

| 证 券 研 究 报 告 |

光伏反内卷驱动拐点，储能景气延续强势

——光储行业25Q3业绩综述

2025.11.16

分析师：曾彪

执业证书编号：S0740522020001

邮 箱：_____

分析师：吴鹏

执业证书编号：S0740522040004

邮 箱：_____

分析师：郭琳

执业证书编号：S0740525080002

邮 箱：_____

目录

CONTENTS

- ① 光伏：反内卷信号加强，盈利筑底修复
- ② 储能：大储景气度攀升，户储阶段波动
- ③ 投资建议
- ④ 风险提示

报告摘要

- ❑ **光伏：行业利润环比大幅减亏，上游盈利能力改善显著。**2025年Q3光伏行业收入达2165亿元，同比-8%，环比-3%；归母净利润5.8亿元，同比+131%，环比+114%，亏损同环比实现大幅收窄，反内卷信号持续加强，光伏行业逐步筑底回升。经营性净现金流同环比改善，资本开支收缩企稳，行业产能扩张放缓。分环节看，硅料、硅片环节率先受益行业反内卷，毛利率环比修复显著；电池、组件环节毛利率环比相对持平，主要系从上游涨价传导相对滞后；辅材链毛利率环比相对平稳或有所下滑，玻璃、胶膜环节头部企业凭借龙头成本优势维持盈利；支架/逆变器环节：支架、逆变器环节下游客户为电站业主且成本占比不高，同时出海需求加强，毛利率维持相对高位稳定。展望后续，光伏行业反内卷持续推进且相关规范有望落地，行业盈利改善确定性增强，有望逐步回归相对合理水平。
- ❑ **储能：行业利润同比延续高景气，环比略有波动。**2025年Q3储能行业收入517亿元，同比+11%，环比-7%；归母净利润61亿元，同比+18%，环比-10%。从大储行业看，受益于出货高增、市场结构优化以及规模效应凸显等，阳光电源、海博思创等头部集成商实现业绩同环比高增，上能电气、禾望电气、盛弘股份、通润装备等大储PCS企业由于市场结构以及产品结构变化等因素，业绩表现有所分化，部分展现拐点。从户储行业看，受欧洲假期、汇率波动、细分市场的需求扰动等因素影响，户储企业业绩环比有所波动。展望后续，储能需求逻辑重新演绎，国内大储迎经济性拐点释放需求，海外需求多点开花，同时AIDC建设加快拉动配储需求，国内外需求景气共振。
- ❑ **投资建议：**光伏反内卷持续释放积极信号、供给侧改革相关举措有望逐步落地，光伏行业基本面预期反转向上。储能行业景气加强，国内市场在136号文后峰谷套利收益增加，且容量电价政策陆续出台进一步稳定提升储能收益，带动国内储能需求预期高增；海外北美、欧洲、澳洲、中东非等市场需求多点爆发，数据中心配储逻辑进一步推动储能景气向上。建议重点关注光储板块：
 - 高景气储能标的：海博思创/阳光电源/阿特斯/科士达/盛弘股份/通润装备/德业股份/固德威等；
 - 光伏反内卷受益标的：1) 硅料：协鑫科技/通威股份；2) 电池组件：隆基绿能/爱旭股份/晶澳科技/晶科能源/天合光能/钧达股份；3) 环节其他龙头：福莱特/福斯特/聚和材料/中信博等。
- ❑ **风险提示：**需求不及预期风险；市场竞争加剧风险；行业价格波动风险；政策落地不及预期风险；贸易摩擦风险等。

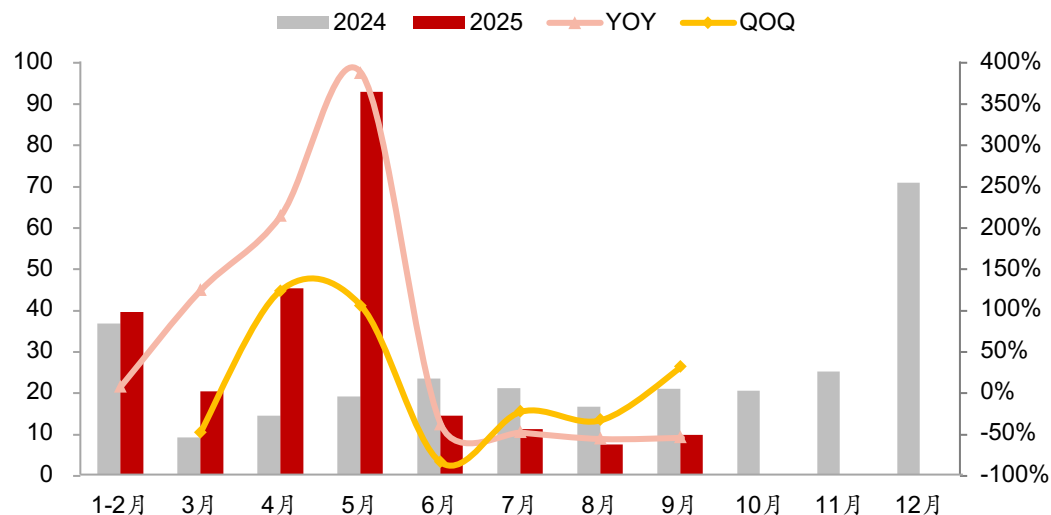
1

光伏：反内卷信号加强，盈利筑底修复

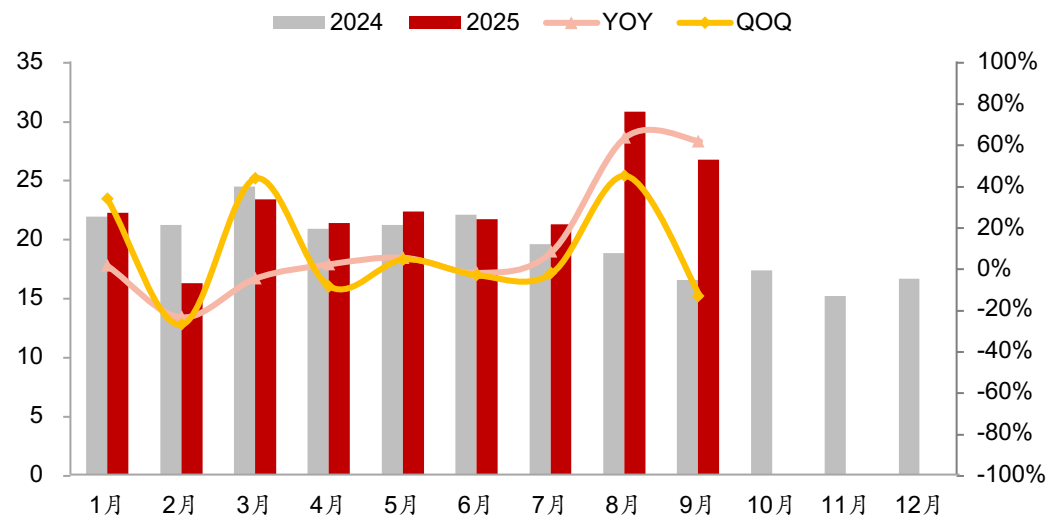
光伏：Q3国内装机放缓，海外出口拉货

- 从国内装机来看，**25Q3国内光伏新增装机28.1GW**，同比-52%，环比-82%。2025年初国内发布136号文后带动国内光伏抢装情绪提前释放需求，进而使得Q2光伏装机高增，Q3装机明显放缓。
- 从组件出口来看，**25Q3国内组件出口达78.8GW**，同比+43%，环比+20%。海外出口退税取消的预期带动海外拉货提速。

图表：国内光伏月度新增装机情况（GW；%）



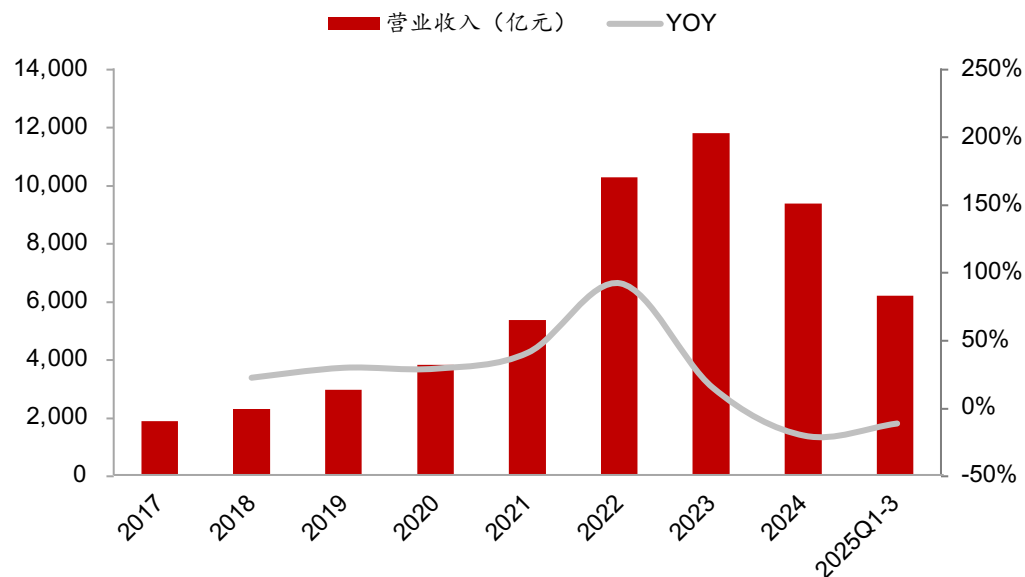
图表：国内组件月度出口情况（GW；%）



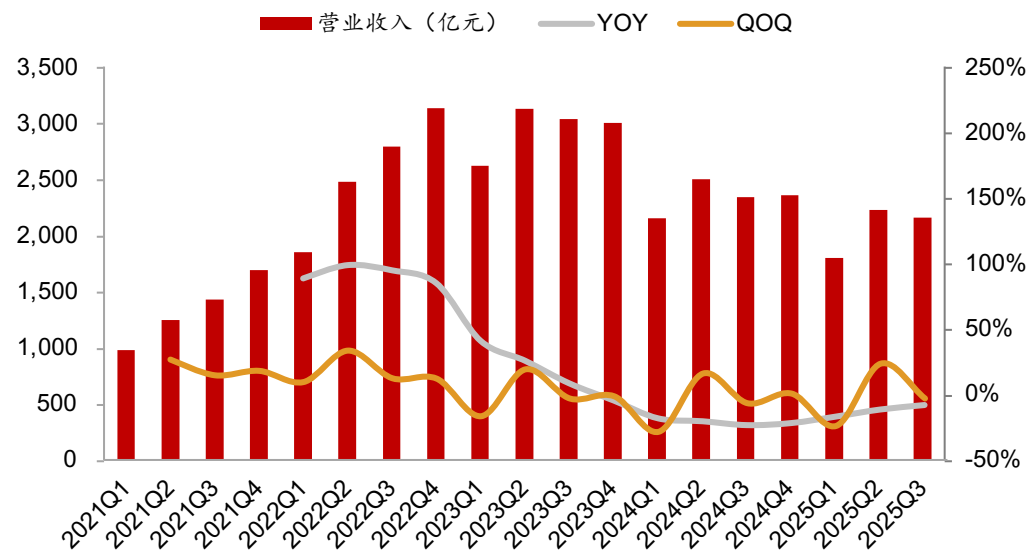
光伏：2025Q3收入同环比个位数下滑

■ **2025Q3光伏行业收入仍表现出同比下滑趋势。**光伏板块选取54家企业进行统计分析。2025年前三季度光伏行业收入达6197亿元，同比下滑12%；2025年Q3光伏行业收入达2165亿元，同比-8%，环比-3%，主要系产品价格低位以及经营承压下企业出货规模放缓所致。同时，三季度反内卷趋势加强，光伏主产业链特别是硅料、硅片等环节价格率先上涨且涨幅明显。

图表：光伏板块年度营业收入趋势（亿元；%）



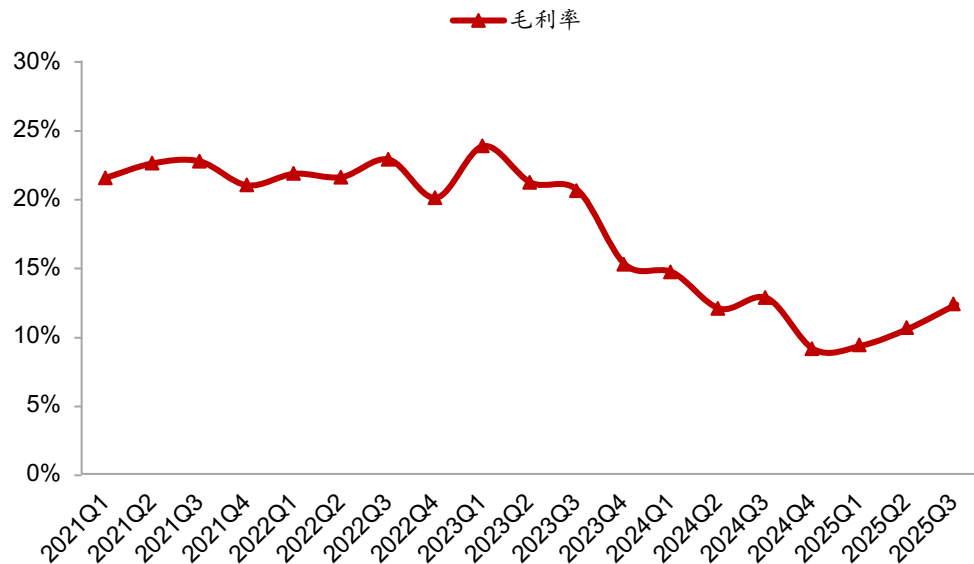
图表：光伏板块季度营业收入趋势（亿元；%）



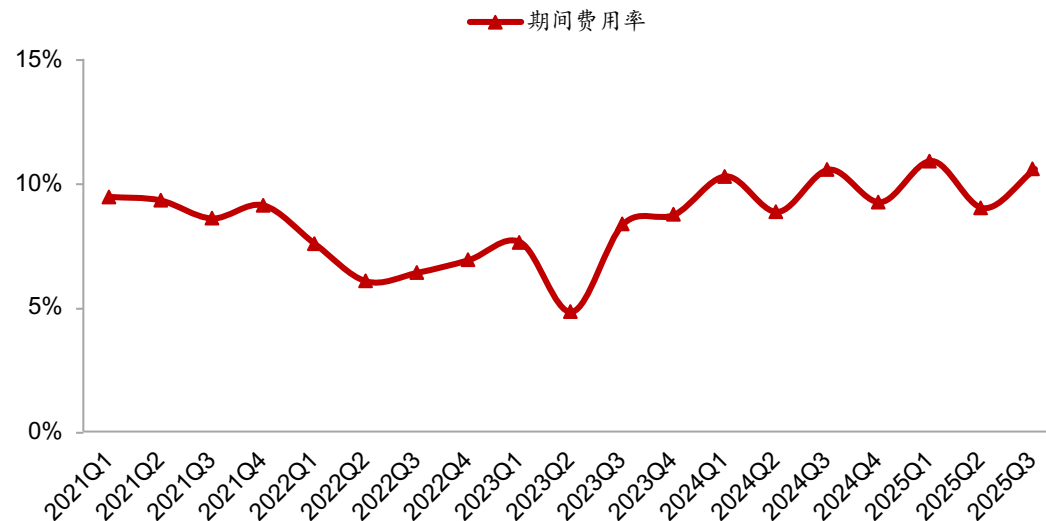
光伏：毛利率持续修复，期间费用率季节性波动

- 2025Q3光伏行业毛利率环比修复。从毛利率来看，25Q3毛利率12.4%，同比-0.5pct，环比+1.7pct。光伏行业毛利率从25Q1起实现连续3个季度环比提升。
- 从期间费用率来看，25Q3期间费用率10.6%，同比持平，环比+1.6pct，环比增加判断系季节性因素所致，整体相对稳定。

图表：光伏板块季度毛利率趋势（%）



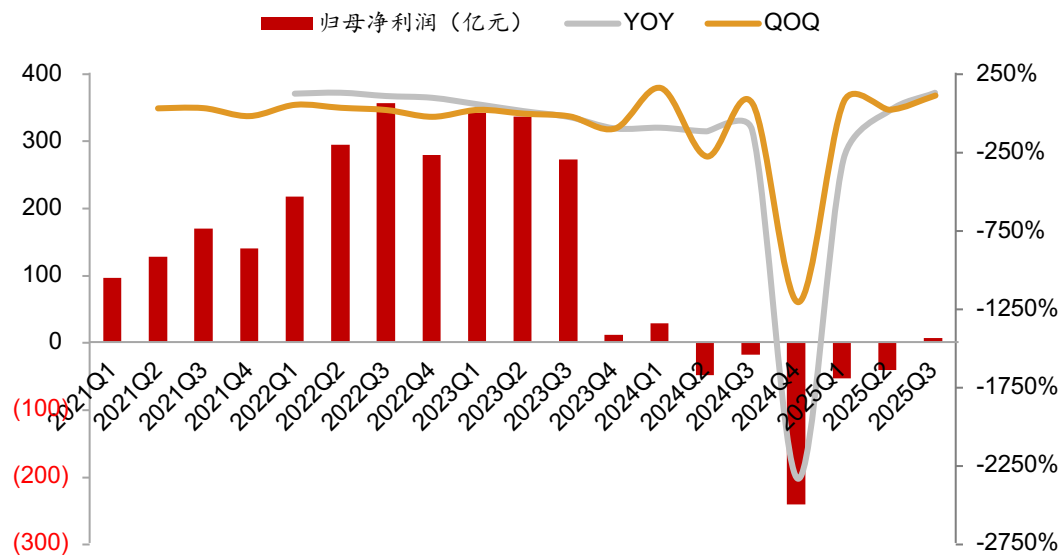
图表：光伏板块季度期间费用率趋势（%）



光伏：归母净利润逐步扭亏

■ **2025Q3光伏行业利润同环比修复。**从归母净利润来看，25Q3光伏行业实现净利润5.8亿元，同比+131%，环比+114%，亏损同环比实现大幅收窄，判断系反内卷带动价格修复、减值损失缩小等因素所致。对应来看，25Q3净利率为0.3%，同比+1.1pct，环比+2.2pct。

图表：光伏板块季度归母净利润趋势（亿元；%）



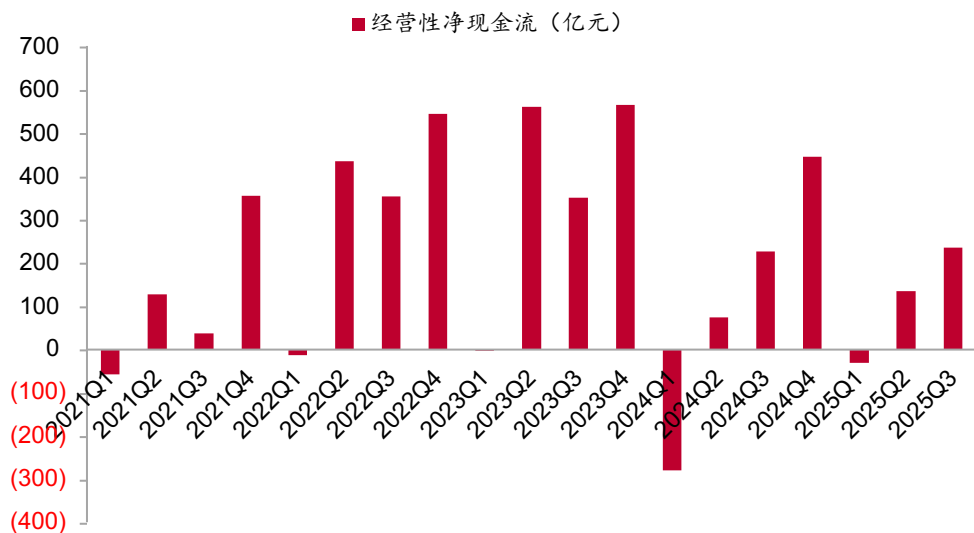
图表：光伏板块季度净利率趋势（%）



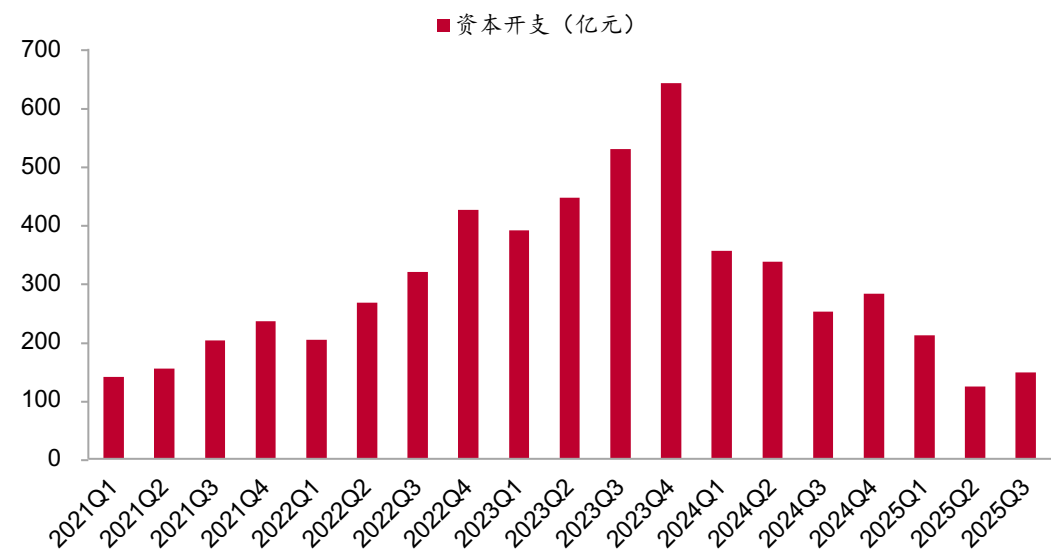
光伏：经营性净现金流环比增加，资本开支收缩企稳

- 从经营性净现金流来看，25Q3光伏行业经营性净现金流为237亿元，同比增加10亿元，环比增加101亿元，同环比改善，判断主要系一方面为季节因素影响，原材料采购等在此前已备好以及下半年回款逐步启动；另一方面在经营承压背景下企业加强现金流管理。
- 从资本开支来看，25Q3光伏行业资本开支为148亿元，同比减少104亿元，环比增加24亿元。行业资本开支自2024Q1起开始大幅下降，明显呈现放缓趋势，主要系盈利承压背景下企业选择放缓产能扩张，到2025Q3环比表现相对企稳。

图表：光伏板块季度经营性净现金流情况（亿元）



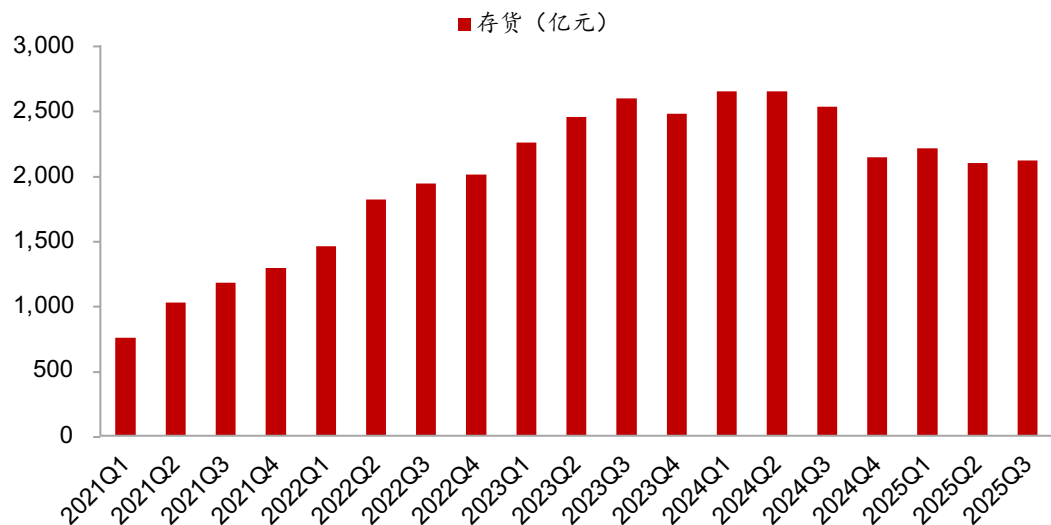
图表：光伏板块季度资本开支情况（亿元）



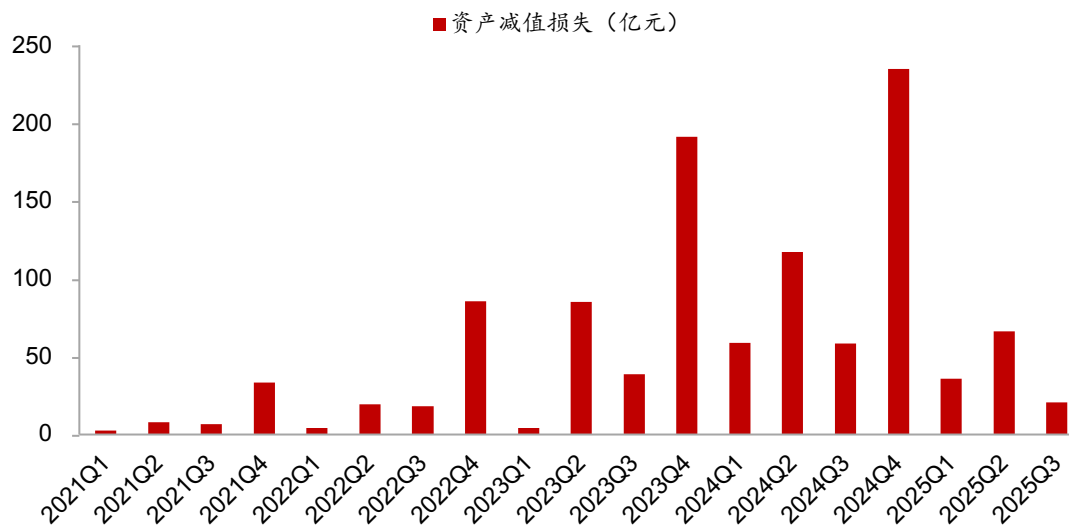
光伏：存货相对高位稳定，资产减值损失同环比收窄

- 从存货来看，25Q3光伏行业存货规模达2121亿元，同比减少415亿元，环比增加20亿元。
- 从资产减值损失来看，25Q3光伏行业资产减值损失为21亿元，同比收窄38亿元，环比收窄46亿元。同环比实实现大幅收窄，判断系一方面，相关PERC资产减值相对充分；另一方面，企业备货规模相对减少以及产业链价格触底企稳。

图表：光伏板块季度存货情况（亿元）



图表：光伏板块季度资产减值损失情况（亿元）



分板块看盈利能力：硅料/硅片环节改善显著，其他环节相对稳定

□ 从细分环节来看，

- 主产业链：硅料、硅片环节毛利率环比修复显著，主要系其作为光伏产业链上游环节，在反内卷趋势下率先迎来价格修复；电池、组件环节毛利率环比相对持平，主要系从上游涨价传导未完全落地。
- 辅材产业链：毛利率环比相对平稳或有所下滑，玻璃、胶膜环节头部企业凭借龙头成本优势维持盈利，边框环节在加工费进一步承压背景下盈利能力进一步下滑。
- 支架/逆变器环节：支架、逆变器环节下游客户为电站业主且成本占比不高，同时出海需求加强，毛利率维持相对高位稳定。

图表：光伏板块各细分环节毛利率趋势（%）

环节	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	25Q3同 比	25Q3环 比
硅料	28%	36%	39%	43%	42%	42%	49%	40%	45%	28%	19%	15%	13%	8%	11%	4%	0%	1%	8%	-3%	7%
硅片	24%	26%	21%	22%	17%	20%	21%	14%	22%	19%	22%	4%	3%	-17%	-10%	-11%	-2%	-4%	7%	17%	11%
电池	11%	3%	6%	7%	8%	11%	14%	18%	17%	18%	22%	2%	7%	-10%	-13%	-7%	2%	5%	5%	17%	0%
组件	16%	17%	16%	14%	14%	13%	13%	13%	17%	17%	18%	13%	11%	9%	10%	5%	1%	5%	5%	-6%	0%
银浆	16%	15%	12%	11%	12%	12%	11%	13%	11%	12%	12%	10%	10%	12%	7%	8%	7%	8%	7%	1%	-1%
玻璃	42%	28%	24%	15%	17%	20%	18%	18%	16%	16%	20%	20%	18%	21%	4%	0%	8%	13%	13%	9%	0%
胶膜	25%	18%	16%	25%	15%	20%	14%	6%	10%	13%	11%	12%	13%	14%	9%	8%	10%	9%	6%	-3%	-3%
边框	14%	15%	13%	12%	12%	11%	4%	13%	11%	13%	12%	11%	8%	8%	4%	6%	5%	5%	2%	-2%	-3%
焊带	16%	14%	11%	11%	11%	13%	8%	11%	13%	11%	12%	9%	9%	8%	5%	5%	7%	6%	6%	1%	0%
金刚线	45%	45%	43%	41%	45%	47%	46%	46%	46%	54%	50%	35%	32%	20%	8%	-1%	9%	18%	16%	8%	-2%
支架	19%	18%	16%	13%	16%	16%	16%	17%	18%	19%	19%	19%	20%	19%	20%	17%	19%	17%	18%	-2%	1%
逆变器	29%	27%	27%	18%	30%	26%	30%	28%	33%	32%	34%	28%	35%	31%	32%	27%	33%	33%	35%	3%	2%
设备	32%	31%	34%	32%	33%	34%	35%	33%	33%	36%	35%	32%	35%	31%	28%	24%	28%	29%	31%	3%	2%

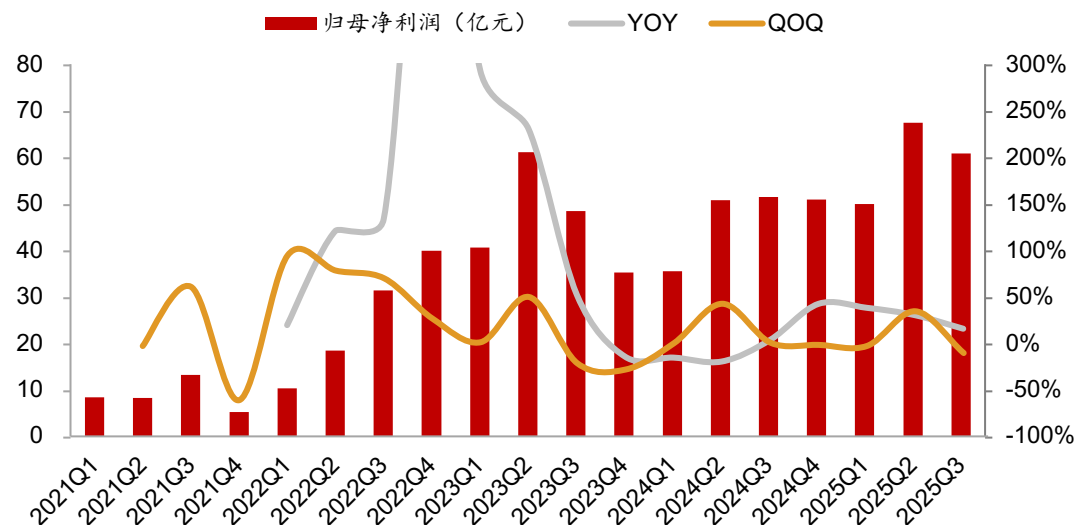
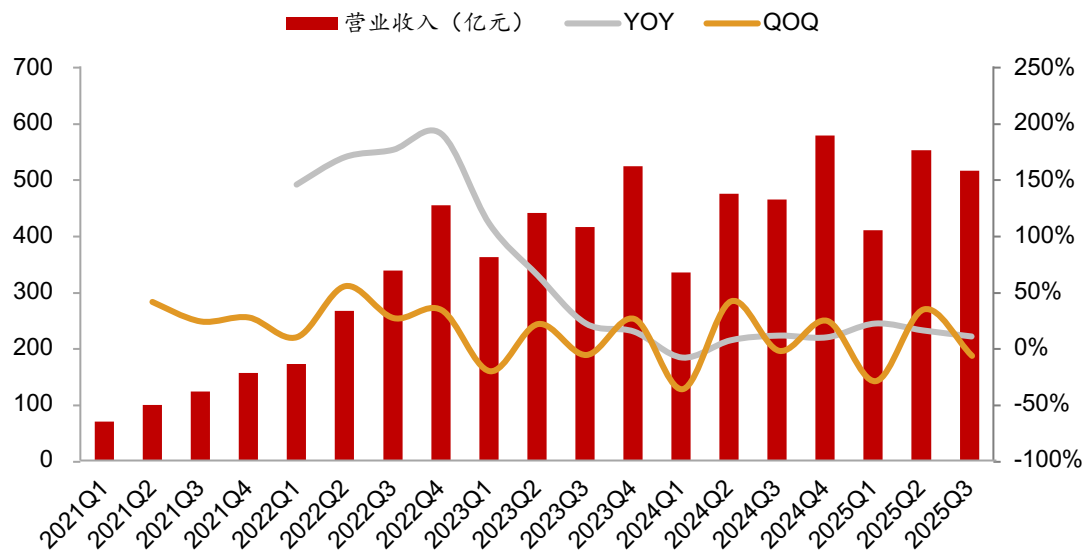
2

储能：大储景气度攀升，户储阶段波动

储能：业绩同比高景气，环比有所波动

- 2025Q3储能行业同比延续高景气行情，季度环比略有波动。储能板块选取15家企业进行统计分析。2025年Q3储能行业实现收入517亿元，同比+11%，环比-7%；实现归母净利润61亿元，同比+18%，环比-10%。
- 大储环节：阳光电源、海博思创等头部集成商实现业绩同环比高增，主要受益于全球大储景气度持续攀升、出海结构优化。上能电气、禾望电气、盛弘股份、通润装备等大储PCS企业由于市场结构以及产品结构变化等因素，业绩表现有所分化。
- 户储环节：受欧洲假期、汇率波动、细分市场需求扰动等因素影响，户储企业业绩环比有所波动。除固德威、科士达等企业实现环比提升外，其他均有所下滑。

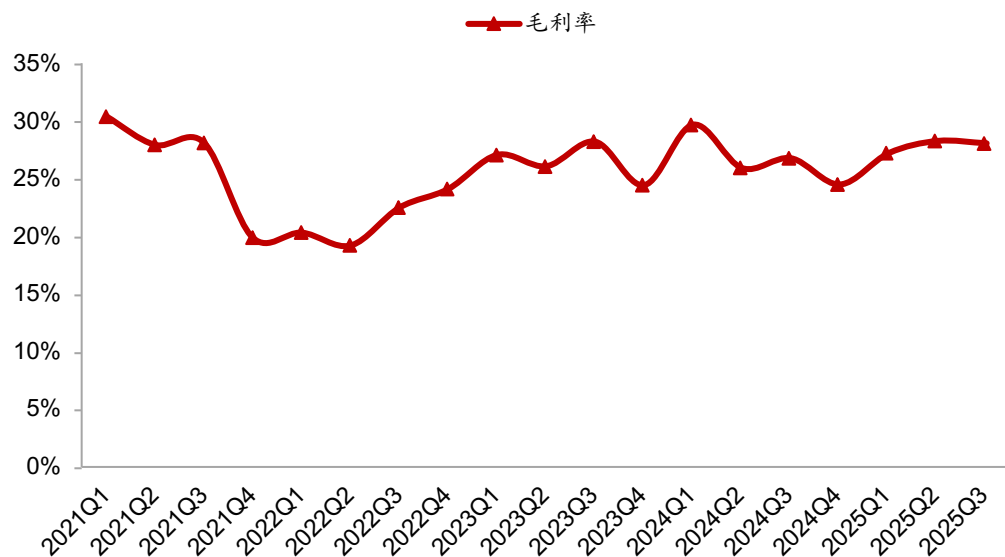
图表：储能板块季度营业收入趋势（亿元；%）



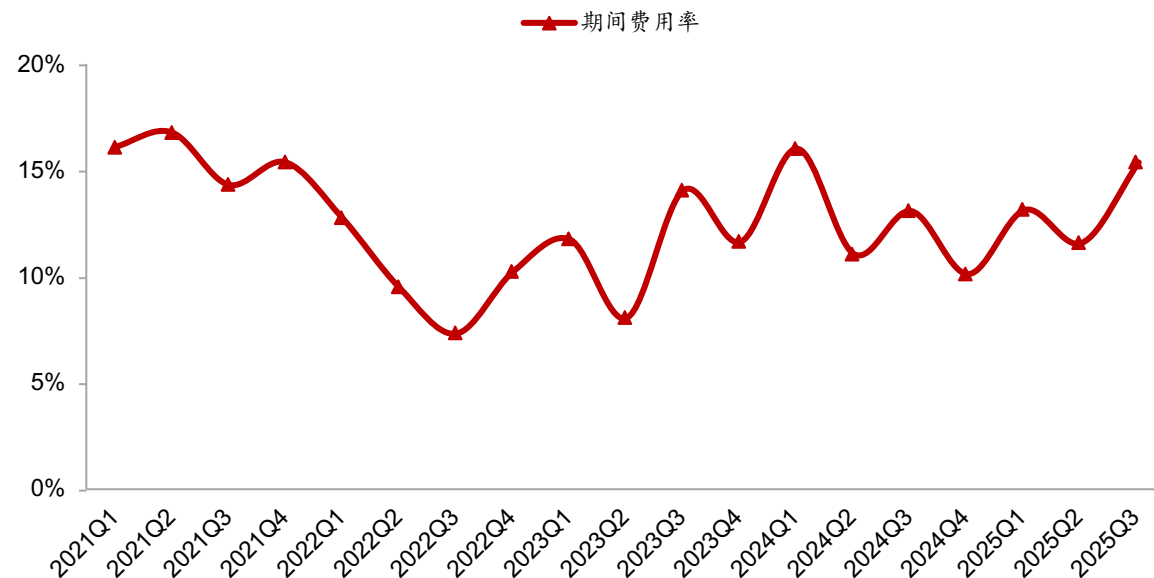
储能：毛利率维持相对高位，费用率环比提升

- 2025Q3储能行业毛利率保持较高水平，期间费用率稳定。从毛利率来看，25Q3毛利率28.2%，同比+1.3pct，环比-0.2pct，整体盈利能力保持相对高位。从期间费用率来看，25Q3期间费用率15.4%，同比+2.3pct，环比+3.8pct，同环比提升明显，判断系1) 汇率波动带来财务费用增加明显；2) 储能公司加快全球市场开拓带来前期费用增加；3) Q3整体收入环比有所下滑。

图表：储能板块季度毛利率趋势（%）



图表：储能板块季度期间费用率趋势（%）



分板块看盈利能力：大储毛利率环比提升，户储表现不一

- 大储板块：阳光电源、海博思创毛利率环比提升，主要系规模效应凸显以及业务结构优化；上能电气、禾望电气、盛弘股份毛利率环比稳定或提升。
- 户储板块：毛利率环比升降表现不一，主要在于业务结构变化影响，单业务盈利能力保持较高稳定水平。

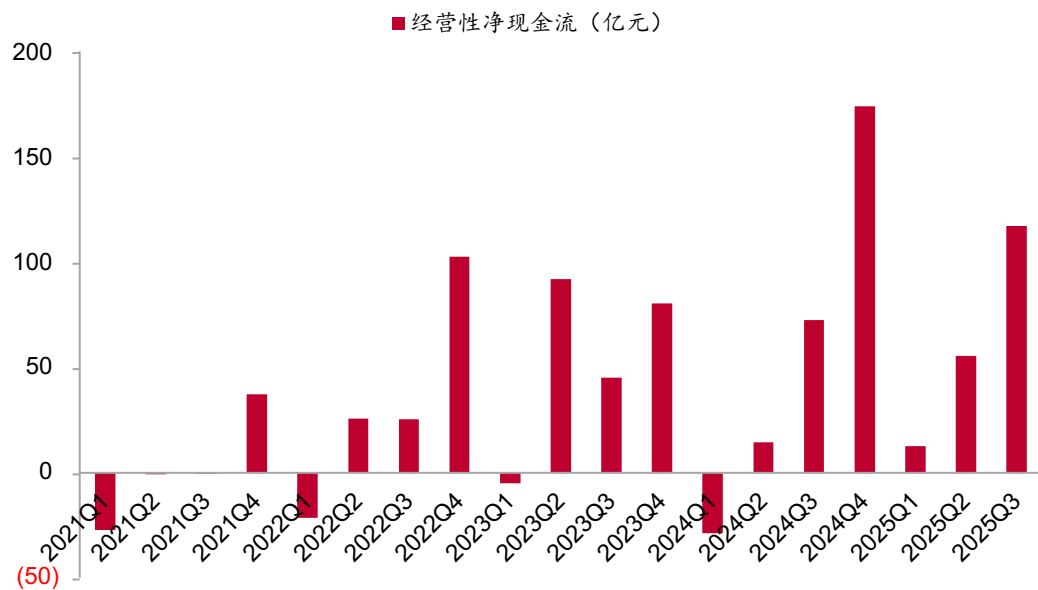
图表：储能板块细分环节及公司毛利率情况（%）

环节	公司	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q3同 比	2025Q3环 比
大储	阳光电源	30%	27%	27%	13%	29%	23%	25%	24%	28%	31%	34%	29%	37%	30%	30%	27%	35%	34%	36%	6%	2%
	海博思创												26%	25%	16%	21%	16%	19%	17%	19%	-3%	2%
	阿特斯					9%	10%	11%	14%	16%	13%	15%	11%	18%	14%	13%	15%	7%	16%	7%	-6%	-9%
	上能电气	25%	22%	23%	26%	25%	21%	13%	18%	19%	17%	24%	19%	24%	23%	29%	19%	24%	24%	24%	-5%	0%
	禾望电气	45%	34%	37%	31%	35%	25%	30%	32%	33%	34%	36%	39%	44%	35%	36%	38%	38%	35%	37%	2%	2%
	盛弘股份	47%	47%	43%	40%	41%	44%	45%	44%	43%	41%	43%	39%	40%	40%	41%	37%	40%	39%	41%	0%	3%
	通润装备	20%	20%	23%	23%	21%	22%	23%	33%	21%	21%	26%	26%	30%	34%	31%	26%	27%	33%	28%	-3%	-5%
户储	德业股份	19%	22%	24%	25%	24%	29%	42%	48%	43%	41%	36%	40%	36%	38%	45%	35%	37%	38%	40%	-4%	3%
	锦浪科技	32%	27%	27%	29%	30%	33%	37%	33%	37%	37%	34%	21%	24%	38%	36%	24%	32%	38%	37%	0%	-1%
	固德威	38%	33%	34%	26%	30%	28%	33%	35%	39%	33%	31%	20%	27%	20%	23%	15%	19%	20%	26%	3%	6%
	首航新能													37%	33%	41%	33%	28%	34%	30%	-11%	-4%
	禾迈股份	47%	42%	41%	42%	48%	44%	48%	42%	46%	38%	49%	43%	49%	47%	50%	32%	34%	23%	27%	-22%	4%
	昱能科技	37%	37%	38%	37%	40%	40%	39%	39%	42%	41%	40%	25%	36%	35%	28%	21%	43%	21%	28%	0%	7%
	艾罗能源							38%	41%	40%	42%	44%	29%	40%	37%	35%	41%	30%	36%	30%	-5%	-6%
	科士达	35%	32%	35%	26%	29%	31%	31%	33%	32%	34%	33%	33%	33%	31%	31%	24%	29%	29%	28%	-3%	-1%

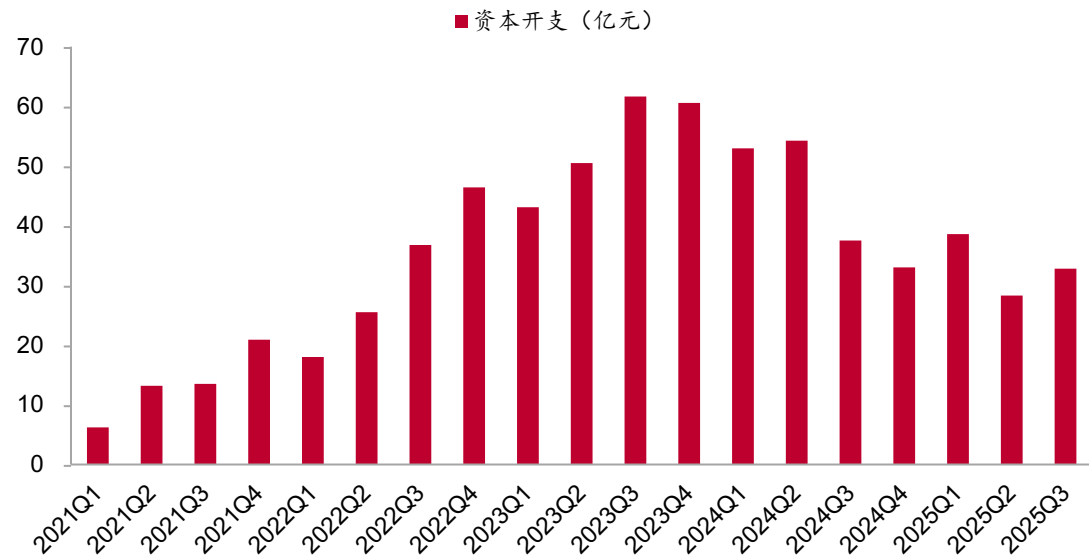
储能：经营性净现金流改善，资本开支稳定

- 从经营性净现金流来看，25Q3储能行业经营性净现金流为118亿元，同比增加45亿元，环比增加62亿元，同环比改善，判断系1) 行业景气，企业经营情况同比向好；2) 季节性因素，以及企业持续加强现金流管理。
- 从资本开支来看，25Q3储能行业资本开支为33亿元，同比减少4.7亿元，环比增加4.5亿元。行业资本开支自2024起逐步收窄，国产产能相对完备足够，同时考虑关税等贸易风险，针对性聚焦海外市场布局。

图表：储能板块季度经营性净现金流情况（亿元）



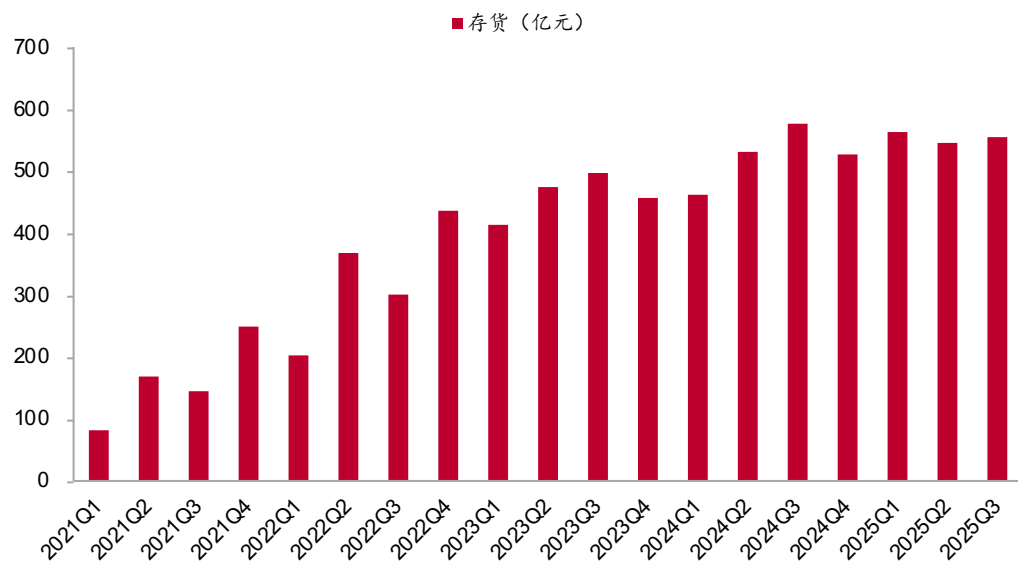
图表：储能板块季度资本开支情况（亿元）



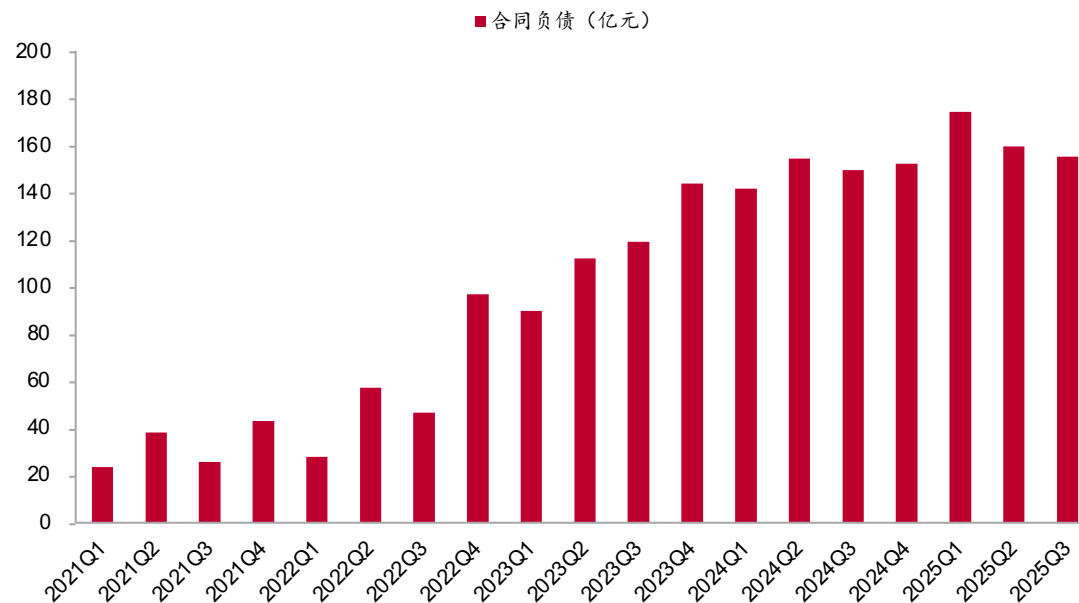
储能：存货及合同负债维持较高规模

- 从存货来看，25Q3储能行业存货规模达557亿元，同比减少22亿元，环比增加9亿元。
- 从合同负债来看，25Q3储能行业合同负债规模为156亿元，同比增加6亿元，环比减少4亿元。

图表：储能板块存货情况（亿元）



图表：储能板块合同负债情况（亿元）





3

投资建议

投资建议

- **投资建议：**光伏反内卷持续释放积极信号、供给侧改革相关举措有望逐步落地，光伏行业基本面预期反转向上。储能行业景气加强，国内市场在136号文后峰谷套利收益增加，且容量电价政策陆续出台进一步稳定提升储能收益，带动国内储能需求预期高增；海外北美、欧洲、澳洲、中东非等市场需求多点爆发，数据中心配储逻辑进一步推动储能景气向上。建议重点关注光储板块：
- **高景气储能标的：**海博思创/阳光电源/阿特斯/德业股份/固德威/科士达等；
- **光伏反内卷受益标的：**1) 硅料：协鑫科技/通威股份；2) 电池组件：隆基绿能/爱旭股份/晶澳科技/晶科能源/天合光能/钧达股份；3) 环节其他龙头：福莱特/福斯特/聚和材料/中信博等。



4

风险提示

风险提示

- 需求不及预期风险。
- 市场竞争加剧风险。
- 行业价格波动风险。
- 政策落地不及预期风险。
- 贸易摩擦风险。

重要声明

- 中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。
- 市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
- 投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。