国金证券 SINOLINK SECURITIES

证券研究报告

产业链底部夯实，关注板块β修复机会

——光储板块26Q3业绩总结

分析师：姚遥 执业S1130512080001 yaoy@gjzq.com.cn

分析师：宇文甸 执业S1130522010005 yuwendian@gjzq.com.cn

分析师：张嘉文 执业S1130523090006 zhangjiawen@gjzq.com.cn

联系人：曾爽

2026/11/1

产业链底部夯实，头部企业差异化优势凸显

- 26Q3光伏需求环比改善，国内新增装机38.6GW，同比+38%、环比+26%，电池组件出口83GW，同比-18.8%、环比+4.4%，主要因26Q2基数较低；受此带动行业排产环比改善，但行业供需矛盾仍存，产业链价格仍处于底部区间，行业整体处于承压状态，部分环节亏损略有改善。【SW光伏设备】口径前三季度实现营收3519亿元、同比-13%，归母净利润-183亿元、亏损同比增加58%，主要因25Q3行业反内卷改善上游产品价格及盈利，2026年行业回归市场化竞争后价格及盈利回落；26Q3实现营收1309亿元，同比/环比-7%/+10%，同比下降主要因需求走弱出货下降、且产品价格降低，环比增长主要因Q3排产及出货增长；实现归母净利-61亿元，环比基本持稳。

- **盈利能力：产业链盈利处于承压状态，26Q3部分环节亏损有所改善，头部企业差异化优势凸显。**分环节看，多晶硅排产及出货提升、企业自律挺价推动亏损收窄；电池组件受益排产及出货提升毛利率略有改善，爱旭凭借差异化BC产品盈利显著改善。辅材方面，支架、逆变器等与主产业链相关性较低的环节毛利率处于较高水平，逆变器及储能环节呈现"整体承压、个股分化"的特征；金刚线、胶膜因上游原材料钨/树脂价格下跌，26Q3盈利承压；光伏玻璃因产能刚性、库存较高，价格下跌至历史较低水平，盈利持续承压。

- **资产结构：**盈利承压背景下主链企业以销定产、控制亏损规模，但随着前期借款逐步到期，测算大部分短期资金压力有所加大，大部分企业资产负债率有所上升，多家企业负债率逼近80%。

- **现金流及资本开支：**盈利承压背景下企业加强现金管理，26Q3光伏主要标的经营现金流显著改善；主链企业放缓新增产能投入，26Q3资本开支降至较低水平，辅材资本开支整体维持较低水平，部分企业资本开支增加主要用于布局第二曲线。

- **光伏设备：**26Q3设备企业合同负债环比继续呈现增长趋势，头部企业合同负债普遍表现为较2025年增长，设备行业逐步迈出订单低谷，主要受益于TOPCon 3.0改造、BC新建及改造以及海外市场本土化需求。

投资建议：供给侧政策闭环有望加速行业出清，关注差异化龙头

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- 三季报进一步验证光伏产业链价格、盈利底部夯实，展望后续，新版《光伏制造行业规范条件》大幅提高新建/改造效率门槛，有望与强制国标等供给端政策形成闭环，结合银行信贷收紧、需求端央企招标高效化配合，预计落后产能出清进程将在27H1显著加速，建议关注光伏板块β修复机会。建议关注以下方向：
- 1）差异化优势显著、高壁垒（工艺、设备、专利）有望支撑可持续超额盈利的**BC龙头。**
- 2）少银化高效化产品性价比加速兑现，建议关注**BC及高效TOPCon组件龙头供应商，技改受益设备，成本领先龙头。**
- 3）落后产能加速冷修、行业有望率先实现供给出清、估值低位的**光伏玻璃龙头，**行业尾部产能加速出清及盈利优势显著的**胶膜龙头。**
- 4）碳考核驱动国内刚需释放、海外高电价支撑景气延续背景下，具备全球渠道、技术领先及盈利韧性的储能龙头性价比加速兑现，建议关注**储能系统及核心环节领先供应商。**
- 5）太空能源需求对大功率电源、柔性轻量组件、发电生命周期的要求提高，建议关注**太空光伏环节设备供应商、太空辅材供应商、新型电池技术供应商。**

- 风险提示：国际贸易环境恶化，传统能源价格大幅（向下）波动，行业产能非理性扩张，储能、泛灵活性资源降本不及预期风险

目录

01 板块回顾：26Q3排产改善，产业链价格仍承压

02 各板块财务及经营分析

2.1光伏板块财务回顾

2.2盈利能力及重点环节经营分析

2.3资产结构分析

2.4现金流分析

2.5资本开支

2.6设备板块分析

03 展望及投资建议

04 风险提示

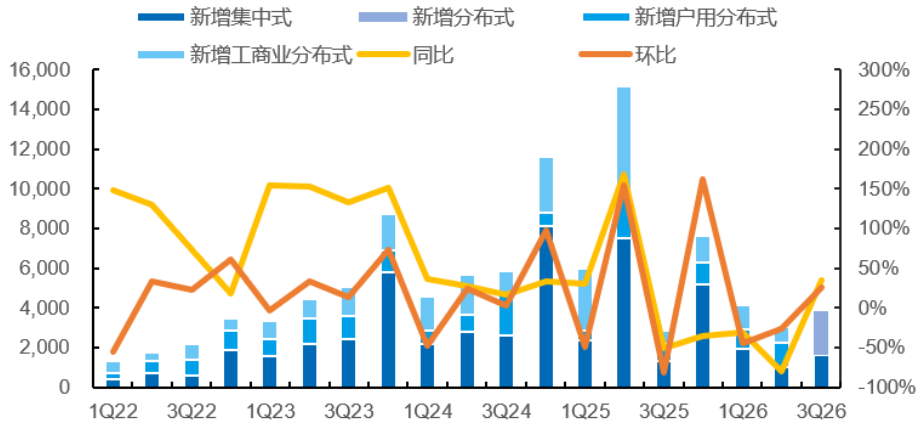
国金证券
SINOLINK SECURITIES

01 板块回顾：26Q3排产改善，产业链价格仍承压

1.1 国内装机：26Q3新增装机38.6GW，同比+38%、环比+26%

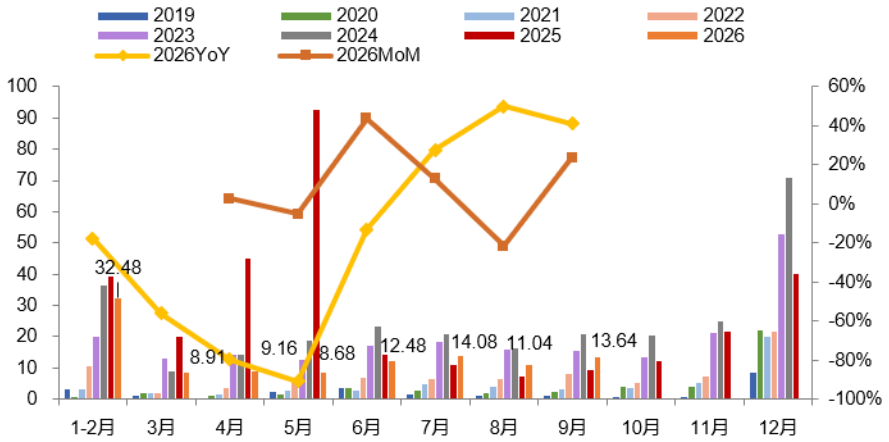
- 2026年1-9月国内新增装机110GW、同比-54%，集中式/分布式分别为46/65GW、同比-59%/-50%，同比下降主要因25H1电力市场化政策窗口期抢装导致高基数，同时电力市场化后收益率下降、部分项目观望心态较强。
- **26Q3新增装机38.6GW，同比+38%、环比+26%**，其中集中式/分布式分别为16.3/22.3GW，同比+23%/+47%、环比+64%/+8%。

图表：国内光伏新增装机及增速（MW，%）



资料来源：能源局，国金证券研究所

图表：国内月度光伏新增装机（GW，%）

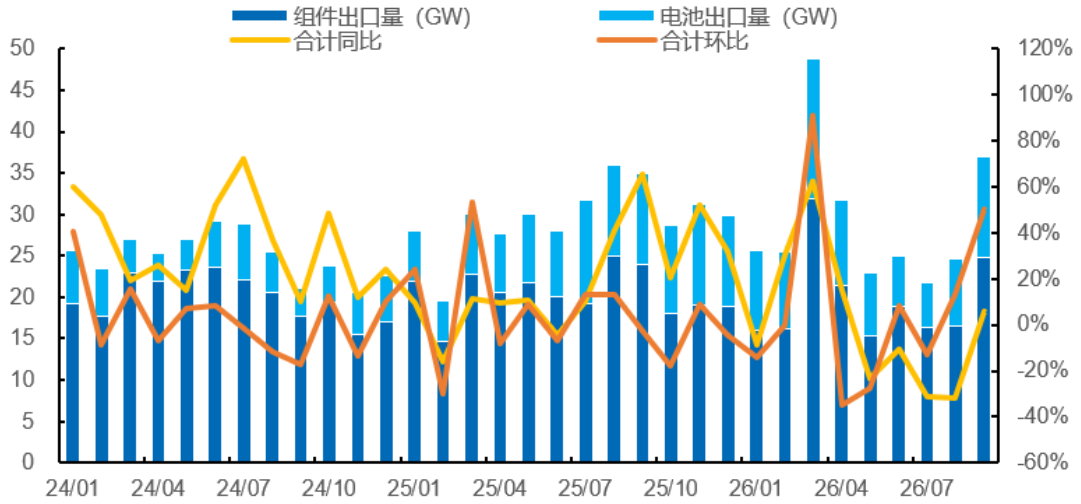


资料来源：能源局，国金证券研究所

1.2 出口：26Q3电池组件出口83GW，同比-19%、环比+4%

- 2026年1-9月电池组件合计出口263GW，同比-1%，整体维持高景气；其中组件/电池出口178/85GW，同比-7%/ +12%，电池出口量高增。
- **26Q3电池组件出口83GW，同比-18.8%、环比+4.4%**，组件/电池分别出口58/25GW，同比-15.2%/-26.0%、环比+4%/+5.4%，组件出口同比下降主要因出口退税政策取消前集中拉货，电池片出口下滑主要因印度电池片本土化政策。

图表：电池&组件月度出口规模（GW，%）

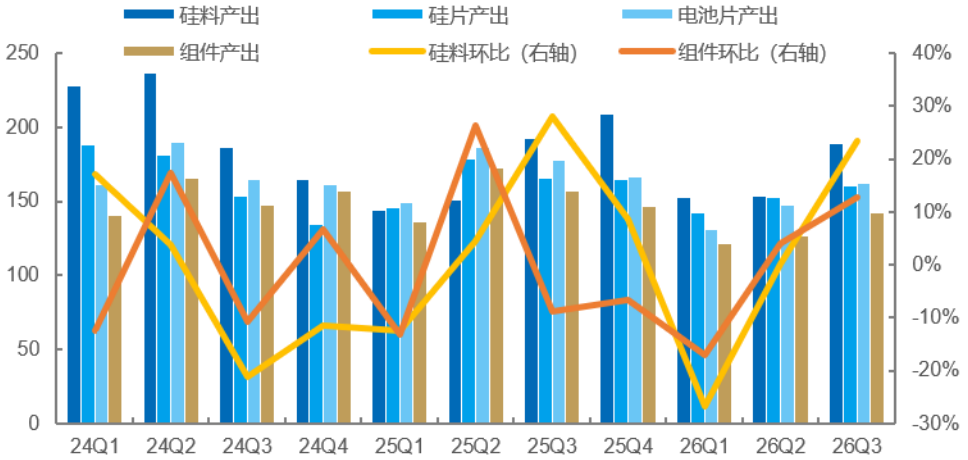


资料来源：盖锡咨询，国金证券研究所

1.3 排产：26Q3产业链排产环比提升

- 据InfoLink，2026年1-9月硅料/硅片/电池片/组件分别排产496/456/440/391GW，同比+2%/-7%/-14%/-16%。
- **26Q3硅料排产35.97万吨/189GW，同比-2%、环比+24%，主要因西南地区进入丰水季企业提高稼动率；硅片/电池片/组件分别排产161/162/143GW，同比-3%/-9%/-9%，环比+5%/+10%/+13%。**

图表：Q3主产业链排产环比增加（GW）



资料来源：infolink，国金证券研究所

1.4 价格：26Q3组件价格仍承压，部分环节略有修复

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **26Q3光伏产业链价格仍处于底部区间，光伏组件价格并无明显改善，部分环节价格略有修复**：能效强标、市监总局价格合规指导会等政策变化叠加8家硅料龙头签署反内卷倡议书，8-9月多晶硅及硅片价格上涨；美国232政策拉动电池片价格上涨后回落；因供给端收缩、组件排产提升，光伏玻璃、胶膜等辅材价格底部略修复。

图表：26Q3光伏产业链主要产品价格趋势

	多晶硅（万元/吨）		单晶硅片（元/片）			电池片（元/W）			组件（元/W）				光伏玻璃（元/平）		光伏胶膜（元/平，460g）			EVA树脂光伏料均价（万元/吨）
	N-复投料	N-颗粒硅	N-182	N-210	N-210R	TOPCon-182	TOPCon-210	TOPCon-210R	TOPCon-双面182	HJT-210	集中式现货	分布式现货	3.2mm	2.0mm	透明EVA	白色EVA	POE	
26Q1涨跌幅	-24.9%	-19.8%	-26.4%	-21.8%	-24.7%	2.6%	0.0%	2.6%	9.3%	1.3%	2.2%	11.3%	-9.7%	-9.3%	36.0%	32.9%	39.1%	49.0%
26Q2涨跌幅	-18.0%	-19.8%	-12.6%	-26.3%	4.4%	-25.6%	-21.1%	-25.6%	-2.9%	-2.6%	2.9%	-4.4%	-6.2%	-15.4%	-19.2%	-18.0%	-8.5%	-21.8%
2026/6/24	**3.32**	**3.25**	**0.90**	**0.98**	**1.18**	**0.29**	**0.30**	**0.29**	**0.74**	**0.75**	**0.72**	**0.76**	**15.25**	**8.25**	**5.89**	**6.39**	**10.42**	**1.07**
7月涨跌幅	-3.6%	-4.6%	-11.1%	-8.2%	-6.8%	-6.9%	-11.7%	-10.3%	-2.8%	0.0%	-2.8%	-2.0%	1.6%	3.6%	-5.7%	-5.2%	-11.3%	2.2%
8月涨跌幅	0.0%	0.0%	37.5%	25.6%	9.1%	22.2%	20.8%	23.1%	0.4%	0.0%	0.7%	0.0%	8.1%	11.1%	7.7%	7.0%	-6.7%	1.5%
9月涨跌幅	34.4%	30.0%	-9.1%	-7.1%	-4.2%	-9.1%	-9.4%	-3.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	7.9%	6.5%	6.0%	4.0%	4.2%
26Q3涨跌幅	**29.5%**	**24.0%**	**11.1%**	**7.1%**	**-2.5%**	**3.4%**	**-3.3%**	**6.9%**	**-2.4%**	**0.0%**	**-2.1%**	**-2.0%**	**13.1%**	**24.2%**	**8.1%**	**7.5%**	**-13.9%**	**8.1%**
2026/9/30	**4.30**	**4.03**	**1.00**	**1.05**	**1.15**	**0.30**	**0.29**	**0.31**	**0.72**	**0.75**	**0.71**	**0.74**	**17.25**	**10.25**	**6.37**	**6.87**	**8.97**	**1.15**
10月涨跌幅	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.2%	0.0%	-0.8%	0.0%	0.0%	-0.7%	0.6%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%
26年初至今涨跌幅	-20.2%	-20.2%	-28.6%	-38.2%	-23.3%	-21.1%	-19.7%	-18.4%	2.7%	-1.3%	2.9%	3.5%	-3.6%	-3.7%	18.8%	17.2%	9.5%	31.1%

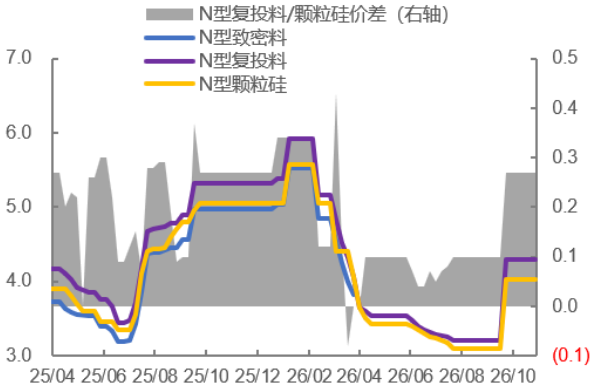
资料来源：硅业分会、InfoLink、卓创资讯，国金证券研究所

1.4 价格：26Q3主产业链价格底部震荡

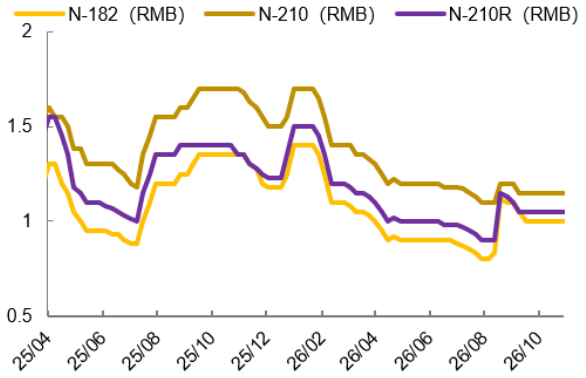
- 截至10月28日，多晶硅N型复投料/颗粒硅价格4.30/4.03万元/吨，N-182/N-210/N-210R型硅片价格1/1.15/1.05元/片，TOPCon-182/210/210R电池片价格0.3/0.305/0.31元/W，TOPCon-182/HJT-210/BC-182组件价格0.717/0.75/0.792元/W，主产业链价格仍处于较低水平。

资料来源：硅业分会、InfoLink，国金证券研究所，截至2026/10/28

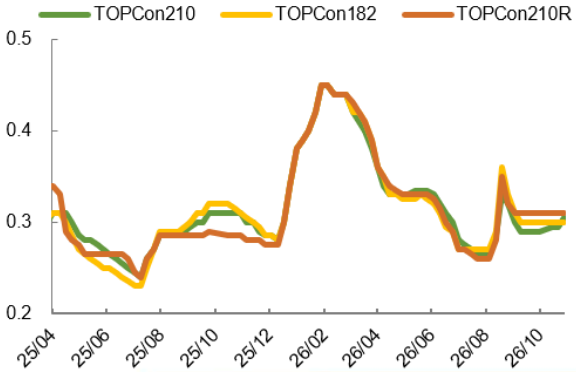
图表：硅料价格（万元/吨）



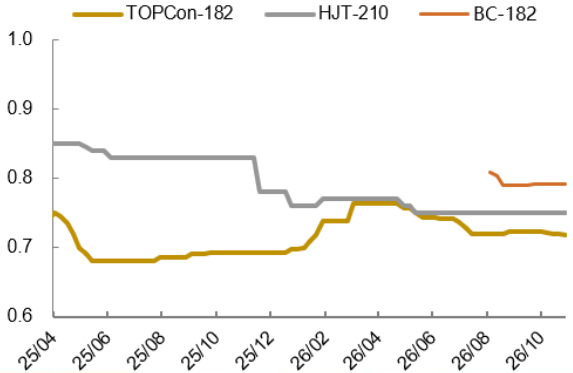
图表：硅片价格（元/片）



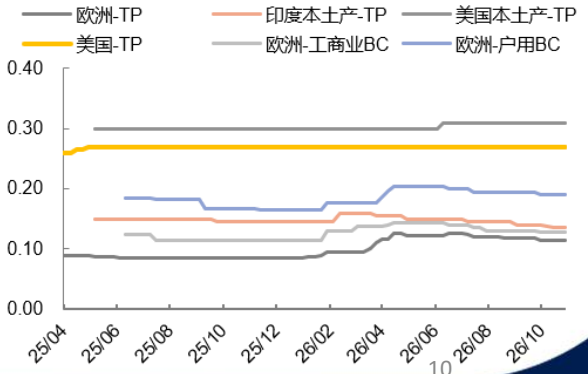
图表：电池片价格（元/W）



图表：组件价格（元/W）



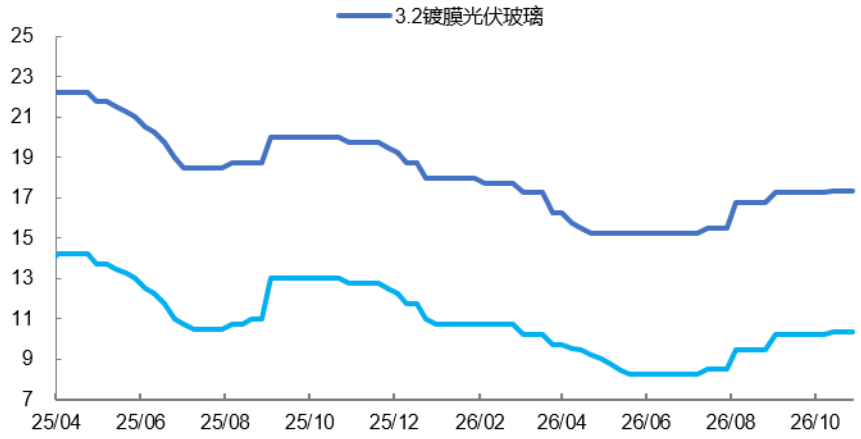
图表：海外区域组件价格（USD/W）



1.4 价格：26Q3光伏玻璃、树脂价格底部略有修复

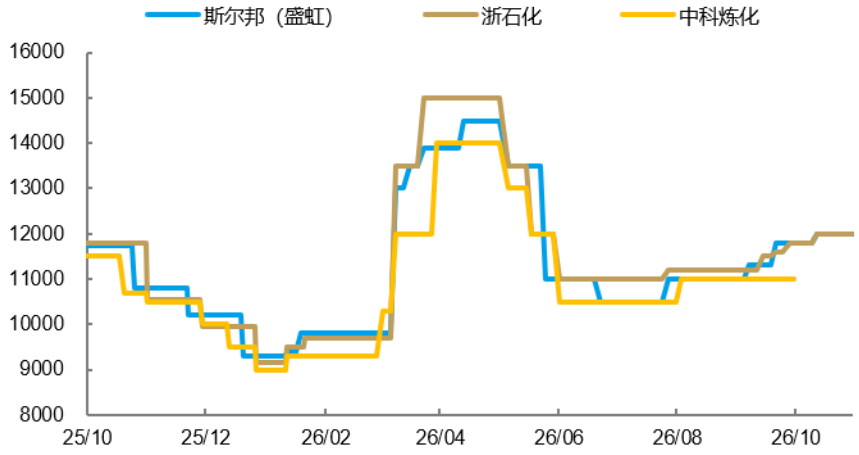
- 26Q3光伏玻璃冷修推进、供给持续下降，叠加组件排产提升，价格底部略有回升。
- 26Q3装置检修及转产导致EVA供应收缩，EVA树脂价格略有修复。

图表：光伏玻璃价格（元/平）



资料来源：盖锡咨询，国金证券研究所；截至2026/10/28

图表：光伏EVA树脂报价（元/吨）

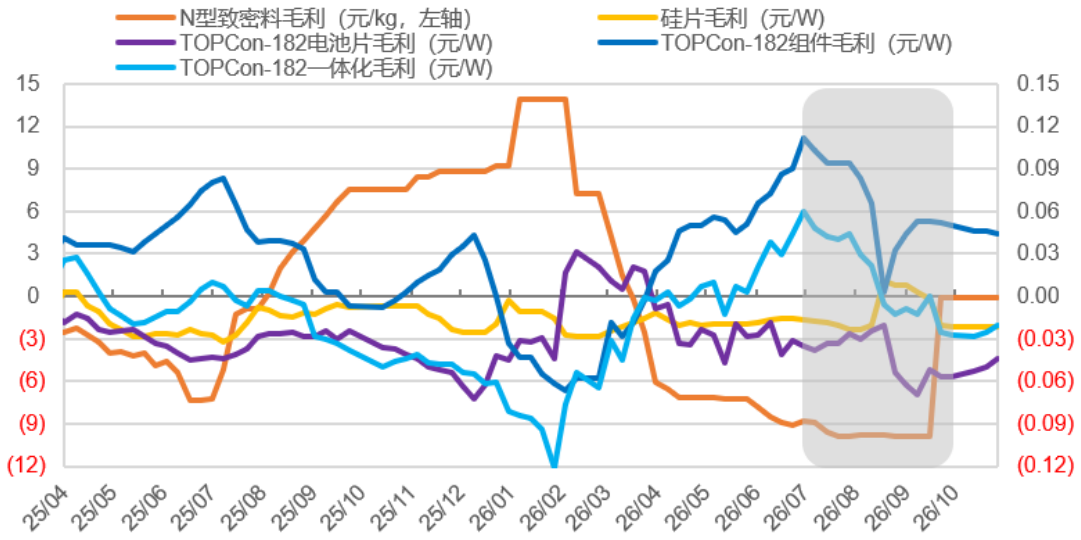


资料来源：盖锡咨询，国金证券研究所；截至2026/10/30

1.5 盈利测算：26Q3主产业链仍处亏损状态

- 测算26Q3光伏主链整体仍处于亏损状态，硅料报价上涨后测算盈利改善，下游环节盈利受硅料库存影响较大。

图表：光伏主产业链单位毛利测算（未考虑开工率对折旧的影响，截至2026/10/28）



资料来源：硅业分会、InfoLink、solarzoom，国金证券研究所测算

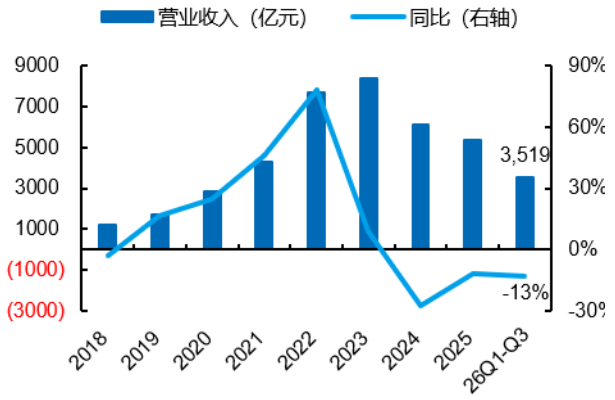
国金证券
SINOLINK SECURITIES

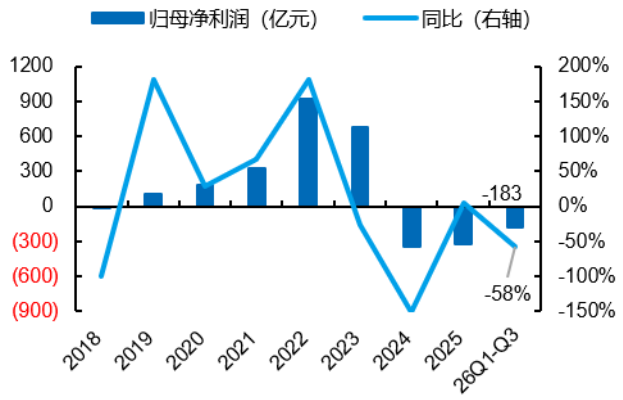
02 各板块财务及经营分析

2.1 光伏板块财务回顾：前三季度产业链经营仍承压

- 2026年1-9月光伏产业链仍处于深度调整期，产业链价格低位震荡，各环节盈利持续承压。
- 2026年前三季度【SW光伏设备】口径实现营收3519亿元、同比-13%，实现归母净利润-183亿元、亏损同比增加58%，主要因25Q3行业反内卷改善上游产品价格及盈利，2026年行业回归市场化竞争后价格及盈利回落；销售毛利率10.0%、同比基本持稳，销售净利率-6.1%、同降2.7 CT，ROE为-5.3%、同降2.3 PCT。

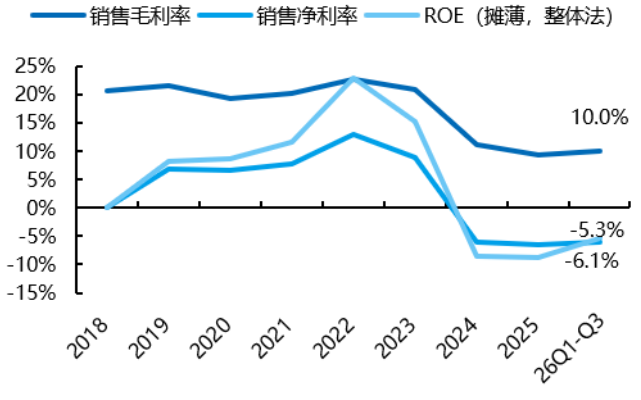
图表：【SW光伏设备】营收及归母净利润（亿元，%）





资料来源：Wind，国金证券研究所

图表：【SW光伏设备】毛利率、净利率及ROE（%）



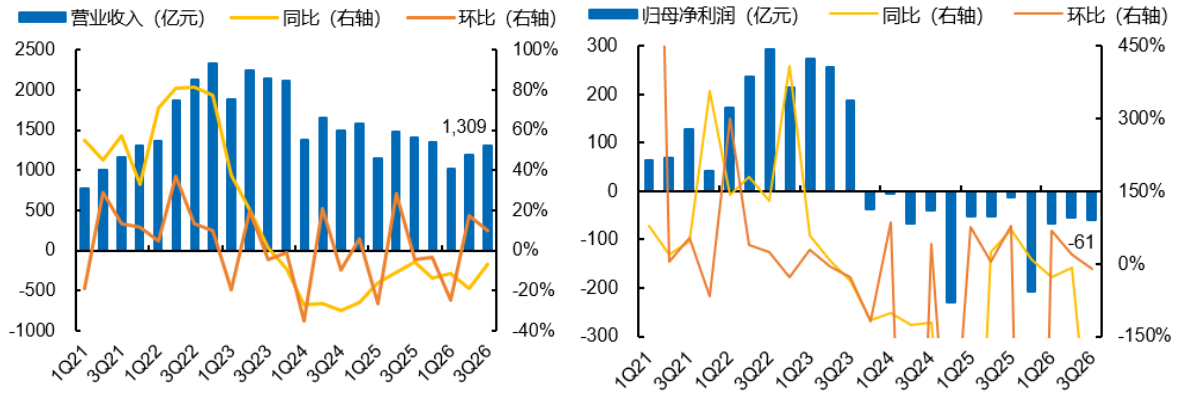
资料来源：Wind，国金证券研究所

资料来源：Wind，国金证券研究所

2.1 光伏板块财务回顾：26Q3仍处亏损状态，行业底部夯实

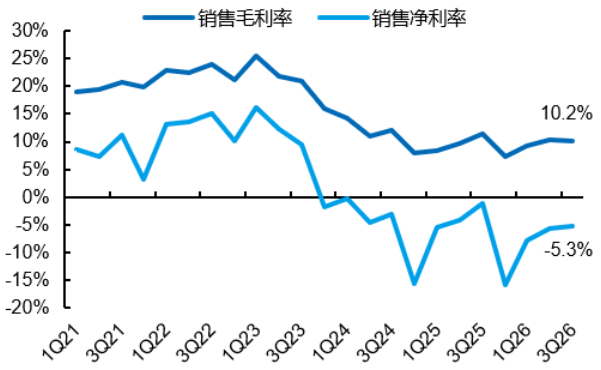
- 26Q3【SW光伏设备】口径实现营收1309亿元，同比/环比-7%/+10%，同比下降主要因下游需求走弱出货下降、且产品价格降低，环比增长主要因Q3排产及出货增长。
- 26Q3【SW光伏设备】口径实现归母净利-61亿元，亏损同比显著加深，主要因25Q3反内卷提升上游价格及盈利， 2026年行业回归市场化竞争后价格及盈利回落，环比基本持稳；板块销售毛利率10.2%、同比/环比-1.3/-0.2PCT，销售净利率-5.3%、同比/环比-4.2/+0.3PCT，行业底部夯实。

图表：【SW光伏设备】季度营收及归母净利润情况（亿元，%）



资料来源：Wind，国金证券研究所

图表：【SW光伏设备】季度毛利率、净利率（%）

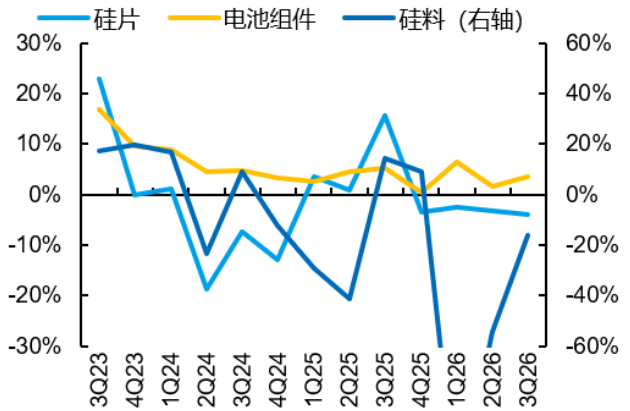


资料来源：Wind，国金证券研究所

2.2 主链盈利能力：26Q3部分环节亏损收窄，环节内部持续分化

- 前三季度光伏产业链价格低位震荡、主产业链盈利处于承压状态，26Q3部分环节亏损有所改善。
- 各环节【季度销售毛利率均值】看，多晶硅排产及出货提升、企业自律挺价推动亏损收窄（左图季度毛利率仅大全能源数据）；电池组件受益排产及出货提升毛利率略有改善，爱旭凭借差异化BC产品盈利显著改善。

图表：光伏主产业链销售毛利率季度均值



图表：光伏主产业链各环节季度销售毛利率（含其他业务的整体销售毛利率，仅协鑫为含硅片的光伏材料业务、新特为多晶硅业务）

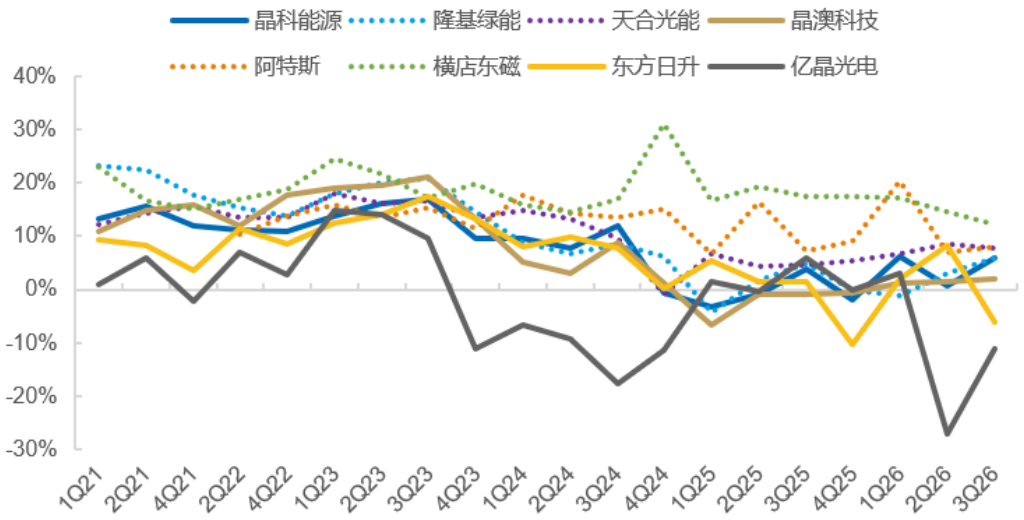
环节	标的	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26
硅料	通威股份	43%	27%	20%												
	大全能源	72%	42%	15%	20%	17%	-24%	9%	-12%	-29%	-42%	14%	9%	-121%	-54%	-16%
	协鑫科技	42%		23%		-7%		-32%		-13%		24%		-8%		
	新特能源	53%		5%		-8%		-102%		-106%		-19%		1%		
硅片	TCL中环	23%	23%	23%	7%	6%	-16%	-22%	-12%	-7%	-8%	-4%	-7%	-9%	-11%	-4%
	弘元绿能	27%	18%	26%	-15%	3%	-18%	-8%	-8%	5%	1%	32%	-3%	15%	-3%	-3%
	双良节能	15%	13%	20%	9%	1%	-17%	11%	-9%	5%	-1%	20%	-4%	-11%	-7%	-10%
	京运通	21%	7%	22%	-2%	-5%	-23%	-10%	-22%	12%	12%	14%	0%	-5%	8%	0%
电池组件	钧达股份	14%	19%	20%	5%	6%	-6%	-2%	3%	6%	-2%	1%	-10%	14%	-3%	-2%
	爱旭股份	18%	18%	24%	0%	9%	-14%	-19%	-13%	1%	7%	7%	-4%	7%	8%	13%
	隆基绿能	18%	20%	21%	15%	9%	7%	9%	6%	-4%	2%	5%	0%	-1%	3%	6%
	天合光能	18%	16%	17%	13%	15%	13%	9%	-1%	7%	4%	4%	5%	7%	9%	8%
	晶澳科技	19%	20%	21%	13%	5%	3%	9%	1%	-7%	-1%	-1%	-1%	1%	1%	2%
	晶科能源	14%	16%	17%	10%	10%	8%	12%	-1%	-3%	-1%	4%	-2%	6%	1%	6%
	阿特斯	16%	13%	15%	11%	18%	14%	13%	15%	7%	16%	7%	9%	20%	7%	8%
	通威股份				15%	9%	5%	9%	2%	-3%	2%	7%	3%	-4%	-3%	3%
	横店东磁	25%	22%	17%	20%	16%	15%	17%	31%	17%	19%	17%	17%	17%	15%	12%
	东方日升	12%	14%	17%	13%	8%	10%	8%	0%	5%	2%	1%	-10%	2%	8%	-6%
	协鑫集成	11%	9%	7%	10%	10%	8%	11%	7%	3%	6%	3%	-4%	4%	1%	3%
	*ST亿晶	15%	14%	10%	-11%	-7%	-9%	-18%	-11%	1%	0%	6%	0%	3%	-27%	-11%

资料来源：Wind，国金证券研究所；通威股份23Q4前计入硅料，4Q23起计入一体化组件；红色/绿色表示该环节盈利能力处于历史较优/较差水平

2.2 一体化组件：排产提升盈利改善，头部凭借高效产品减亏幅度优于行业

- 26Q3组件排产及出货环比提升，一体化企业盈利略有改善，爱旭股份、晶科能源等头部企业凭借差异化高效产品减亏幅度优于行业，爱旭实现单季度扭亏。
- 展望后续，10月16日新版《光伏制造行业规范条件》（征求意见稿）大幅提高新建/改造效率门槛，有望与27年1月开始实施的强制国标等供给端政策形成闭环加速行业落后产能出清，而在需求端央企招标高效化趋势下，头部企业有望凭借差异化高效产品获得盈利溢价，率先走出行业底部。

图表：头部一体化企业单季度销售毛利率（虚线企业其他业务占比较高）

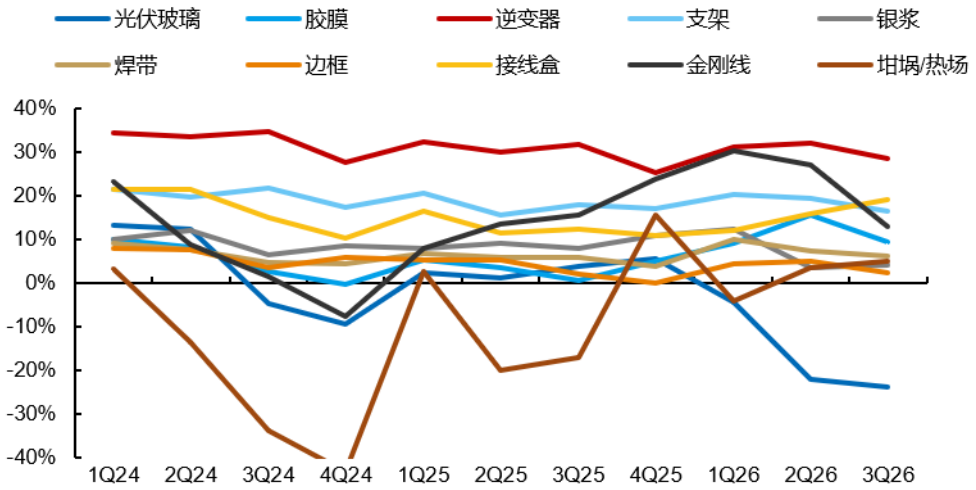


资料来源：各公司公告，国金证券研究所

2.2 辅材盈利能力：环节间盈利分化

- 辅材方面，支架、逆变器等与主产业链相关性较低的环节毛利率处于较高水平，逆变器及储能环节呈现"整体承压、个股分化"的特征；金刚线、胶膜因上游原材料钨/树脂价格下跌，26Q3盈利承压；光伏玻璃因产能刚性、库存较高，价格下跌至历史较低水平，盈利持续承压。

图表：光伏辅材销售毛利率季度均值



资料来源：Wind，国金证券研究所

2.2 辅材盈利能力：部分环节头部优势显著

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- 环节内部看，玻璃、胶膜等环节头部优势显著，在行业经营承压的背景下仍可维持盈利。

图表：光伏辅材各环节季度销售毛利率（信义为光伏玻璃，其余均为整体销售毛利率）

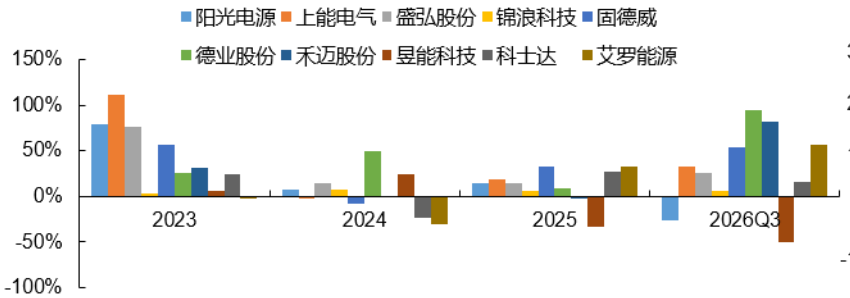
环节	标的	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26
光伏玻璃	福莱特	18%	20%	25%	23%	21%	26%	6%	3%	12%	17%	17%	24%	14%	0%	-5%
	信义光能	15%		26%		21%		-9%		11%		17%		3%		
	安彩高科	9%	9%	10%	15%	8%	10%	-1%	-12%	-4%	-3%	-8%	-2%	-11%	-18%	-22%
	凯盛新能			13%	12%	8%	6%	-19%	-30%	-13%	-17%	-11%	-7%	-33%	-70%	-70%
	亚玛顿	7%	8%	9%	7%	6%	7%	0%	2%	7%	8%	4%	8%	4%	-1%	2%
胶膜	福斯特	12%	17%	13%	16%	15%	18%	13%	12%	13%	11%	9%	11%	14%	20%	15%
	海优新材	6%	1%	7%	-4%	4%	-3%	-3%	-1%	-1%	-2%	-7%	5%	2%	10%	8%
	赛伍技术	8%	12%	11%	11%	10%	8%	1%	-3%	3%	2%	-2%	4%	10%	11%	8%
	明冠新材	12%	13%	1%	-9%	9%	7%	-5%	-18%	0%	-5%	-7%	-5%	5%	16%	1%
	鹿山新材	3%	3%	7%	6%	11%	12%	7%	9%	12%	11%	10%	11%	16%	21%	15%
逆变器	阳光电源	28%	31%	34%	29%	37%	30%	30%	27%	35%	34%	36%	23%	33%	39%	29%
	德业股份	43%	41%	36%	40%	36%	38%	45%	35%	37%	38%	40%	37%	41%	35%	35%
	上能电气	19%	17%	24%	19%	24%	23%	29%	19%	24%	24%	24%	23%	24%	25%	25%
	锦浪科技	37%	37%	34%	21%	24%	38%	36%	24%	32%	38%	37%	28%	34%	36%	31%
	禾迈股份	46%	38%	49%	43%	49%	47%	50%	32%	34%	23%	27%	21%	15%	22%	17%
	科士达	32%	34%	33%	33%	33%	31%	31%	24%	29%	29%	28%	30%	30%	29%	30%
	盛弘股份	43%	41%	43%	39%	40%	40%	41%	37%	40%	39%	41%	36%	41%	41%	40%
	艾罗能源	40%	42%	44%	29%	40%	37%	35%	41%	30%	36%	30%	31%	33%	24%	27%
	固德威	39%	33%	31%	20%	27%	20%	23%	15%	19%	20%	26%	20%	26%	25%	21%
	昱能科技	42%	41%	40%	25%	36%	35%	28%	21%	43%	21%	28%	6%	35%	44%	31%
支架	中信博	14%	18%	17%	20%	21%	18%	19%	17%	19%	16%	16%	18%	15%	11%	10%
	清源股份	27%	27%	25%	15%	22%	22%	24%	18%	22%	15%	20%	16%	25%	28%	23%
银浆	聚和材料	9%	11%	12%	7%	8%	13%	5%	8%	6%	7%	7%	9%	11%	0%	1%
	帝科股份	11%	12%	11%	11%	11%	11%	8%	8%	7%	9%	8%	12%	11%	5%	4%
	苏州固锝	14%	15%	14%	14%	11%	13%	8%	9%	11%	11%	10%	12%	16%	6%	7%
焊带	宇邦新材	13%	12%	13%	7%	8%	6%	4%	5%	8%	6%	6%	3%	12%	8%	7%
	同享科技	13%	11%	11%	10%	11%	9%	5%	4%	6%	6%	6%	4%	9%	6%	6%
边框	永臻股份	10%	13%			7%	8%	2%	5%	4%	5%	1%	-3%	5%	6%	3%
	鑫铂股份	12%	13%	13%	12%	9%	8%	5%	7%	7%	6%	3%	3%	4%	3%	1%
接线盒	通灵股份	22%	22%	24%	24%	19%	20%	13%	10%	15%	12%	17%	14%	13%	13%	22%
	快可电子	21%	22%	25%	26%	20%	20%	17%	11%	11%	5%	10%	9%	11%	20%	21%
	泽润新能					26%	25%			24%	18%	10%	10%	12%	14%	15%
金刚线	美畅股份	52%	60%	61%	37%	34%	25%	5%	-16%	18%	25%	24%	25%	39%	32%	13%
	岱勒新材	34%	41%	43%	12%	14%	-16%	-20%	-18%	-10%	-8%	0%	22%	25%	20%	-1%
	三超新材	26%	29%	32%	30%	21%	18%	19%	10%	16%	24%	23%	24%	27%	29%	28%
坩埚/热场	欧晶科技	34%	37%	29%	23%	15%	6%	-10%	47%	17%	-31%	5%	16%	9%	11%	10%
	金博股份	36%	37%	27%	0%	6%	-8%	-30%	-58%	-9%	-18%	-7%	31%	-2%	8%	12%
	天宜上佳	36%	36%	34%	2%	-10%	-39%	-61%	-119%	0%	-11%	-50%	0%	-19%	-8%	-7%

资料来源：Wind，国金证券研究所；红色/绿色表示该环节盈利能力处于历史较优/较差水平

2.2 逆变器&储能：储能景气度上行，26Q3收入保持强劲增长

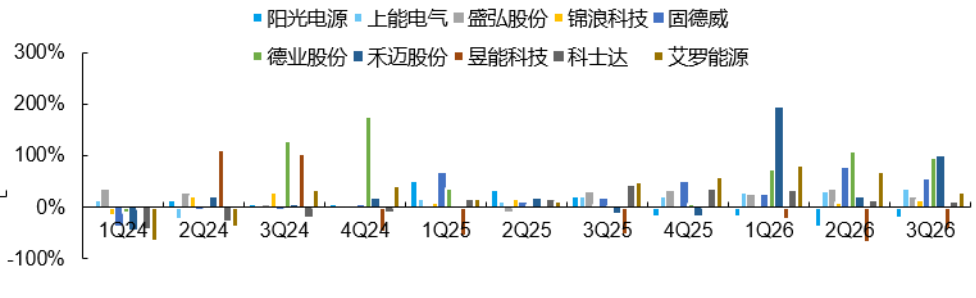
- **2026年前三季度绝大部分逆变器&储能公司收入实现正增长。** 随着行业需求的稳步释放，带动逆变器&储能公司2026年前三季度收入整体提升，绝大部分公司Q3收入实现同比增长，平均增速为29%，增速排在前三的公司分别为德业股份（94.2%）、禾迈股份（82.3%）、艾罗能源（56.3%）。
- **2026Q3单季度大部分逆变器&储能公司收入保持增长。** Q3单季度行业景气度延续，带动逆变器&储能公司收入持续攀升。26Q3单季度大部分公司收入实现同比增长，平均增速达29%，增速排在前三的公司分别为禾迈股份（98.98%）、德业股份（97.49%）、固德威（54.07%）。

图表：逆变器公司2026前三季度收入大部分增长较快



资料来源：Wind，国金证券研究所

图表：逆变器公司2026Q3单季度收入同比保持高增长

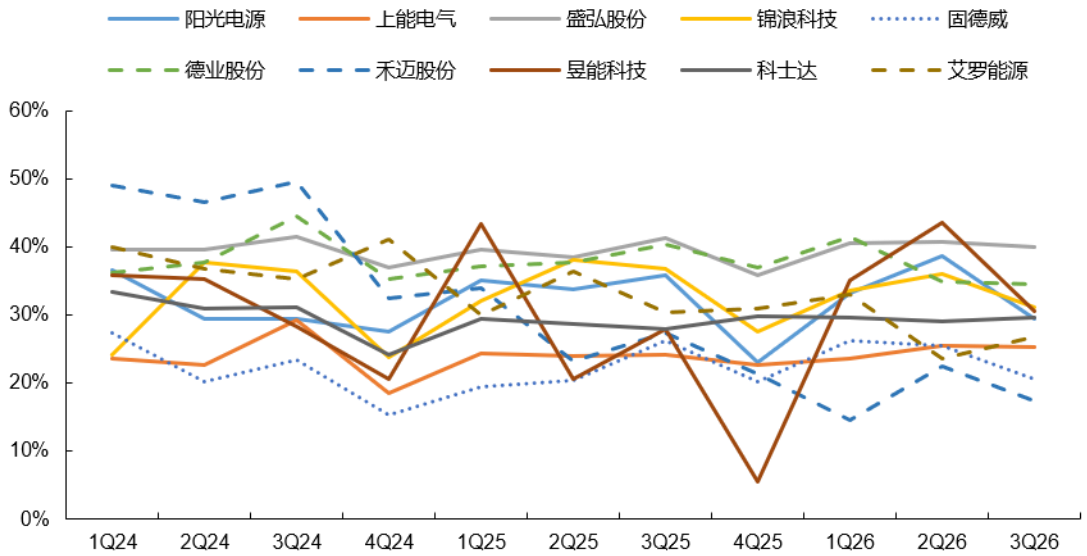


资料来源：Wind，国金证券研究所

2.2 逆变器&储能：储能景气度上行，26Q3收入保持强劲增长

- **2026年第三季度逆变器及储能环节毛利率呈现"整体承压、个股分化"的特征。**其中昱能科技、阳光电源降幅较大，分别环比-13.1、-9.2pct至30.6%、29.4%。盛弘股份、德业股份及上能电气表现相对稳健，Q3毛利率分别为40.0%、34.5%、25.4%，环比仅小幅回落；科士达和艾罗能源则环比改善，分别提升0.5、3.2pct至29.6%、26.8%。板块整体盈利波动有所加大，但部分公司仍保持较强的毛利率韧性，后续重点关注高盈利公司的稳定性，以及环比回落公司的修复节奏。

图表：逆变器&储能公司综合毛利率对比

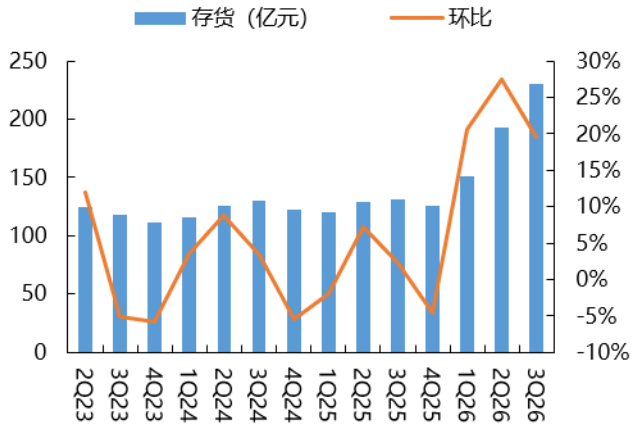


资料来源：Wind，国金证券研究所

2.2 逆变器&储能：储能景气度上行，26Q3收入保持强劲增长

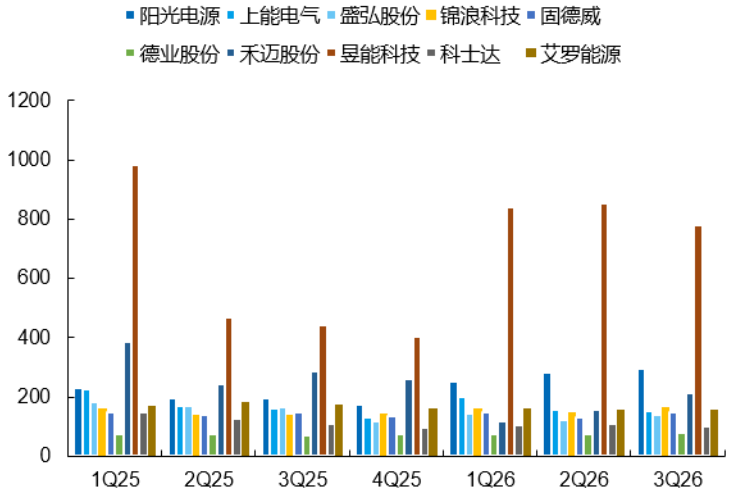
- **截至26Q3各公司存货合计640.48亿元，较26Q2的514.57亿元增长24.47%。**考虑到阳光电源光伏系统和储能系统存货占比高、价值量大，影响我们对逆变器行业真实库存趋势的判断，剔除后各公司存货合计230.77亿元，较26Q2增长19.55%，逆变器行业已开启新一轮需求备货周期。从存货周转天数来看，逆变器&储能公司26Q3存货周转天数整体环比上升5%。考虑到全球能源供给的不确定性，我们预计随着终端装机需求进一步释放，各公司资产周转效率有望改善。

图表：逆变器行业开启新一轮需求备货周期



资料来源：Wind，国金证券研究所（已剔除阳光电源）

图表：26Q3整体公司存货周转天数环比小幅上升（天）

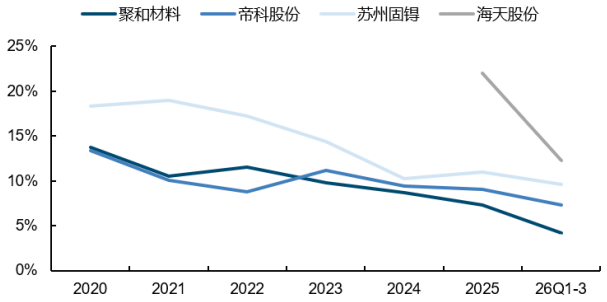


资料来源：Wind，国金证券研究所

2.2 银浆：银价上行压制企业盈利，少银/无银产品有望改善盈利

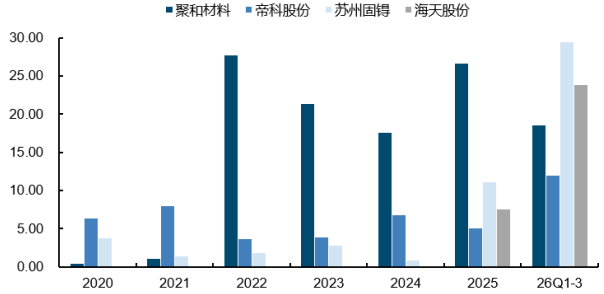
- 银浆企业采用"银价+加工费"的定价模式，TOPCon浆料加工费已经降至较低水平，各家价格战动力不足，但由于2026年银价持续处于高位，导致毛利率表现上仍同比下滑。
- 由于银锭及银粉为贵金属产品，采购单价较高且波动较大，银价上涨亦会增加企业采购原材料所需的营运资金，截至Q3末四家光伏浆料企业在手现金均达到10亿以上规模；同时流动性压力也在加剧，2026年前三季度浆料企业资产负债率较2025年普遍有所提升，其中苏州固锝为控制企业负债率水平，主动收缩光伏浆料业务，资产负债率相对表现优异。展望26Q4及2027年，TOPCon3.0高效电池组件工艺或将使单位银耗在一段时期内保持稳定，同时无银/少银等产品的导入、海外占比渗透等变化有望提振浆料企业盈利能力。

图表：浆料企业销售毛利率趋势



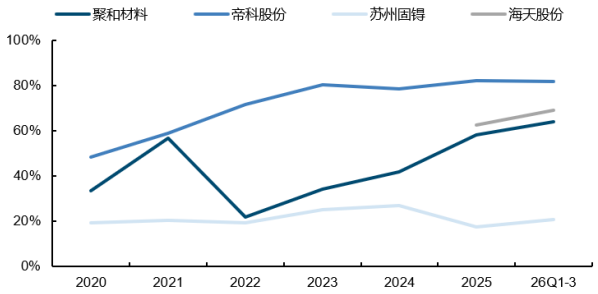
资料来源：ifind，国金证券研究所
备注：海天股份2025年完成收购贺利氏

图表：浆料企业在手资现金情况（亿元，货币资金+交易性金融资产）



资料来源：ifind，国金证券研究所

图表：浆料企业资产负债率趋势（%）

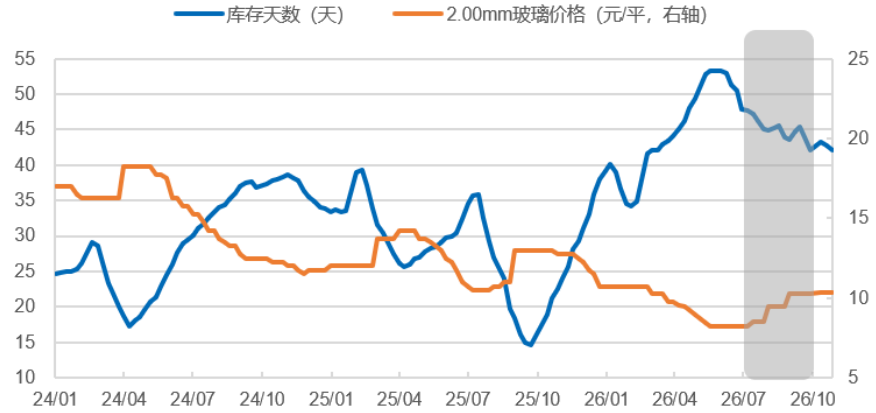


资料来源：ifind，国金证券研究所

2.2 光伏玻璃：行业加速冷修，26Q3价格低位修复

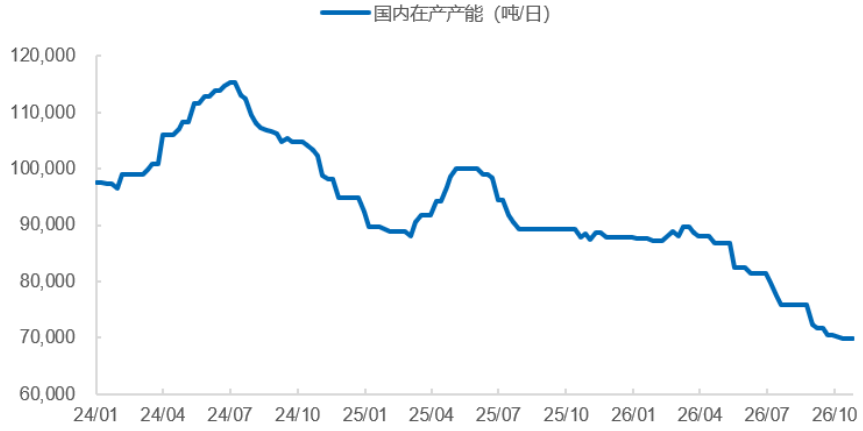
- 上半年光伏玻璃行业供需失衡导致价格下跌至历史低位，测算全行业均进入深度亏损状态，经营承压背景下行业冷修加速，供给收缩带动库存下降，26Q3光伏玻璃价格低位修复，7月中旬/8月初/9月初价格连续三次上涨。
- 截至10月29日，2.0mm光伏玻璃均价10.35元/平，测算当前价格下行业大部分产能仍处于亏损状态，展望后续，光伏玻璃产能刚性，经营承压背景下行业落后产能及企业有望继续出清，光伏玻璃环节有望率先实现供需改善，头部企业盈利有望缓慢修复。

图表：26Q3光伏玻璃库存下降、价格底部修复



资料来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表：光伏玻璃在产产能快速下降（吨/日）

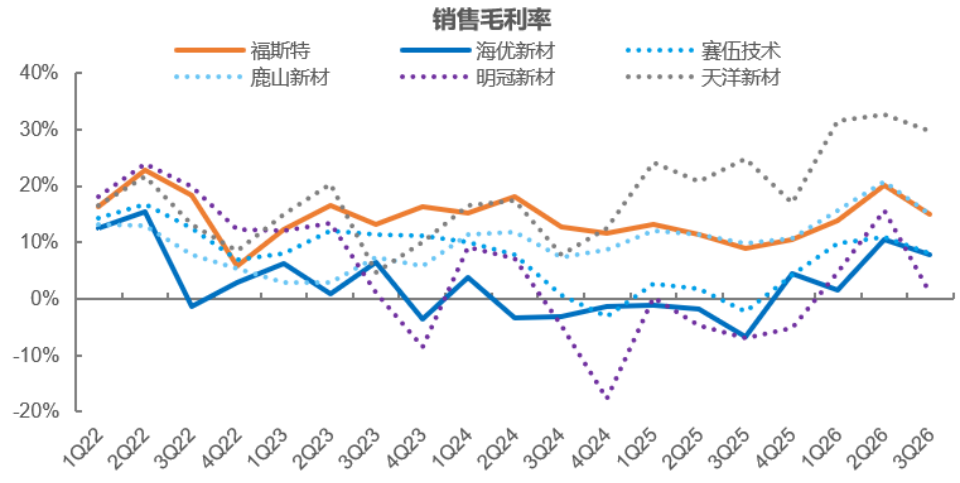


资料来源：卓创资讯，国金证券研究所

2.2 胶膜：26Q3原材料价格波动盈利承压，行业出清加速

- 26Q1美伊冲突推动石油价格大幅上涨，带动胶膜原材料树脂价格快速上涨，胶膜相应顺价，6月起树脂价格回落，胶膜价格回落至前期较低水平，26Q3光伏胶膜盈利环比承压。
- 展望后续，考虑到二三线胶膜企业持续亏损已近4年，跨界及尾部企业陆续出让控股权、二线企业收缩业务规模，叠加头部企业海外产能优势、持续研发投入带来的全品类产品优势，行业格局有望逐步优化。

图表：主要胶膜企业单季度销售毛利率（虚线企业其他业务占比较高）



来源：Wind，国金证券研究所

图表：多家二三线胶膜企业出让控股权、收缩业务规模

公司	事件
天洋新材	2025年2月15日，天洋新材公告终止“昆山天洋光伏材料有限公司新建年产1.5亿平方米光伏膜项目”的后续投入。
	2025年4月，天洋新材原控股股东、实际控制人李哲龙及其一致行动人与百瑞兴阳、伟创佳则签署了股份转让协议和表决权放弃协议，其中股份转让分两期进行；8月23日，第一期股份协议转让完成，天洋新材控股股东变更为百瑞兴阳及其一致行动人伟创佳则，实际控制人变更为茹伯兴、茹正伟（百佳年代实控人）。
	2025年12月5日，天洋新材公告终止2022年度非公开发行募集资金投资项目中“南通光伏胶膜项目”的后续投入。
绿康生化	2025年6月28日，绿康生化公告拟以现金交易的方式向饶信新能出售其持有的绿康玉山100%股权、绿康海宁100%股权和绿康新能100%股权（上市公司体内胶膜业务子公司），整体作价0元
海优新材	2025年7月16日，海优新材公告拟终止“年产2亿平方米光伏封装胶膜项目（一期）”
明冠新材	2026年2月9日，明冠新材公告终止与肥东县政府合作建设的太阳能背板及功能性膜生产基地项目

资料来源：各公司公告，国金证券研究所

2.3 资产结构：经营承压，主链负债率增加

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- 盈利承压背景下主链企业以销定产、控制亏损规模，但随着前期借款逐步到期，测算大部分短期资金压力有所加大，大部分企业资产负债率有所上升。

图表：26Q3光伏主产业链企业主要资产负债表科目变动情况（亿元）

环节	标的	货币资金1	交易性金融资产2	一年内到期的非流动资产3	应收款项合计4	短期借款5	一年内到期的负债6	应付账款及票据7	长期借款8	应付债券9	短期资金=1+2+3-5-6	考虑应收应付后短期资金=1+2+3+4-5-6-7	考虑应收应付后长期资金=1+2+3+4-5-6-7-8-9	资产负债率
硅料	通威股份	10.5	9.0	0.0	-19.1	5.1	-1.1	-29.8	19.2	5.7	-5.4	5.3	18.7	0.36%
	大全能源	1.6	0.0	0.0	-0.2	0.0	0.0	3.8	0.0	0.0	1.5	-2.5	-2.5	2.40%
硅片	TCL中环	20.5	2.6	5.5	25.1	5.9	0.5	55.5	5.9	0.0	-18.8	-49.2	-55.0	4.29%
	弘元绿能	12.2	14.9	0.0	3.2	1.1	-0.2	-4.0	0.0	0.0	1.9	9.1	9.0	-0.08%
	京运通	2.3	0.0	0.0	-7.6	-1.1	0.8	-1.6	-0.6	0.0	2.5	-3.4	-2.8	-1.05%
电池组件	钧达股份	7.4	2.0	0.0	-14.3	2.5	-1.3	11.1	1.3	0.0	8.2	-17.2	-18.5	0.29%
	爱旭股份	-3.5	0.1	0.0	6.2	-6.1	-0.3	11.3	0.9	0.0	3.0	-2.1	-3.0	0.05%
	隆基绿能	35.9	1.0	0.0	-0.8	0.0	-7.2	0.5	10.4	0.3	44.0	42.8	32.0	1.15%
	天合光能	-7.0	-0.5	0.0	16.8	3.0	1.8	20.1	5.9	0.7	-12.2	-15.6	-22.1	2.00%
	晶澳科技	16.4	-0.2	-3.4	-2.6	0.1	4.0	4.6	-7.9	0.5	8.8	1.6	9.1	0.61%
	晶科能源	18.2	-11.1	11.9	2.6	16.3	-4.1	-29.2	-3.3	0.9	-29.6	2.2	4.6	-0.17%
	阿特斯	-6.9	-1.8	2.6	-6.9	11.9	-12.3	4.5	0.2	0.0	-5.8	-17.2	-17.4	0.22%
	通威股份	10.5	9.0	0.0	-19.1	5.1	-1.1	-29.8	19.2	5.7	-5.4	5.3	18.7	0.36%
	横店东磁	1.9	0.1	0.0	3.7	14.4	0.0	-13.5	0.0	0.0	-12.5	4.7	4.7	0.81%
	东方日升	0.4	0.0	0.0	-2.4	1.0	7.2	-5.3	-3.3	0.0	-7.9	-4.9	-1.6	1.54%
	*ST亿晶	0.2	0.0	0.0	-1.0	-0.1	0.0	-1.0	0.0	0.0	0.3	0.3	0.3	2.67%

资料来源：Wind，国金证券研究所

2.3 资产结构：经营承压，主链负债率增加

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- 在手资金方面，隆基绿能、大全能源相对稳健，多家企业负债率逼近80%。

图表：截至26Q3末光伏主产业链企业在手资金测算（亿元）

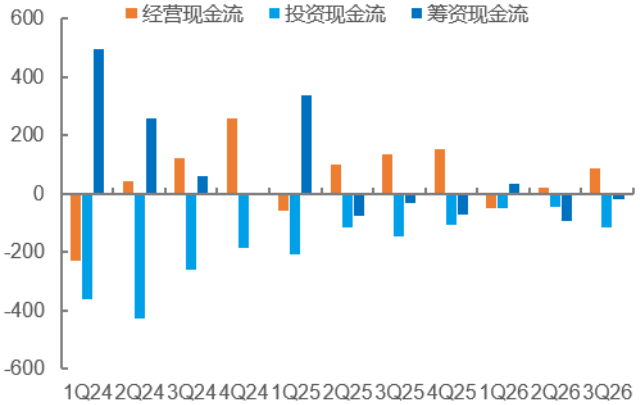
环节	标的	货币资金1	交易性金融资产2	一年内到期的非流动资产3	应收款项合计4	短期借款5	一年内到期的负债6	应付账款及票据7	长期借款8	应付债券9	短期资金=1+2+3-5-6	考虑应收应付后短期资金=1+2+3+4-5-6-7	考虑应收应付后长期资金=1+2+3+4-5-6-7-8-9	资产负债率
硅料	通威股份	173.96	88.64	0.00	91.59	79.04	209.91	225.92	437.75	172.44	-26.35	-160.69	-770.88	76%
	大全能源	18.69	16.92	0.00	1.86	0.00	0.00	12.65	0.00	0.00	35.61	24.82	24.82	10%
硅片	TCL中环	80.91	4.55	5.76	127.19	5.86	98.86	237.69	433.92	0.00	-13.49	-124.00	-557.92	73%
	弘元绿能	45.22	39.21	0.00	21.92	22.03	3.12	112.57	3.24	0.00	59.28	-31.37	-34.61	57%
	京运通	5.21	0.59	0.00	31.49	4.90	19.44	23.65	2.35	0.00	-18.54	-10.69	-13.04	55%
电池组件	钧达股份	46.01	7.56	0.00	12.91	30.94	18.16	26.58	19.49	0.00	4.47	-9.19	-28.69	78%
	爱旭股份	41.70	0.13	0.38	36.08	52.10	34.67	108.63	43.02	0.00	-44.55	-117.10	-160.12	79%
	隆基绿能	522.15	1.00	0.63	143.33	10.15	135.08	352.49	55.37	96.04	378.55	169.39	17.97	67%
	天合光能	207.79	0.16	0.20	171.32	82.17	89.95	335.07	153.13	62.41	36.03	-127.72	-343.26	80%
	晶澳科技	241.06	0.00	22.32	96.50	134.09	108.32	141.03	121.00	90.51	20.96	-23.57	-235.08	80%
	晶科能源	206.52	15.06	11.88	179.08	51.09	102.37	272.68	122.06	84.68	79.99	-13.61	-220.35	76%
	阿特斯	79.64	11.08	4.86	116.46	70.30	46.47	86.65	49.84	0.00	-21.19	8.61	-41.23	62%
	通威股份	173.96	88.64	0.00	91.59	79.04	209.91	225.92	437.75	172.44	-26.35	-160.69	-770.88	76%
	横店东磁	90.77	1.14	0.00	47.43	42.32	0.53	104.43	0.00	0.00	49.05	-7.96	-7.96	62%
	东方日升	16.89	0.06	0.07	28.15	69.30	21.76	53.96	17.02	0.00	-74.06	-99.87	-116.89	74%
	*ST亿晶	3.32	0.00	0.00	3.95	1.05	0.65	8.49	1.62	0.00	1.62	-2.91	-4.53	109%

资料来源：Wind，国金证券研究所

2.4 现金流：26Q3经营现金流显著改善

- 盈利承压背景下企业加强现金管理，26Q3光伏主要标的经营现金流显著改善。

图表：光伏产业链主要标的季度总现金流（亿元）



资料来源：Wind，国金证券研究所

图表：光伏主产业链主要企业季度经营性现金流情况（亿元，%）

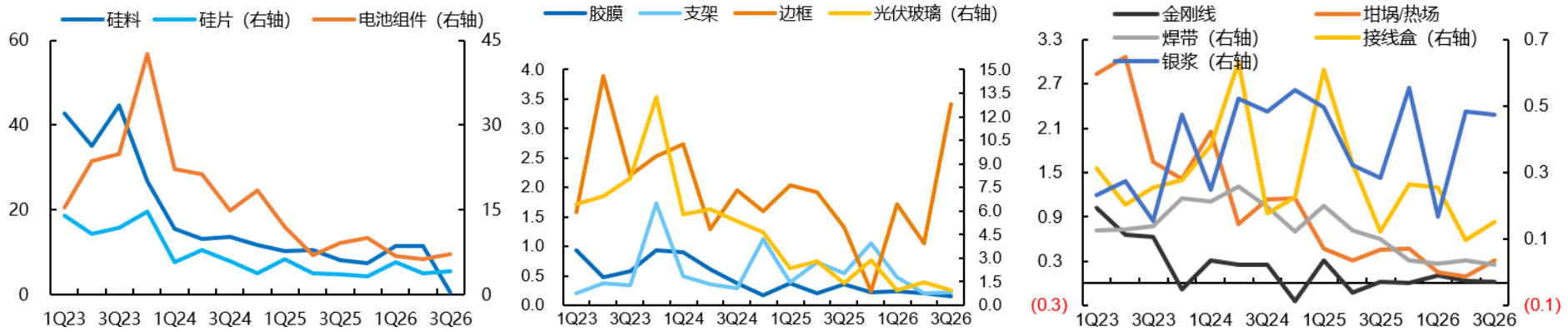
环节	标的	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26
硅料	大全能源	-16.7	-18.0	-9.4	-9.8	-8.1	-8.0	0.6	-0.3	-12.5	-10.0	-0.9
硅片	TCL中环	3.0	-1.7	24.3	2.8	4.9	0.3	1.1	5.1	3.0	0.2	1.1
	弘元绿能	2.0	-0.9	-0.1	-10.9	-5.9	2.1	5.9	0.4	3.1	-1.9	0.7
	双良节能	2.3	-15.1	2.0	10.7	3.6	3.3	10.6	2.7	6.7	1.5	3.6
	京运通	-4.9	-0.8	2.3	1.1	2.4	0.9	4.4	0.9	0.7	0.5	7.5
电池组件	钧达股份	1.2	0.1	5.7	0.8	4.2	6.1	-18.9	22.1	-7.0	6.5	-0.9
	爱旭股份	-24.1	-8.8	-11.5	-0.8	7.2	11.4	-0.9	5.6	7.0	8.5	4.0
	隆基绿能	-48.9	-15.2	-19.5	36.4	-17.5	12.6	23.0	25.4	-24.5	-33.7	23.5
	天合光能	-43.9	-42.3	39.9	41.8	-8.4	26.8	10.1	40.5	40.9	9.8	-3.7
	晶澳科技	-35.4	-16.8	20.9	31.1	7.9	37.2	1.9	-4.2	2.0	6.6	31.2
	晶科能源	11.7	-27.9	12.5	82.3	-26.2	-11.9	24.7	33.4	-8.3	-15.1	-0.7
	阿特斯	-8.4	23.1	10.1	-0.5	13.9	24.0	16.9	16.1	-1.6	-7.4	7.7
	通威股份	-13.9	23.6	20.3	-18.4	-14.6	-4.9	47.8	-14.5	-26.6	27.6	19.2
	横店东磁	4.8	8.7	-1.4	23.1	2.6	14.4	12.9	2.7	4.3	3.0	-1.5
	东方日升	-30.3	-14.3	0.7	0.7	-1.1	5.2	6.2	3.8	0.1	1.0	3.2
	*ST亿晶	-2.1	2.1	1.6	-1.2	-1.0	1.2	0.3	0.6	-0.1	0.8	1.1

资料来源：Wind，国金证券研究所；红色表示资金净流出，蓝色表示资金净流入

2.5 资本开支：行业资本开支维持较低水平

- 我们选择"购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金"科目分析企业的资本开支。
- 2024年起主产业链资本开支显著下降，盈利承压背景下企业放缓新增产能投入，26Q3资本开支降至较低水平。辅材资本开支整体维持较低水平，部分企业资本开支增加主要用于布局第二曲线。

图表：光伏各环节资本开支季度均值（亿元）

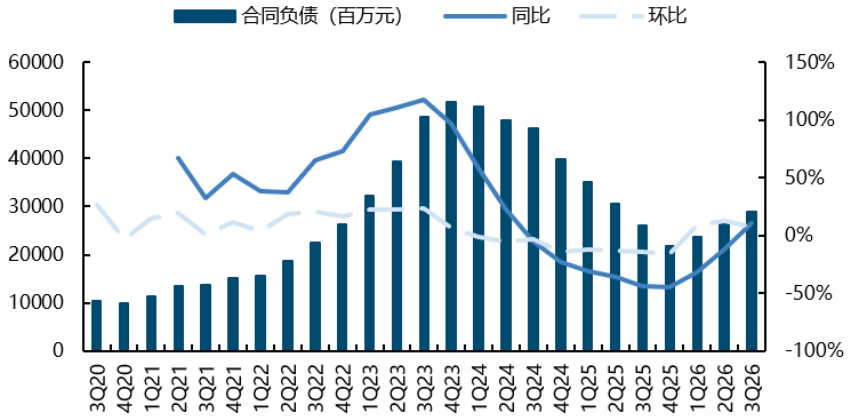


资料来源：Wind，国金证券研究所；选择"购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金"科目

2.6 光伏设备：合同负债逐季提升，新技术及第二曲线支撑订单韧性

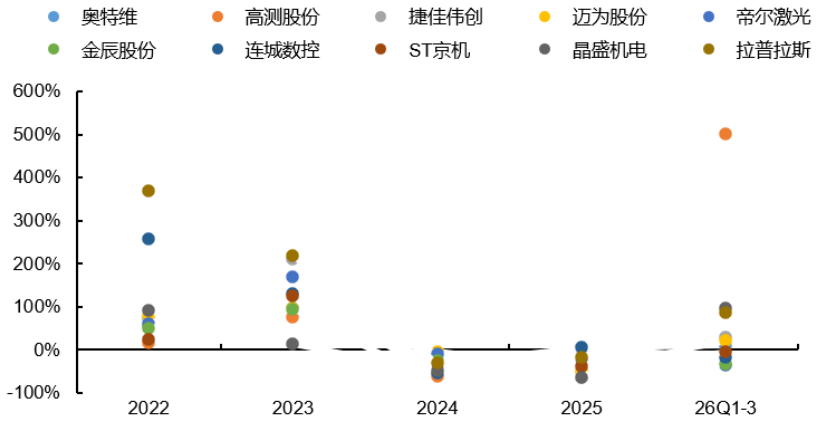
- 2026年第三季度，光伏设备企业合同负债环比继续呈现增长趋势，头部企业合同负债普遍表现为较2025年增长，设备行业逐步迈出订单低谷，主要受益于TOPCon 3.0改造、BC新建及改造以及海外市场本土化需求。
- 展望未来，我们预计两类设备企业将在订单层面表现出更强的韧性：1）光伏新技术相关设备企业，有望受益于市场稀缺设备的供应能力以及新技术/工艺渗透所带来的量价提升机会，目前看主要集中在TOPCon 3.0、BC、HJT、钙钛矿等新技术扩产或改造；2）有第二曲线布局的设备厂商：随着算力、半导体、锂电等行业扩产需求旺盛，部分企业基于自身设备底层逻辑，向泛半导体、锂电等领域拓展，部分企业第二成长曲线逐步进入收获期。

图表：重点设备企业合同负债合计同环比变化情况



资料来源：ifind，国金证券研究所
备注：2403起增加拉普拉斯

图表：重点设备企业合同负债较上年末变化情况

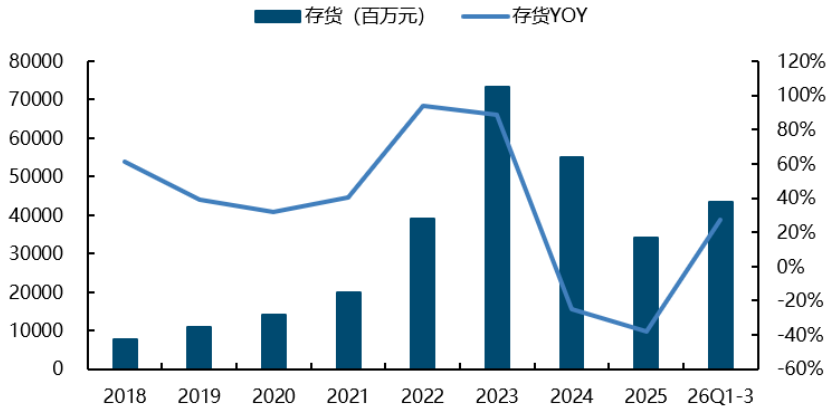


资料来源：ifind，国金证券研究所

2.6 光伏设备：合同负债逐季提升，新技术及第二曲线支撑订单韧性

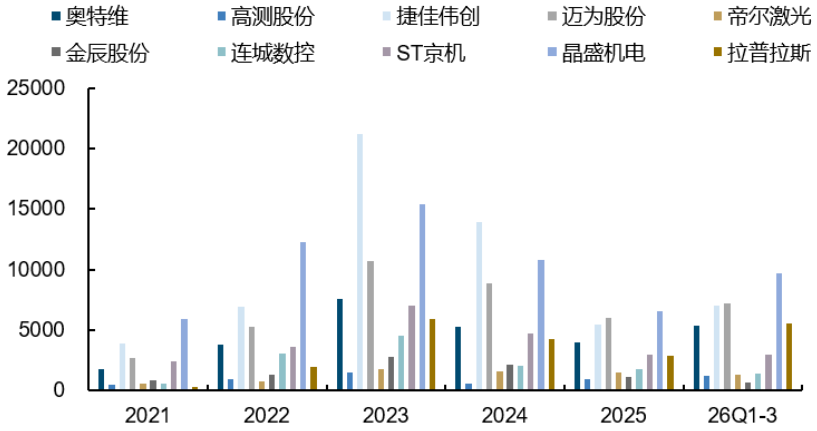
- 截至2026三季度末，光伏设备企业存货规模已超过去年全年，其中头部企业增速更为突出，预计未来1-2年设备企业光伏订单将维持低增速修复，部分企业第二曲线迈入新签订单放量期，预计未来几年增速较高，一定程度缓解企业订单压力。

图表：重点设备企业库存变动情况（百万元）



资料来源：ifind，国金证券研究所
备注：2024年起增加拉普拉斯

图表：重点设备企业存货明细（百万元）

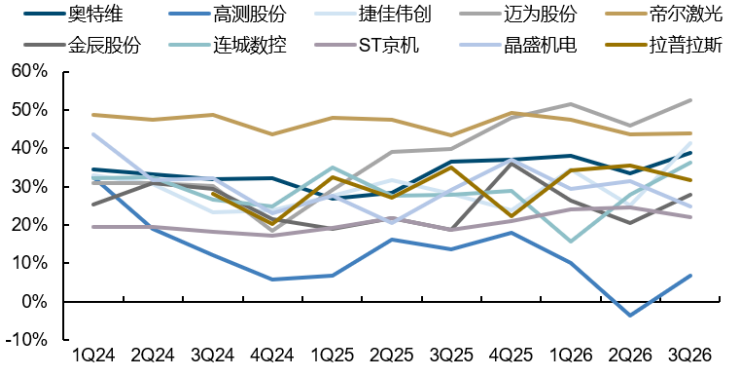


资料来源：ifind，国金证券研究所

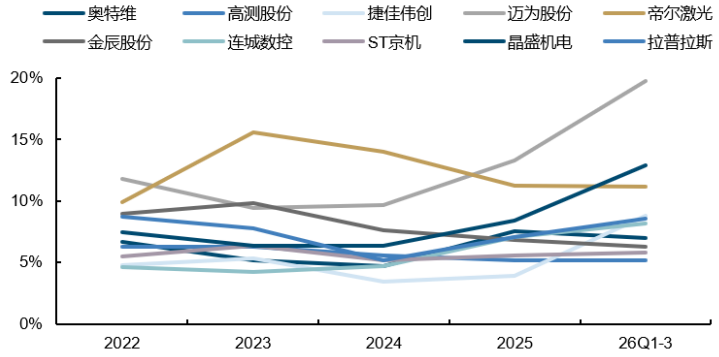
2.6 光伏设备：合同负债逐季提升，新技术及第二曲线支撑订单韧性

- 2026Q3设备企业整体毛利率环比普遍提升，帝尔激光、迈为股份毛利率处于行业领先，捷佳伟创、奥特维毛利率创季度历史新高。Q3盈利回升主要受益于产品结构和客户结构的优化。
- 横向对比各重点设备企业来看，两类厂商具备较强的盈利能力：1）是否具备性能指标领先的设备产品，帮助客户拉开与市场其他产能间的盈利差距；2）是否紧跟或能引领行业新技术迭代，凭借稀缺的市场供应能力，率先培养客户粘性、抢占市场份额。这两类企业具备的共性指标就是研发费用率普遍处于行业领先地位，研发是设备企业的核心竞争力。
- 展望2026年底，我们认为：1）N型技术升级改造（包括TOPCon 3.0、BC 等）有望带来高毛利的新增设备导入需求。2）海外市场占比提升，国内设备厂商抓住海外本土产业链建设机遇，有望凭借海外业务高毛利优势，支撑公司整体盈利稳健。3）第二曲线增速有望迎来显著提升，光伏设备企业普遍布局泛半导体、锂电等相关设备产品，基于设备平台的技术迁移能力，迅速合作行业领先的客户、推出全新产品，在泛半导体、锂电行业景气度显著提升的趋势下，打开市场空间的同时提升公司综合盈利能力。

图表：重点设备企业毛利率变化情况



图表：重点设备企业研发费用率变化情况

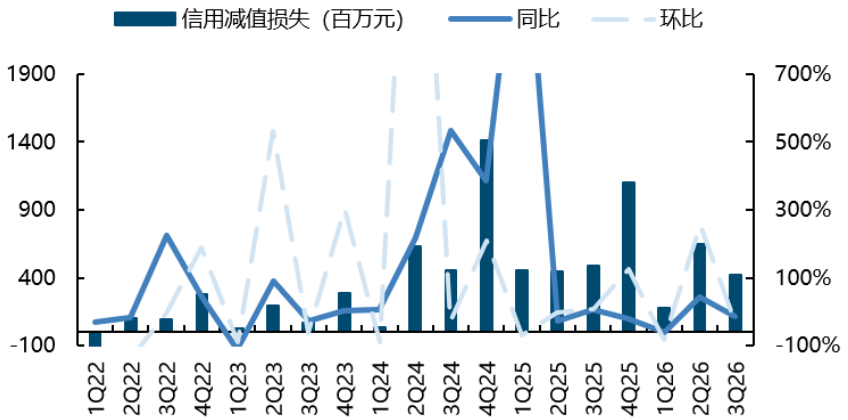


资料来源：ifind，国金证券研究所

2.6 光伏设备：合同负债逐季提升，新技术及第二曲线支撑订单韧性

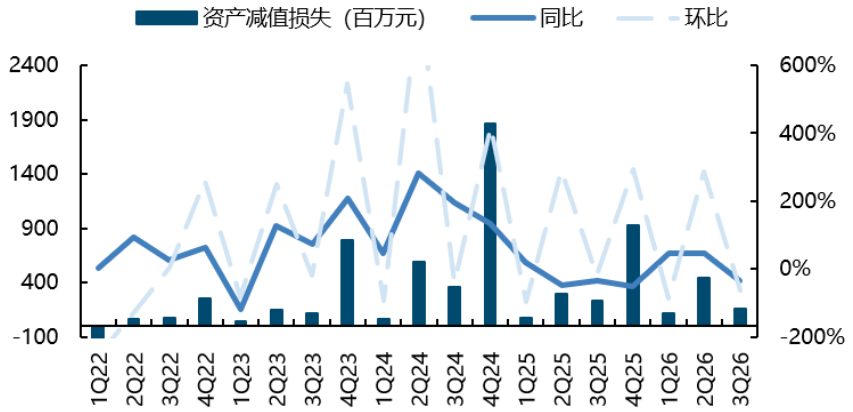
- 2026年第三季度，行业减值规模环比下降，信用减值、资产减值规模均有所收窄，考虑到设备企业信用减值损失已经维持高位接近2年，下游二三线及跨界客户出清基本完成，且近两年行业扩产需求疲弱，前期设备企业已按账龄及客户实际经营情况充分、谨慎计提，预计今年Q4减值压力将同比改善；部分应收账款或通过"债转股"形式转变为公司公允价值，对公司净利润影响将逐步减弱。

图表：重点设备企业信用减值损失同环比变化情况



资料来源：ifind，国金证券研究所
备注：2403起增加拉普拉斯

图表：重点设备企业资产减值损失同环比变化情况

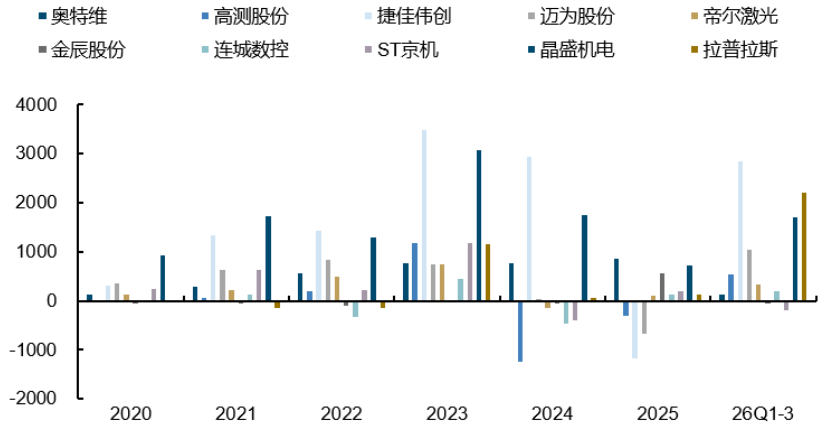


资料来源：ifind，国金证券研究所
备注：2403起增加拉普拉斯

2.6 光伏设备：合同负债逐季提升，新技术及第二曲线支撑订单韧性

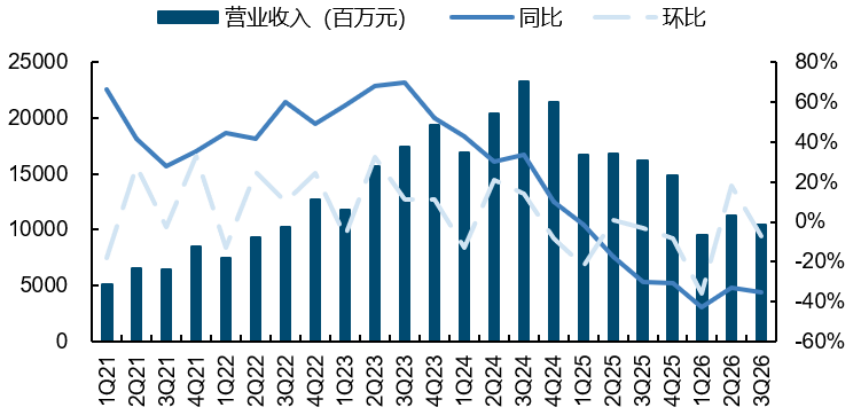
- 2026年前三季度，捷佳伟创、迈为股份、拉普拉斯、晶盛机电等企业经营性现金流较2025年底大幅提升，持续经营能力向好；三季度光伏设备行业营业收入同环比下滑，主要由于设备企业确认收入存在一定账期，2026年确收的订单主要为2024年-2025年的新签订单，彼时行业产能过剩，扩产增速已然放缓，订单规模相对较少。2026年新签订单规模逐步回升，展望未来两年企业收入增速有望回归。

图表：重点设备企业经营性现金流明细（百万元）



资料来源：ifind，国金证券研究所
备注：2403起加入拉普拉斯

图表：重点设备企业营业收入同环比变化情况



资料来源：ifind，国金证券研究所
备注：2403起加入拉普拉斯

国金证券
SINOLINK SECURITIES

03 展望及投资建议

总结：产业链底部夯实，头部企业差异化优势凸显

- 26Q3光伏需求环比改善，国内新增装机38.6GW，同比+38%、环比+26%，电池组件出口83GW，同比-18.8%、环比+4.4%，主要因26Q2基数较低；受此带动行业排产环比改善，但行业供需矛盾仍存，产业链价格仍处于底部区间，行业整体处于承压状态，部分环节亏损略有改善。【SW光伏设备】口径前三季度实现营收3519亿元、同比-13%，归母净利润-183亿元、亏损同比增加58%，主要因25Q3行业反内卷改善上游产品价格及盈利，2026年行业回归市场化竞争后价格及盈利回落；26Q3实现营收1309亿元，同比/环比-7%/+10%，同比下降主要因需求走弱出货下降、且产品价格降低，环比增长主要因Q3排产及出货增长；实现归母净利-61亿元，环比基本持稳。

- **盈利能力：产业链盈利处于承压状态，26Q3部分环节亏损有所改善，头部企业差异化优势凸显。**分环节看，多晶硅排产及出货提升、企业自律挺价推动亏损收窄；电池组件受益排产及出货提升毛利率略有改善，爱旭凭借差异化BC产品盈利显著改善。辅材方面，支架、逆变器等与主产业链相关性较低的环节毛利率处于较高水平，逆变器及储能环节呈现"整体承压、个股分化"的特征；金刚线、胶膜因上游原材料钨/树脂价格下跌，26Q3盈利承压；光伏玻璃因产能刚性、库存较高，价格下跌至历史较低水平，盈利持续承压。

- **资产结构：**盈利承压背景下主链企业以销定产、控制亏损规模，但随着前期借款逐步到期，测算大部分短期资金压力有所加大，大部分企业资产负债率有所上升，多家企业负债率逼近80%。

- **现金流及资本开支：**盈利承压背景下企业加强现金管理，26Q3光伏主要标的经营现金流显著改善；主链企业放缓新增产能投入，26Q3资本开支降至较低水平，辅材资本开支整体维持较低水平，部分企业资本开支增加主要用于布局第二曲线。

- **光伏设备：**26Q3设备企业合同负债环比继续呈现增长趋势，头部企业合同负债普遍表现为较2025年增长，设备行业逐步迈出订单低谷，主要受益于TOPCon 3.0改造、BC新建及改造以及海外市场本土化需求。

投资建议：供给侧政策闭环有望加速行业出清，关注差异化龙头

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- 三季报进一步验证光伏产业链价格、盈利底部夯实，展望后续，新版《光伏制造行业规范条件》大幅提高新建/改造效率门槛，有望与强制国标等供给端政策形成闭环，结合银行信贷收紧、需求端央企招标高效化配合，预计落后产能出清进程将在27H1显著加速，建议关注光伏板块β修复机会。建议关注以下方向：
- 1）差异化优势显著、高壁垒（工艺、设备、专利）有望支撑可持续超额盈利的**BC龙头**（爱旭股份、隆基绿能）。
- 2）少银化高效化产品性价比加速兑现，建议关注**BC及高效TOPCon组件龙头供应商**（钧达股份、晶科能源、天合光能、晶澳科技、阿特斯 等），**技改受益设备**（帝尔激光、奥特维、拉普拉斯、捷佳伟创 ），**成本领先龙头**（通威股份、协鑫科技、大全能源、TCL中环 ）。
- 3）落后产能加速冷修、行业有望率先实现供给出清、估值低位的**光伏玻璃龙头**（福莱特、信义光能），行业尾部产能加速出清、份额及盈利优势显著的**胶膜龙头**（福斯特）。
- 4）碳考核驱动国内刚需释放、海外高电价支撑景气延续背景下，具备全球渠道、技术领先及盈利韧性的储能龙头性价比加速兑现，建议关注**储能系统及核心环节领先供应商**（阳光电源、海博思创、德业股份、艾罗能源、宁德时代、上能电气等）。
- 5）太空能源需求对大功率电源、柔性轻量组件、发电生命周期的要求提高，建议关注**太空光伏环节设备供应商**（迈为股份、奥特维、奥来德、高测股份等）、**太空辅材供应商**（钧达股份、聚和材料、蓝思科技等）、**新型电池技术供应商**（钧达股份、东方日升、上海港湾、晶科能源、天合光能等）。

投资建议

国金证券 SINOLINK SECURITIES

图表：光储标的估值表（元/股，亿元，倍）

环节	证券代码	名称	货币	股价	总市值	2025年归母净利	2026E		2027E		2028E		PB
							归母净利	PE	归母净利	PE	归母净利	PE	
电池片/一体化组件	600732.SH	爱旭股份	CNY	11.83	250	-18.22	-4.11		18.42	14	31.56	8	5.5
	601012.SH	隆基绿能	CNY	11.00	834	-64.20	-59.15		29.56	28	50.76	16	1.7
	002865.SZ	钧达股份	CNY	39.74	124	-14.16	-0.64		9.12	14	21.08	6	3.4
	2865.HK	钧达股份	CNY	10.22	31	-14.16	-0.64		9.12	3	21.08	1	0.9
	688223.SH	晶科能源	CNY	3.80	389	-68.82	-40.59		21.77	18	40.82	10	1.7
	688599.SH	天合光能	CNY	10.08	236	-70.31	-12.08		23.63	10	50.28	5	1.2
	002459.SZ	晶澳科技	CNY	6.43	213	-46.08	-46.09		10.41	20	21.41	10	1.2
	688472.SH	阿特斯	CNY	7.66	279	10.16	9.92	28	28.14	10	36.08	8	1.3
	002056.SZ	横店东磁	CNY	15.95	259	18.51	18.56	14	23.60	11	28.56	9	2.5
硅料/硅片	600438.SH	通威股份	CNY	11.06	498	-95.53	-83.11		14.58	34	57.41	9	1.5
	002129.SZ	TCL中环	CNY	9.38	379	-92.64	-57.39		22.50	17	41.95	9	2.2
	600481.SH	双良节能*	CNY	3.60	74	-11.16	-12.99		2.56	29	4.63	16	1.9
	603185.SH	弘元绿能*	CNY	12.87	88	1.87							0.8
	688303.SH	大全能源*	CNY	16.11	344	-11.29	-15.08		10.09	34	18.93	18	0.9
	3800.HK	协鑫科技*	HKD	0.59	166	-28.68	-21.20		13.06	13	23.05	7	0.5
	1799.HK	新特能源*	HKD	3.32	41	-12.05	-1.26		5.03	8	9.72	4	0.1
逆变器/储能	300274.SZ	阳光电源	CNY	65.29	1354	134.61	135.02	10	176.81	8	218.04	6	2.8
	605117.SH	德业股份	CNY	67.59	861	31.71	56.33	15	70.94	12	86.93	10	9.6
	300693.SZ	盛弘股份	CNY	29.77	93	4.76	6.14	15	8.22	11	9.40	10	4.1
	002518.SZ	科士达	CNY	25.56	149	6.11	6.98	21	8.66	17	10.09	15	2.9
	688390.SH	固德威*	CNY	43.90	107	1.35	4.17	26	11.66	9	14.07	8	3.3
	688348.SH	昱能科技*	CNY	26.70	42	-1.34	0.20	208	1.73	24	2.55	16	1.3
	300763.SZ	锦浪科技*	CNY	43.86	174	7.43	13.20	13	18.52	9	23.36	7	1.8
	688032.SH	禾迈股份*	CNY	62.58	78	-1.61	0.18	429	2.19	36	3.87	20	1.4
	603063.SH	禾望电气	CNY	19.48	91	5.31	7.55	12	5.70	16	7.82	12	1.6
	688063.SH	派能科技*	CNY	34.19	84	0.85	2.57	33	4.31	19	6.11	14	0.9
光伏玻璃	601865.SH	福莱特	CNY	8.76	205	9.81	-4.07		12.07	17	21.54	10	1.0
	6865.HK	福莱特玻璃	CNY	4.50	104	9.81	-4.07		12.07	9	21.54	5	0.5
	0968.HK	信义光能	CNY	1.62	145	8.45	2.41	60	7.35	20	20.50	7	0.5
	601636.SH	旗滨集团*	CNY	4.72	140	6.19	1.65	85	7.71	18	12.04	12	1.0
	002623.SZ	亚玛顿*	CNY	17.53	34	-1.08							1.3
辅材	603806.SH	福斯特	CNY	11.78	307	7.70	15.15	20	20.55	15	26.99	11	1.9
	688503.SH	聚和材料	CNY	41.79	101	4.20	1.64	62	5.35	19	6.82	15	2.0
	603381.SH	永臻股份	CNY	13.90	33	-2.21	1.04	32	3.15	10	4.61	7	1.0
	003022.SZ	联泓新科	CNY	14.93	199	3.06	7.16	28	8.42	24	9.44	21	2.5
	688408.SH	中信博*	CNY	21.57	47	-0.10	1.47	32	5.56	8	7.87	6	1.2
	300842.SZ	帝科股份*	CNY	42.90	63	-2.76	2.64	24	5.23	12	6.62	9	3.7
	688680.SH	海优新材*	CNY	31.19	30	-4.93	-0.84		0.34	90	2.05	15	1.8
	002897.SZ	意华股份*	CNY	38.64	75	3.18	4.42	17	6.47	12	8.19	9	2.6
耗材	300861.SZ	美畅股份	CNY	12.70	85	2.44	4.97	17	4.94	17	5.58	15	1.3
	688598.SH	金博股份*	CNY	24.31	50	-12.81	-1.71		0.41	124			1.3
	603688.SH	石英股份*	CNY	31.98	173	1.53	2.70	64	5.56	31	8.67	20	2.9
设备	688516.SH	奥特维	CNY	36.54	115	4.45	6.03	19	7.35	16	8.80	13	3.1
	300751.SZ	迈为股份	CNY	119.05	332	7.22	4.34	77	5.68	58	13.21	25	4.2
	688556.SH	高测股份	CNY	6.62	55	-0.41	-2.78		1.51	36	3.55	15	1.6
	300724.SZ	捷佳伟创	CNY	51.50	179	26.17	8.17	22	10.44	17	11.80	15	1.3
	300776.SZ	帝尔激光	CNY	72.50	207	5.19	5.47	38	6.71	31	9.41	22	4.1
	688726.SH	拉普拉斯	CNY	33.88	137	6.23	7.08	19	8.14	17	9.02	15	3.2
运营商	3868.HK	信义能源	CNY	0.64	54	10.11	7.15	8	8.30	7	9.06	6	0.4
平均值								50		22		11	2.1
中位数								24		17		10	1.7

资料来源：Wind，国金证券研究所；带"*星号"公司采用wind一致盈利预期，其余公司采用国金证券盈利预测，股价采用2026/10/30收盘价

风险提示

- **国际贸易环境恶化风险：**随着光伏在各国能源结构中的比例持续提升，中国作为在光伏制造业领域一家独大的存在，仍然可能面临其他国家更严苛的贸易壁垒限制（尽管这种壁垒可能导致该国使用清洁能源的成本上升）。
- **传统能源价格大幅（向下）波动风险：**近年来全球各国的双碳目标诉求及地缘政治动荡等因素造成的传统能源价格大幅飙升，是新能源需求超预期高增的一大驱动因素，若传统能源价格及对应电价在未来出现趋势性、大幅下跌，将边际削弱光储系统的相对经济性，并可能对板块投资情绪产生负面影响。
- **行业产能非理性扩张的风险：**在持续超预期的终端需求驱使和资本的助力下，光伏行业的产能扩张明显加速，除业内企业积极扩产外，行业再次出现跨界资本大量进入的迹象，可能导致部分环节出现阶段性竞争格局和盈利能力恶化的风险。
- **储能、泛灵活性资源降本不及预期风险：**配置储能（或其他泛灵活性资源）是未来电源结构中光伏实现高比例渗透的必经之路，如果储能成本下降速度不及预期，则有可能限制中期光伏在能源结构中的渗透率提升速度。

特别声明

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序

国金证券 SINOLINK SECURITIES



国金证券 SINOLINK SECURITIES

最新研报

会议路演

研究专题