下载日志已记录，仅供内部参考

国金证券 SINOLINK SECURITIES

证券研究报告

产业链底部夯实，景气拐点逐步临近

——光储板块26H1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

2026/9/1

下载日志已记录，仅供内部参考

产业链底部夯实

- 26H1国内新增装机需求走弱，上半年新增装机72GW、同比-66%，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；产业链供需矛盾进一步凸显，价格持续处于较低水平，各环节盈利承压，26H1【SW光伏设备】口径实现营收2209亿元、同比-16%，主要因下游需求走弱，盈利承压背景下企业收缩出货规模；实现归母净利润-123亿元、同比减亏18%，销售毛利率9.9%、同增0.7PCT，经营能力略改善。其中26Q2实现营收1193亿元，同比/环比-19%/+17%；实现归母净利-55亿元、同环比基本持稳，销售毛利率10.4%、同比/环比+0.6/+1.2PCT，毛利率有所修复，产业链底部夯实。
- **盈利能力：**上半年光伏产业链价格维持低位，主产业链盈利处于承压状态。
- 分环节看，收储预期变化导致硅料价格下降至较低水平，行业处于深度亏损状态，同时部分企业收缩出货规模导致折旧摊销大幅提升，毛利率承压；硅片环节仍处于深度亏损状态；电池组件盈利低位，26Q1退税取消前抢运需求带动部分企业盈利改善，26Q2抢运结束后盈利承压，部分BC龙头毛利率优势逐步凸显。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；金刚线、胶膜等环节顺价原材料涨价，盈利有所改善；银浆因银价大幅上涨，加工费稳定的背景下毛利率承压；光伏玻璃价格下跌至历史较低水平，盈利显著承压。
- **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。
- **现金流及资本开支：**盈利承压背景下企业加强现金管理，但因亏损幅度较深，26Q2光伏主要标的经营现金流同比承压；投资现金流自24H2起下降，整体维持较低水平，26H1资本开支降至较低水平。

下载日志已记录，仅供内部参考

强制国标有望加速行业出清，景气拐点逐步临近

- 企业中报进一步验证光伏产业链价格、盈利底部夯实，近期光伏"反内卷"动作再次密集进展（国家强制标准、成本核算通则、市监总局指导、龙头企业倡议），本轮"反内卷"围绕标准与规则发布、会议指导等多维度密集推进，强度与速度方面均前期有所提升，且具备更强的可执行性，有望实质性推动行业落后产能、企业加速出清，及行业景气度回暖。展望后续，Q4传统旺季需求有望有效衔接近期美国MIP政策带来的短期"抢运"需求，三项强制国标将于明年1月开始生效，同时辅以严格执行的价格管控与企业自律行为，光伏产业或有望就此走出亏损深渊，逐步实现盈利修复。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）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、份额及盈利优势显著的**胶膜龙头。**
- 3）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。**
- 4）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。**
- 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

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

01 板块回顾：25年盈利承压，26Q1退税政策变化带动盈利改善

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

下载日志已记录，仅供内部参考

国金证券
SINOLINK SECURITIES

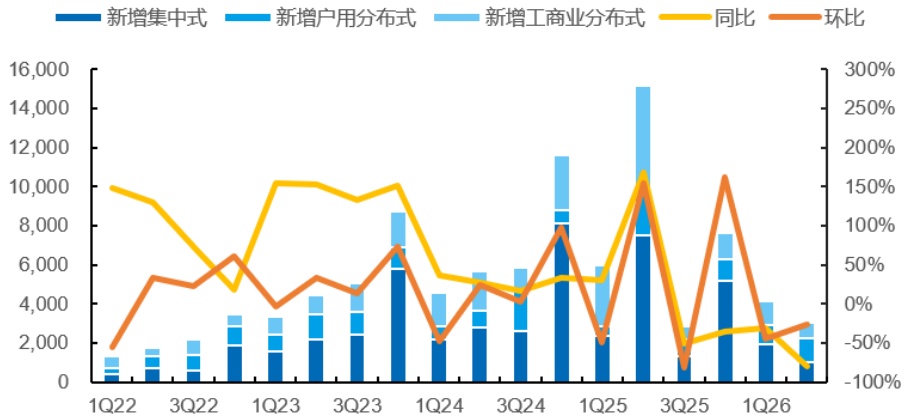
01 板块回顾：26Q2需求走弱盈利承压

下载日志已记录，仅供内部参考

1.1 国内装机：上半年新增装机72GW，同比-66%

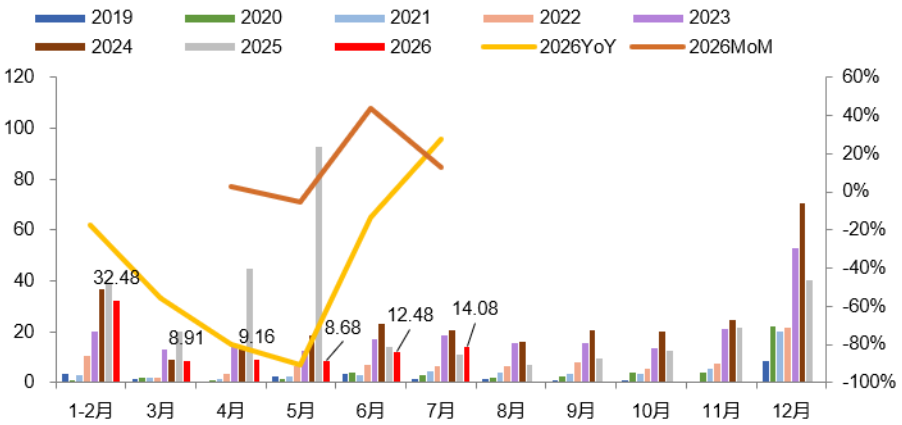
- 2026年上半年国内新增装机72GW、同比-66%，集中式/分布式分别为30/42GW、同比-70%/-63%，同比下降主要因25H1电力市场化政策窗口期抢装导致高基数，同时电力市场化后收益率下降、部分项目观望心态较强。
- 26Q2新增装机31GW，同比-80%，其中集中式/分布式分别为10/21GW，同比-87%/-73%。
- 7月国内新增装机14.08GW，同比+28%、环比+13%，实现年内单月装机最高，自5月起装机规模逐月提升。

图表：国内光伏新增装机及增速（GW，%）



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，%）



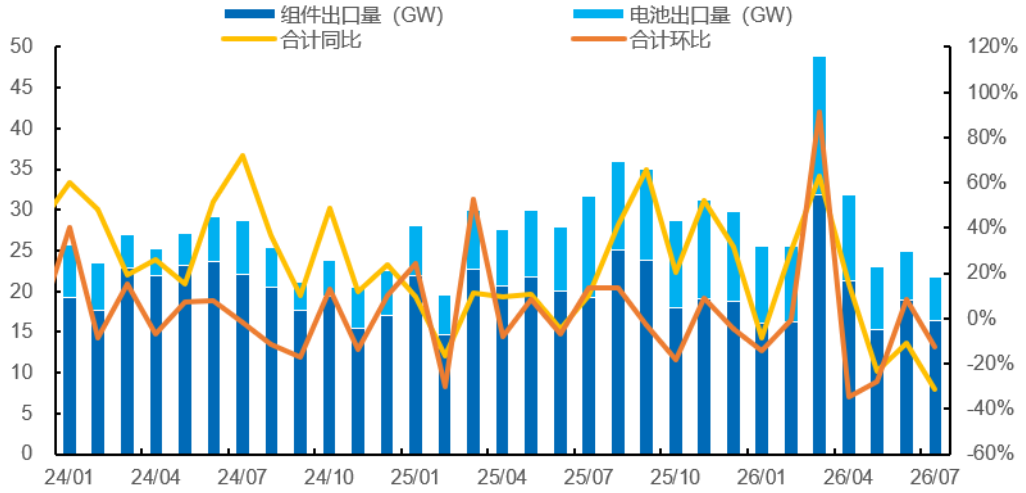
资料来源：能源局，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

1.2 出口：26H1电池组件出口180GW，同比增长10%

- 2026年上半年电池组件合计出口180GW，同比+10%，整体维持高景气；其中组件/电池出口120/60GW，同比-1.6%/ +44%，电池出口量高增。
- 26Q2电池组件出口80GW，同比-7%，其中组件/电池出口56/24GW，同比-10.9%/+4.5%，组件出口下降主要因Q1出口退税政策变化导致抢出口透支Q2订单。

图表：组件&电池出口规模（MW，%）



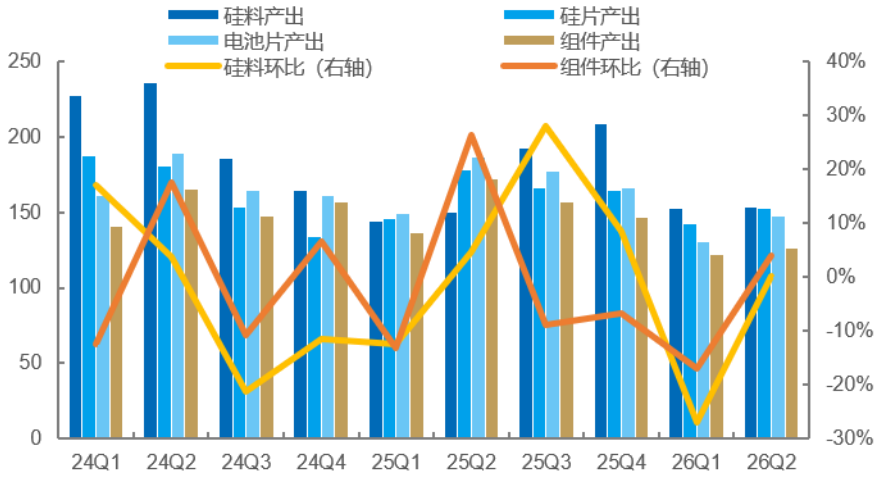
资料来源：盖锡咨询，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

1.3 排产：26Q2中下游排产环比略增，整体处于低位

- 据InfoLink，26H1硅料/硅片/电池片/组件分别排产306/295/278/248GW，同比+4%/-9%/-17%/-20%。
- 26Q2硅料排产29.12万吨/153GW，同比-3%/+2%（差异主要因硅耗下降）；硅片/电池片/组件排产153/147/127GW，同比-14%/-21%/-27%，环比+8%/+13%/+4%。

图表：Q2主产业链下游排产环比略增（GW）



资料来源：infolink，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

1.4 价格：上半年产业链价格整体呈下行趋势，组件价格略修复

- 上半年光伏产业链主要产品价格处于下行区间，部分型号组件价格略有修复，胶膜、树脂受叫美伊冲突影响价格有所上涨，Q2价格回落。

图表：26Q2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）
	复投料	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	
2025/12/31	5.39	5.05	1.40	1.70	1.50	0.38	0.38	0.38	0.70	0.76	0.69	0.71	18.00	10.75	5.36	5.86	8.19	0.92
2026/3/25	4.05	4.05	1.03	1.33	1.13	0.39	0.38	0.39	0.76	0.77	0.70	0.79	16.25	9.75	7.29	7.79	11.39	1.36
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%
4月涨跌幅	-12.8%	-15.3%	-12.6%	-9.8%	-11.5%	-16.7%	-13.2%	-15.4%	-0.9%	-1.3%	1.4%	-1.3%	-6.2%	-7.7%	7.3%	6.8%	-6.1%	6.4%
5月涨跌幅	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	0.0%	-1.6%	-1.3%	1.4%	-2.6%	0.0%	-8.3%	-8.6%	-8.1%	0.0%	-19.5%
6月涨跌幅	-5.9%	-5.2%	0.0%	-18.3%	18.0%	-10.8%	-10.4%	-12.1%	-0.4%	0.0%	0.0%	-0.7%	0.0%	0.0%	-17.6%	-16.4%	-2.6%	-8.6%
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
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%
26H1涨跌幅	-38.4%	-35.6%	-35.7%	-42.4%	-21.3%	-23.7%	-21.1%	-23.7%	6.2%	-1.3%	5.1%	6.3%	-15.3%	-23.3%	9.9%	9.0%	27.2%	16.6%

资料来源：硅业分会、InfoLink、卓创资讯，国金证券研究所

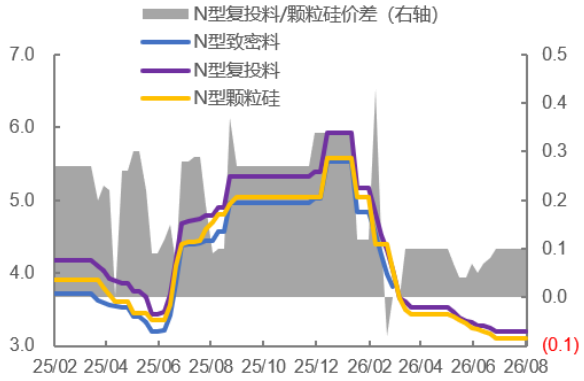
下载日志已记录，仅供内部参考

1.4 价格：主产业链价格仍处于较低水平

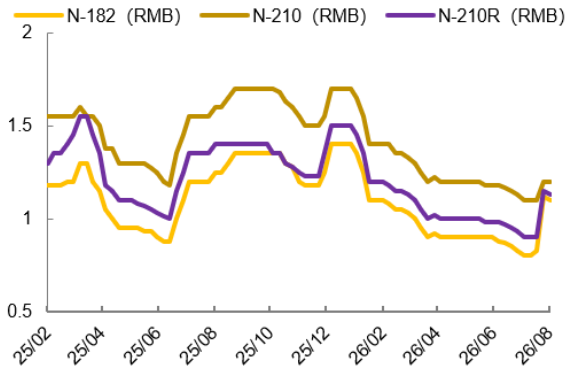
- 截至8月26日，多晶硅N型复投料/颗粒硅价格3.20/3.10万元/吨，N-182/N-210/N-210R型硅片价格1.10/1.13/1.20元/片，TOPCon-182/210/210R电池片价格0.33/0.32/0.32元/W，TOPCon-182组件价格0.72元/W，主产业链价格仍处于较低水平。

资料来源：硅业分会、InfoLink，国金证券研究所，截至2026/8/26

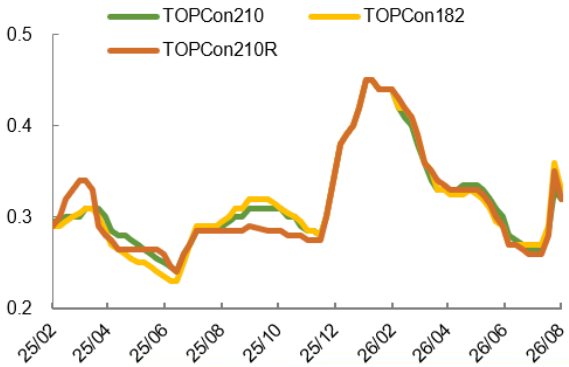
图表：硅料价格（万元/吨）



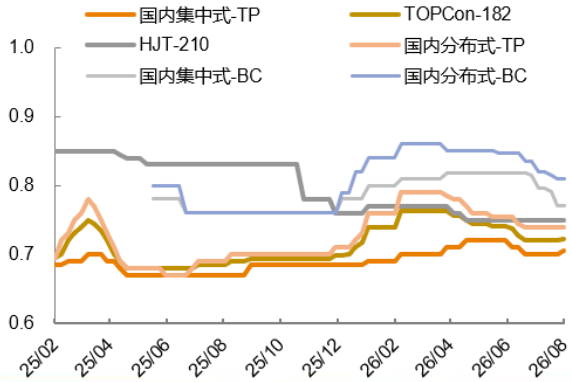
图表：硅片价格（元/片）



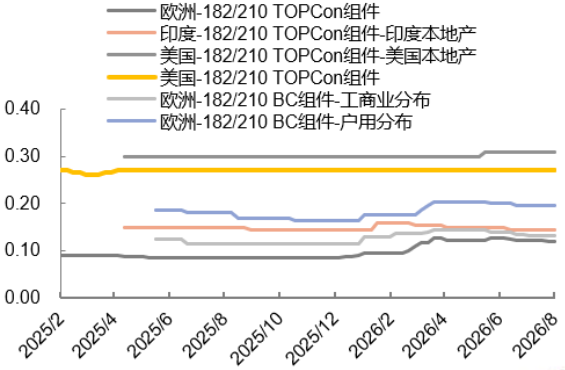
图表：电池片价格（元/W）



图表：组件价格（元/W）



图表：海外区域组件价格（USD/W）

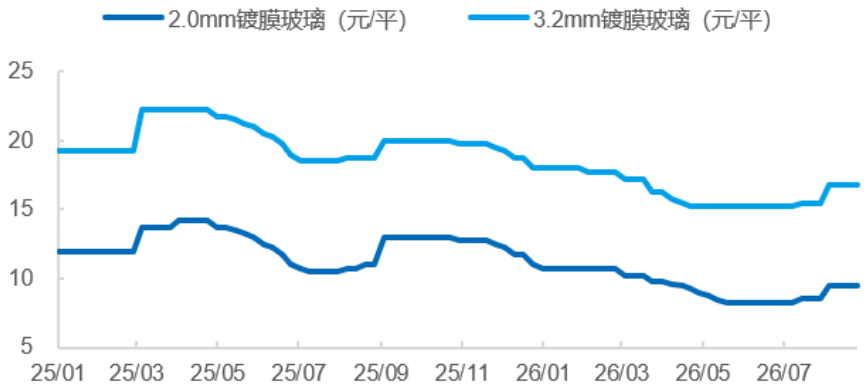


下载日志已记录，仅供内部参考

1.4 价格：26Q2玻璃价格触底，树脂价格高位回落

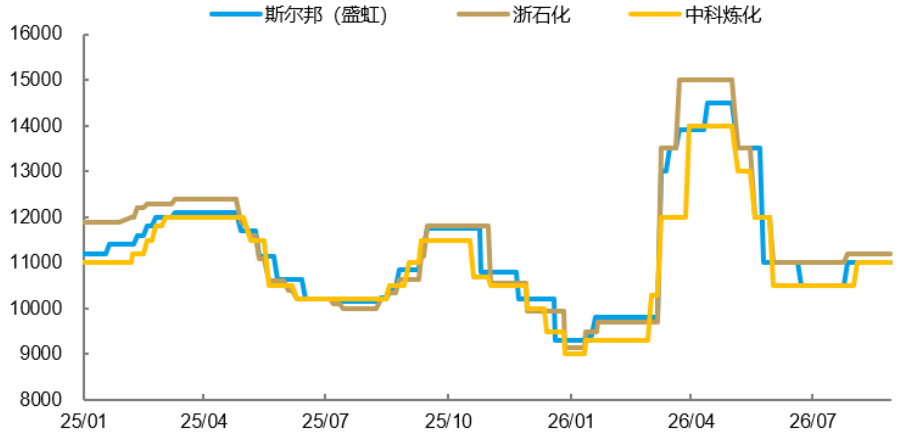
- 26Q2组件需求走弱，光伏玻璃供需矛盾加剧，价格下跌至行业低点；5-7月行业冷修加速，7月起玻璃价格略有回升。
- 26Q1美伊冲突拉高石油价格，光伏树脂价格快速上涨，Q2价格逐步回落。

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2026/8/26

图表：光伏EVA树脂报价（元/吨）



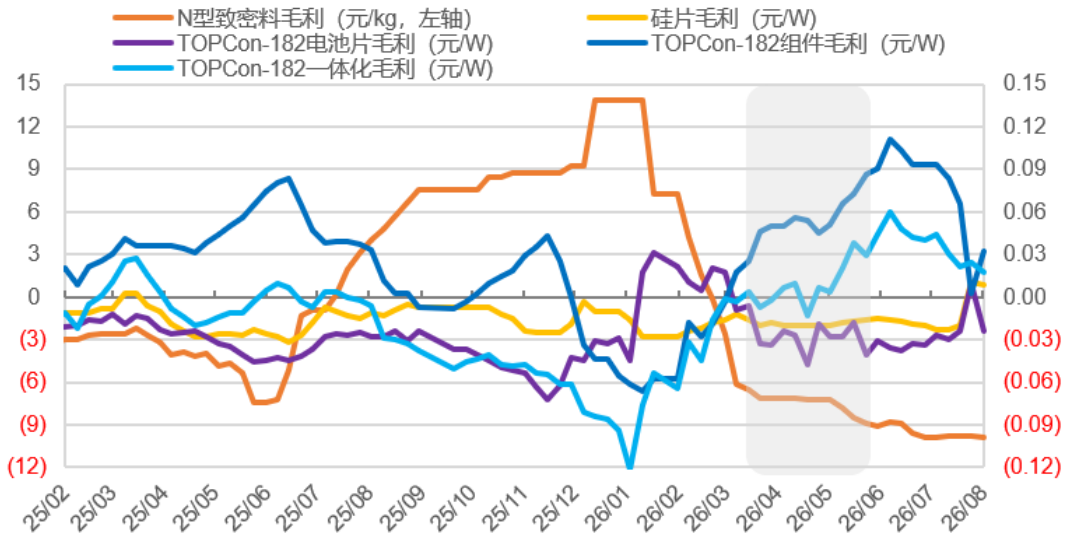
资料来源：盖锡咨询，国金证券研究所；截至2026/8/26

下载日志已记录，仅供内部参考

1.5 盈利测算：26Q2主产业链仍处深度亏损状态

- 26Q2主产业链仍处于深度亏损状态，因上游原材料价格下降，测算组件环节盈利略有修复。
- 7月政策与产业会议预期带动价格修复，叠加美国232政策带动海外硅片、电池片备货需求增加，硅片、电池片报价上涨，预计电池片、硅片出口业务占比高的企业盈利有所修复。

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2026/8/26）



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

下载日志已记录，仅供内部参考

国金证券
SINOLINK SECURITIES

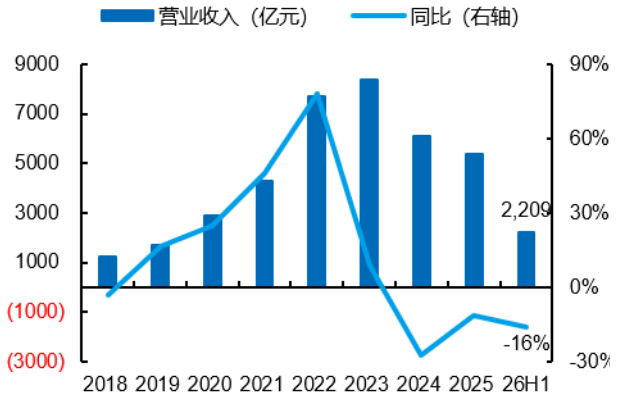
02 各板块财务及经营分析

下载日志已记录，仅供内部参考

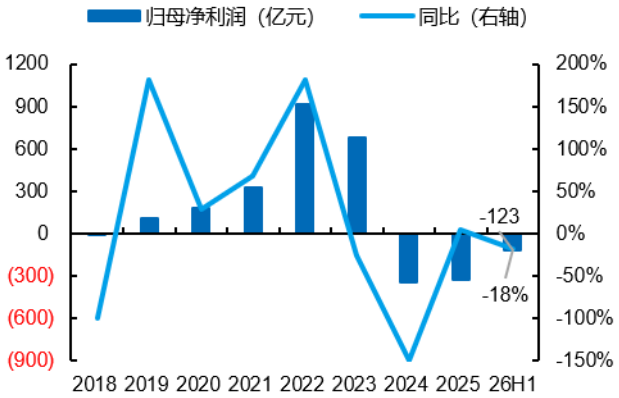
2.1 光伏板块财务回顾：上半年产业链经营持续承压

- 上半年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。
- 26H1【SW光伏设备】口径实现营收2209亿元、同比-16%，实现归母净利润-123亿元、同比减亏18%，主要因产业链出货显著下降；销售毛利率9.9%、同增0.7PCT，经营能力略改善；销售净利率-6.6%、同降1.9 CT，收入下降后费用率有所提升；ROE为-6.6%、同降0.8 PCT。

图表：【SW光伏设备】营收及归母净利润（亿元，%）

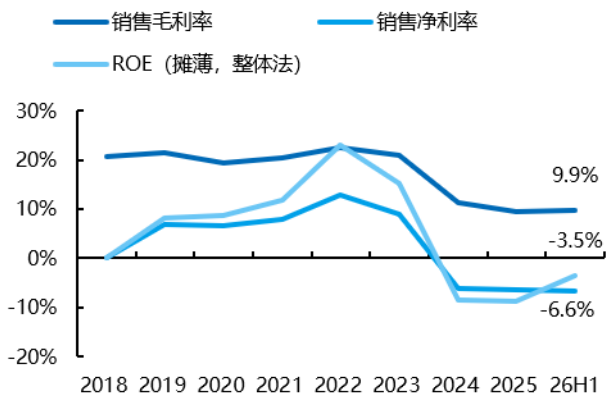


资料来源：Wind，国金证券研究所



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（%）



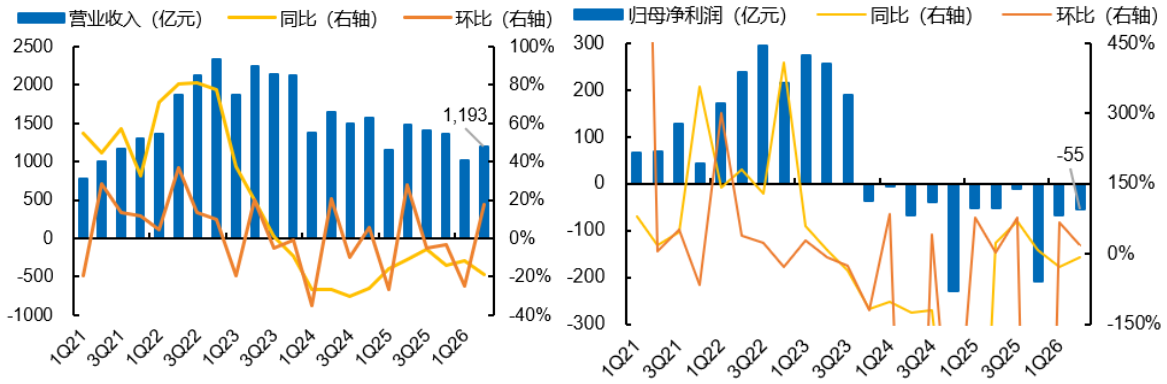
资料来源：Wind，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.1 光伏板块财务回顾：26Q2亏损略收窄，产业链底部夯实

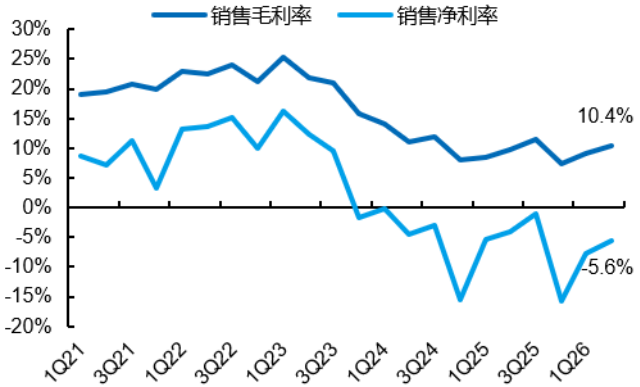
- 26Q2【SW光伏设备】口径实现营收1193亿元，同比/环比-19%/+17%，同比下降主要因下游需求下降，盈利承压背景下企业收缩出货规模。
- 26Q2 【SW光伏设备】口径实现归母净利-55亿元，同环比基本持稳；板块销售毛利率10.4%、同比/环比+0.6/+1.2PCT，毛利率有所修复；销售净利率-5.6%、同比/环比-1.5/+2.2PCT，亏损环比修复。产业链底部夯实。

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（%）



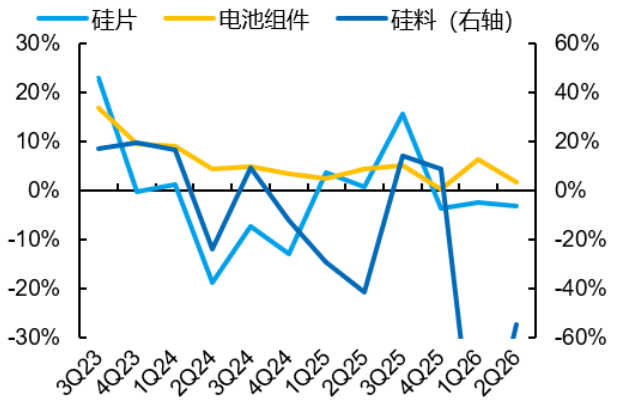
资料来源：Wind，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2 主链盈利能力：整体处于承压状态

- 上半年光伏产业链价格维持低位，主产业链盈利处于承压状态。各环节【季度销售毛利率均值】看，收储预期变化导致硅料价格下降至较低水平，行业处于深度亏损状态，同时部分企业收缩出货规模导致折旧摊销大幅提升，毛利率承压（左图季度毛利率仅大全能源数据）；硅片环节仍处于深度亏损状态；电池组件盈利低位，26Q1退税取消前抢运需求带动部分企业盈利改善，26Q2抢运结束后盈利承压，部分BC龙头毛利率优势逐步凸显。

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
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%
	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%
	弘元绿能	27%	18%	26%	-15%	3%	-18%	-8%	-8%	5%	1%	32%	-3%	15%	-3%
	双良节能	15%	13%	20%	9%	1%	-17%	11%	-9%	5%	-1%	20%	-4%	-11%	-7%
	京运通	21%	7%	22%	-2%	-5%	-23%	-10%	-22%	12%	12%	14%	0%	-5%	8%
电池组件	钧达股份	14%	19%	20%	5%	6%	-6%	-2%	3%	6%	-2%	1%	-10%	14%	-3%
	爱旭股份	18%	18%	24%	0%	9%	-14%	-19%	-13%	1%	7%	4% 7%	7%	8%	
	隆基绿能	18%	20%	21%	15%	9%	7%	9%	6%	-4%	2%	5%	0%	-1%	3%
	天合光能	18%	16%	17%	13%	15%	13%	9%	-1%	7%	4%	4%	5%	7%	9%
	晶澳科技	19%	20%	21%	13%	5%	3%	9%	1%	-7%	-1%	-1%	-1%	1%	1%
	晶科能源	14%	16%	17%	10%	10%	8%	12%	-1%	-3%	-1%	4%	-2%	6%	1%
	阿特斯	16%	13%	15%	11%	18%	14%	13%	15%	7%	16%	7%	9%	20%	7%
	通威股份				15%	9%	5%	9%	2%	-3%	2%	7%	3%	-4%	-3%
	横店东磁	25%	22%	17%	20%	16%	15%	17%	31%	17%	19%	17%	17%	17%	15%
	东方日升	12%	14%	17%	13%	8%	10%	8%	0%	5%	2%	1%	-10%	2%	8%
	协鑫集成	11%	9%	7%	10%	10%	8%	11%	7%	3%	6%	3%	-4%	4%	1%
	*ST亿晶	15%	14%	10%	-11%	-7%	-9%	-18%	-11%	1%	0%	6%	0%	3%	-27%

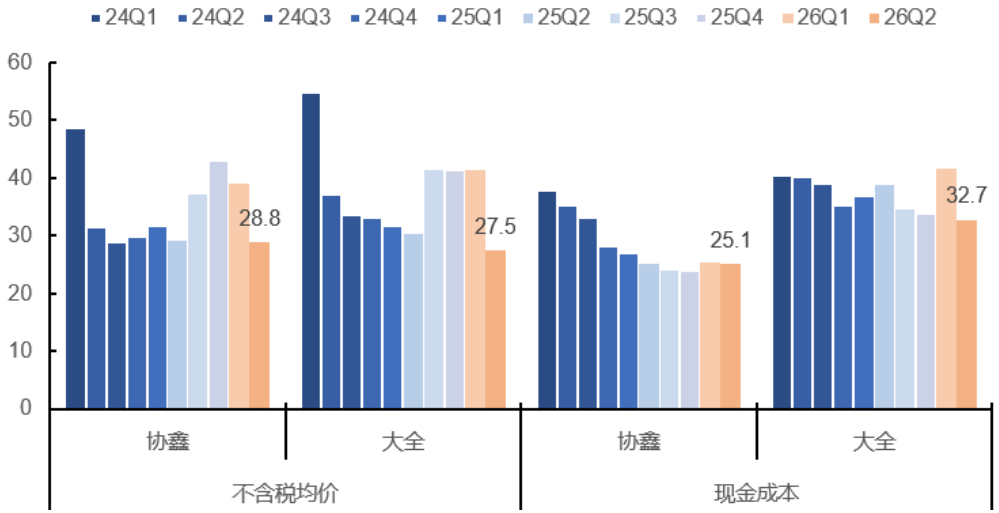
资料来源：Wind，国金证券研究所；通威股份23Q4前计入硅料，4Q23起计入一体化组件；红色/绿色表示该环节盈利能力处于历史较优/较差水平

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2.1 多晶硅：Q2全行业深度亏损，能耗强标+龙头自律有望加速落后产能出清

- Q2硅料价格下降至头部企业现金成本附近，考虑低稼动率下折旧摊销提升，目前硅料处于全行业深度亏损状态；虽多家头部企业收缩开工或出货规模，但目前行业库存仍处于较高水平。
- 8月6日晚，八大多晶硅龙头共同签署反内卷《倡议书》，承诺所有产品售价不低于完全成本，同时严格执行能耗新标准、主动出清高耗能落后产能；叠加2027年1月1日开始实施的强制国标，有望加速行业落后产能出清。

图表：协鑫科技及大全能源季度均价及现金成本（元/kg）



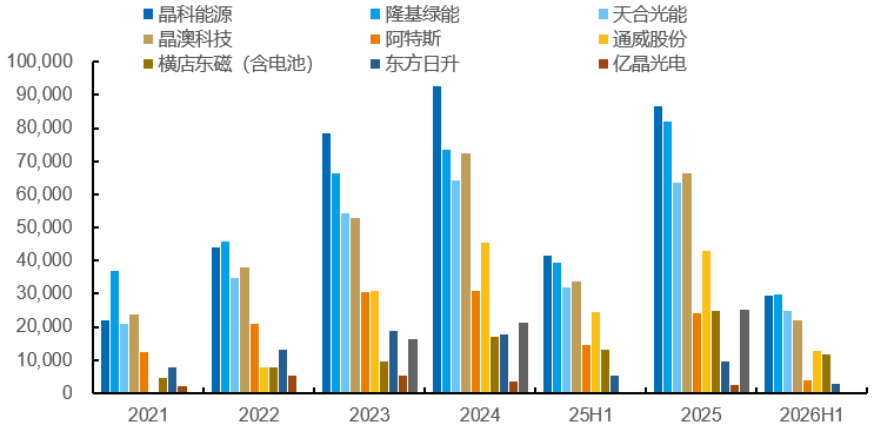
来源：各公司公告，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2.2 一体化组件：盈利承压企业收缩出货规模，强制国标有望加速行业出清

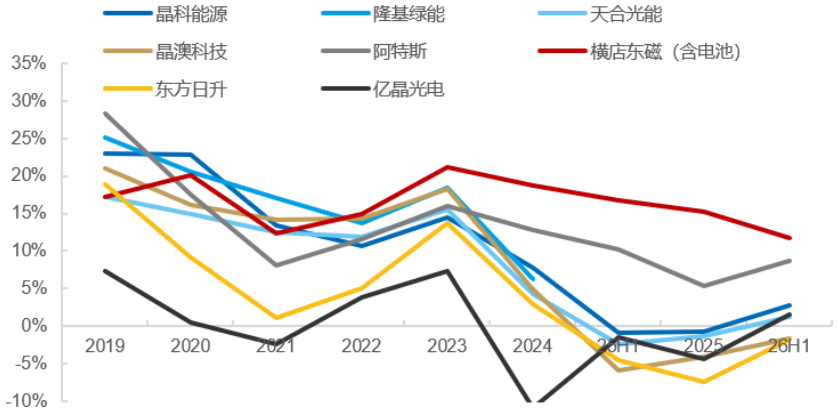
- 上半年一体化组件盈利压力较大，头部企业收缩出货规模，并下调全年出货指引。盈利能力方面，26H1头部一体化企业组件业务毛利率同比略有修复，预计退税背景下海外价格上涨有一定正向拉动。
- 6月27日，国家标准委发布针对硅料、硅片、组件（电池片）等环节的三项强制性国家标准，于2027年1月1日起实施；7月27日，光伏行业协会发布在市场监管总局、工信部指导下牵头编制的《光伏行业成本核算模型通则》，并于当日起实施；7月31日，市场监管总局开展光伏行业价格合规指导，发改委、工信部、商务部及江苏、浙江、安徽、新疆等地市场监管部门参会，本轮自6月以来的一系列"反内卷"动作，围绕标准与规则发布、会议指导等多维度密集推进，强度与速度方面均较前期有所提升，且具备更强的可执行性，有望实质性推动行业落后产能、企业加速出清，以及行业景气度的回暖。

图表：26H1头部一体化企业组件出货量同比下降（MW）



来源：各公司公告，国金证券研究所

图表：头部一体化企业光伏组件业务毛利率



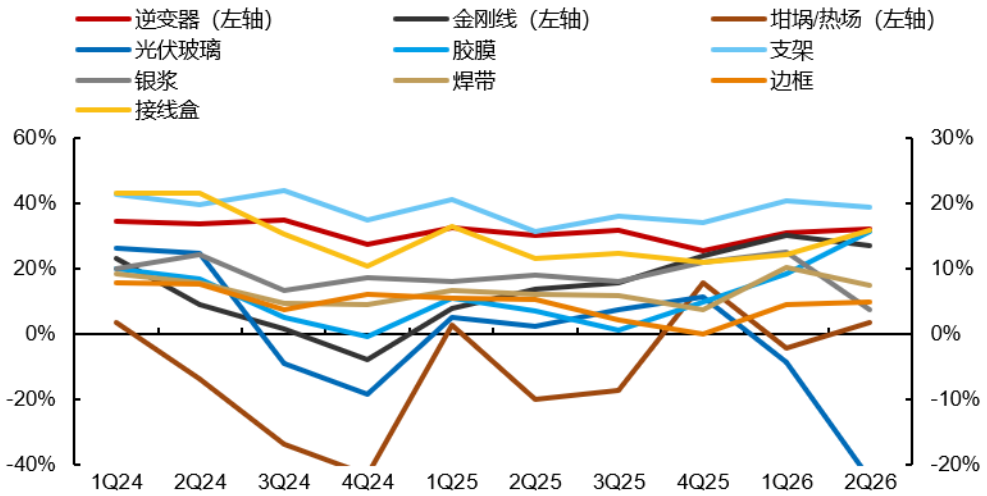
资料来源：各公司公告，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

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；金刚线、胶膜等环节顺价原材料涨价，盈利有所改善；银浆因银价大幅上涨，加工费稳定的背景下毛利率承压；光伏玻璃价格下跌至历史较低水平，盈利显著承压。

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

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2 辅材盈利能力：部分环节头部优势显著

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

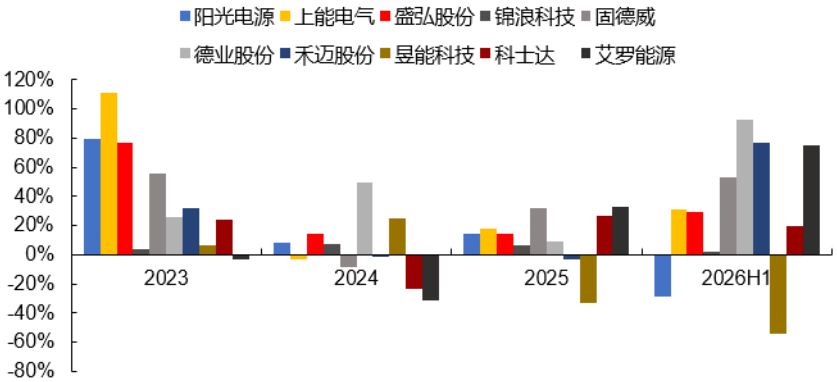
资料来源：Wind，国金证券研究所；红色/绿色表示该环节盈利能力处于历史较优/较差水平

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2.3 逆变器&储能：储能景气度上行，26H1收入保持强劲增长

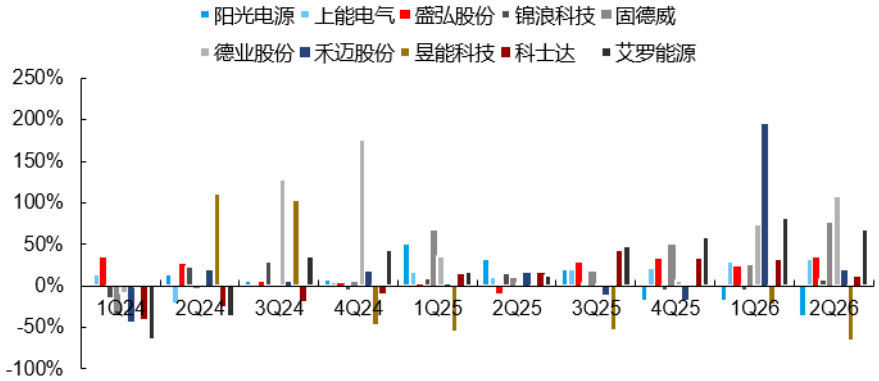
- **2026年HI绝大部分逆变器&储能公司收入实现正增长。** 随着行业需求的稳步释放，带动逆变器&储能公司2026年HI收入整体提升，绝大部分公司HI收入实现同比增长，平均增速为30%，增速排在前三的公司分别为德业股份（92.2%）、禾迈股份（77.1%）、艾罗能源（74.6%）。
- **26Q2大部分逆变器&储能公司收入保持增长。** Q2行业景气度延续，带动逆变器&储能公司收入持续攀升。26Q2大部分公司收入实现同比增长，平均增速达25%，增速排在前三的公司分别为德业股份（108.2%）、固德威（76.5%）、艾罗能源（68.7%）。

图表：逆变器公司2026H1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2Q26收入同比高增长



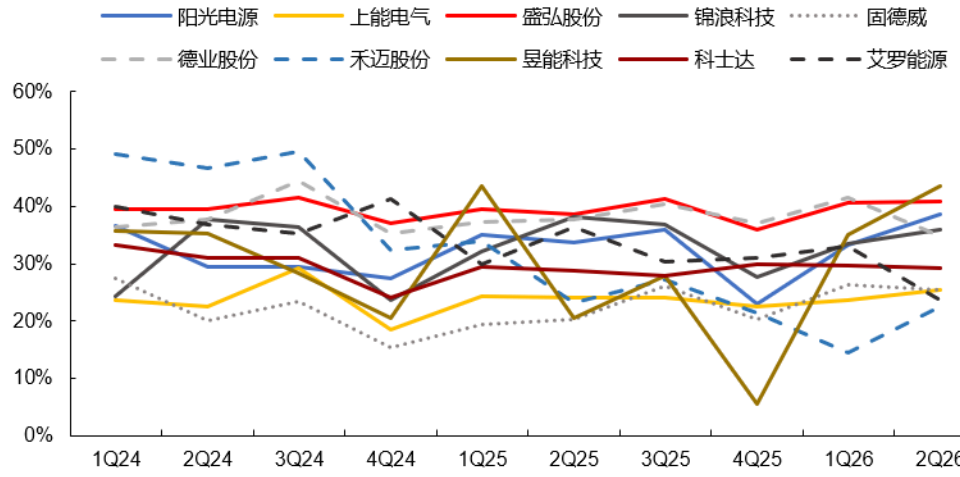
资料来源：Wind，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2.3 逆变器&储能：储能景气度上行，26H1收入保持强劲增长

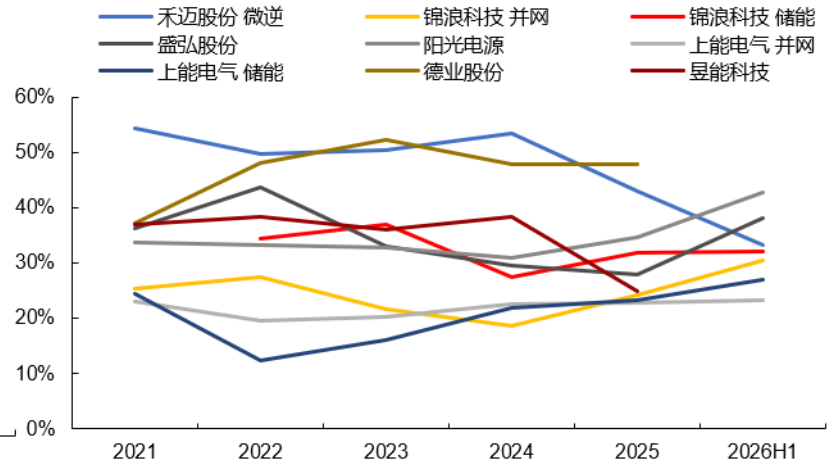
- **2026HI逆变器及储能环节盈利能力整体回升，细分赛道表现有所分化。**除禾迈股份微逆业务外，锦浪科技、盛弘股份、阳光电源及上能电气相关产品毛利率较2025HI年均有不同程度提升，其中盛弘股份、阳光电源分别提升10.29pct、6.98pct，改善幅度较为显著。我们认为，变动主要系海外需求逐步恢复，同时厂商加快高毛利海外市场及储能、大功率逆变器等产品布局，产品结构优化带动盈利能力修复。微逆环节则受市场竞争及价格压力影响，毛利率表现相对承压，行业盈利分化进一步加剧。

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

图表：各公司逆变器业务毛利率对比



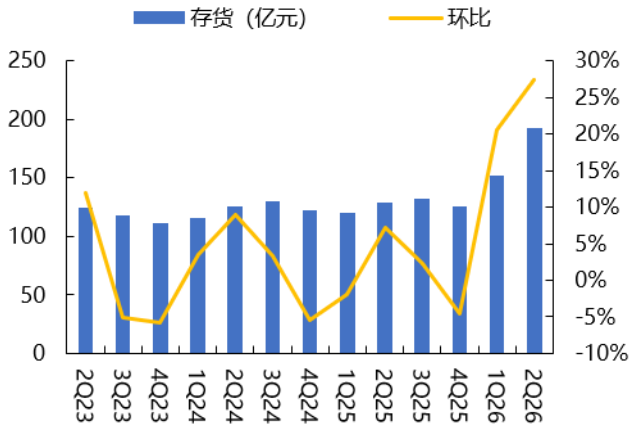
资料来源：Wind，国金证券研究所（阳光电源2023-2024年为根据新会计准则修正后毛利率，德业股份与昱能科技26HI未披露详细业务毛利率）

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2.3 逆变器&储能：储能景气度上行，26H1收入保持强劲增长

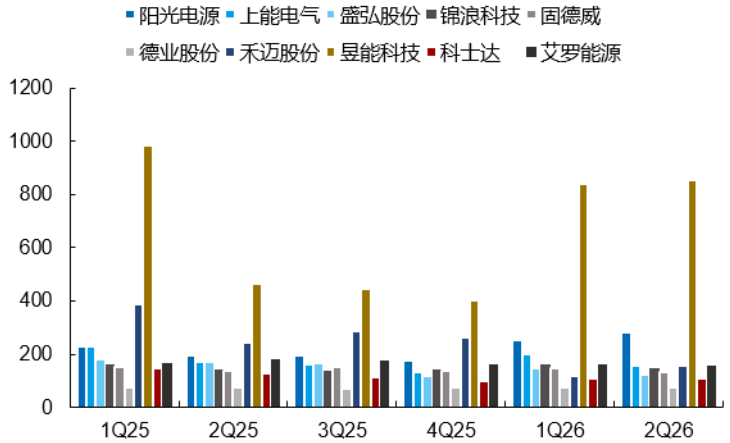
- **截至26Q2各公司存货合计514.6亿元，较26Q1增长19.9%。**考虑到阳光电源光伏系统和储能系统存货占比高、价值量大，影响我们对逆变器行业真实库存趋势的判断，故剔除。剔除阳光电源后存货合计193.0亿元，较26Q1大幅增长27%，逆变器行业已开启新一轮需求备货周期。从存货周转天数来看，逆变器&储能公司26Q2存货周转天数整体环比下降0.56%。考虑到全球能源供给的不确定性，我们预计随着终端装机需求进一步释放，各公司资产周转效率有望持续提升。

图表：逆变器行业去库趋势良好



资料来源：Wind，国金证券研究所（已剔除阳光电源）

图表：26Q2整体公司存货周转天数环比微降（天）



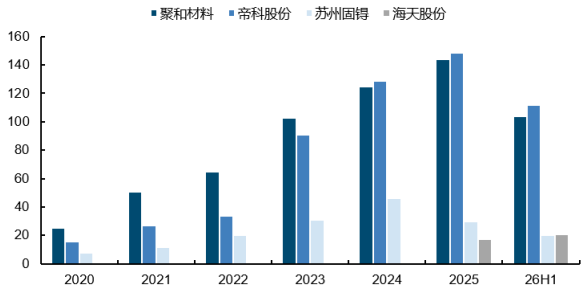
资料来源：Wind，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2.4 银浆：银价上行压制企业盈利，下半年少银/无银产品有望改善盈利

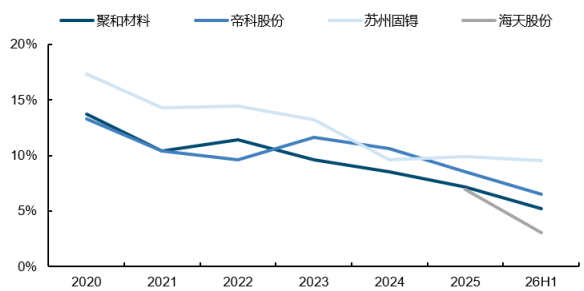
- 2026Q1银价大幅攀升，头部企业光伏浆料收入同比增长，市场格局相对稳定；银浆企业采用"银价+加工费"的定价模式，TOPCon浆料加工费已经降至较低水平，各家价格战动力不足，但随着银价上涨，毛利率表现上仍同比下滑。
- 由于银锭及银粉为贵金属产品，采购单价较高且波动较大，银价上涨亦会增加企业采购原材料所需的营运资金，导致流动性压力加重，2026上半年银价继续较25年显著提升，浆料企业资产负债率同步呈现上升趋势，其中苏州固锝为控制企业负债率水平，主动收缩浆料业务，资产负债率相对表现优异。展望2026年下半年，银价在Q2开始有所调整，且下游客户开始批量导入少银/无银产品，有望提振加工费水平，改善浆料企业盈利能力。

图表：浆料企业光伏浆料收入（亿元）



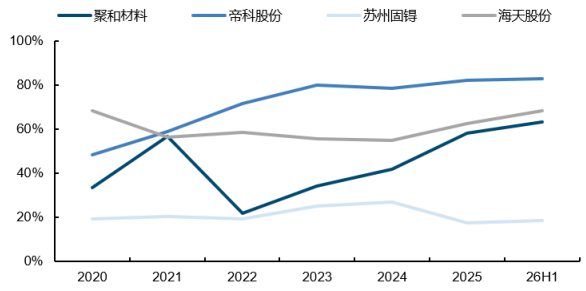
资料来源：ifind，国金证券研究所

图表：浆料企业光伏浆料毛利率趋势



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（%）



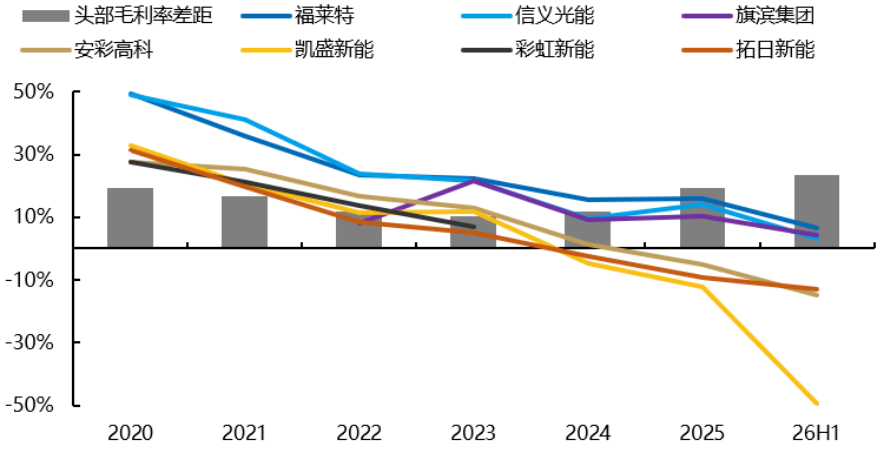
资料来源：ifind，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2.5 光伏玻璃：供给过剩盈利承压，行业加速冷修静候拐点

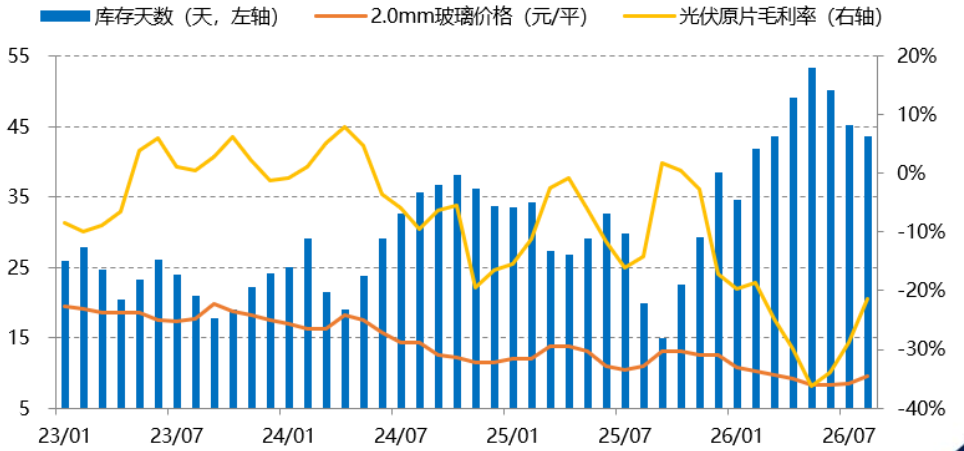
- 上半年光伏玻璃行业供需失衡导致价格下跌至历史低位，测算全行业均进入深度亏损状态，经营承压背景下行业冷修加速，据卓创资讯，6-7月行业新增冷修产线达7750 t/d，截至8月27日全球/国内在产产能8.9/7.5万吨，对应组件月度需求约48/41GW；供给下降带动行业库存下降，行业库存天数下降至43.89天，较前期高点降幅18%，8月2.0mm价格修复至9.5元/平，较前期低点涨幅超15%。
- 当前光伏玻璃行业经营压力较大，测算当前价格下行业大部分产能仍处于深度亏损状态，展望后续，光伏玻璃产能刚性，经营承压背景下行业落后产能及企业有望继续出清，光伏玻璃环节有望率先实现供需改善，头部企业盈利有望缓慢修复。

图表：26H1光伏玻璃龙头毛利率优势维持



资料来源：各公司公告，国金证券研究所；龙头选择信义、福莱特

图表：26H1光伏玻璃库存走高、价格创历史新低



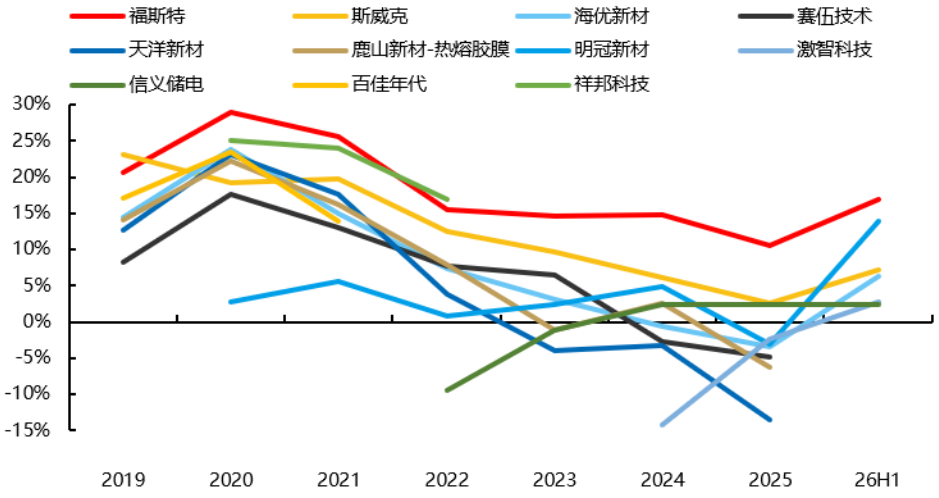
资料来源：卓创资讯，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2.6 胶膜：Q2盈利改善，尾部陆续退出行业出清加速

- 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，Q2光伏胶膜盈利大幅改善；6月起树脂价格回落，胶膜价格回落至前期较低水平，预计Q3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：26H1胶膜板块盈利修复



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”、“海安光伏胶膜项目”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

下载日志已记录，仅供内部参考

2.3 资产结构：经营承压，主链负债率增加

- 在手资金方面，短期资金（=货币资金+交易性金融资产-短期借款-一年内到期的负债）维度，头部一体化企业资金相对充裕；考虑长期借款和应付债券后，通威股份、TCL中环具有一定压力，隆基绿能、大全能源保持稳健。

图表：截至26H1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	184.48	79.60	0.00	110.69	73.97	211.05	255.71	456.93	166.72	-20.95	-165.97	-789.62	75%
	大全能源	17.11	16.96	0.00	2.07	0.00	0.00	8.86	0.00	0.00	34.07	27.28	27.28	8%
	协鑫科技	97.24	7.06		99.41	117.20		17.65	60.92	0.00	-12.90	68.87	7.96	41%
	新特能源	131.26	2.57		100.75	9.63		156.35	241.21	0.00	124.20	68.60	-172.61	56%
硅片	TCL中环	101.41	1.94	0.30	102.04	0.00	98.37	182.16	428.04	0.00	5.29	-74.83	-502.88	69%
	弘元绿能	57.42	24.26	0.00	18.70	20.95	3.32	116.55	3.20	0.00	57.41	-40.44	-43.64	57%
	京运通	2.94	0.59	0.00	39.10	5.99	18.61	25.28	2.98	0.00	-21.08	-7.27	-10.24	56%
电池组件	钧达股份	38.57	5.57	0.00	27.24	28.48	19.43	15.49	18.17	0.00	-3.78	7.97	-10.21	77%
	爱旭股份	45.24	0.01	0.34	29.86	58.16	34.95	97.32	42.13	0.00	-47.51	-114.97	-157.10	79%
	隆基绿能	486.27	0.05	0.62	144.08	10.13	142.23	352.03	44.97	95.73	334.58	126.64	-14.07	66%
	天合光能	214.78	0.69	0.20	154.52	79.22	88.18	314.92	147.26	61.72	48.26	-112.15	-321.13	78%
	晶澳科技	224.62	0.15	25.69	99.12	133.99	104.30	136.46	128.95	90.03	12.16	-25.18	-244.15	79%
	晶科能源	224.67	26.12	0.00	176.51	34.78	106.45	301.91	125.38	83.77	109.56	-15.84	-224.98	76%
	阿特斯	86.54	12.88	2.28	123.34	58.36	58.74	82.11	49.65	0.00	-15.39	25.84	-23.81	62%
	通威股份	184.48	79.60	0.00	110.69	73.97	211.05	255.71	456.93	166.72	-20.95	-165.97	-789.62	75%
	横店东磁	88.89	1.09	0.00	43.74	27.88	0.55	117.92	0.00	0.00	61.54	-12.64	-12.64	61%
	东方日升	16.51	0.07	0.07	30.54	68.30	14.54	59.30	20.33	0.00	-66.18	-94.94	-115.27	72%
	*ST亿晶	3.14	0.00	0.00	4.98	1.15	0.68	9.46	1.62	0.00	1.31	-3.17	-4.79	106%

资料来源：Wind，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.3 资产结构：经营承压，主链负债率增加

- 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：26H1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	9.7	60.9	0.0	13.0	-3.1	62.6	-1.1	61.3	7.9	-10.7	-96.6	-43.3	2.60%
	大全能源	-28.2	9.7	0.0	0.3	0.0	0.0	-0.2	0.0	0.0	18.5	-18.0	-18.0	-0.75%
	协鑫科技	4.3	-3.7	0.0	-32.6	-6.9	0.0	-30.7	-0.1	0.0	7.5	5.5	5.6	-1.50%
	新特能源	71.1	1.7	0.0	5.8	-26.4	0.0	5.2	37.3	0.0	99.2	99.9	62.6	0.85%
硅片	TCL中环	-17.5	-10.2	-15.3	18.3	-1.3	-15.3	15.3	4.5	0.0	-26.4	-23.4	-27.9	2.42%
	弘元绿能	7.1	-15.8	0.0	3.5	-0.3	-4.6	11.8	0.3	0.0	-3.9	-12.2	-12.5	3.39%
	京运通	0.4	0.0	-0.1	1.2	-0.8	0.8	-1.4	-0.6	0.0	0.5	3.0	3.7	0.98%
电池组件	钧达股份	-5.5	-0.7	0.0	10.4	17.9	-2.1	-9.1	-2.0	0.0	22.1	-2.6	-0.6	-0.20%
	爱旭股份	8.4	0.0	0.1	8.3	9.4	-8.1	-0.8	-0.9	0.0	7.2	16.4	17.2	-0.50%
	隆基绿能	-68.5	-2.7	0.6	-5.8	7.1	39.0	-67.6	-23.3	0.6	-16.6	-54.8	-32.1	1.63%
	天合光能	-10.7	0.5	0.0	-9.4	5.4	-6.9	39.1	-47.1	0.8	-8.7	-57.3	-11.0	0.77%
	晶澳科技	-27.8	0.2	2.3	-22.7	43.4	46.8	-52.5	-46.3	1.2	-15.5	-85.7	-40.7	0.72%
	晶科能源	-47.1	13.1	0.0	-26.8	20.1	13.2	-13.7	-18.3	-15.5	-67.3	-80.4	-46.7	-1.03%
	阿特斯	-28.2	-5.0	2.3	-0.9	-5.6	22.6	-27.6	-22.2	0.0	-47.9	-21.2	1.0	-1.58%
	通威股份	9.7	60.9	0.0	13.0	-3.1	62.6	-1.1	61.3	7.9	-10.7	-96.6	-43.3	2.60%
	横店东磁	-4.0	0.8	0.0	6.5	11.8	-0.1	1.8	0.0	0.0	-14.9	-10.2	-10.2	1.75%
	东方日升	-15.1	0.0	0.0	-1.9	2.9	1.0	-11.7	0.8	0.0	-18.9	-9.1	-10.0	-0.63%
	*ST亿晶	-2.7	0.0	0.0	-1.3	-1.3	-2.0	-1.7	1.2	0.0	0.6	1.0	-0.2	4.37%

资料来源：Wind，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.3 资产结构：经营承压，主链负债率增加

- 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：26Q2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	-28.2	-8.4	0.0	9.8	-15.6	8.5	-3.4	-16.0	6.5	-29.4	-16.2	-6.7	1.01%
	大全能源	-1.1	-0.9	0.0	-0.8	0.0	0.0	0.7	0.0	0.0	-2.0	-3.5	-3.5	0.46%
硅片	TCL中环	23.3	-31.3	-5.1	19.5	-0.3	14.5	15.3	-20.6	0.0	-27.4	-23.2	-2.5	0.96%
	弘元绿能	5.9	-15.2	0.0	4.0	-0.7	-8.2	3.1	-0.1	0.0	-5.5	-4.6	-4.4	0.88%
	京运通	1.6	0.0	-0.1	0.0	-0.5	0.4	-0.9	0.0	0.0	1.6	2.5	2.5	0.97%
电池组件	钧达股份	4.4	-1000		10.4	9.2	-2.3	-10.5	-0.6	0.0	-3.5	-17.4	-18.0	2.49%
	爱旭股份	1.1	0.0	-0.1	1.8	4.7	2.5	1.0	-4.8	0.0	-6.2	-5.3	-0.6	0.55%
	隆基绿能	-40.0	-1.4	0.6	-4.6	-2.0	3.8	-42.6	3.6	0.3	-42.4	-4.4	-8.3	-0.02%
	天合光能	-9.7	-0.1	0.0	-17.1	-0.5	-6.5	20.7	-25.3	0.7	-2.7	-40.6	-15.9	-0.25%
	晶澳科技	-8.4	0.2	5.0	-17.2	15.6	11.7	-23.9	-11.9	0.6	-30.5	-23.8	-12.5	0.26%
	晶科能源	-55.9	4.9	0.0	-15.8	8.4	14.0	-15.9	-27.2	0.4	-73.4	-73.3	-46.5	-0.32%
	阿特斯	-20.8	1.8	2.3	-3.3	-4.5	26.4	-14.0	-30.2	0.0	-38.6	-27.9	2.4	-0.42%
	通威股份	-28.2	-8.4	0.0	9.8	-15.6	8.5	-3.4	-16.0	6.5	-29.4	-16.2	-6.7	1.01%
	横店东磁	-7.5	0.4	0.0	1.7	5.0	-0.1	-2.1	0.0	0.0	-12.1	-8.3	-8.3	0.93%
	东方日升	-3.2	0.0	0.0	-3.6	3.5	2.6	-6.0	-0.8	0.0	-9.3	-6.9	-6.1	0.79%
	*ST亿晶	0.6	0.0	0.0	-0.8	-1.0	0.2	-0.4	1.0	0.0	1.4	1.0	0.0	2.20%

资料来源：Wind，国金证券研究所

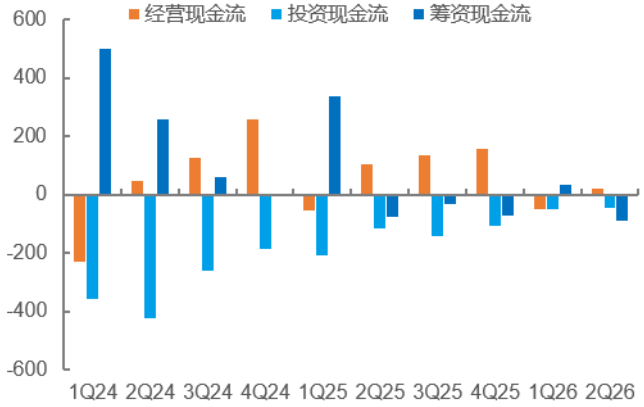
下载日志已记录，仅供内部参考

2.4 现金流：经营现金流同比承压，投资现金流维持低位

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- 盈利承压背景下企业加强现金管理，但因亏损幅度较深，26Q2光伏主要标的经营现金流同比承压。
- 投资现金流自24H2起下降，整体维持较低水平，企业资本开支整体呈放缓趋势。

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
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
	协鑫科技	-38.0		5.0		-28.7		-6.3			
	新特能源	-7.8		9.8		-8.6		-12.6			
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
	弘元绿能	2.0	-0.9	-0.1	-10.9	-5.9	2.1	5.9	0.4	3.1	-1.9
	双良节能	2.3	-15.1	2.0	-10.7	3.6	3.3	-10.6	2.7	6.7	1.5
	京运通	-4.9	-0.8	2.3	1.1	2.4	0.9	4.4	0.9	0.7	0.5
电池组件	钧达股份	1.2	0.1	5.7	0.8	4.2	6.1	-18.9	2.1	-7.0	6.5
	爱旭股份	-24.1	-8.8	-11.5	-0.8	7.2	11.4	-0.9	5.6	7.0	8.5
	隆基绿能	-48.9	-15.2	-19.5	36.4	-17.5	12.6	23.0	25.4	-24.5	-33.7
	天合光能	-43.9	-42.3	-39.9	-41.8	-8.4	-26.8	-10.1	-40.5	-40.9	9.8
	晶澳科技	-35.4	-16.8	-20.9	-31.1	7.9	-37.2	1.9	-4.2	2.0	6.6
	晶科能源	-11.7	-27.9	-12.5	-82.3	-26.2	-11.9	-24.7	-33.4	-8.3	-15.1
	阿特斯	-8.4	-23.1	-10.1	-0.5	-13.9	-24.0	-16.9	-16.1	-1.6	-7.4
	通威股份	-13.9	-23.6	-20.3	-18.4	-14.6	-4.9	-47.8	-14.5	-26.6	-27.6
	横店东磁	-4.8	-8.7	-1.4	-23.1	-2.6	-14.4	-12.9	-2.7	-4.3	-3.0
	东方日升	-30.3	-14.3	-0.7	-0.7	-1.1	-5.2	-6.2	-3.8	-0.1	-1.0
	*ST亿晶	-2.1	-2.1	-1.6	-1.2	-1.0	-1.2	-0.3	-0.6	-0.1	-0.8

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

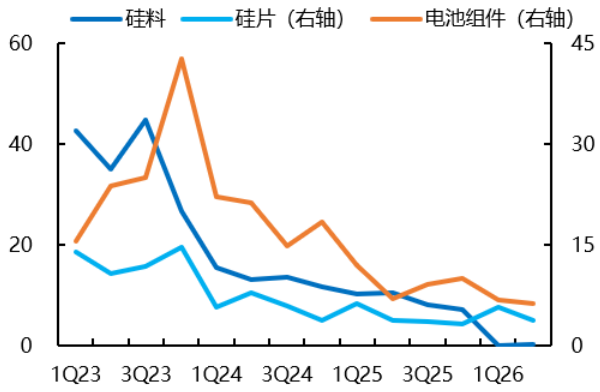
下载日志已记录，仅供内部参考

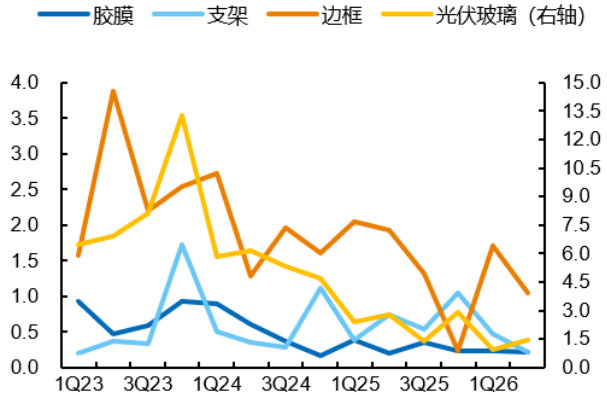
2.5 资本开支：行业资本开支降至较低水平

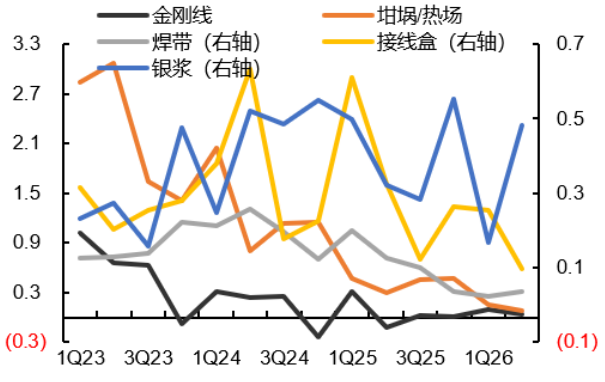
国金证券 SINOLINK SECURITIES

- 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大部分选择放缓新增产能投入，2GHI资本开支降至较低水平。辅材资本开支整体也维持较低水平。

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

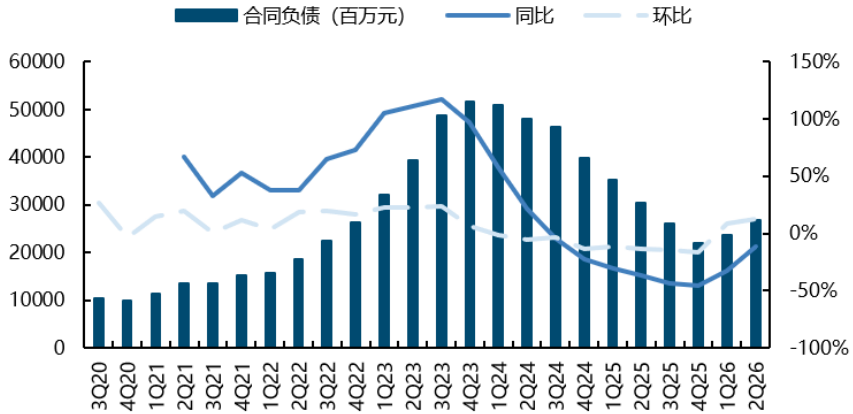
下载日志已记录，仅供内部参考

2.6 光伏设备：合同负债进入右侧修复，新技术及第二曲线支撑订单韧性

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- 2026年第二季度，光伏设备企业合同负债环比呈现增长趋势，2026上半年连续两个季度环比修复，头部企业合同负债较2025年末普遍增长，在海外市场本土化和国内市场低效产线改造的迫切性下，设备企业企业逐渐走出低谷。
- 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。

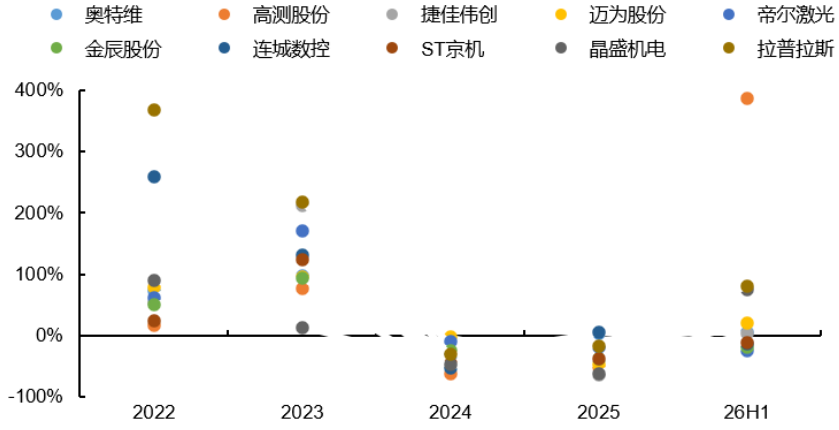
图表：重点设备企业合同负债合计同环比变化情况



资料来源：ifind，国金证券研究所

备注：2403起增加欣普拉斯

图表：重点设备企业合同负债较上年末变化情况



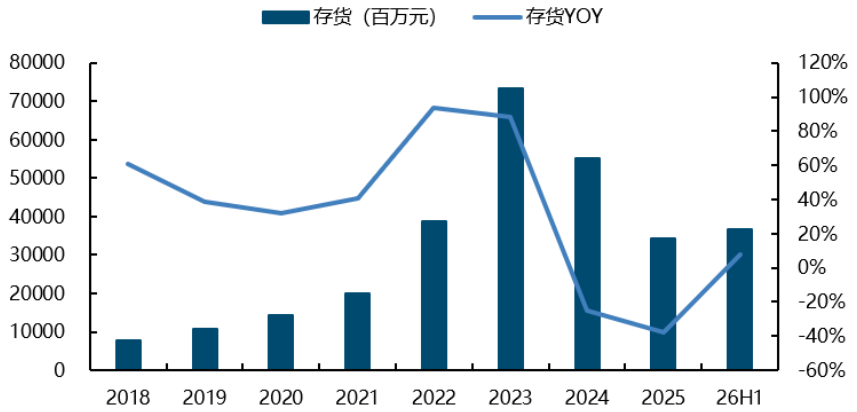
资料来源：ifind，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.6 光伏设备：存货规模上行，新技术及第二曲线支撑订单韧性

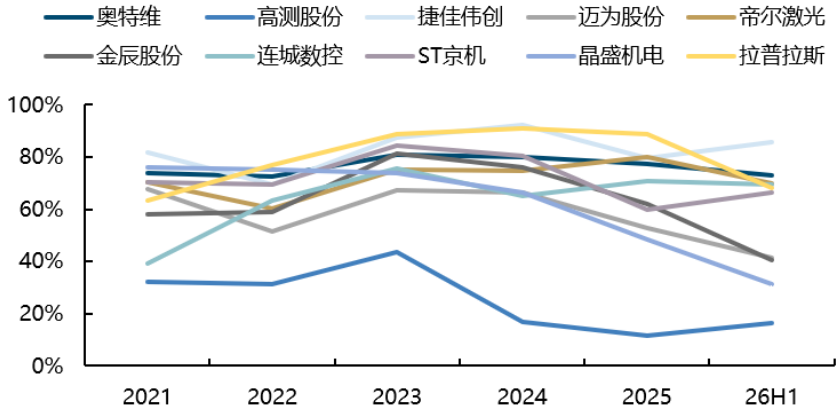
- 截至2026上半年，光伏设备企业存货规模较25年底有所提升，上半年设备企业新签订单呈现逐季改善趋势，预计未来1-2年设备企业光伏订单将维持低增速修复，但部分企业第二曲线迈入新签订单放量期，预计未来几年增速较高，一定程度环节企业订单压力。

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：重点设备企业发出商品/存货占比变动情况



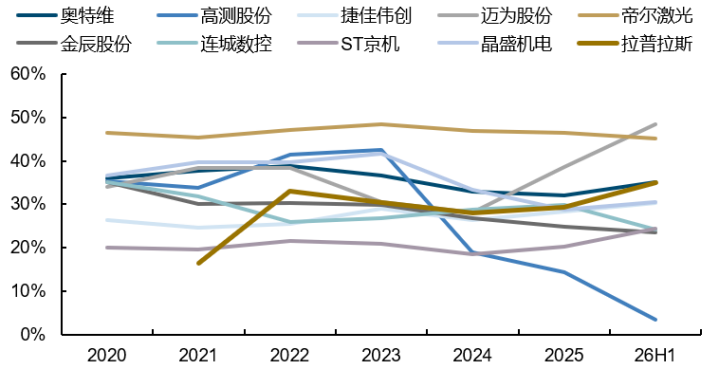
资料来源：ifind，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

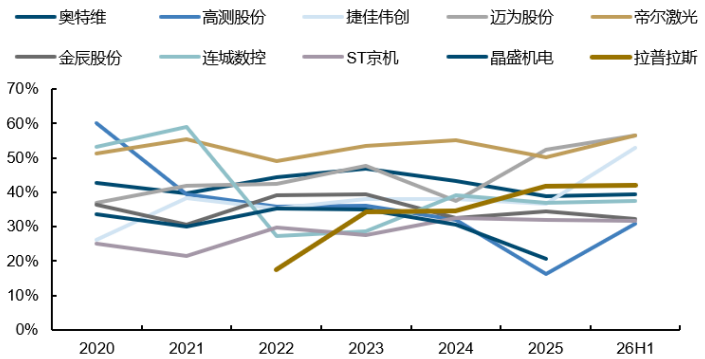
2.6 光伏设备：新技术及海外业务提振盈利水平，期待第二曲线打开空间

- 2026HI设备企业整体毛利率相较2025年普遍有所提升，帝尔激光、迈为股份毛利率显著高于行业水平，帝尔激光保持较高水平、迈为股份随着确收结构的优化显著提升。
- 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。
- 展望2026下半年，我们认为：1）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。2）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。3）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，上半年来看，头部企业海外业务的毛利率水平普遍较2025年大幅提升。

图表：重点设备企业毛利率变化情况



图表：重点设备企业海外毛利率变化情况



资料来源：ifind，国金证券研究所

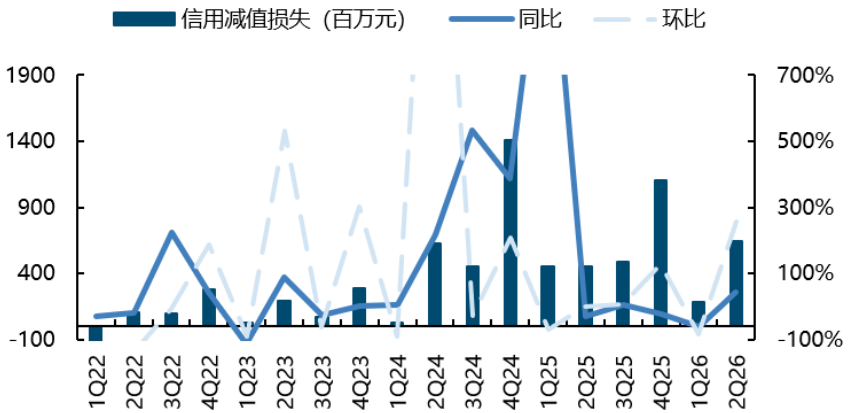
下载日志已记录，仅供内部参考

2.6 光伏设备：减值出清进入后段，盈利质量有望逐步修复

国金证券 SINOLINK SECURITIES

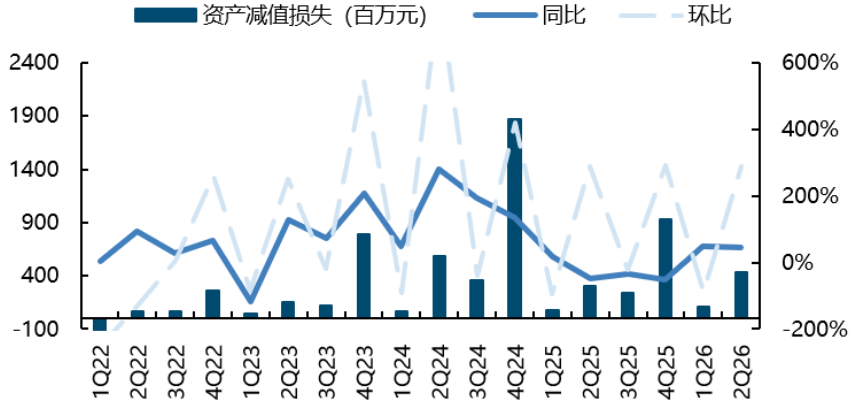
- 2026年第二季度，行业减值规模环比显著提升，尤其各设备企业信用减值损失普遍增加，但考虑到设备企业信用减值损失已经维持高位接近2年，下游二三线及跨界客户出清基本完成，且近两年行业扩产需求及其疲弱，预计当前企业在手订单客户结构已经显著优化，同时部分应收账款通过"债转股"形式转变为公司公允价值；预计随着行业供需改善、下游客户盈利修复，在二季度大幅计提的基础上，下半年设备企业减值规模有望逐步回归正常水平，对公司净利润影响将逐步减弱。

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

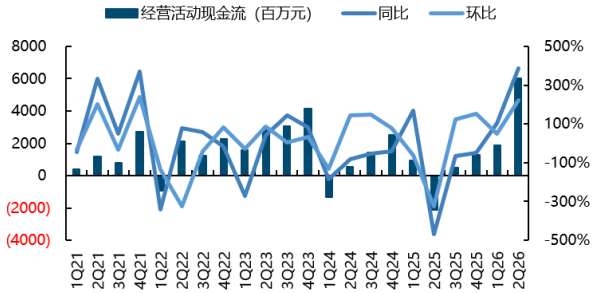
下载日志已记录，仅供内部参考

2.6 光伏设备：经营性现金流显著抬升，回款能力持续改善

国金证券 SINOLINK SECURITIES

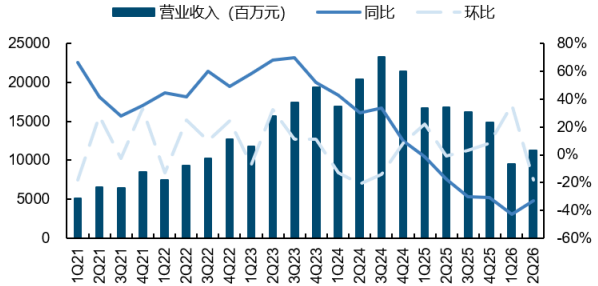
- 2026年二季度，拉普拉斯、晶盛机电经营性现金流大幅提升带动重点设备企业合计值大幅增长，上半年设备企业经营性现金流总体呈现逐季改善趋势，一方面来自确收规模增加，另一方面二季度设备企业营收账款周转天数环比下降，随着客户结构优化以及前期信用减值谨慎、充分计提，当前客户回款相对好转。展望2026全年，设备企业现金流将保持历史健康水平。

图表：重点设备企业经营性现金流同环比变化情况



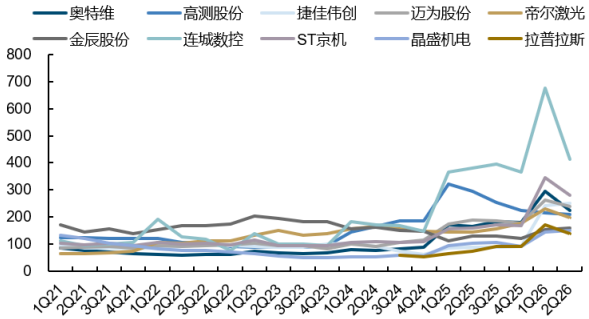
资料来源：ifind，国金证券研究所
备注：2403起加入拉普拉斯

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

图表：重点设备企业应收账款周转天数变化情况（天）



资料来源：ifind，国金证券研究所
备注：2403起加入拉普拉斯

下载日志已记录，仅供内部参考

国金证券
SINOLINK SECURITIES

03 展望及投资建议

下载日志已记录，仅供内部参考

总结：产业链底部夯实

- 26H1国内新增装机需求走弱，上半年新增装机72GW、同比-66%，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；产业链供需矛盾进一步凸显，价格持续处于较低水平，各环节盈利承压，26H1【SW光伏设备】口径实现营收2209亿元、同比-16%，主要因下游需求走弱，盈利承压背景下企业收缩出货规模；实现归母净利润-123亿元、同比减亏18%，销售毛利率9.9%、同增0.7PCT，经营能力略改善。其中26Q2实现营收1193亿元，同比/环比-19%/+17%；实现归母净利-55亿元、同环比基本持稳，销售毛利率10.4%、同比/环比+0.6/+1.2PCT，毛利率有所修复，产业链底部夯实。
- **盈利能力**：上半年光伏产业链价格维持低位，主产业链盈利处于承压状态。
- 分环节看，收储预期变化导致硅料价格下降至较低水平，行业处于深度亏损状态，同时部分企业收缩出货规模导致折旧摊销大幅提升，毛利率承压；硅片环节仍处于深度亏损状态；电池组件盈利低位，26Q1退税取消前抢运需求带动部分企业盈利改善，26Q2抢运结束后盈利承压，部分BC龙头毛利率优势逐步凸显。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；金刚线、胶膜等环节顺价原材料涨价，盈利有所改善；银浆因银价大幅加工费稳定的背景下毛利率承压；光伏玻璃价格下跌至历史较低水平，盈利显著承压。
- **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。
- **现金流及资本开支**：盈利承压背景下企业加强现金管理，但因亏损幅度较深，26Q2光伏主要标的经营现金流同比承压；投资现金流自24H2起下降，整体维持较低水平，26H1资本开支降至较低水平。

下载日志已记录，仅供内部参考

投资建议：强制国标有望加速行业出清，景气拐点逐步临近

- 企业中报进一步验证光伏产业链价格、盈利底部夯实，近期光伏"反内卷"动作再次密集进展（国家强制标准、成本核算通则、市监总局指导、龙头企业倡议），本轮"反内卷"围绕标准与规则发布、会议指导等多维度密集推进，强度与速度方面均前期有所提升，且具备更强的可执行性，有望实质性推动行业落后产能、企业加速出清，及行业景气度回暖。展望后续，Q4传统旺季需求有望有效衔接近期美国MIP政策带来的短期"抢运"需求，三项强制国标将于明年1月开始生效，同时辅以严格执行的价格管控与企业自律行为，光伏产业或有望就此走出亏损深渊，逐步实现盈利修复。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）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）。
- 3）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）。
- 4）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、阿特斯、晶澳科技等），**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）。
- 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）。

下载日志已记录，仅供内部参考

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	
							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	11.54	243	-18.22	-2.10		18.37	13	31.57	8
	601012.SH	隆基绿能	CNY	12.07	915	-64.20	-55.56		34.57	26	51.75	18
	002865.SZ	钧达股份	CNY	39.75	122	-14.16	0.33	370	9.37	13	19.61	6
	2865.HK	钧达股份	CNY	13.42	43	-14.16	0.33	129	9.37	5	19.61	2
	688223.SH	晶科能源	CNY	4.11	425	-68.82	-40.56		21.50	20	38.83	11
	688599.SH	天合光能	CNY	12.07	283	-70.31	-12.08		23.63	12	50.28	6
	002459.SZ	晶澳科技	CNY	6.97	233	-46.08	-39.27		8.59	27	15.78	15
	688472.SH	阿特斯	CNY	9.10	326	10.16	9.92	33	28.14	12	36.08	9
	002056.SZ	横店东磁	CNY	21.20	334	18.51	20.50	16	25.05	13	28.91	12
硅料/硅片	600438.SH	通威股份	CNY	11.59	532	-95.53	-83.11		14.58	36	57.41	9
	002129.SZ	TCL中环	CNY	9.51	387	-92.64	-48.03		23.68	16	44.41	9
	600481.SH	双良节能*	CNY	4.29	89	-11.16	-0.65		6.84	13	10.62	8
	603185.SH	弘元绿能*	CNY	14.98	103	1.87	1.94	53	4.49	23	11.17	9
	688303.SH	大全能源*	CNY	16.73	363	-11.29	-11.67		11.10	33	20.33	18
	3800.HK	协鑫科技*	HKD	0.70	208	-28.68	-8.04		6.34	33	15.58	13
	1799.HK	新特能源*	HKD	4.11	49	-12.05	-1.24		4.98	10	9.72	5
逆变器/储能	300274.SZ	阳光电源	CNY	91.50	1852	134.61	135.02	14	176.81	10	218.04	8
	605117.SH	德业股份	CNY	88.04	1087	31.71	56.33	19	70.94	15	86.93	13
	300693.SZ	盛弘股份	CNY	40.75	125	4.76	6.24	20	7.80	16	9.08	14
	002518.SZ	科士达	CNY	35.84	204	6.11	6.98	29	8.66	24	10.09	20
	688390.SH	固德威*	CNY	64.58	152	1.35	4.17	36	12.60	12	15.39	10
	688348.SH	昱能科技*	CNY	30.81	48	-1.34	1.34	36	2.25	22	3.39	14
	300763.SZ	锦浪科技*	CNY	61.81	236	7.43	14.19	17	19.81	12	25.56	9
	688032.SH	禾迈股份*	CNY	71.23	89	-1.61	1.56	57	3.28	27	4.83	18
	603063.SH	禾望电气	CNY	32.15	146	5.31	7.55	19	7.75	19	9.17	16
	688063.SH	派能科技*	CNY	42.95	105	0.85	3.95	26	5.81	18	7.67	14

环节	证券代码	名称	货币	股价	总市值	2025年归母净利	2026E		2027E		2028E	
							归母净利	PE	归母净利	PE	归母净利	PE
光伏玻璃	601865.SH	福莱特	CNY	10.03	235	9.81	-4.07		12.07	19	21.54	11
	6865.HK	福莱特玻璃	CNY	5.70	134	9.81	-4.07		12.07	11	21.54	6
	0968.HK	信义光能	CNY	1.96	173	8.45	2.41	72	7.35	24	20.50	8
	601636.SH	旗滨集团*	CNY	5.76	168	6.19	6.40	26	10.89	15	14.68	11
	002623.SZ	亚玛顿*	CNY		31	-1.08	0.67	46	4.16	7		
辅材	603806.SH	福斯特	CNY	15.28	392	7.70	17.46	22	21.73	18	27.20	14
	688503.SH	聚和材料	CNY	75.70	169	4.20	3.52	48	6.71	25	8.91	19
	603381.SH	永臻股份	CNY	15.31	36	-2.21	1.04	35	3.15	11	4.61	8
	003022.SZ	联泓新科	CNY	20.12	266	3.06	7.16	37	8.42	32	9.44	28
	688408.SH	中信博*	CNY	24.09	54	-0.10	6.08	9	7.92	7	9.69	6
	300842.SZ	帝科股份*	CNY	70.20	97	-2.76	3.58	27	5.45	18	6.78	14
	688680.SH	海优新材*	CNY	33.82	32	-4.93	-0.87		0.51	64	2.19	15
	002897.SZ	意华股份*	CNY	60.00	113	3.18	4.58	25	6.61	17	7.95	14
耗材	300861.SZ	美畅股份	CNY	16.75	111	2.44	4.97	22	4.94	23	5.58	20
	688598.SH	金博股份*	CNY	36.45	72	-12.81	-1.19		0.72	101		
	603688.SH	石英股份*	CNY	51.10	267	1.53	3.46	77	6.61	40	8.86	30
设备	688516.SH	奥特维	CNY	45.89	140	4.45	6.03	23	8.39	17	11.46	12
	300751.SZ	迈为股份	CNY	222.94	578	7.22	7.20	80	9.33	62	16.40	35
	688556.SH	高测股份	CNY	7.91	65	-0.41	-2.78		1.51	43	3.55	18
	300724.SZ	捷佳伟创	CNY	56.39	193	26.17	10.91	18	10.13	19	11.47	17
	300776.SZ	帝尔激光	CNY	115.58	312	5.19	6.47	48	6.70	46	8.43	37
	688726.SH	拉普拉斯	CNY	45.72	182	6.23	7.08	26	8.14	22	9.02	20
运营商	3868.HK	信义能源	CNY	0.69	58	10.11	7.15	8	8.30	7	9.06	6
平均值								46		23		14
中位数								27		18		13

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2026/9/11收盘价

下载日志已记录，仅供内部参考

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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