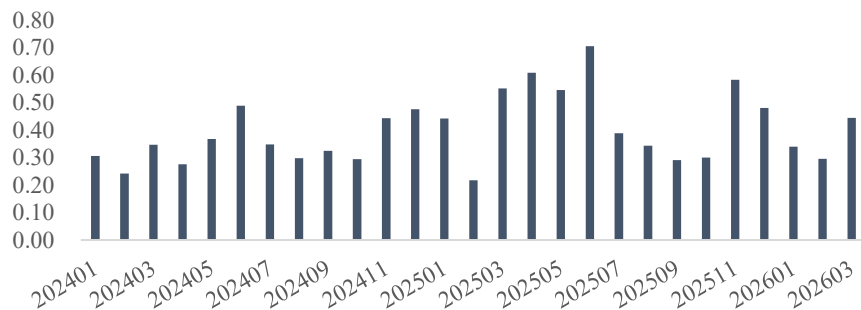
图：中国对欧洲逆变器出口（亿美元）



图：中国对澳洲逆变器出口（亿美元）



图：中国对东南亚逆变器出口（亿美元）



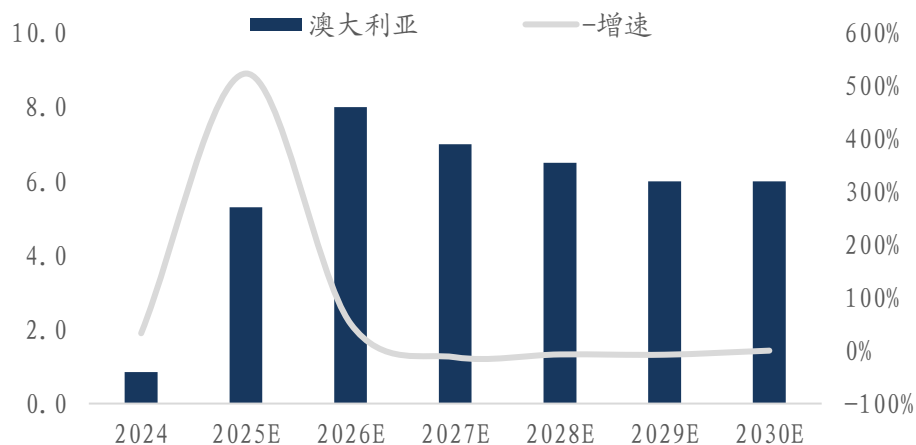
6 户储：政策切换驱动户储抢装爆发，未来有望保持高装机水平

- ◆ **澳洲屋顶光伏成熟、市场基础良好，高额补贴政策引爆需求。** 澳大利亚发布户储政策补贴，2026-2030年澳洲户储保持高装机水平。25H1澳洲推出23亿澳元“更便宜家用电池计划”补贴户储，补贴额为372澳元/kWh，约为每户总投资30-35%。25年7月政策生效后澳洲加速抢装，较多家庭进行需求超配后导致补贴资金快速消耗，12月澳洲政府加码户储补贴资金至72亿澳元并修改补贴范围，降低14kWh以上补贴力度，新政策于26年5月生效，未来有望支撑澳洲五年户储高装机水平。
- ◆ **我们预计26年澳洲装机8GWh，未来五年户储保持高装机水平。** 户储补贴政策激励下，我们预计2025年澳洲户储装机达5GWh，我们认为新政策26年5月执行前，澳洲上半年会加码抢装大容量户储，装机容量或超过25年下半年；考虑新政对14kWh以内的装机容量更友好，我们认为26年下半年起装机户数将继续增加，但每户装机容量或有所下降。全年我们预计装机或有望增长至8GWh左右，预计27-30年依旧维持高装机水平。

表：澳大利亚最新户储补贴政策

年份	补贴系数 (STC个)	补贴金额 澳元/KWH	补贴范围
2026M1-4	8.4	336	1) 0-14kwh给予100%补贴; 2) 14-28kwh给予60%补贴; 3) 28-50kwh给予15%补贴; 4) 超出50kwh无补贴
2026M5-12	6.8	272	
2027H1	5.7	228	
2027H2	5.2	208	
2028H1	4.6	184	
2028H2	4.1	164	
2029H1	3.6	144	
2029H2	3.1	124	
2030H1	2.6	104	
2030H2	2.1	84	

图：澳洲户储装机预测 (GWh/%)



6 户储：英国发布“温暖家园计划”，户储需求有望爆发

- ◆ **英国新建住宅强配光伏，百亿补贴驱动光储发展。**“温暖家园计划”有望新增300万户光伏安装，将大幅提升光储装机水平。150亿“温暖家园计划”补贴将充分有效带动英国光伏、储能以及热泵发展，截至2025年，英国累计光伏安装户数约160万户，考虑英国总屋顶约4000万个，假设40%可安装光伏屋顶，累计光伏渗透率约10%，远低于德国渗透率水平。该计划目标为2030年新增300万户光伏家庭，光伏累计安装数有望翻2倍增长至约480万户，光伏渗透率提升至约30%，假设考虑80%的光伏配储率及单套10kWh容量测算，我们预计带来24gwh户储增量空间，户储市场的增长空间将进一步打开。

表：英国“温暖家园计划”

资金	用途	内容
50亿英镑 (44亿直接资金补助+6亿温暖家园基金定向支持)	用于低收入家庭房屋升级	EPC(能源性能证书)评级D以下及低收入家庭安装储能可获得100%成本覆盖。
27亿英镑	锅炉升级计划(BUS)	热泵单户补贴可达7500磅，目标30年年增安装45万台。
20亿英镑 (17亿温暖家园基金+3亿其他政府投资)	低息/零息消费贷款	提供低息/零息贷款帮助业主支付光储热泵等前期费用，可与BUS叠加
27亿英镑	用于创新金融进行股权投资与供应链扩张	
11亿英镑	用于热力管网	
15亿英镑	地方行政机构配套资金	
合计150亿英镑	帮助100万户家庭摆脱燃料贫困，让英国2030年新增300万户家庭安装光伏	

6 户储：乌/英/荷为欧洲重要增量，战争影响下需求有望高增

◆ **欧洲地区乌/英/荷为重要增量市场，德国需求有望复苏。**德国是传统高户储装机国，多政策推动户储通过VPP参与辅助服务，需求有望复苏。英国26年起强制新建建筑配置光伏，同时推出“温暖家园计划”给予150亿英镑推动光储热泵发展，有望带动300万户家庭新增光伏，我们预计可带来 24GWh 户储增量空间。乌克兰发电设施毁损严重，全国停电严重，政策补贴+灾后生存刚需推动下户储高增，26 年我们预计装机超 2GWh，若后续进入灾后重建，预计增量空间达34GWh。荷兰高户光渗透率下，存量配储率不足10%，取消净计量政策倒逼存量用户增配储能，我们预计将带来20GWh+ 增量空间。波兰、匈牙利及东欧等多国纷纷出台政策支持户储发展，**2026 年我们预计全球户储装机可达14GWh，同增37%，27-30年维持10-20%复合增速。**

表：欧洲主要国家相关户储政策

时间	国家	政策名称	内容
2025-2026年	荷兰	住宅太阳能板0%增值税政策	住宅及其附属建筑的太阳能板“供货与安装”适用0%增值税税率，直接降低户用光伏一次性投资成本。
2025-2026年	荷兰	太阳能净计量制度	2025-2026年户用光伏仍可将年度上网电量与用电量进行净计量冲抵；自2027年1月1日起停止净计量，余电上网由供应商进行补偿
2026年	匈牙利	家庭能源储能计划	以1000亿福林（约22亿人民币）总预算撬动户储装机，单户最高可获250万福林补贴（约5.4万元人民币），最高覆盖80%合格成本。要求补贴对象需已安装或同步新增光伏，储能系统需满足≥10kWh容量、DC耦合技术等技术门槛，并优先向退出净计量用户及小型乡村居民倾斜；根据补贴资金与单户上限，我们预计覆盖约4万户家庭，若以单户15kWh安装规模计，将带来约0.6GWh的储能增量。
2026年	波兰	“我的电力”计划	总预算10亿PLN（约合人民币19亿元），政策导向从“扩装机”转向“提质量、强电网、促离网”。该计划要求储能系统≥12kWh、光伏功率1.5倍，强制配备EMS能源管理系统与离网运行能力，同时对存量净计量用户与切换至净计费模式的用户实施差异化补贴，后者最高可获1.6万PLN补贴，根据补贴资金与单户上限，我们预计将带来约6.25万套户储增量，若以单台15kWh计，对应约1GWh装机空间。
2024年7月	乌克兰	第3853-IX、3854-IX号法律	免征光伏组件、储能电池（大功率）、逆变器等能源设备进口关税与增值税，有效期至戒严令结束（不晚于2026年1月1日，后延至2028年）
2024年7月	乌克兰	家庭能源设备0%利率贷款计划	个人购买光伏+储能系统可申请0%利率贷款，最高48万格里夫纳（约8.5万元人民币），期限10年，通过乌克兰主要银行发放。2025年11月修订为安装太阳能或风能系统并置储能的个人，现在将获得一次性抵扣相当于贷款本金30%的报销。
2024年底	乌克兰	乌克兰“光明家园”（SvitloDim）计划	公寓楼业主协会可获10-30万格里夫纳补贴，用于购买电池、光伏等。首批覆盖基辅，26年计划扩至哈尔科夫、敖德萨、第聂伯罗等地区。

表：欧洲户储需求预测

欧洲	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
合计当年新增储能 (Gwh)	10.29	14.08	17.71	21.07	24.77	28.80
-容量增速	-5%	37%	26%	19%	18%	16%
德国	4.4	4.6	5.1	5.6	6.1	6.8
-增速	-12%	5%	10%	10%	10%	10%
意大利	1.9	2.0	2.2	2.4	2.7	2.9
-增速	-30%	5%	10%	10%	10%	10%
英国	0.8	2.5	3.8	5.1	6.4	7.7
-增速	14%	213%	52%	35%	25%	20%
乌克兰	1.3	2.3	3.0	3.3	3.6	4.0
-增速		77%	30%	10%	10%	10%
其他	1.9	2.7	3.6	4.6	5.9	7.4
-增速	17%	42%	37%	28%	28%	25%

7 工商储：全球工商储需求持续高增

◆ **欧洲各国政策加码叠加动态电价支持工商储发展。**2024-2025年，欧洲各国连发数项新政，免税、补贴、价格机制与流程简化并举，为工商储能打开政策支持窗口。同时，动态电价机制正逐步推广，德国自2025年1月起要求售电公司全面提供动态电价合同，按电力市场每小时电价结算。随着新能源装机占比提升，日内电价波动显著加剧，甚至出现负电价，进一步扩大了工商储的套利空间，催生装机需求。

表：欧洲各国工商储政策

国家	时间	政策	主要内容
英国	2024年2月	储能电池免税新政	自2024年2月起取消储能系统20%的增值税，此前仅适用于与光伏配套的电池，新政单独覆盖储能系统，大幅降低安装成本
	2024年12月	新国家规划政策框架 (NPPF)	2024年12月英国修订了国家规划政策框架 (NPPF)，政府对国家规划政策框架进行了修订，简化光伏发电和储能项目的审批流程，降低项目开发成本
	2025年3月	长时储能“上限-下限”价格机制	3月11日，英国能源监管机构Ofgem公布长时储能“上限-下限”价格机制，该机制专门针对8小时及以上储能项目，通过为开发商提供收入保障，降低投资风险，推动长时储能技术的发展
意大利	2024年12月	中小企业能源补贴计划	意大利政府2024年12月推出3.2亿欧元中小企业能源补贴计划，其中30% (约9600万欧元) 定向用于储能项目，支持中小企业投资光伏、风电及配套储能系统
希腊	2025年1月	企业储能计划	2025年1月开始实行“企业储能计划”，总预算1.53亿欧元，其中1亿欧元定向支持小微企业储能项目，5370万欧元用于中大型企业储能建设
荷兰	2025H1	能源投资减税 (EIA) 政策新规	企业投资符合能效标准的储能设备可享受40%的投资成本税前扣除。2025年起，荷兰将实施新规取消光伏系统必须接入小型电网的限制，扩大储能项目适用范围。但同步规定未接入电网的光伏项目不再享受环境投资减免 (EIA) 优惠，强制要求储能系统必须与电网协同运行
立陶宛	2025年	公司和能源社区补贴计划	立陶宛于2025年实施了一项新的1800万欧元资本支出计划，该计划为公司和能源社区提供30%的补贴，用于储能项目。我们预计到2026年4月，该计划将交付超过110MWh的新C&I储能项目
波兰	2025年3月	储能补贴方案	波兰于3月7日公布储能补贴方案，总预算达40亿兹罗提 (36亿直接赠款，4亿融资贷款)，对新建或扩建不低于2MW/4MWh的中高压并网储能项目，提供最高45%的补贴，中、小型企业分别提升至55%和65%
斯洛伐克	2025年	企业补贴计划	斯洛伐克将启动补贴计划，为太阳能和储能装置的企业提供资本支出补贴，每套装置最高可达5000欧元
捷克	2025H1	工商业光储补贴追加	工业和贸易部向工商业太阳能与储能补贴计划追加10亿捷克克朗 (总预算30亿)，企业可享光伏最高30%、储能最高50%的安装费用补贴
德国	2025年1月	通过《太阳能峰值法案》	负电价时段暂停新建光伏 (>2kW) 的EEG上网补贴；允许储能“两充两放”
	2025年3月	设立基础设施特别基金	设立5000亿欧元基础设施特别基金，其中1000亿欧元注入气候与转型基金 (KTF)
法国	2025年	屋顶光伏上网电价政策	正式取消9kW以下光伏的上网电价补贴以鼓励业主增加自发自用比例
西班牙	2025年3月	储能补贴计划	3月17日，欧盟委员会批准西班牙7亿欧元储能补贴计划，补贴范围涵盖独立储能、可再生能源配套储能及热力发电厂储能项目，补贴比例最高可达项目总成本的85%

7 工商储：全球工商储需求持续高增

- ◆ 我们预计2026 年全球工商储需求达30.2GWh，同增50%+，2026-2030 年将保持30%+复合增速增长。海外尤其是欧洲工商储起量爆发，东南亚工商储需求逐步提升，国内工商储需求保持高增，我们预计2026年全球工商储需求达30.2GWh，同增53%，其中中国新增功率/容量预计分别为10GW/16GWh，海外市场分散，主要以欧洲为主，预计欧洲26年工商储翻倍增长，未来5年复合增速在40%以上。

表：全球工商储需求预测

全球市场	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
合计当年新增储能 (Gw)	2.6	3.9	7.2	11.4	16.0	21.9	29.3	38.7
合计当年新增储能 (Gwh)	6.42	10.25	19.68	30.16	44.77	64.95	91.72	127.75
-增速	285%	60%	92%	53%	48%	45%	41%	39%
1) 美国市场								
新增储能 (Gw)	0.18	0.19	0.22	0.26	0.30	0.35	0.40	0.44
新增储能 (Gwh)	0.5	0.5	0.6	0.7	0.9	1.1	1.2	1.4
-占比	7.54%	5.17%	3.08%	2.44%	1.99%	1.66%	1.36%	1.13%
2) 中国市场								
新增储能 (Gw)	1.66	2.16	3.63	6.11	8.17	10.79	13.77	17.14
新增储能 (Gwh)	4.1	6.1	10.5	15.9	23.4	34.0	47.7	65.2
-占比	64.44%	59.02%	53.50%	52.66%	52.17%	52.28%	51.96%	51.06%
3) 欧洲市场								
新增储能 (Gw)	0.53	1.03	2.57	4.85	7.54	10.44	14.23	19.37
新增储能 (Gwh)	1.2	2.3	6.2	12.4	20.0	28.7	40.6	57.1
-占比	18.15%	22.06%	31.37%	41.02%	44.62%	44.21%	44.22%	44.73%
4) 其他市场								
新增储能 (Gw)	0.23	0.50	0.81	0.22	0.00	0.34	0.90	1.79
新增储能 (Gwh)	0.6	1.4	2.4	1.2	0.5	1.2	2.3	3.9
-增速	106%	123%	68%	-51%	-53%	118%	89%	74%
-占比	9.86%	13.75%	12.04%	3.88%	1.22%	1.84%	2.46%	3.08%

8 国内大储：114号文明确全国容量电价机制

- ◆ 136号文后，国内由强制配储向独立储能转变，现货市场在29个省级电网区域开展试运行或正式运行，电力市场化改革将改变储能项目收益模型，驱动IRR抬升。地方政府密集出台储能容量电价补偿政策，建立市场化收益机制。
- ◆ **国家层面首次明确电网独立新型储能容量电价机制，清单制动态管理。**国家出台114号文，明确“煤储同补”，定价结合储能放电时长、可靠容量系数测算。当前已落地的地区包括内蒙古、甘肃、河北、宁夏、新疆、黑龙江、青海、湖北等，政策模式涵盖发电量补偿、容量电价机制（火储同补）、容量电价+峰谷电价叠加、以及容量补偿+辅助服务考核等，项目IRR普遍在8-12%区间。114号文首次从国家层面明确容量电价机制，标志政策向全国推广。同时114号文要求建立项目清单制动态管理机制，备案项目入清单后需6个月内实质性开工，12/18个月内建成并网。清单制倒逼项目开工，成本通过EPC/系统采购环节向下疏导。

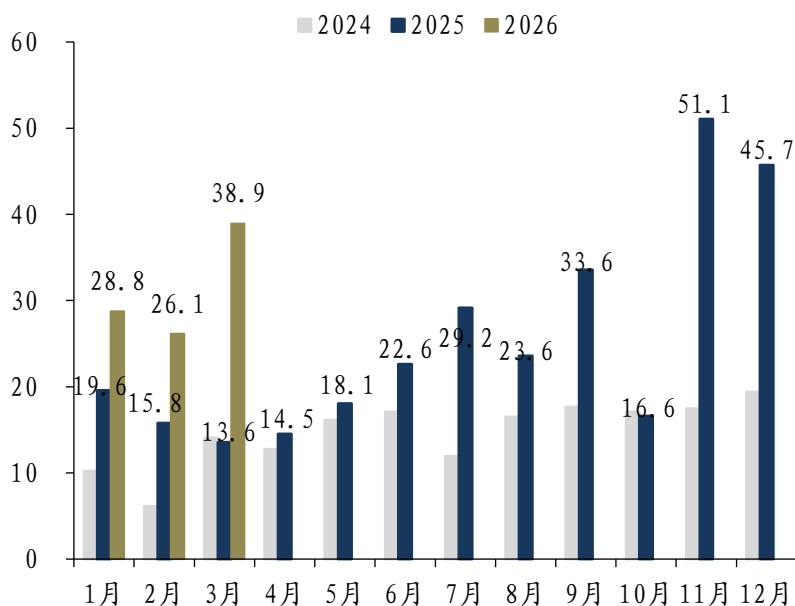
表：各省容量电价补偿政策汇总

省份	全国	内蒙古	甘肃	河北	宁夏	新疆	黑龙江	青海	湖北	辽宁
政策模式	容量电价机制（“火储同补”）	发电量补偿	容量电价机制（“火储同补”）	容量电价机制+充放电价格政策	容量电价机制	容量补偿+调峰辅助服务	以“市场化交易+容量补偿”混合机制为主。	容量电价机制	新型储能充放电价格+电网侧独立储能容量补偿	可靠容量补偿机制
补贴标准	以当地煤电容量电价标准为基础，根据顶峰能力按一定比例折算	发电量补偿：2025年及以前建成投产项目0.35元/KWh；2026年项目0.28元/KWh	容量电价：330元/KW·年（与煤电机组暂定同标准）	容量电价：100元/KW·年	容量电价：2025年10-12月：100元/KW·年；2026年1月起：165元/KW·年	容量补偿：2023年0.2元/KWh时，2024年0.16元/KWh时，2025年0.128元/KWh时（逐年递减20%）	细则待定，先并先得。	容量电费 = 申报容量 × 容量供需系数 × 补偿标准	月度容量电价=年度容量电价/12 年度容量电价暂按165元/千瓦·年	370元/kW·年（含税）
计价基准	以当地煤电容量电价为基准，按顶峰能力折算。折算比例 = 储能满功率连续放电时长 ÷ 系统最长净负荷高峰时长。	向电网的发电量	有效容量 = (满功率放电时长/6) × 额定功率 - 厂用电	月度平均可用容量（以4小时充放电时长为基准折算）	有效容量 = (满功率放电时长/6) × 额定功率 - 厂用电	实际发电量	建立在“有效容量 × 容量电价标准 × 供需系数”这一框架上	有效容量 = 最大放电功率 × (1 - 厂用电率) × 可靠容量系数	月度平均可用容量 = Σ(日可用放电功率 × 单次可持续放电时长 + 10小时) / 当月总天数	可靠容量电费 = 可靠容量 × 容量补偿标准 × 容量供需系数 - 扣减费用
激励周期	-	补偿标准每年公布，执行时间为10年；25年6月30日前开工项目方可享受首年补贴	执行期2年	执行2年，先建先得，25年1月开始执行，执行期2年，26年6月前未并网项目扣减容量补偿月数	未明确说明执行期限	政策有效期至2025年12月31日	计划“按年公布/动态调整”	年度定标准，按月申报、按月结算，年内滚动清算	自2026年2月1日起执行，执行期限暂定1年	执行期限1年
考核机制	-	-	月内发生三次非计划停运，扣减当月容量电费；全年有三个月发生，扣减全年容量电费	月内发生2次未达申报容量；扣减10%当月容量电费；3次扣减50%；4次及以上：扣减100%。年调用完全充放电次数原则上不低于330次	月内发生3次非停：扣减当月容量电费；全年有3个月发生非停：取消未来一年获取容量电费的资格	新疆四地州投建独立储能项目2023年全年调用完全充放电次数不低于100次；调度机构可进行调度测试	-	不按调度指令出力： 2次：扣当月10% 3次：扣50% 4次及以上：扣100%	月内发生两次扣减当月容量电费的10%，发生三次扣减50%，发生四次及以上扣减100%。 自自然年内月容量电费全部扣减累计发生三次的项目，取消其容量补偿资格	正常在运情况下，煤电机组无法按照调度指令（跨省跨区送电按合同约定）提供申报最大出力的，月内发生两次扣减当月容量电费的10%，发生三次扣减50%，发生四次及以上扣减100%
峰谷价差	-	蒙西电力现货交易，独立储能充放电价差0.34元/kWh	甘肃现货运行一年，平均峰谷价差超过0.14元/kWh	电力现货交易，平均峰谷价差超0.7-0.8元/kWh	电力现货交易试运行，平均峰谷价差超0.26-0.31元/kWh	电力现货交易，平均峰谷价差超0.25-0.3元/kWh	黑龙江平均峰谷价差大约在0.4元/kWh左右。	25年价差：0.30元/kWh左右	-	-
经济性	-	IRR测算10-20%（补贴0.35元/kwh） 5-11%（补贴0.28元/kwh）	IRR测算9-12%（补贴0.15-0.18元/kwh）	IRR测算6-8%（补贴0.08元/kwh）	IRR测算6-8%（补贴0.08-0.1元/kwh）	IRR测算6-8%（考虑补贴按照25年标准延续）	IRR测算6-15%	IRR测算3%-4%	-	-
储能装机目标	-	2030年新型储能装机6000万千瓦。截至2025年末，内蒙古新型储能装机已突破1700万千瓦	2025年底新型储能装机超过6GW；2030年底10GW	2025年1月1日至2026年12月31日参与竞争的独立储能容量规模为河北南网7.7GW、冀北电网8.3GW	-	-	到2027年，黑龙江力争实现新型储能装机600万千瓦（6GW）以上。	2030年装机量达到12GW	2030年全省新型储能装机达到800万千瓦	-

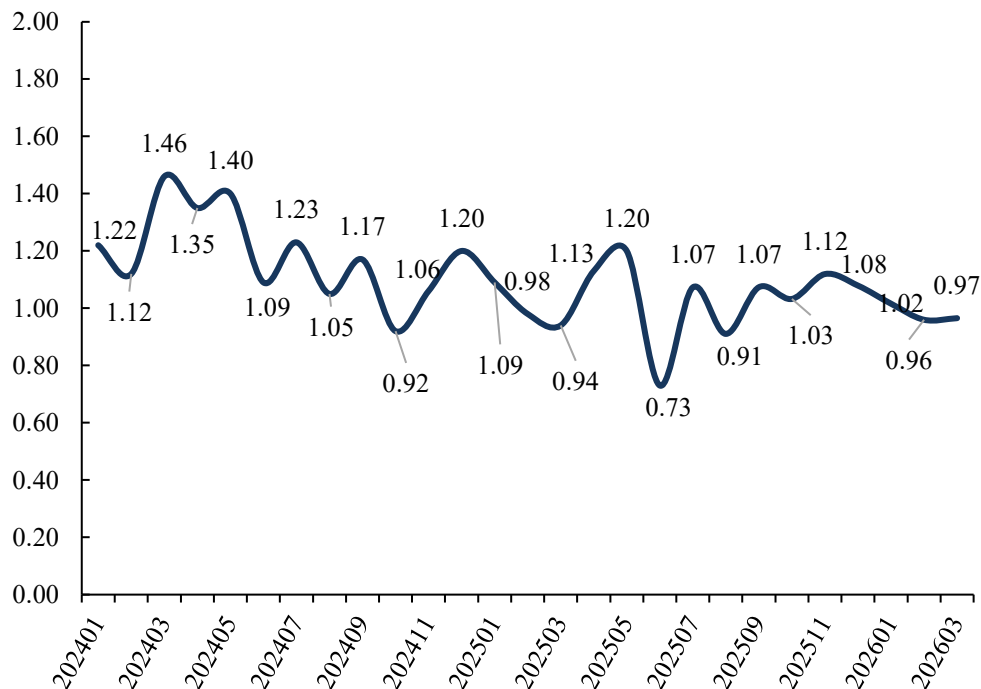
8 国内大储：招标规模保持高增，招标价格有所回升

◆ **国内大储招标规模持续高增，EPC价格回升。**实际落地层面，国内储能招标与并网节奏明显加快：25年累计招标容量达304GWh，同比增长69%。政策驱动叠加项目收益率改善，推动国内储能装机需求加速释放，行业需求有望超预期。2026招标持续高增，1-3月累计招标94GWh，同比+92%。

表：招标装机容量 (GWh)



表：国内储能EPC招标价格 (元/Wh)



8 国内大储：招标规模保持高增，招标价格有所回升

- ◆ **大储装机需求将继续向“资源富集+现货价差+容量补偿”省份集中，26年预计280+GWh，同增50%。**中国2025-2027年大储装机需求明确且强劲，增长由清晰的省级目标、跑通的经济模型和多元的应用需求共同驱动。新疆、内蒙古是近25-26年的增长核心，同时，其它已出容量电价补充或具备政策与电网侧场景支撑的省份预计需求将进一步增加，26年预计装机280GWh+，同比增长50%。

表：国内大储需求预测

新能源装机	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
锂电大储装机 (GWh)	105	178	267	349	402	440	473
-同比	137%	70%	50%	31%	15%	9%	7%
新疆	20	32	40	44	48	53	59
云南	1	12	8	12	18	21	24
内蒙	14	64	45	29	26	24	21
河北	9	11	20	23	26	30	35
宁夏	4	6	12	14	16	18	21
甘肃	6	12	15	17	20	23	26
山东	8	8	15	17	20	23	26
山西	3	3	15	17	20	22	24
东三省			20	25	30	36	43
其他省份	40	32	77	150	178	191	193
锂电工商储装机 (GWh)	6	11	16	23	35	48	66
-同比	46%	74%	51%	46%	50%	38%	36%
合计国内锂电储能装机 (GWh)	111	189	283	372	437	488	538
-同比	129%	70%	50%	32%	18%	12%	10%

8 北美大储：AI算力能源消耗激增，电力缺口显著

◆ **AI 算力能源消耗激增，美国电力缺口显著。**考虑美国AI持续高速发展，据多家头部科技企业披露，其资本开支预计 26 年基本 50%+增长，我们认为算力将持续保持高增态势，预计2030年新增40GW算力，单位算力用电量预计随PUE下行从12TWh/GW逐步降至11TWh/GW，其余领域用电量保持2%增速预期。整体上看，我们预期2026-2030年美国电力需求将保持4-5%的年复合增长率，其中AI算力2030年需用电1269TWh，占总体用电量22%。发电新增装置看，假设新增中约80%为光伏装置，则26年新增发电装置需64GW、2030年为215GW，远高于2025年底美国光伏备案量（30-40GW）。

表：美国电力缺口测算

	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
AI算力新增 (GW)	7	18	23	28	34	40
AI算力累计 (GW)	9	27	50	78	112	153
单位算力用电量 (TWh/GW)	12	12	12	11	11	11
AI算力合计用电量 (TWh)	24	105	313	579	895	1,269
-占比	1%	2%	7%	12%	17%	22%
其余领域用电量 (TWh)	4031	4111	4194	4277	4363	4450
-同比	2%	2%	2%	2%	2%	2%
售电量 (TWh, 不含户用)	4054	4216	4506	4857	5258	5719
-同比	2%	4%	7%	8%	8%	9%
新增电力需求 (TWh)	79	162	290	350	401	461
对应新增发电装置需求 (GW)	30	64	119	150	179	215
-同比	-22%	116%	87%	26%	19%	20%
新增光伏装置 (年1800h, GW)	24	51	97	124	149	179
-光伏装置占比	50%	53%	56%	59%	62%	65%
-同比	-22%	118%	89%	27%	20%	21%
新增其他发电装置 (年7000h, GW)	6	12	22	27	31	35
发电装置备案量 (GW, 扣除储能)	36	45	43	23	9	
-光伏发电装置备案量 (GW)	33	36	40	19	6	

8 北美大储：AI储能加持，预计持续高增

◆ 25 年装机约50GWh，同比高增，26年美国大储有望持续高增。我们预计2026年美国大储装机需求77GWh，同比增近58%，其中数据中心相关（绿电直联配储+电能管理）合计37GWh。此后，受益于AI数据中心拉动，我们预计2026-2030 年美国大储可维持30-50%增长。若后续绿电比例提升，需求将进一步超市场预期。

表：美国储能需求预测

美国	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
大储需求 (GWh)	49	77	122	184	276	386
-同比	64%	58%	58%	51%	50%	39%
AI数据中心储能需求 (GWh)	9	37	84	143	231	335
-新增算力需求 (GW)	7	18	23	28	34	40
-AIDC绿电直连比例	10%	15%	25%	35%	45%	50%
-单GW算力储能需求 (GWh)	1.2	1.8	3.1	4.3	5.5	6.1
-AIDC绿电直联接配储需求 (GWh)	9	33	71	120	185	247
-AIDC低压直流储能比例	1%	5%	10%	15%	25%	40%
-单GW算力储能需求 (GWh)	4.4	4.8	5.3	5.4	5.4	5.5
-AIDC低压直流储需求 (GWh)	0	4	12	23	46	89
其余大储需求 (GWh)	40	40	38	42	46	50

8 欧洲大储：欧洲各国多点开花，增速高，持续性强

◆ **欧洲各国陆续出台政策支持大储发展。**欧洲能源危机后新能源装机快速增长，电网消纳压力大，对于储能的需求较为旺盛，各国政府陆续出台相关政策支持储能发展。预计欧洲26年大储装机至40GWh，同比翻倍以上。欧洲容量电价政策支持力度大，且电力交易价差大，南欧和东欧等近2年增量明显，我们测算25年意大利、英国、德国、荷兰新增装机5.0/2.0/1.5/1.2GWh，同比+39%/33%/88%/94%。希腊、西班牙24年基数较低，25年新增装机同增900%/200%。我们预计26年欧洲新增储能装机42.28GWh，同比+109%，到30年欧洲新增装机有望达128+GWh。我们预计26年大储装机42GWh，同增109%。

表：欧洲储能补贴政策更新

国家	大储规划和项目进展
德国	2025年3月，德国议会批准了一项宪法改革，允许该国为基础设施和气候投资承担大量新债务，并批准从总计5000亿欧元的基础设施和国防基金中拨款1000亿欧元专门用于气候行动和能源转型项目（KTF），支持德国到2045年实现气候中和的目标。
西班牙	2025年3月，欧盟委员会批准了一项在西班牙部署大规模电力存储的新援助计划，耗资7亿欧元。独立的储能站点、与可再生能源设施一起安装的项目以及计划作为火力发电厂一部分的储能项目将获得补贴。
荷兰	政府公布《2024年春季备忘录》，拨款1亿欧元补贴与光伏同步部署的电池储能项目（2025-2034年实施）。
波兰	2025年4月，波兰政府正式启动了预算总额达41.5亿兹罗提（约合10亿美元）的储能设施补贴计划，项目目标为推动大规模储能项目建设，提升国家电网（NPS）稳定性。
意大利	欧盟批准177亿欧元国家援助计划，支持建设总容量超9GW/71GWh的储能设施，持续至2033年底，以年度付款形式涵盖投资和运营成本。

表：欧洲大储需求预测

欧洲	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
合计当年新增储能 (Gw)	10.1	16.9	23.4	28.1	32.2	35.8
合计当年新增储能 (Gwh)	20.25	42.28	70.11	96.82	113.38	128.52
-容量增速	131%	109%	66%	38%	17%	13%
英国	2.0	3.6	5.4	8.1	9.7	11.7
-增速	33%	80%	50%	50%	20%	20%
意大利	5.0	7.0	8.5	10.2	11.2	12.3
-增速	39%	40%	21%	20%	10%	10%
希腊	1.0	1.2	1.4	2.1	2.7	3.3
-增速	900%	20%	17%	50%	30%	20%
西班牙	0.3	1.0	2.0	4.0	5.2	6.8
-增速	200%	233%	100%	100%	30%	30%
德国	1.5	2.3	3.4	5.1	7.6	9.9
-增速	88%	50%	50%	50%	50%	30%
法国	0.3	0.5	0.8	1.3	2.0	3.3
-增速	100%	50%	78%	60%	60%	60%
荷兰	1.2	2.0	3.0	3.6	4.3	5.2
-增速	94%	67%	50%	20%	20%	20%
其他	8.9	24.8	45.6	62.5	70.5	76.1
-增速	373%	177%	84%	37%	13%	8%
储能累计装机 (Gw)	21.7	38.6	61.9	90.0	122.2	158.0
累计装机储能 (Gwh)	39.2	81.5	151.6	248.4	361.8	490.3
-累计光伏装机储能功率配比	11.21%	16.18%	21.24%	25.46%	28.75%	31.09%

8 新兴市场：中东、南美、澳洲、东南亚大储多点开花

◆ **新兴市场多点开花，26年保持翻倍增长。** 中东、智利、澳大利亚等在建规划项目众多，有望持续保持高增加，同时印度市场推行强制配储政策，有望随新能源发展带动储能需求提升，我们预计新兴市场25年装机约37GWh，预计26年同比增长144%至91GWh。其中中东市场订单及需求快速爆发，预计同比增长186%至40GWh，智利+50%至6GWh，澳大利亚增长80%至9GWh，菲律宾、印度各贡献4GWh。26年新兴市场有望翻倍以上增长。

表：新兴市场大储需求预测

其他区域	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
合计当年新增储能 (Gw)	2.1	4.0	12.4	28.9	50.3	73.9	97.6	122.8
合计当年新增储能 (Gwh)	4.76	10.55	37.29	90.92	158.56	234.97	313.53	398.41
-增速	278%	121%	253%	144%	74%	48%	33%	27%
中东地区	2.0	4.0	14.0	40.0	48.0	55.2	63.5	73.0
-增速		100%	250%	186%	20%	15%	15%	15%
智利	0.5	2.0	4.0	6.0	7.8	9.4	11.2	13.5
-增速		300%	100%	50%	30%	20%	20%	20%
澳大利亚	1.4	2.0	5.0	9.0	11.7	14.0	16.8	20.2
-增速		43%	178%	80%	30%	20%	20%	20%
菲律宾	0.5	0.8	2.0	4.0	4.5	5.0	5.4	6.0
-增速		60%	150%	100%	13%	10%	10%	10%
印度	0.2	1.0	2.0	4.0	5.6	6.7	8.1	9.7
-增速		400%	100%	100%	40%	20%	20%	20%
其他	0.2	0.8	10.3	27.9	81.0	144.7	208.5	276.0
-增速		357%	983%	171%	190%	79%	44%	32%

5 玻璃板块26Q1收82.83亿元，同环比-13.82%/5.07%

- ◆ **玻璃2025年收入374.85亿元，同比-18.45%**。其中25Q4收入78.84亿元，同比-20.54%，环比-27.55%；26Q1收入82.83亿元，同比-13.82%，环比+5.07%。
- ◆ **玻璃2025年毛利率11.31%，同比-0.77pct**。25Q4毛利率16.46%，同比+15.45pct、环比+5.89pct；龙头企业福莱特25Q4毛利率21.38%，同比+21.38pct，环比+7.51pct。

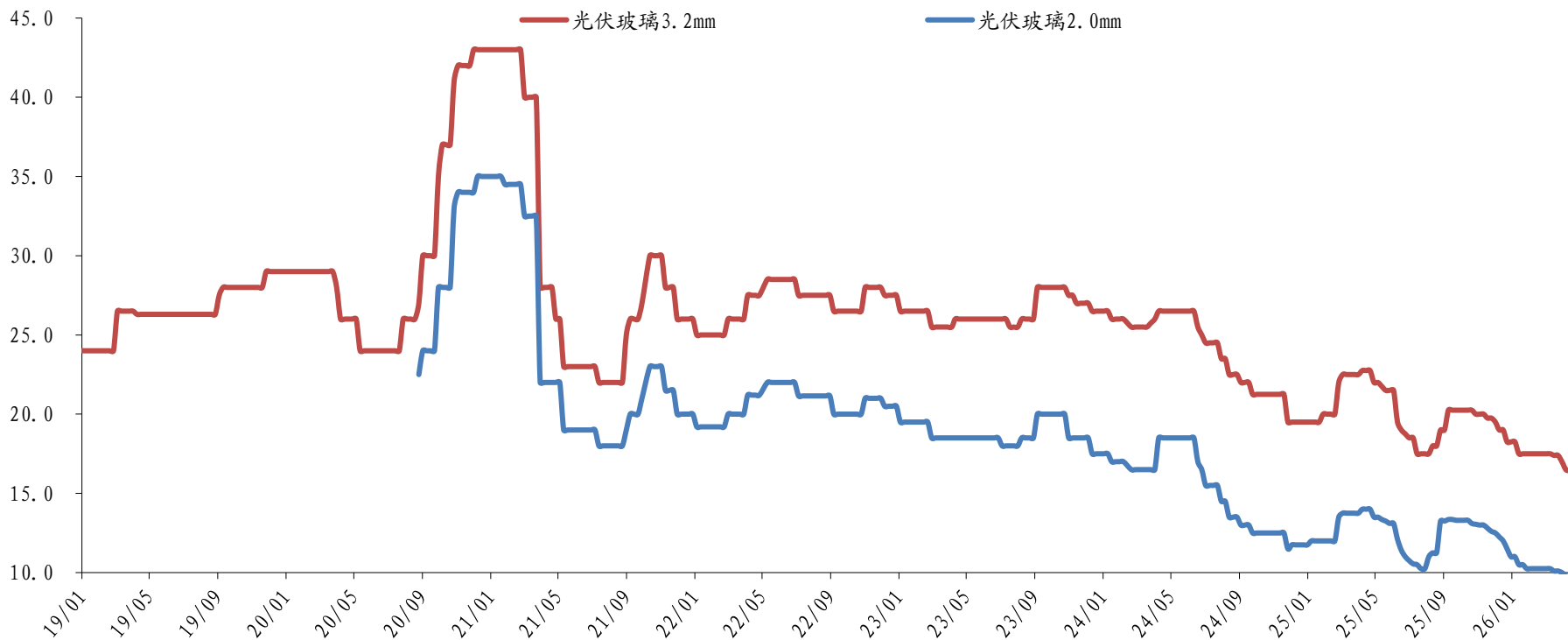
营业收入	25	同比	25Q4	同比	环比	26Q1	同比	环比
福莱特	155.67	-16.68%	31.03	-23.92%	-34.35%	36.74	-9.95%	18.38%
亚玛顿	20.36	-29.62%	4.56	2.23%	-8.43%	3.68	-34.18%	-19.19%
凯盛新能	32.44	-29.40%	5.67	37.01%	-43.51%	6.73	-24.53%	18.74%
安彩高科	29.19	-32.73%	4.63	-47.28%	-35.12%	5.78	-42.87%	24.81%
南玻A	137.19	-11.24%	32.95	-8.94%	-16.38%	29.9	-2.56%	-9.25%
合计	374.85	-18.45%	78.84	-20.54%	-27.55%	82.83	-13.82%	5.07%

毛利率	25	同比	25Q4	同比	环比	26Q1	同比	环比
福莱特	16.91%	1.41pct	24.27%	21.38pct	7.51pct	14.40%	2.70pct	-9.80pct
亚玛顿	6.68%	2.18pct	7.50%	5.17pct	-3.08pct	4.30%	-2.90pct	-3.20pct
凯盛新能	-12.29%	-7.94pct	-6.61%	23.75pct	4.16pct	-32.70%	-19.30pct	-26.10pct
安彩高科	-4.55%	-7.31pct	-2.15%	9.64pct	6.34pct	-11.20%	-6.90pct	-9.10pct
南玻A	14.61%	-2.25pct	16.92%	7.27pct	4.10pct	11.00%	-2.30pct	-5.90pct
合计	11.31%	-0.77pct	16.46%	15.45pct	5.89pct	7.13%	-0.82pct	-9.33pct

5 26q1国内需求较弱，玻璃价格仍在下行

◆ **旺季反弹难持续，淡季深跌，26年4月创周期新低。** 25Q4玻璃需求仍旧较弱，26Q1价格继续下行，3月需求小幅提升但未拉动价格上涨，玻璃降价0.1-0.15元，截至2026年4月底，福莱特3.2/2.0mm玻璃价格分别为16/9.4元/平，整体看26Q2盈利仍有可能承压。

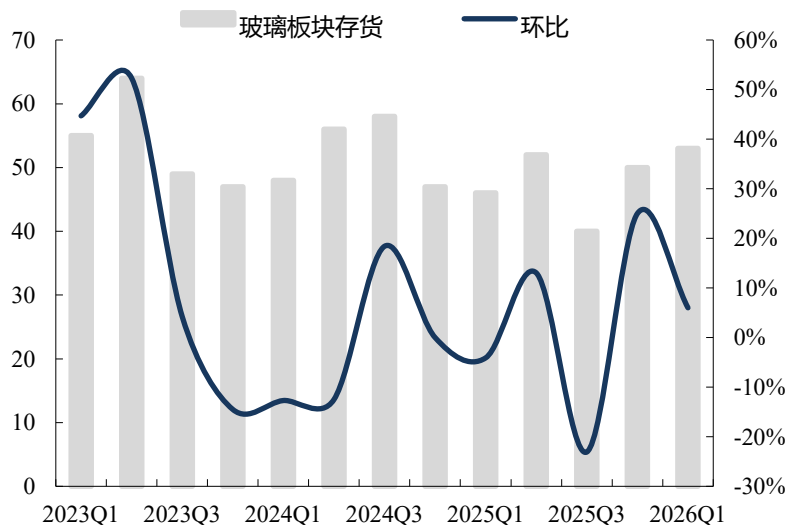
图：玻璃价格曲线



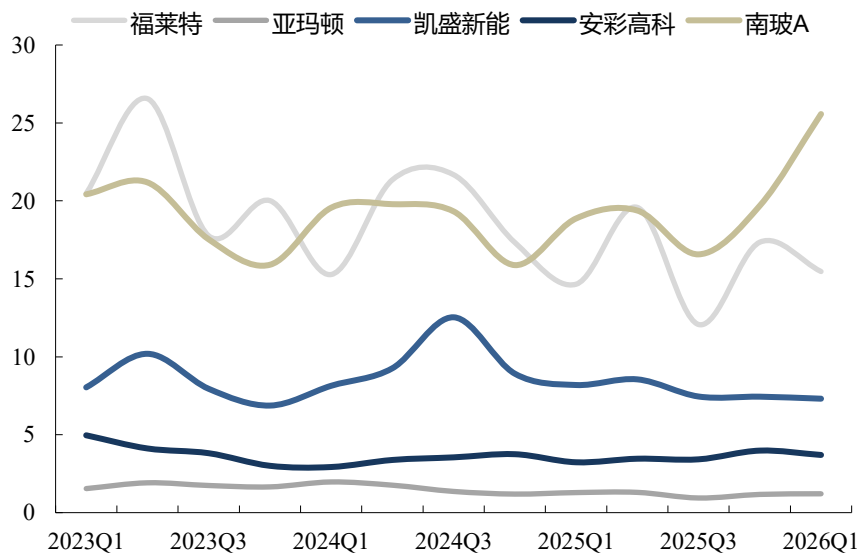
5 玻璃存货波动明显，南玻A+扩张显著

- ◆ **光伏玻璃板块库存呈现整体上涨。**截至2026Q1末，行业总库存规模达53.25亿元，较2025Q1同期（46.23亿元）同比增长15.2%，整体库存压力有所加大。
- ◆ **福莱特同比增长5.6%，库存相对稳健。**南玻A+35.5%，库存增幅最大，压力最突出。凯盛新能：同比-10.7%，库存管理积极。安彩高科同比+14.6%，库存有所累积。亚玛顿同比-5.9%，库存稳中有降。

图：光伏玻璃板块季度库存情况（亿元，%）



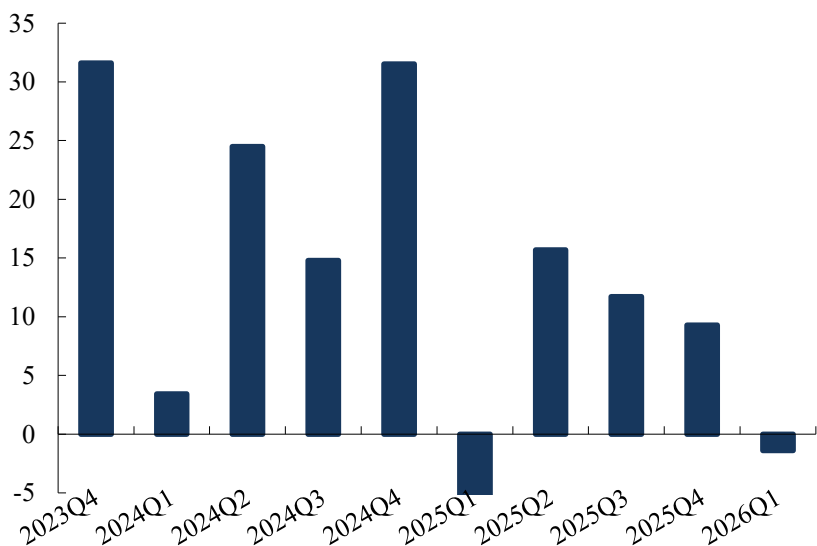
图：龙头玻璃厂商库存对比（亿元）



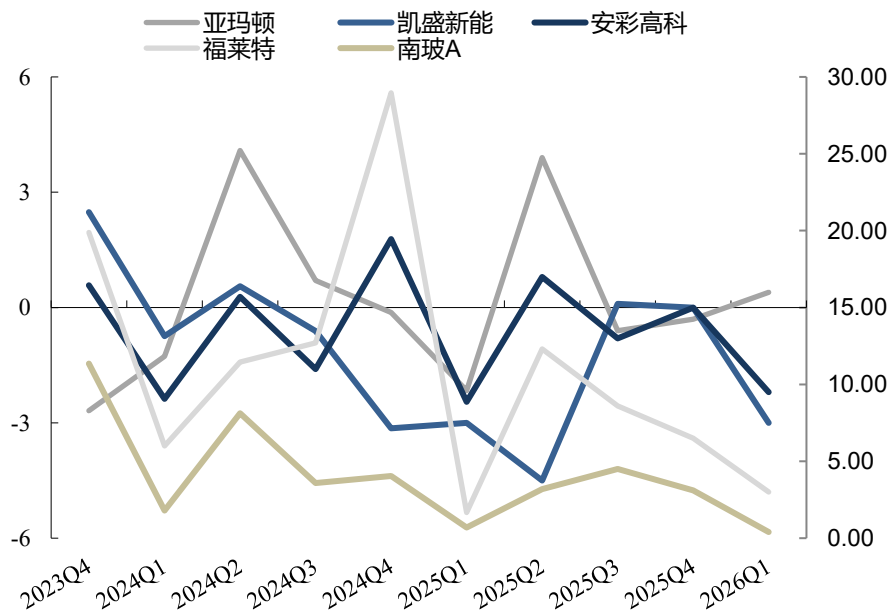
5 26Q1玻璃现金流总体下降

- ◆ 2026Q1光伏玻璃行业整体经营性现金流下滑1.38亿元，反映出行业在需求端和供给端面临的双重压力。一方面，光伏玻璃价格下降导致销售收入减少；另一方面，行业产能过剩问题依然存在，市场竞争加剧。
- ◆ 福莱特玻璃2026Q1经营活动产生的现金流量净额为3.0亿元，同比增加79.92%。

图：光伏玻璃板块季度经营性现金流情况（亿元，%）



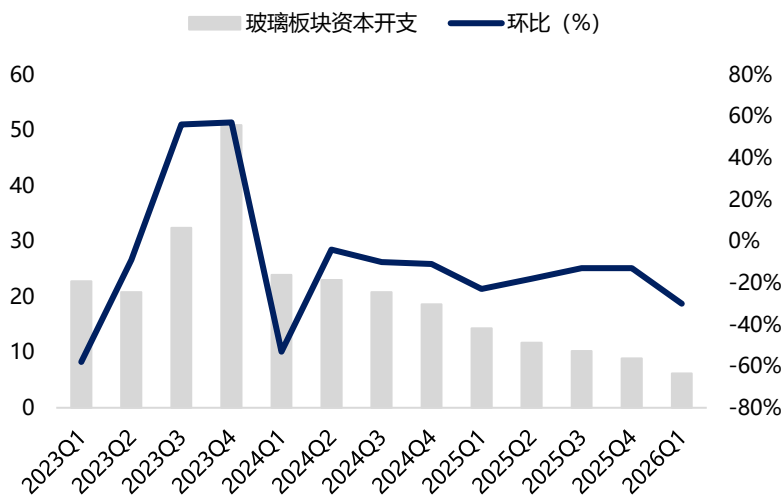
图：龙头玻璃厂商经营性现金流对比（亿元，右轴：福莱特，南玻A）



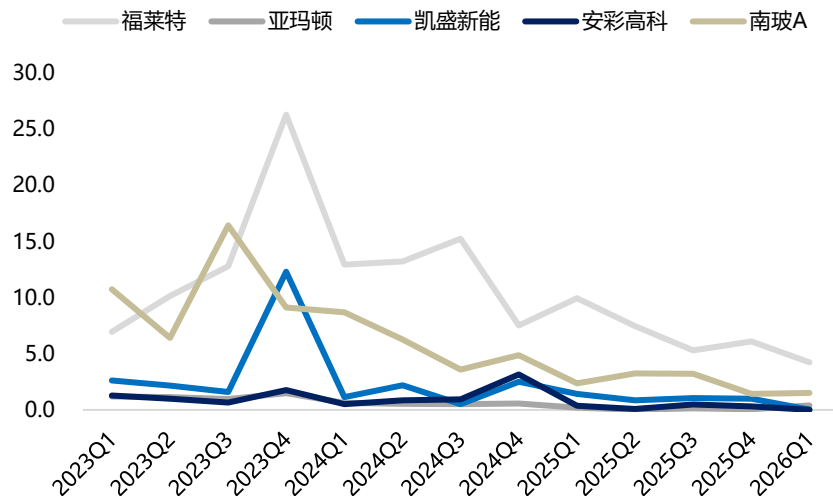
5 玻璃资本开支增长放缓，南玻A小幅下降

- ◆ **光伏玻璃行业资本开支增长持续放缓**，2025Q4玻璃板块资本开支8.87亿元，同比-52.3%，环比-13.0%；2026Q1进一步降至6.17亿元，同比-56.7%，环比-30.5%。
- ◆ **各公司对比来看，2026Q1玻璃龙头资本开支均有波动**。2026Q1资本开支金额上，福莱特（4.23亿元）>南玻A（1.50亿元）>亚玛顿（0.40亿元）>凯盛新能（0.03亿元）>安彩高科（0.004亿元）；环比增幅上，亚玛顿（+672.28%）>南玻A（+5.41%）>福莱特（-30.49%）>凯盛新能（-97.04%）>安彩高科（-98.57%）。其中，亚玛顿、南玻A实现环比正增长，2026Q1资本开支分别为0.40亿元、1.50亿元；福莱特仍为资本开支规模最大的玻璃龙头，2026Q1资本开支为4.23亿元，但环比下降30.49%。

图：光伏玻璃板块季度资本开支情况（亿元，%）



图：龙头玻璃厂商资本开支对比（亿元）



6 胶膜板块25年营收521.7亿元，同比-9.01%

- ◆ 胶膜25年营收521.74亿元，同比-9.01%，归母净利润9.58亿元，同比-42.25%；胶膜25Q4收入125.57亿元，同比-8.34%，环比-0.74%；26Q1收入117.22亿元，同比-8.60%，环比-6.66%。
- ◆ 胶膜25年毛利率14.00%，同比-0.34pct。龙头企业福斯特毛利率10.96%，同比-3.78pct。胶膜25Q4毛利率18.08%，同比+3.66pct、环比+4.42pct。胶膜26Q1毛利率14.93%，同比+0.91pct、环比-3.15pct。

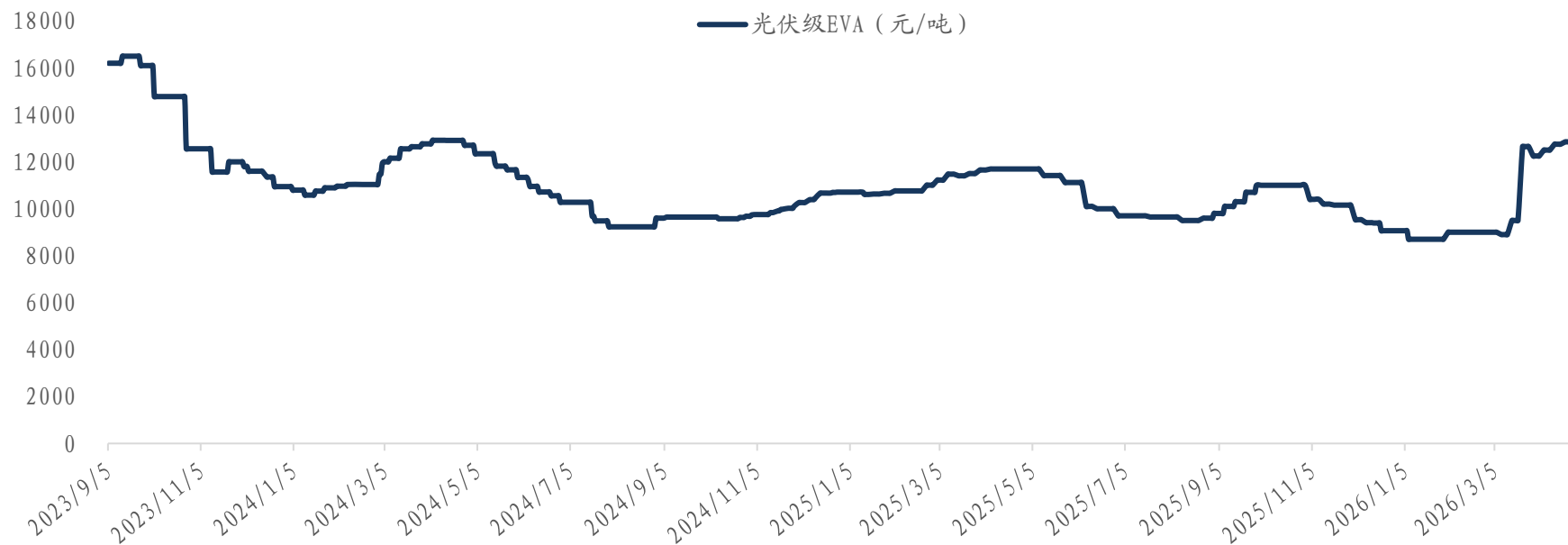
营业收入	25年	同比	25Q4	同比	环比	26Q1	同比	环比
福斯特	154.91	-19.10%	37.03	-6.80%	-3.30%	33.73	-6.95%	-8.92%
海优新材	11.61	-55.19%	2.91	-45.90%	23.03%	2.6	-17.53%	-10.69%
赛伍技术	26.22	-12.72%	5.83	-16.40%	-15.13%	6.03	-6.21%	3.52%
鹿山新材	15.19	-26.49%	3.52	-23.57%	-17.42%	3.21	-3.98%	-8.83%
天洋新材	8.61	-34.74%	1.73	-45.73%	-21.22%	1.57	-28.53%	-9.47%
明冠新材	7.2	-16.70%	1.82	77.40%	17.47%	1.97	13.24%	7.78%
深圳燃气	298.01	5.12%	72.72	-4.42%	2.47%	68.11	-9.35%	-6.35%
合计	521.74	-9.01%	125.56	-8.34%	-0.74%	117.22	-8.60%	-6.66%

毛利率	25年	同比	25Q4	同比	环比	26Q1	同比	环比
福斯特	10.96%	-3.78pct	10.53%	-1.09pct	1.64pct	13.83%	0.73pct	3.30pct
海优新材	-1.00%	-0.56pct	4.51%	5.80pct	11.18pct	1.53%	2.53pct	-2.98pct
赛伍技术	1.48%	-2.93pct	4.16%	7.37pct	6.31pct	9.77%	7.07pct	5.61pct
鹿山新材	10.91%	0.91pct	10.70%	1.89pct	0.88pct	15.77%	3.67pct	5.07pct
天洋新材	21.92%	8.33pct	17.04%	4.47pct	-7.78pct	31.53%	7.41pct	14.49pct
明冠新材	-4.10%	-6.99pct	-5.13%	12.53pct	1.92pct	4.74%	8.41ct	9.87pct
深圳燃气	17.64%	0.47pct	24.56%	5.09pct	5.78pct	16.31%	2.91pct	-8.25pct
合计	14.00%	-0.34pct	18.08%	3.66pct	4.42pct	14.93%	0.91pct	-3.15pct

6 26Q1胶膜价格跟涨推动盈利改善，龙头成本优势显著

- ◆ 25Q4及26Q1粒子价格持续下跌后于3月大幅反弹，龙头福斯特成本优势稳固，持续保持单平盈利领先。26年Q1的3月起EVA价格快速上涨，3月首周从9500元/吨涨至12650元/吨，单周涨幅约33%，随后价格在高位震荡，行业顺价传导盈利得到修复，Q2盈利有望进一步改善，龙头福斯特成本优势显著，单平盈利高于二三线1元+/平。

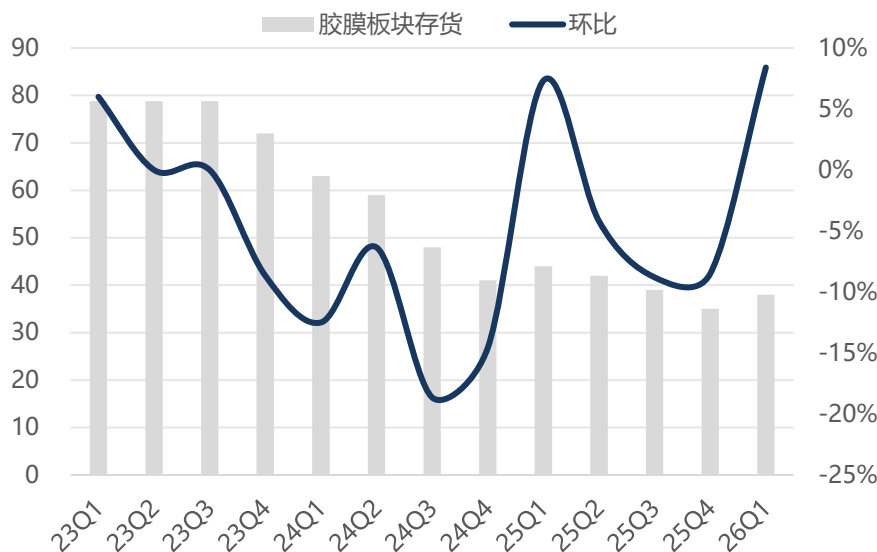
图：EVA粒子价格



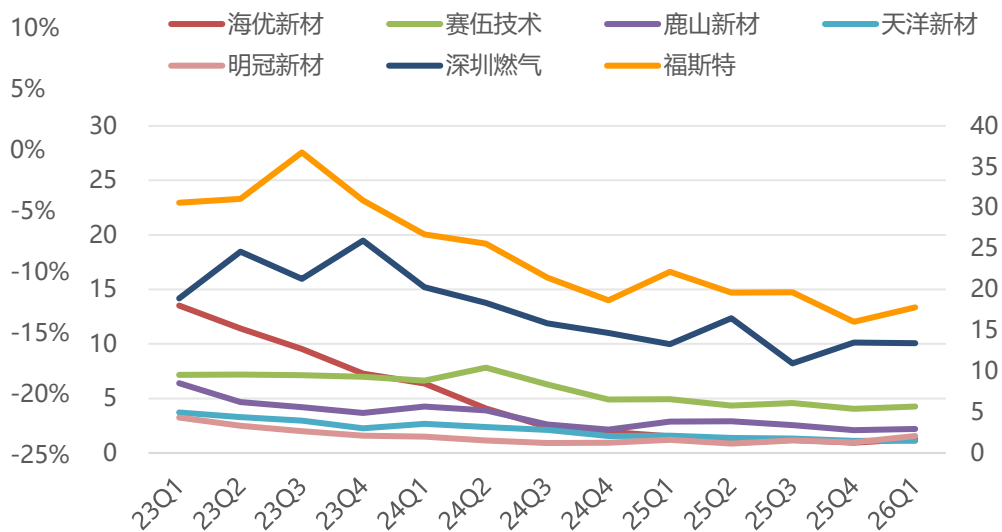
6 25年胶膜存货持续下降，26Q1略有回升

- ◆ 截至2026Q1末，胶膜板块库存总量为38.29亿元，环比增长8.4%，同比下降13.5%。
- ◆ 2026Q1库存金额排名：福斯特（17.81亿元）> 深圳燃气（10.06亿元）> 赛伍技术（4.25亿元）> 鹿山新材（2.19亿元）> 明冠新材（1.56亿元）> 海优新材（1.30亿元）> 天洋新材（1.12亿元）。
- ◆ 2026Q1环比增幅排名：明冠新材（+60.8%）> 海优新材（+38.3%）> 福斯特（+11.0%）> 赛伍技术（+4.9%）> 鹿山新材（+4.8%）> 天洋新材（+0.9%）> 深圳燃气（-0.7%）。

图：光伏胶膜板块季度库存情况（亿元，%）



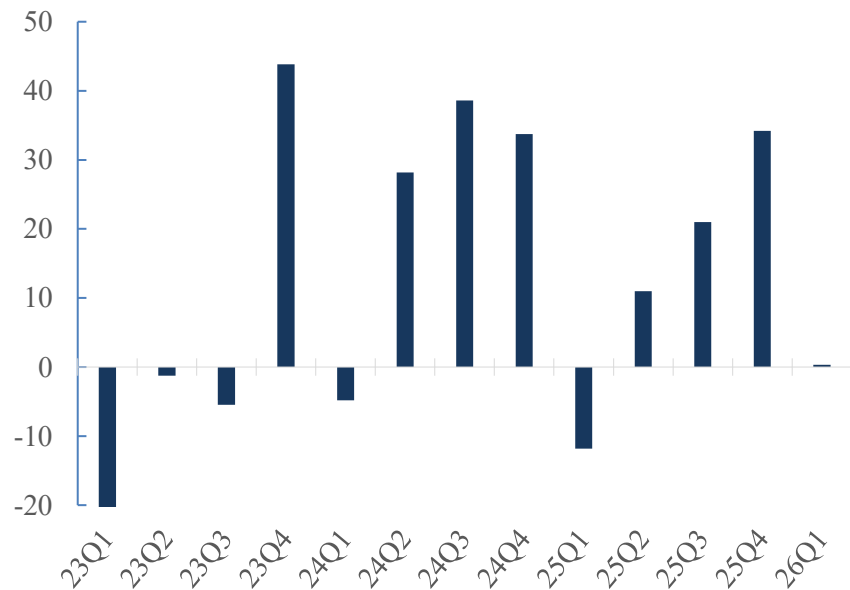
图：龙头胶膜厂商库存对比（亿元，右轴：福斯特）



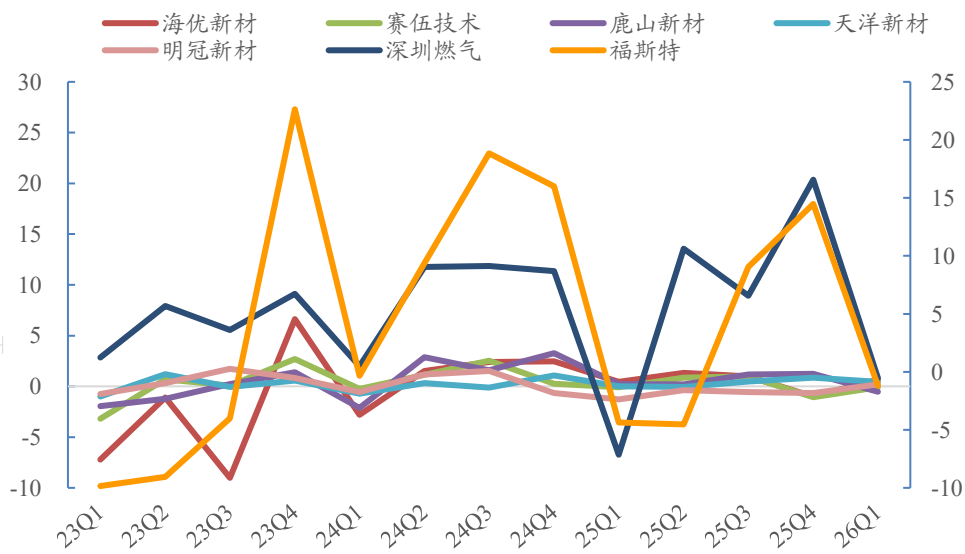
6 胶膜现金流先升后剧降，深圳燃气降幅最大

- ◆ 2026Q1胶膜板块经营性现金流为0.33亿元，较环比骤降99.03%，同比由负转正，大幅改善102.8%。
- ◆ 海优新材2026Q1现金流为0.65亿元，同比实现42.71%的稳健增长；明冠新材现金流环比大幅提升130.47%，由负转正；深圳燃气2026Q1现金流为0.83亿元，现金流环比大幅下降95.94%。

图：光伏胶膜板块季度经营性现金流情况（亿元，%）



图：龙头胶膜厂商经营性现金流对比（亿元）



9

支架板块25年营收153.73亿元，同减9.79%，26Q1营收30.83亿元，同减6.13%

- ◆ 支架2025年收入为153.73亿元，同比-9.79%；支架25Q4收入为33.58亿元，同比-32.80%，环比-9.92%；26Q1收入为30.83亿元，同比-6.13%，环比-8.18%。
- ◆ 支架2025年毛利率为18.25%，同比-0.72pct；龙头企业中信博2025年毛利率为17.11%，同比-1.52个pct；支架25Q4毛利率为18.89%，同比+1.64pct；26Q1毛利率为18.55%，同比-0.66pct，环比-0.34pct。

图：支架板块季度收入、毛利率情况（亿元）

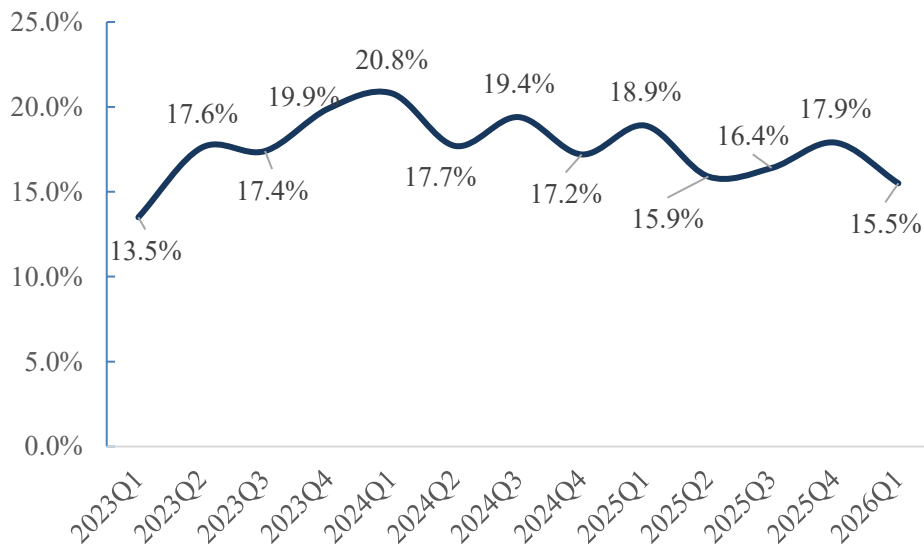
营业收入	25年	同比	25Q4	同比	环比	26Q1	同比	环比
中信博	68.85	-23.72%	15.07	-50.49%	12.39%	14.22	-8.77%	-5.66%
意华股份	64.01	4.99%	14.39	6.27%	-24.94%	12.92	-5.34%	-10.16%
清源股份	20.88	8.79%	4.12	-31.26%	-12.31%	3.69	2.26%	-10.48%
合计	153.73	-9.79%	33.58	-32.80%	-9.92%	30.83	-6.13%	-8.18%

毛利率	25年	同比	25Q4	同比 (pct)	环比 (pct)	26Q1	同比 (pct)	环比 (pct)
中信博	17.11%	-1.52%	17.88%	0.72	1.51	15.47%	-3.43	-2.41
意华股份	19.64%	1.09%	20.71%	3.36	1.18	19.96%	1.19	-0.75
清源股份	17.75%	-3.48%	16.24%	-1.40	-3.58	25.48%	3.20	9.24
合计	18.25%	-0.72%	18.89%	1.64	0.48	18.55%	-0.66	-0.34

9 跟踪支架：需求短期波动，龙头在手订单充沛

- ◆ **毛利率基本维持稳定，2025年龙头海外收入占比仍超65%，营收阶段性回落。** 支架企业毛利率略有波动，主要受交付节奏与结构影响，海外市场出货略低于目标，龙头在手订单仍然充沛，有望持续推动业绩提升。

图：支架龙头中信博毛利率情况



表：支架龙头中信博订单情况（亿元）

	24Q1	25Q1	26Q1
固定支架	8	19	11
其它	1	3	
跟踪支架	59	52	80

风电： 26Q1陆风排产起量， 出海景气度持续

1 风电板块26Q1收入970亿元，同比+31%；归母净利润54亿元，同比+32%

- ◆ 风电板块2025年收入4398亿元，同比+23.5%，归母净利润179亿元，同比+17.2%；其中25Q4收入1395亿元，同比+17.4%，环比+22.9%；25Q4归母净利润23亿元，同比+1.5%，环比-53.2%。
- ◆ 风电板块26Q1收入970亿元，同比+30.8%，环比-30.5%；26Q1归母净利润54亿元，同比+31.5%，环比+129.6%；主要是Q1陆风板块出货景气度较高，带动收入和盈利能力提升。

图表：风电板块25Q4及26Q1收入及利润情况

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)			营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)		
	2025年	同比	2025年	同比	2025Q4	同比	环比	2025Q4	同比	环比	2026Q1	同比	环比	2026Q1	同比	环比
总体	4398	23.50%	179	17.19%	1395	17.38%	22.94%	23	1.49%	-53.24%	970	30.80%	-30.47%	54	31.45%	129.56%
整机	1816	35.22%	35	-5.44%	699	34.28%	59.60%	5	-18.81%	-38.28%	361	49.48%	-48.39%	9	61.50%	75.80%
叶片	517	17.32%	23	74.41%	150	6.03%	6.78%	4	-0.05%	-30.13%	113	17.08%	-24.65%	7	29.61%	57.20%
塔筒	254	40.03%	15	131.42%	71	11.69%	-3.22%	-1	56.42%	110.75%	40	4.19%	-43.71%	5	27.45%	918.21%
铸锻件	330	25.66%	15	60.45%	78	0.82%	-11.63%	2	436.88%	-60.86%	82	14.53%	4.32%	4	10.66%	138.83%
轴承	80	28.36%	9	480.26%	17	-4.50%	-22.19%	1	55.62%	-48.78%	16	-11.42%	-4.97%	2	-13.41%	22.53%
变流器、电机	42	11.64%	5	20.53%	14	-2.26%	55.45%	2	5.03%	114.58%	6	-25.82%	-58.71%	1	-51.48%	-74.01%
海缆	1302	11.16%	69	3.61%	351	4.11%	0.26%	12	15.94%	-37.91%	338	34.35%	-3.67%	24	63.51%	95.46%
运营	58	-7.75%	7	-48.47%	14	-8.54%	10.09%	-3	-	-	14	-11.45%	0.86%	3	-44.12%	200.74%

1 风电板块26Q1毛利率16.4%，同比-0.6pct，环比+4.1pct

- ◆ 风电板块2025年毛利率14.2%，同比-0.4pct，净利率4.3%，同比-1.0pct；其中25Q4毛利率12.3%，同比+2.5pct，环比-1.8pct；25Q4净利率1.7%，同比-0.2pct，环比-3.0pct。
- ◆ 风电板块2026Q1毛利率16.4%，同比-0.6pct，环比+4.1pct；净利率5.9%，同比持平，环比+4.2pct。

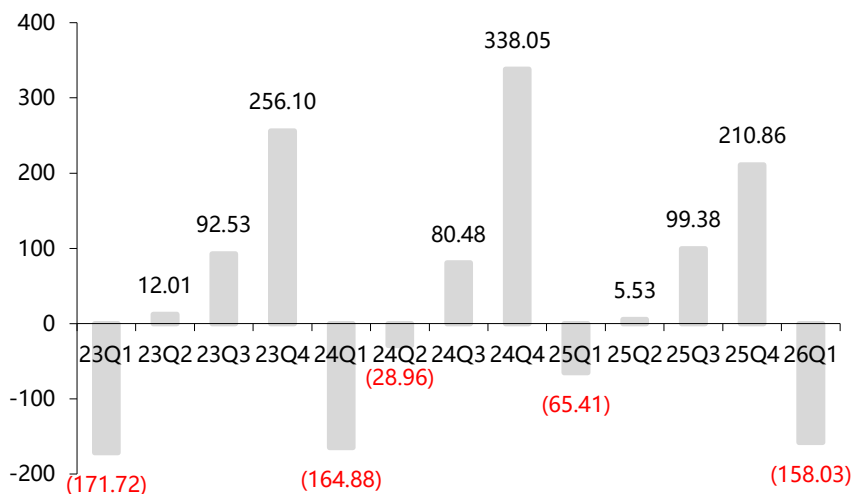
图表：风电板块2025Q4及2026Q1毛利率及净利率情况（同环比：pct）

板块名称	毛利率 (%)			净利率 (%)			毛利率 (%)			净利率 (%)		
	2025Q4	同比	环比	2025Q4	同比	环比	2026Q1	同比	环比	2026Q1	同比	环比
总体	12.3%	2.5	-1.8	1.7%	-0.2	-3.0	16.4%	-0.6	4.1	5.9%	0.0	4.2
整机	9.5%	4.1	-0.6	0.7%	-0.3	-1.3	12.5%	-3.0	3.0	2.8%	0.0	2.0
叶片	15.3%	0.4	-1.8	2.8%	-0.6	-2.4	18.8%	1.6	3.5	6.8%	0.8	4.0
塔筒	16.6%	2.2	-3.1	-0.9%	1.4	-9.3	28.5%	6.0	11.9	13.7%	2.0	14.6
铸锻件	15.9%	1.0	-0.2	2.2%	1.8	-2.8	15.8%	-0.1	-0.1	5.3%	-0.1	3.1
轴承	23.3%	4.6	-2.8	8.7%	3.2	-5.1	24.8%	3.2	1.5	11.4%	-0.4	2.7
变流器、电机	40.2%	1.7	2.8	14.2%	1.0	3.6	40.7%	2.3	0.4	10.0%	-3.8	-4.2
海缆	12.3%	2.8	-1.8	3.5%	0.3	-2.3	16.5%	1.9	4.1	7.4%	1.4	3.9
运营	34.0%	-4.4	0.9	-18.1%	-21.6	-33.0	40.3%	-8.2	6.3	18.7%	-11.2	36.8

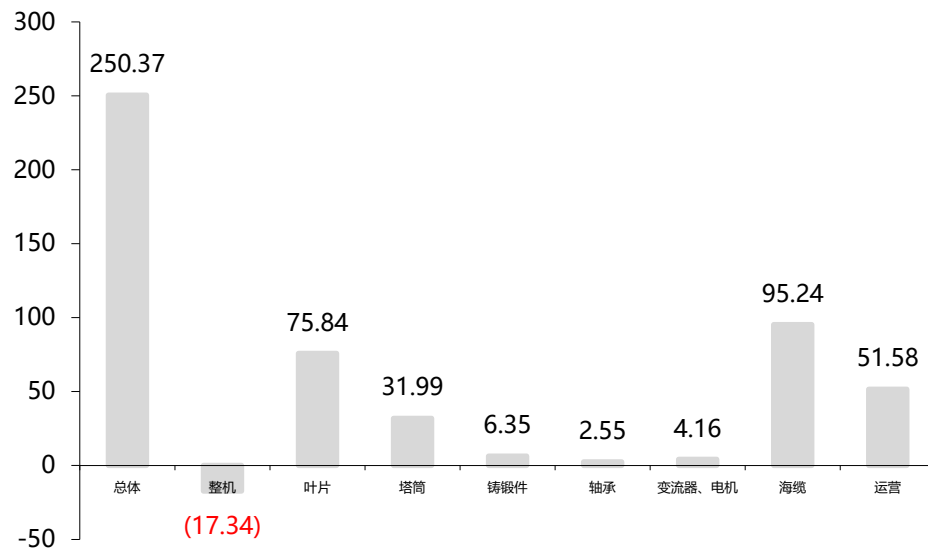
1 风电板块25Q4经营性现金流环比改善，塔筒海缆等现金流状态良好

- ◆ 25Q4风电板块现金流环比继续改善，25Q4风电板块经营性现金流211亿元，环比增加111亿元，年末经营现金流大幅改善；26Q1经营现金流-158亿元，环比转负，主要是季节性影响。
- ◆ 各板块来看，25年现金流：整机（25年为-17亿元）、叶片（76亿元）、塔筒（32亿元）、铸锻件（6亿元）、轴承（3亿元）、海缆（95亿元）；塔筒及塔筒板块现金流表现较好。

图表：风电板块各季度经营性现金流情况（亿元）



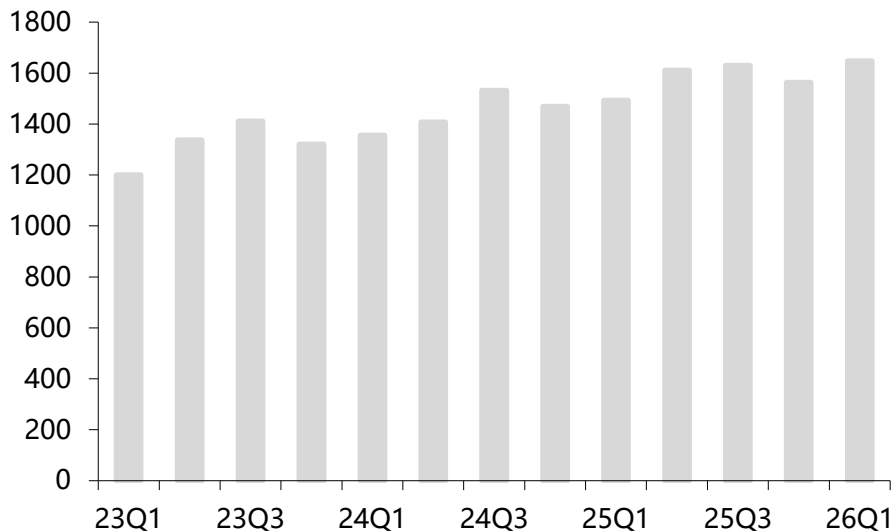
图表：2025年风电各板块经营性现金流情况（亿元）



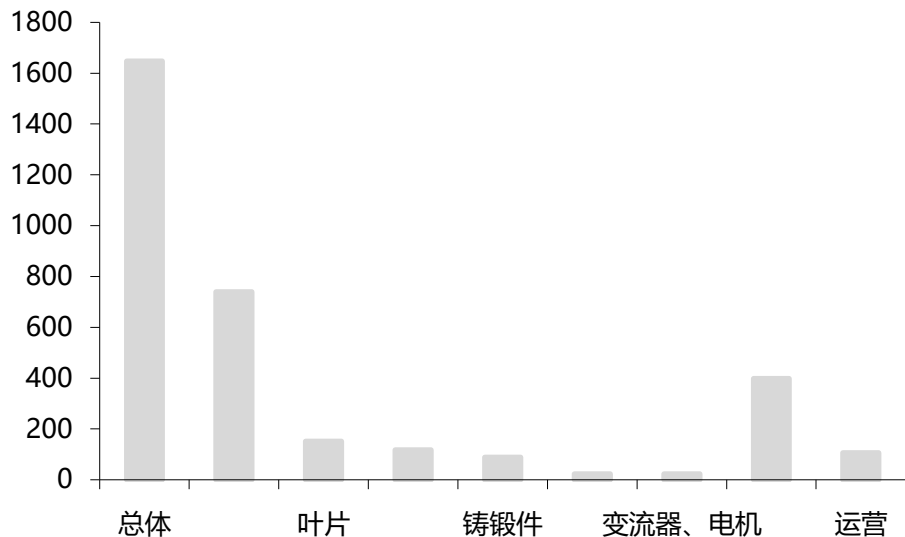
1 风电板块26Q1应收账款1647亿元，环比有所提升

- ◆ 25Q4风电板块应收账款环比小幅下降，25Q4末应收账款1563亿元，环比减少67亿元；26Q1应收账款增加至1647亿元，环比增加84亿元。
- ◆ 各板块来看，25Q4/26Q1各板块应收账款情况：整机（25Q4/26Q1分别为727/740亿元）；叶片（25Q4/26Q1分别为120/152亿元）；塔筒（25Q4/26Q1分别为129/117亿元）；铸锻件（25Q4/26Q1分别为88/89亿元）；轴承（25Q4/26Q1分别为24/23亿元）；海缆（25Q4/26Q1分别为351/398亿元）。

图表：风电板块各季度应收账款情况（亿元）



图表：2026Q1风电各板块应收账款情况（亿元）



2 风机板块26Q1收入361亿元，同环比+49/-48%

- ◆ **整机25Q4营收继续提升，26Q1同比继续上量。**整机板块25Q4营收699亿元，同环比+34/+60%；归母净利润5.1亿元，同环比-19/-38%；26Q1营收361亿元，同环比+49/-48%，归母净利润8.9亿元，同环比+62/+76%；主要系行业出货同比高增，收入规模同比提升。
- ◆ **金风科技：**25Q4营收248.8亿元，同环比19.3%/26.9%；25Q4归母净利润1.9亿元，同环比178.0%/-82.7%；26Q1营收154.8亿元，同环比63.5%/-37.8%；26Q1归母净利润9.1亿元，同环比59.6%/377.5%。
- ◆ **三一重能：**25Q4营收129.3亿元，同环比48.2%/120.8%；25Q4归母净利润5.9亿元，同环比-47.6%/768.8%；26Q1营收39.8亿元，同环比82.2%/-69.2%；26Q1归母净利润1.8亿元，同环比193.8%/-69.6%。
- ◆ **明阳智能：**24Q4营收117.9亿元，同环比70.4%/28.7%；25Q4归母净利润-1.1亿元，同环比77.1%/-167.9%；26Q1营收86.6亿元，同环比12.4%/-26.5%；26Q1归母净利润0.2亿元，同环比-91.8%/123.3%。
- ◆ **运达股份：**24Q4营收109.2亿元，同环比32.0%/43.8%；25Q4归母净利润0.9亿元，同环比-55.3%/-17.9%；26Q1营收66.7亿元，同环比66.4%/-38.9%；26Q1归母净利润0.5亿元，同环比-18.7%/-46.0%。

图表：整机板块龙头公司营收、归母净利润情况（亿元、%）

板块/公司	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)		
	2025Q4	同比	环比	2025Q4	同比	环比	2026Q1	同比	环比	2026Q1	同比	环比
整机	699.3	34.28%	59.60%	5.1	-18.81%	-38.28%	360.9	49.48%	-48.39%	8.9	61.50%	75.80%
金风科技	248.8	19.26%	26.86%	1.9	178.02%	-82.68%	154.8	63.48%	-37.75%	9.1	59.65%	377.51%
三一重能	129.3	48.21%	120.75%	5.9	-47.62%	768.81%	39.8	82.19%	-69.18%	1.8	193.80%	-69.61%
明阳智能	117.9	70.35%	28.71%	-1.1	77.10%	-167.95%	86.6	12.45%	-26.53%	0.2	-91.84%	123.29%
运达股份	109.2	32.01%	43.79%	0.9	-55.31%	-17.91%	66.7	66.39%	-38.87%	0.5	-18.69%	-45.99%
电气风电	94.2	28.97%	489.13%	-2.6	16.52%	43.18%	12.9	66.89%	-86.35%	-2.7	-44.11%	-4.95%

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	25Q3	25Q4	26Q1	
三一重能	风机整体	出货量 (MW)	7240	500	1025	2000	3715	1000	2000	2410	3990	1490	3230	4000	4980	1900
		毛利率 (%)	15.50%	27.60%	20.00%	14.00%	12.60%	13.71%	15.81%	8.64%		4.74%		4.37%	4.00%	4.00%
	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	58.6	129	39.9
		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%	4.37%	11.54%	11.66%
金风科技	风机及配件	出货量 (MW)	13772	1110	4674	3120	4868	1436	3760	4510	6344	2600	8050	7810	8180	6040
		毛利率 (%)	6.40%	7.00%	2.70%	7.00%	8.80%	3.50%	4.00%	5%+	5%+	8~10%	7.54%	8.00%	9.50%	11.90%
	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	196.1	248.8	154.8
		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%	13.00%	13.78%	16.76%
明阳智能	风机及配件	出货量 (MW)	9690	946	2499	3467	2778	1000	3000	3700	3120	3800	4300	4100	6100	-
		毛利率 (%)	6.40%	5.00%	17.10%	7.50%	-6.60%	7.24%	7.69%	8.00%	-	7.44%	6.00%	9.00%	6%	6%
	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	91.6	117.9	86.6
		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%	10.27%	7.75%	10.20%
运达股份	风机及配件	出货量 (MW)	8500	1700	1700	1900	3200	2000	2000	2650	4950	2300	4000	4700	7160	3300
		毛利率 (%)	12.51%	15.86%		10.31%		10.34%		9.02%		7.80%	7%	8%	4%	7%
	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	75.9	109	66.7
		毛利率 (%)	13.70%	16.67%	17.13%	13.73%	10.67%	14.00%	12.66%	16.17%	-	10.47%	8.07%	9.27%	4.99%	8.03%

3 塔筒板块26Q1归母净利润5.4亿元，同环比+28%/+918%

- ◆ 塔筒板块25Q4营收72亿元，同环比+12%/-3.2%；归母净利润-0.7亿元，主要是天顺风能Q4计提资产减值导致；26Q1营收40.2亿元，同环比+4.2%/-43.7%，归母净利润5.4亿元，同环比+27.5%/918.2%，国内海风开工较慢，导致营收环比有所下降；陆风出货同比继续提升；出海部分，大金重工实现更高盈利能力使得利润同比提升。
- ◆ **大金重工**：25Q4营收15.8亿元，同环比7.1%/-10.0%；25Q4归母净利润2.2亿元，同环比12.6%/-36.6%；26Q1营收19.1亿元，同环比67.2%/20.8%；26Q1归母净利润4.3亿元，同环比88.2%/101.2%。
- ◆ **天顺风能**：25Q4营收16.7亿元，同环比28.1%/8.6%；25Q4归母净利润-3.1亿元，同环比-250.1%/-2021.6%；26Q1营收6.6亿元，同环比-29.0%/-60.5%；26Q1归母净利润0.4亿元，同环比16.2%/113.6%。
- ◆ **海力风电**：25Q4营收9.7亿元，同环比230.6%/-40.8%；25Q4归母净利润0.0亿元，同环比101.3%/-99.8%；26Q1营收0.8亿元，同环比-81.7%/-91.8%；26Q1归母净利润0.1亿元，同环比-79.0%/4935.8%。
- ◆ **泰胜风能**：25Q4营收14.9亿元，同环比-21.0%/6.2%；25Q4归母净利润0.0亿元，同环比-106.2%/-102.1%；26Q1营收5.7亿元，同环比-28.6%/-61.9%；26Q1归母净利润0.1亿元，同环比-69.8%/776.7%

图表：塔筒板块龙头公司营收、归母净利润情况（亿元、%）

板块/公司	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)		
	2025Q4	同比	环比	2025Q4	同比	环比	2026Q1	同比	环比	2026Q1	同比	环比
塔筒	71.5	11.69%	-3.22%	-0.7	56.42%	-110.75%	40.2	4.19%	-43.71%	5.4	27.45%	918.21%
大金重工	15.8	7.12%	-10.04%	2.2	12.59%	-36.60%	19.1	67.17%	20.83%	4.3	88.19%	101.19%
天顺风能	16.7	28.09%	8.61%	-3.1	-250.06%	-2021.56%	6.6	-29.01%	-60.51%	0.4	16.16%	113.56%
天能重工	14.4	-0.11%	36.96%	0.3	109.48%	70.94%	8.1	43.92%	-43.76%	0.3	-25.85%	33.81%
泰胜风能	14.9	-21.04%	6.17%	0.0	-106.15%	-102.06%	5.7	-28.58%	-61.92%	0.1	-69.82%	776.67%
海力风电	9.7	230.57%	-40.84%	0.0	101.29%	-99.81%	0.8	-81.66%	-91.75%	0.1	-79.03%	4935.83%

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	25Q3	25Q4	26Q1
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	14	15	5.7
	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%	13.35%	9.62%	12.25%
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	15.3	16.7	6.6
	出货量 (万吨)	9.5	18.5	14.7	14.5	4.5	5.4	10.5	33.7	6.2	15	12	7.5	-
	其中：海风	0	8	3.7	0.5	0	0.9	3	2.3	-	2.5	6	4.1	0
	毛利率 (%)	26.23%	21.39%	20.27%	26.49%	30.39%	23.54%	22.77%	3.76%	23.48%	18.95%	16.51%	18.63%	33.49%
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	17.5	15.8	19.1
	出货量 (万吨)	10	13.8	14	12	5	10	12.3	14.1	8.9	11.4	14.4	9.3	12.7
	其中：出口海风	1	3.4	3	2.5	1.2	3	1.8	3.2	3.9	4.2	5.2	3	7.4
	毛利率 (%)	19.00%	27.47%	24.58%	20.88%	31.60%	27.00%	25.22%	33.96%	30.95%	26.30%	35.91%	31.36%	39.19%
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	16.4	9.7	0.8
	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	20.3	10.7	0
	毛利率 (%)	15.48%	15.20%	6.57%	-21.80%	5.05%	0.22%	8.15%	13.64%	15.05%	17.59%	15.22%	5.17%	18.59%

4 海缆板块26Q1归母净利润24.0亿元，同环比+63.5%/+95.5%

- ◆ 海缆板块25Q4营收351亿元，同环比+4.1%/+0.3%；归母净利润12.3亿元，同环比+15.9%/-37.9%；26Q1营收338亿元，同环比+34.3%/-3.7%，归母净利润24.0亿元，同环比+63.5%/+95.5%，盈利规模同比保持一定增长。
- ◆ **东方电缆**：25Q4营收33.5亿元，同环比39.7%/9.1%；25Q4归母净利润3.6亿元，同环比370.1%/-19.0%；26Q1营收28.8亿元，同环比34.3%/-13.8%；26Q1归母净利润3.7亿元，同环比32.3%/3.9%。
- ◆ **中天科技**：25Q4营收145.3亿元，同环比5.7%/1.0%；25Q4归母净利润5.6亿元，同环比7.0%/-26.8%；26Q1营收131.4亿元，同环比34.7%/-9.5%；26Q1归母净利润9.2亿元，同环比46.4%/63.0%。
- ◆ **亨通光电**：25Q4营收172.3亿元，同环比-2.0%/-1.9%；25Q4归母净利润3.0亿元，同环比-32.9%/-60.1%；26Q1营收177.9亿元，同环比34.1%/3.2%；26Q1归母净利润11.1亿元，同环比98.5%/263.1%。

图表：海缆板块龙头公司营收、归母净利润、毛利率、净利率情况（亿元、%）

板块/公司	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)		
	2025Q4	同比	环比	2025Q4	同比	环比	2026Q1	同比	环比	2026Q1	同比	环比
海缆	351.0	4.1%	0.3%	12.3	15.9%	-37.9%	338.2	34.3%	-3.7%	24.0	63.5%	95.5%
东方电缆	33.5	39.7%	9.1%	3.6	370.1%	-19.0%	28.8	34.3%	-13.8%	3.7	32.3%	3.9%
亨通光电	172.3	-2.0%	-1.9%	3.0	-32.9%	-60.1%	177.9	34.1%	3.2%	11.1	98.5%	263.1%
中天科技	145.3	5.7%	1.0%	5.6	7.0%	-26.8%	131.4	34.7%	-9.5%	9.2	46.4%	63.0%

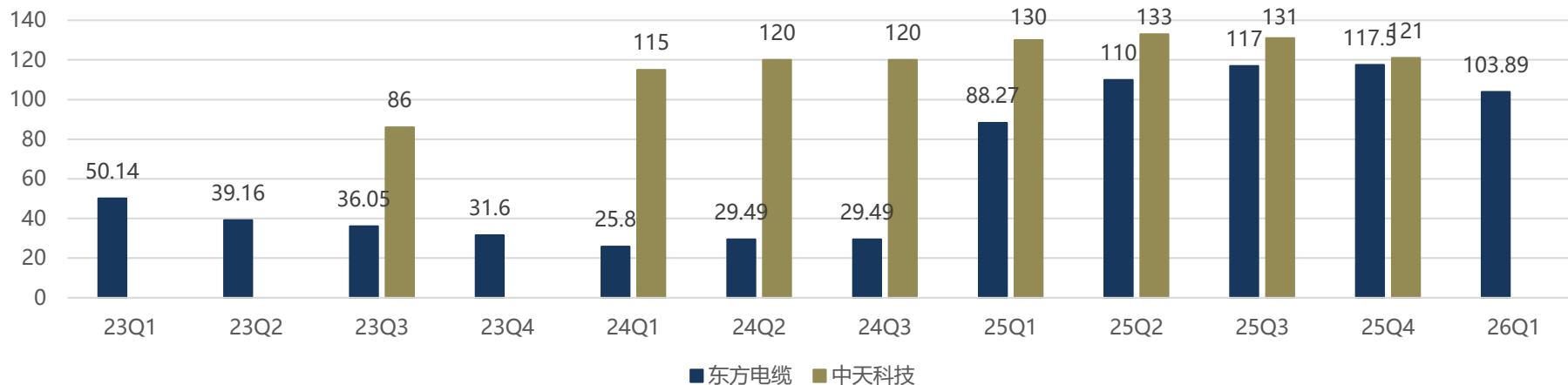
板块/公司	毛利率 (%)			净利率 (%)			毛利率 (%)			净利率 (%)		
	2025Q4	同比	环比	2025Q4	同比	环比	2026Q1	同比	环比	2026Q1	同比	环比
海缆	12.35%	2.8pct	-1.8pct	3.49%	0.3pct	-2.3pct	16.47%	1.9pct	4.1pct	7.40%	1.4pct	3.9pct
东方电缆	26.76%	17.2pct	4.2pct	10.68%	7.5pct	-3.7pct	23.56%	3.2pct	-3.2pct	12.89%	-0.2pct	2.2pct
亨通光电	9.89%	1.4pct	-3.0pct	1.77%	-0.9pct	-2.8pct	15.98%	2.4pct	6.1pct	6.64%	2.2pct	4.9pct
中天科技	11.95%	1.2pct	-1.9pct	3.88%	0.1pct	-1.5pct	15.58%	1.0pct	3.6pct	7.21%	0.8pct	3.3pct

4 海缆板块龙头主营业业务盈利及订单情况

项目	口径	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025H1	2025H2
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%	6.80%
	高压陆缆									25.02%	38.15%
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%	23.32%

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、中天科技在手订单统计



5 铸锻件板块26Q1归母净利润4.1亿元，同环比+10.7%/+139%

- ◆ 铸锻件板块25Q4营收78亿元，同环比+0.8%/-11.6%；归母净利润1.7亿元，同环比+437%/-61%；26Q1营收82亿元，同环比+14.5%/+4.3%，归母净利润4.1亿元，同环比+10.7%/139%，主要系行业出货同比增长，折旧摊薄较多，铸件环节供需仍然偏紧未出现明显降价，导致盈利能力大幅提升。
- ◆ **日月股份**：25Q4营收14.0亿元，同环比-7.3%/-14.1%；25Q4归母净利润1.2亿元，同环比1.5%/-21.1%；26Q1营收11.4亿元，同环比-12.2%/-18.4%；26Q1归母净利润0.8亿元，同环比-29.7%/-28.7%。
- ◆ **金雷股份**：25Q4营收3.7亿元，同环比-43.4%/-55.7%；25Q4归母净利润0.1亿元，同环比-60.2%/-92.0%；26Q1营收5.6亿元，同环比11.8%/52.3%；26Q1归母净利润0.7亿元，同环比21.9%/622.2%。

图表：铸锻件板块龙头公司营收、归母净利润情况（亿元、%）

板块/公司	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)		
	2025Q4	同比	环比	2025Q4	同比	环比	2026Q1	同比	环比	2026Q1	同比	环比
铸锻件	78.2	0.82%	-11.63%	1.7	436.88%	-60.86%	81.6	14.53%	4.32%	4.1	10.66%	138.83%
日月股份	14.0	-7.34%	-14.07%	1.2	1.48%	-21.08%	11.4	-12.16%	-18.42%	0.8	-29.72%	-28.68%
金雷股份	3.7	-43.35%	-55.70%	0.1	-60.21%	-91.97%	5.6	11.80%	52.28%	0.7	21.92%	622.23%
通裕重工	18.6	-1.18%	3.68%	-0.2	-37.78%	-179.42%	15.4	9.06%	-16.81%	0.4	6.23%	325.20%
吉鑫科技	3.3	5.42%	-8.57%	0.2	458.93%	-35.11%	4.7	39.96%	43.37%	0.7	55.22%	209.22%
恒润股份	8.3	26.17%	-20.83%	0.2	129.68%	-20.57%	12.1	71.60%	45.60%	0.7	117.90%	239.72%
振江股份	11.1	5.59%	8.53%	0.7	408.65%	143.93%	14.9	58.87%	33.83%	1.0	1249.12%	42.98%
中环海陆	1.5	9.84%	-22.48%	-0.1	85.74%	47.88%	1.5	-8.95%	-3.35%	-0.3	-24.03%	-109.96%
海锅股份	4.2	27.74%	-18.24%	0.0	-79.58%	-86.16%	3.9	-11.55%	-6.99%	0.1	-68.07%	211.23%
广大特材	11.3	8.62%	-8.60%	-0.4	-221.37%	-167.34%	10.2	-9.29%	-10.24%	0.1	-92.91%	112.28%
宏德股份	2.1	21.22%	3.67%	0.1	214.71%	-19.31%	1.8	-9.44%	-16.78%	0.0	16.50%	-51.35%

6 26Q1叶片同环比提升

- ◆ **叶片板块：**25Q4营收150亿元，同环比+6.0%/+6.8%；归母净利润4.2亿元，同环比-0.1%/-30.1%；26Q1营收113亿元，同环比+17%/-25%；归母净利润6.7亿元，同环比+30%/+57%。其中，①中材科技：25Q4营收84.9亿元，同环比18.4%/1.5%，25Q4归母净利润3.4亿元，同环比19.2%/-29.7%；26Q1营收68.5亿元，同环比24.5%/-19.3%；26Q1归母净利润5.1亿元，同环比40.1%/50.1%。②时代新材：25Q4营收65.2亿元，同环比-6.7%/14.5%，25Q4归母净利润0.9亿元，同环比-39.0%/-31.6%；26Q1营收44.6亿元，同环比7.2%/-31.6%，26Q1归母净利润1.6亿元，同环比4.4%/85.1%。
- ◆ **轴承板块：**25Q4营收17亿元，同环比-4.5%/-22.2%；归母净利润1.5亿元，同环比+56%/-49%；26Q1营收16亿元，同环比-11%/-5%；归母净利润1.8亿元，同环比-13%/+23%。其中，新强联：25Q4营收10.1亿元，同环比3.0%/-28.3%，25Q4归母净利润1.5亿元，同环比52.1%/-41.6%；26Q1营收8.9亿元，同环比-4.3%/-12.2%，26Q1归母净利润1.5亿元，同环比-12.3%/-3.1%。

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/公司	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)		
	2025Q4	同比	环比	2025Q4	同比	环比	2026Q1	同比	环比	2026Q1	同比	环比
叶片	150.2	6.03%	6.78%	4.2	-0.05%	-30.13%	113.1	17.08%	-24.65%	6.7	29.61%	57.20%
中材科技	84.9	18.43%	1.50%	3.4	19.22%	-29.75%	68.5	24.50%	-19.31%	5.1	40.15%	50.15%
时代新材	65.2	-6.70%	14.54%	0.9	-39.03%	-31.57%	44.6	7.25%	-31.61%	1.6	4.41%	85.11%
轴承	16.9	-4.50%	-22.19%	1.5	55.62%	-48.78%	16.1	-11.42%	-4.97%	1.8	-13.41%	22.53%
新强联	10.1	3.01%	-28.29%	1.5	52.09%	-41.60%	8.9	-4.31%	-12.23%	1.5	-12.25%	-3.07%
五洲新春	6.8	-13.80%	-10.98%	-0.1	-3.35%	-130.58%	7.2	-18.83%	5.77%	0.3	-18.62%	534.23%

- ◆ **重点推荐：【1】高景气度方向：储能/逆变器（阳光电源、海博思创、德业股份、锦浪科技、固德威、艾罗能源、正泰电源、禾迈股份、上能电气、盛弘股份、昱能科技、科华数据等）；【2】新技术龙头：浆料新技术关注博迁新材、聚和材料、帝科股份等，钙钛矿关注金晶科技、曼恩斯特、捷佳伟创等。【3】供给侧改革受益、成本优势明显的硅料龙头（通威股份、弘元绿能、关注大全能源、协鑫科技）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、爱旭股份等）和优势龙头（福斯特、中信博、福莱特、钧达股份，关注TCL中环等）。**

表：公司估值表（截至2026年5月10日）

板块	证券代码	名称	总市值 (亿元)	股价	归母净利润（亿元）				PE				评级	来源
					2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E		
组件	601012.SH	隆基绿能	1,240	16	-64	2	36	57	-19	501	34	22	买入	东吴
	688599.SH	天合光能	417	18	-70	3	20	40	-6	147	20	10	买入	东吴
	002459.SZ	晶澳科技	362	11	-46	3	15	33	-8	127	25	11	买入	东吴
	688223.SH	晶科能源	734	7	-69	6	29	51	-11	120	26	14	买入	东吴
	688472.SH	阿特斯	528	15	10	24	35	45	52	22	15	12	买入	东吴
	002056.SZ	横店东磁	319	20	19	19	22	26	17	17	14	12	买入	东吴
逆变器	300274.SZ	阳光电源	2,899	140	135	140	170	221	22	21	17	13	买入	东吴
	300763.SZ	锦浪科技	391	98	7	17	26	33	53	23	15	12	买入	东吴
	605117.SH	德业股份	1,376	151	32	60	79	95	43	23	18	15	买入	东吴
	688390.SH	固德威	260	107	1	12	17	23	193	23	15	12	买入	东吴
	688032.SH	禾迈股份	145	115	-2	2	4	6	-90	76	36	26	买入	东吴
	688348.SH	昱能科技	80	51	-1	1	2	3	-60	156	36	24	增持	东吴
	002150.SZ	正泰电源	104	29	3	4	5	7	35	26	21	15	买入	东吴
电池	600732.SH	爱旭股份	315	15	-18	4	9	16	-17	83	34	19	买入	东吴
	002865.SZ	钧达股份	300	97	-14	4	8	11	-21	73	37	26	买入	东吴
硅片	603185.SH	弘元绿能	148	22	2	2	4	11	79	76	33	13	买入	东吴
	002129.SZ	TCL中环	361	9	-93	-23	9	24	-4	-16	38	15	-	wind
硅料	600438.SH	通威股份	775	17	-96	-21	27	57	-8	-37	28	14	买入	东吴
	688303.SH	大全能源	487	23	-11	2	13	26	-43	254	37	19	-	wind
胶膜	603806.SH	福斯特	498	19	8	18	23	26	65	28	22	19	买入	东吴
	688680.SH	海优新材	49	51	-5	-1	1	3	-10	-75	49	19	-	wind
玻璃	601865.SH	福莱特	324	14	10	13	17	21	33	25	19	16	买入	东吴
运营	601222.SH	林洋能源	140	8	2	8	10	12	57	17	14	12	买入	东吴
金刚线	300861.SZ	美畅股份	136	20	2	5	4	5	56	27	31	28	-	wind
银浆	688503.SH	聚和材料	269	111	4	5	6	8	64	54	42	33	买入	东吴
	300842.SZ	帝科股份	137	94	-3	4	5	6	-50	38	26	22	买入	东吴

- (1) 行业竞争加剧的风险。**若行业竞争加剧，将影响业内公司的盈利能力。
- (2) 政策支持力度不及预期的风险。**补贴、电价机制、并网消纳、招投标及海外贸易政策变化，可能影响行业需求和盈利。
- (3) 原材料价格波动风险。**若硅料、银浆、玻璃、胶膜、钢材、铜、铝、碳酸锂等价格波动可能影响成本和毛利率。
- (4) 海外贸易壁垒及汇率波动风险。**关税、贸易壁垒或汇率大幅波动，可能影响出口收入、利润率和订单兑现。

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>

东吴证券 财富家园