仅供内部参考，请勿外传！

电气设备行业

投资评级	看好

光伏26Q2业绩点评：亏损延续，静待出清



五矿证券研究所 电气设备行业

分析师：蔡紫豪

登记编码：S0950523070002
电话：0755-23375760
邮箱：caizihao@wkzq.com.cn

中国五矿

五矿证券 MINMETALS SECURITIES

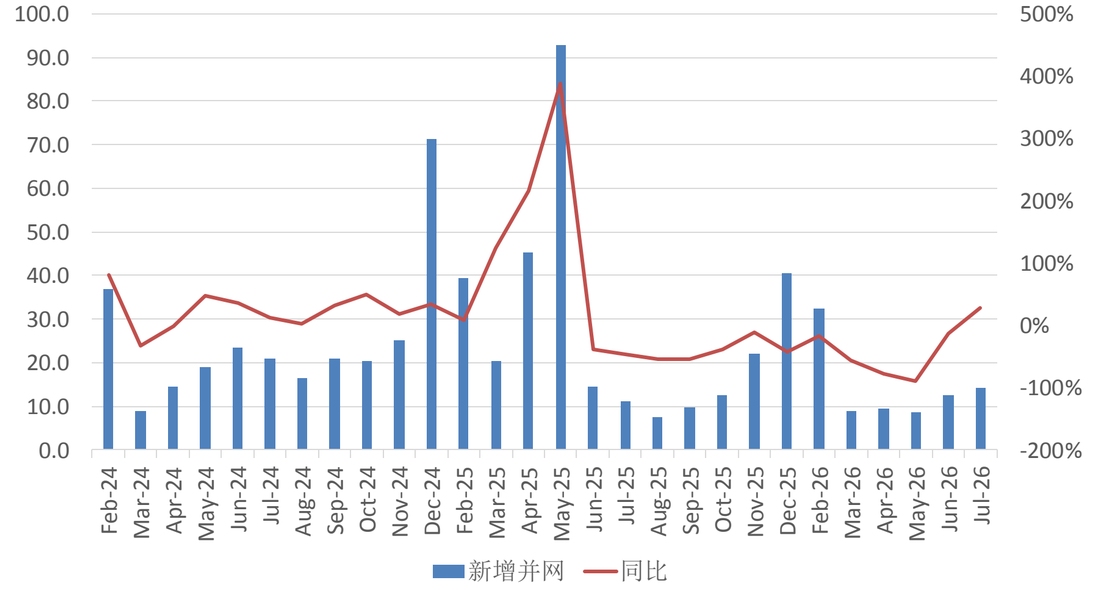
仅供内部参考，请勿外传！

2026H1国内需求低迷，排产不景气

- 2026H1国内光伏装机86.2GW，同比减少61%。“十五五”开年以来，光伏项目进展缓慢，集中式项目与分布式项目进展均不及预期。

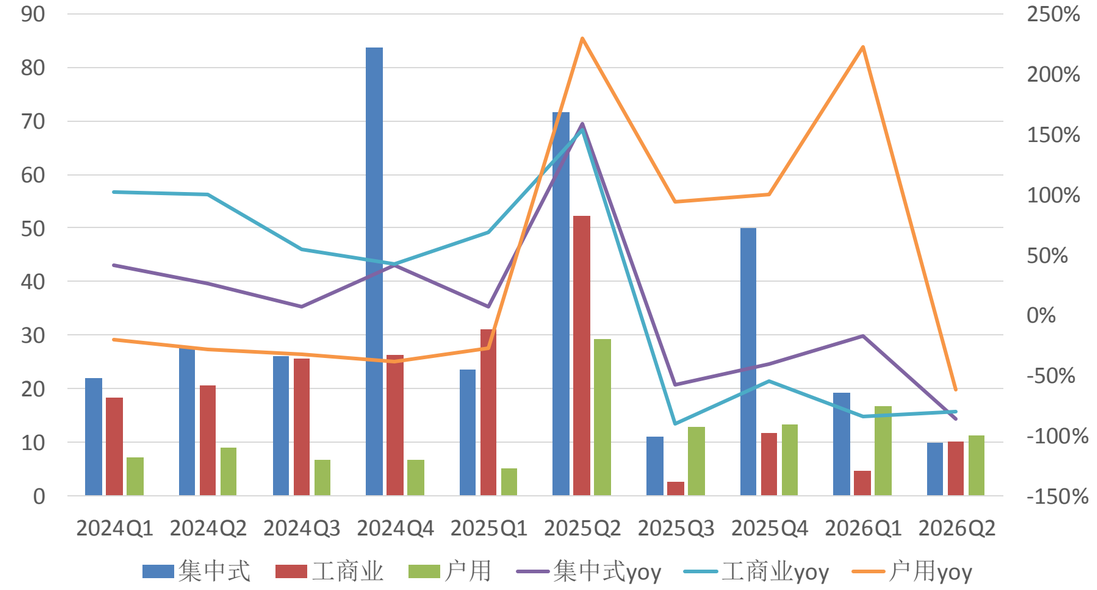
- 为此，国家能源局组织召开全国可再生能源电力开发建设月度(7月)调度视频会，表示要扎实抓好项目开发建设。各单位要加快推进大型风电光伏基地项目建设工作，同时全面推进海上风电、陆上集中式风电光伏、光热、分布式新能源项目开发建设，加快开展前期工作，推动尽早开工，形成实物工作量，为下半年装机提供支撑。

图表1：国内光伏装机月度数据（GW）



资料来源：能源局，五矿证券研究所

图表2：国内光伏装机季度类型数据（GW）



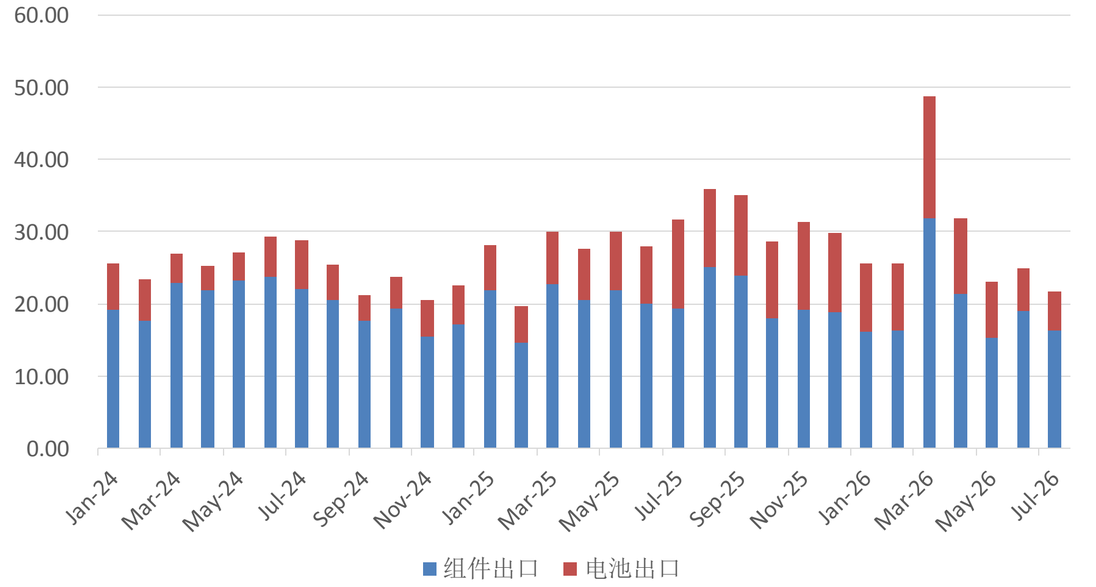
资料来源：能源局，五矿证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

出口退税到期后中国出口持续下滑，美国进口下降同时进口结构出现较大变化

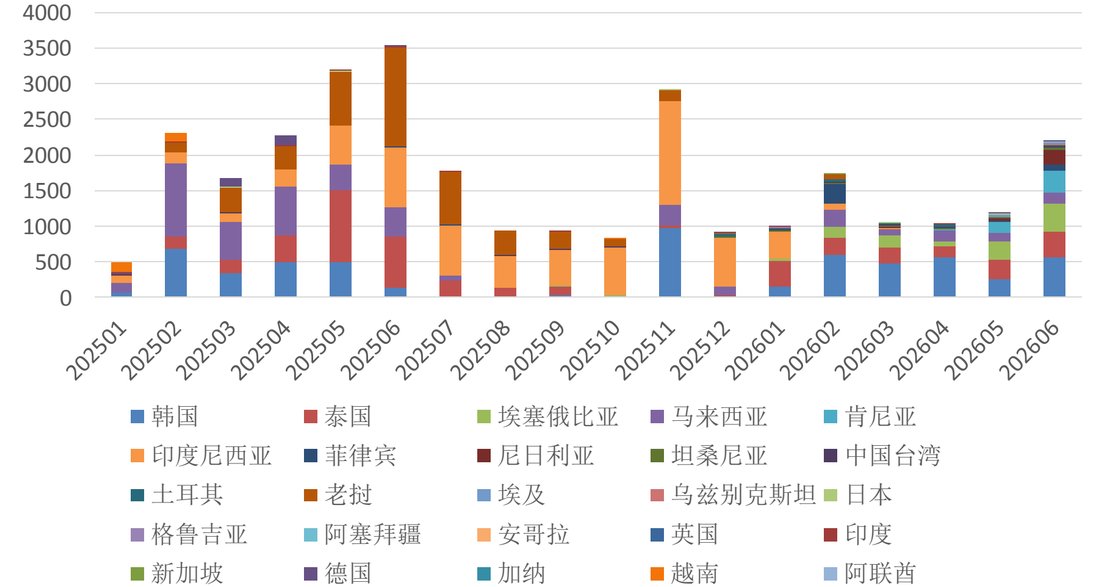
- **电池组件出口**：2026年4月1日因出口退税截止导致3月出口抢装，之后出口数据持续下滑。
- **美国进口数据**：一方面有所下降，受到OBBBA法案影响，26H1美国进口光伏电池数量同比下降39%，另一方面进口结构也出现较大变化，26H1美国最大电池进口来源是韩国，埃塞俄比亚、菲律宾、尼日利亚等新兴产地开始批量供货，美国光伏供应链加速向外转移，多元化布局的趋势清晰显现。马来西亚、泰国、印尼、老挝等原东南亚电池进口来源同比下降72%，下降极为明显，主要受到美国反倾销反补贴政策影响。

图表3：国内电池组件出口数量（GW）



资料来源：盖锡咨询，五矿证券研究所

图表4：美国进口电池结构明显变化（MW）



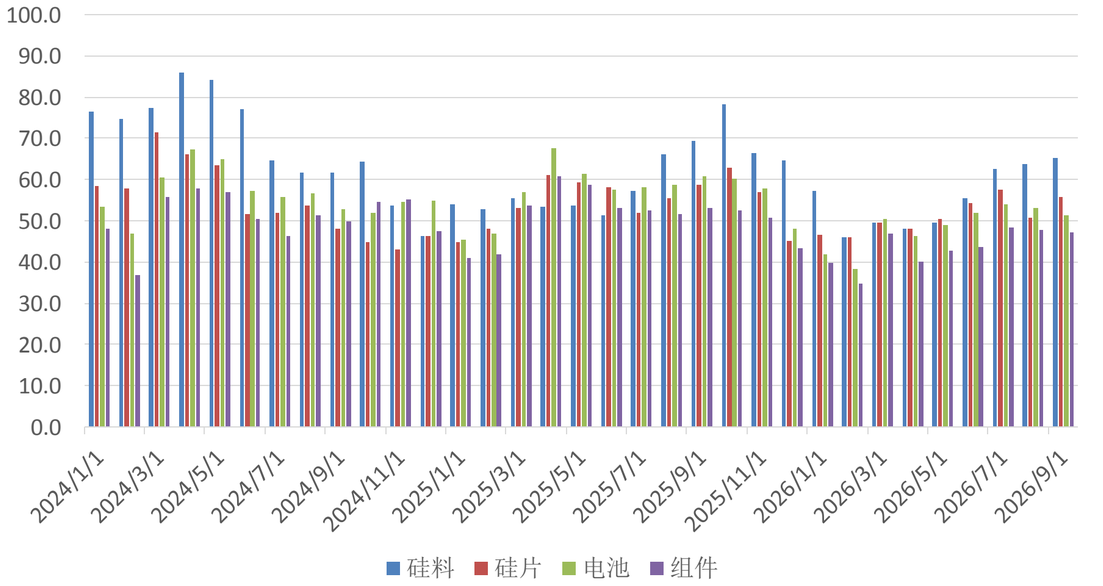
资料来源：光伏情报处，五矿证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

行业排产不景气，多晶硅库存维持高位

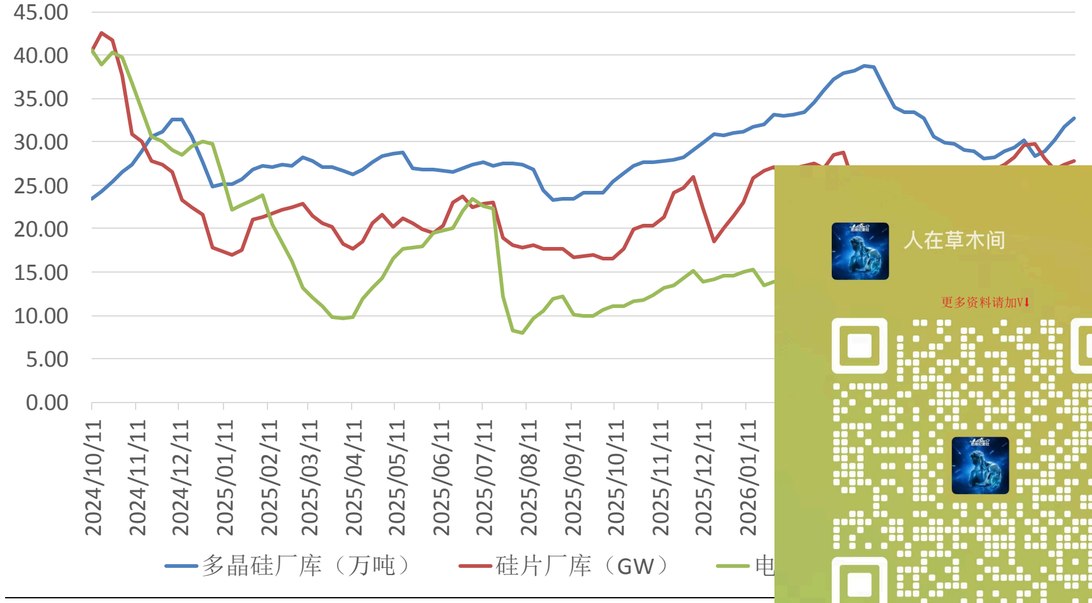
- **行业排产**：26Q1虽有出口退税抢装，但是26Q2并没有出现明显的排产下滑。26Q3硅料环节排产有所上行，主要因丰水季到来，四川等工厂提升排产，其他环节排产环比略有提高。
- **库存**：多晶硅库存维持高位，其他环节库存也处于震荡水平，上游库存水平持续偏高。

图表5：行业排产基本稳定（GW）



资料来源：Infolink Consulting，五矿证券研究所

图表6：多晶硅厂库维持高位



资料来源：百川盈孚，五矿证券研究所

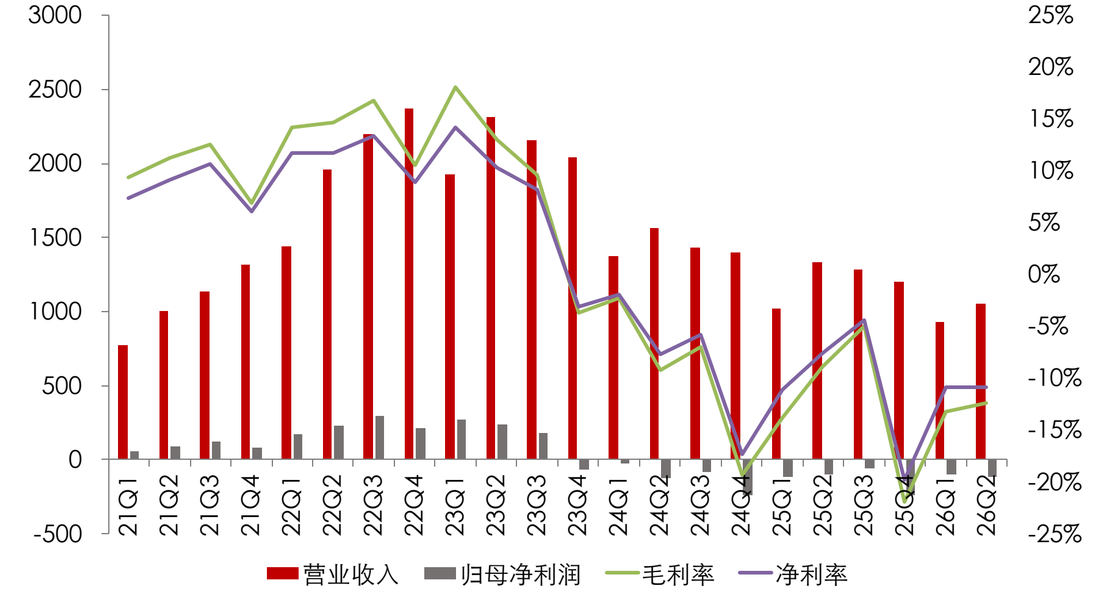
人在草木间
更多资料请加V

仅供内部参考，请勿外传！

26Q2行业依然亏损，盈利能力没有好转

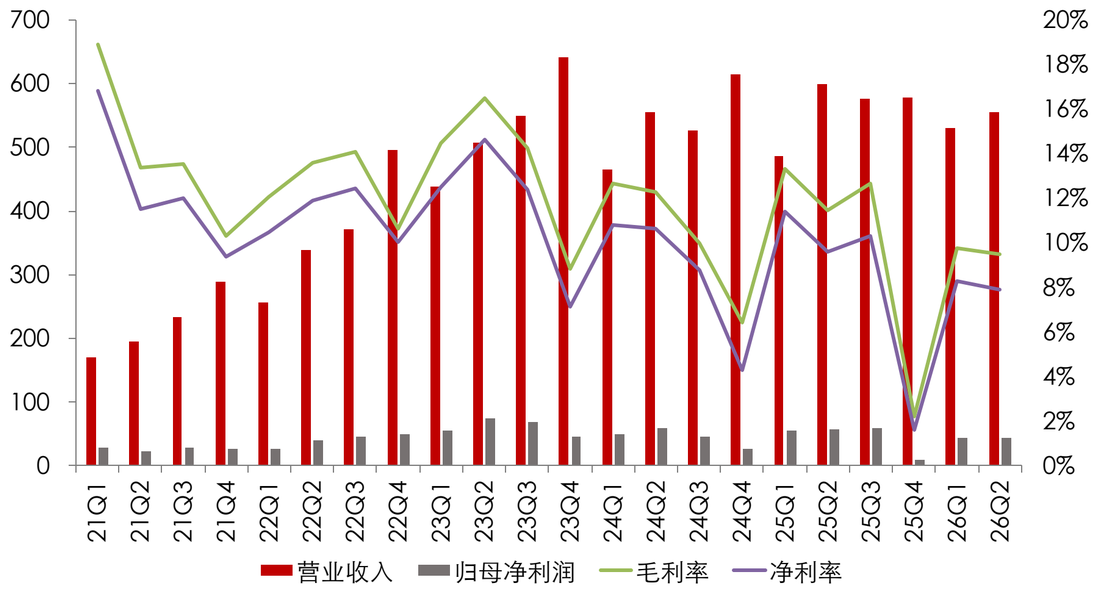
- **主材**：行业持续亏损11个季度，26Q3虽然部分环节价格小幅反弹，行业整体依然承压。
- **辅材**：辅材收入规模和盈利相对稳定，但是内部分化比较明显：逆变器、胶膜等环节归母净利润环比增长，银浆、玻璃、支架等环节亏损扩大。

图表7：主材营收与归母净利润（亿元）



资料来源：iFind，五矿证券研究所

图表8：辅材营收与归母净利润（亿元）



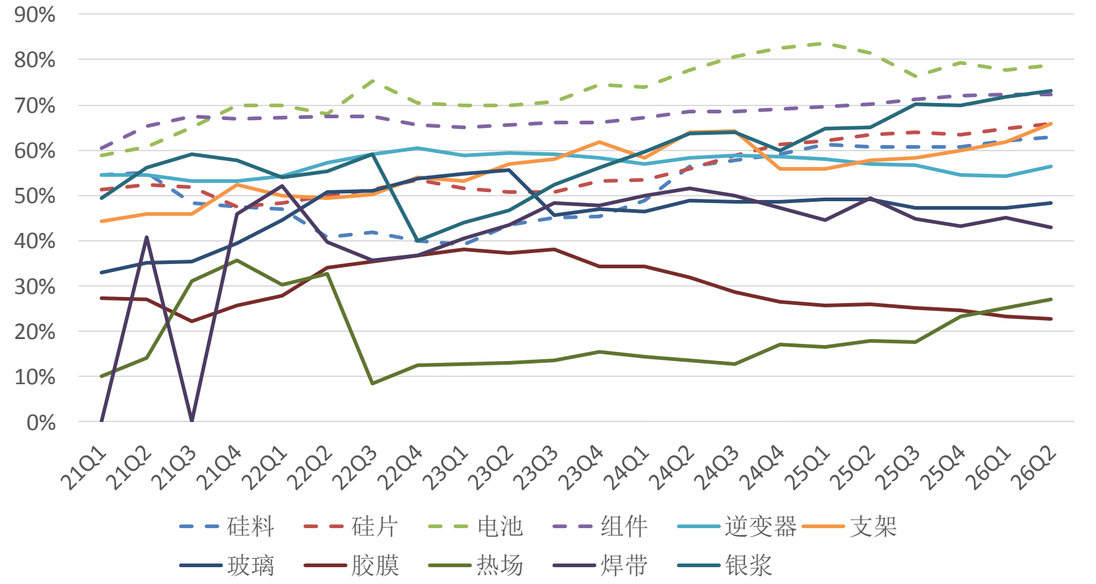
资料来源：iFind，五矿证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

资产负债率及库存维持高位

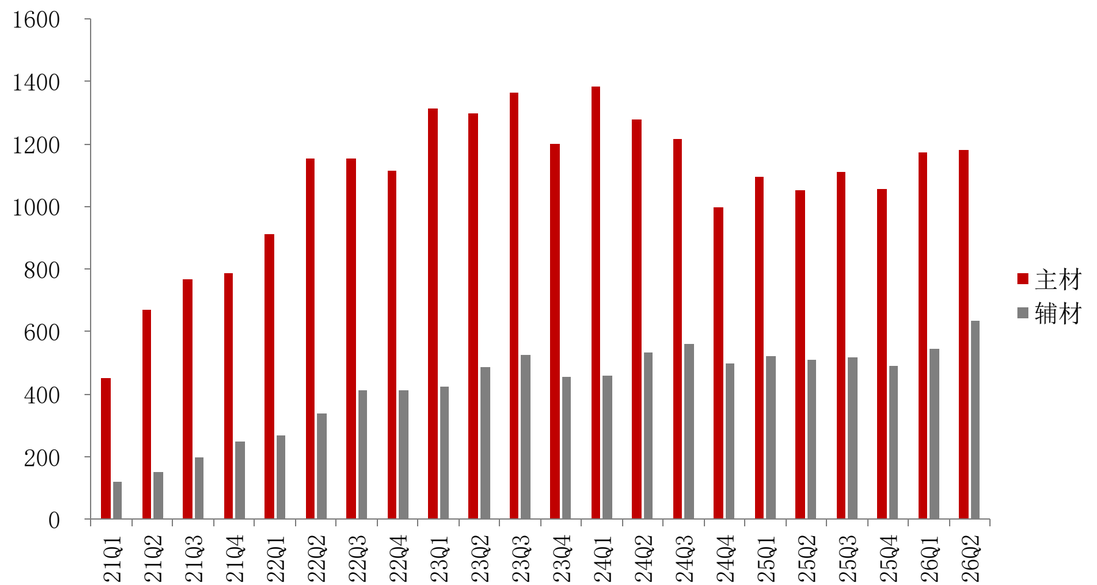
- **资产负债率**：主材资产负债率维持高位，辅材中仅银浆和支架环节资产负债率持续恶化，主要是帝科股份因资金周转长带来高存高贷，导致资产负债率持续走高，中信博因持续亏损导致权益承压被动提升资产负债率。
- **存货**：因26Q2行业需求较弱，逆变器和组件环节出现库存上升。

图表9：主材环节资产负债率维持高位



资料来源：iFind，五矿证券研究所

图表10：行业存货有所增加（亿元）



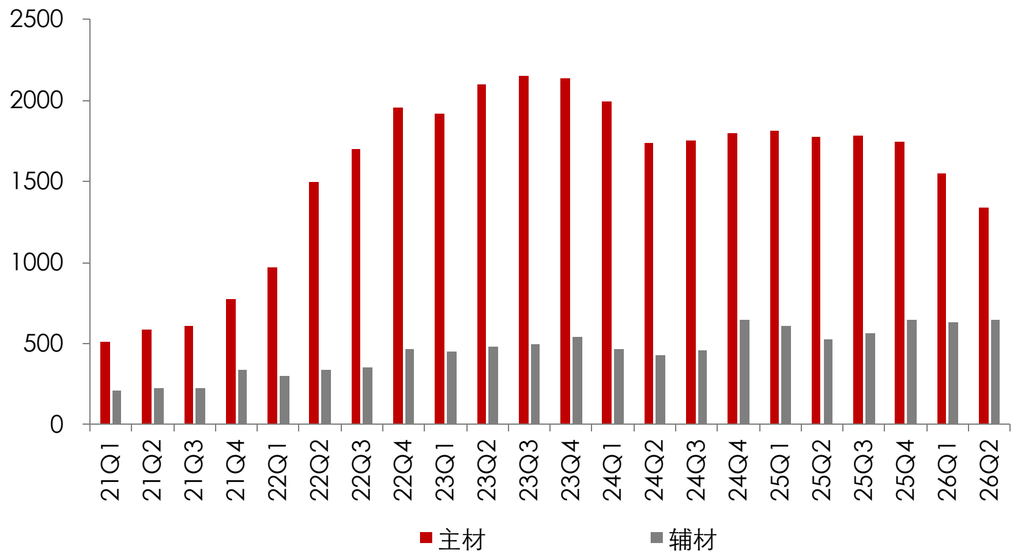
资料来源：iFind，五矿证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

短期净现金持续吃紧，新技术产线升级短期拉高资本开支

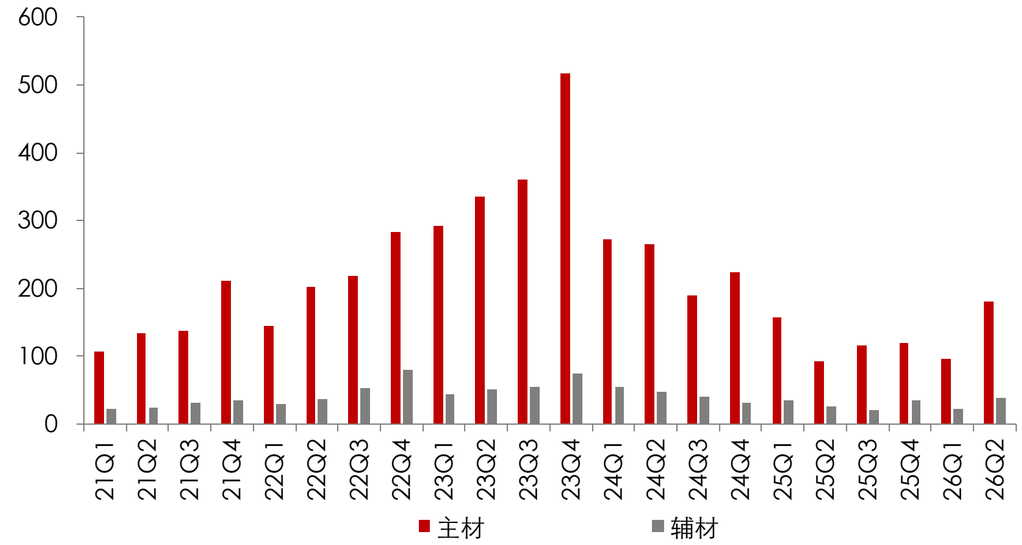
- **短期净现金**：主材环节因行业亏损，短期净现金持续消耗；辅材环节环比持平，基本维持稳定。
- **资本开支**：行业持续亏损，短期净现金紧张的情况下，资本开支维持低位，26Q2环比提升主要因存量产线技术置换，如1）爱旭股份以16.65 亿元将义乌5GW PERC、滁州6GW TOPCON改造成ABC电池产能；晶科能源推进40GW银包铜TOPCON产线升级；隆基绿能推进纯铜BC产线升级等。

图表11：主材短期净现金持续下滑（亿元）



资料来源：iFind，五矿证券研究所
注：短期净现金=货币资金+交易性金融资产-短期借款-一年内到期的非流动负债

图表12：行业资本开支有所回升（亿元）



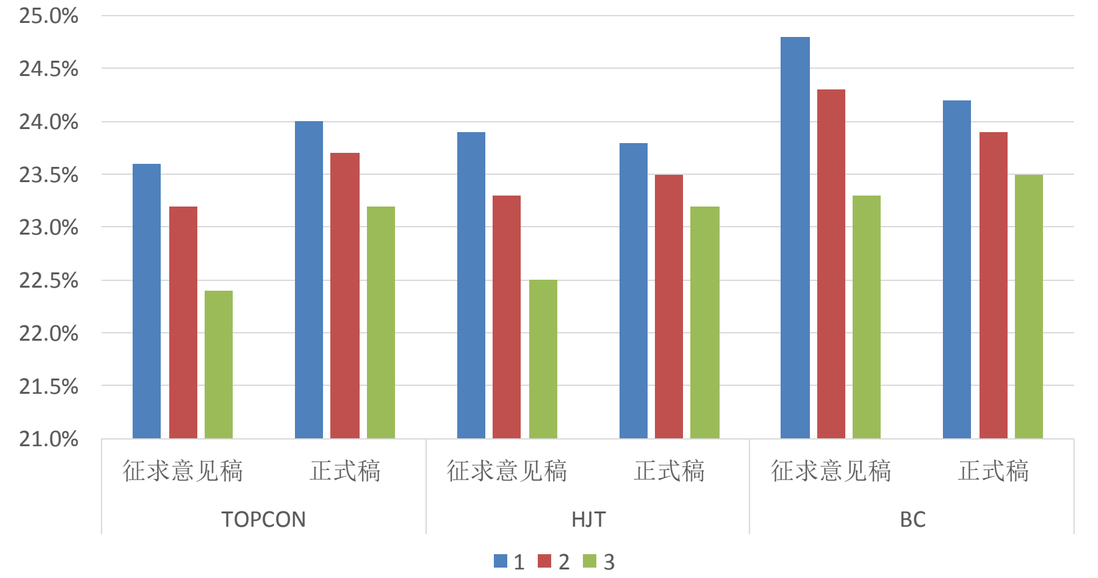
资料来源：iFind，五矿证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

反内卷政策倾向高效产品，BC更易于达到标准

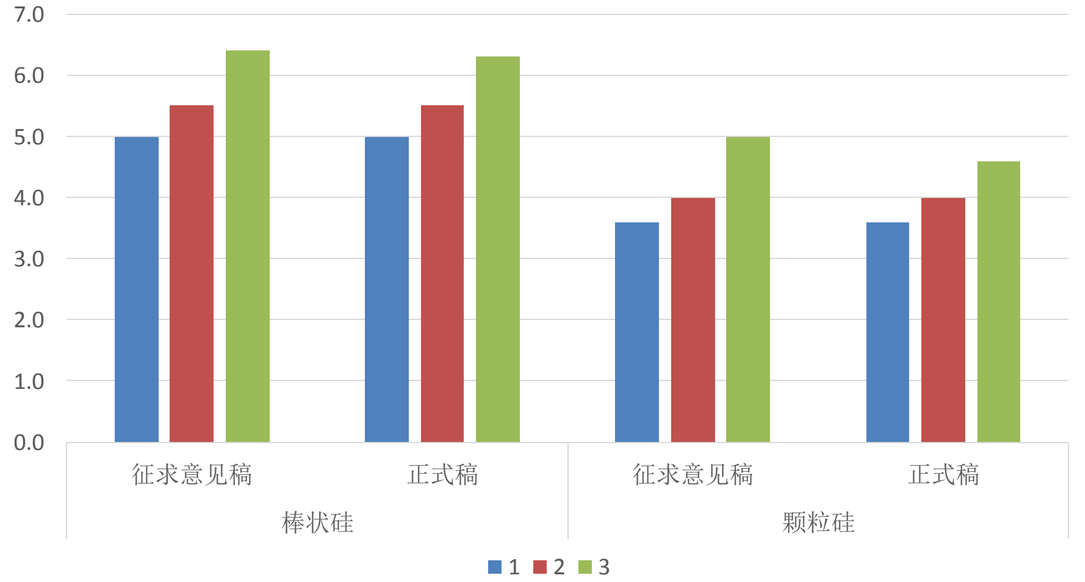
- 2026年5月26日，工信部发布《光伏组件安全要求》和《光伏组件铭牌标识要求》两项强制性国家标准，标志我国光伏产品在产品安全及铭牌标识正式提出新的要求；
- 2026年7月2日，《硅单晶单位产品能源消耗限额》、《晶体硅光伏组件和逆变器能效限定值及能效等级》、《硅多晶和锗单位产品能源消耗限额》三项光伏能耗能效强制性国家标准正式批准发布，相比征求意见稿：1) 对TOPCON的要求全面提升，对HJT的1级及BC的1级和2级要求有所放松，体现对新技术的支持；2）对棒状硅的要求现有能耗标准有所降低，对颗粒硅降低更明显。

图表13：《晶体硅光伏组件和逆变器能效限定值及能效等级》效率要求



资料来源：市监局，国标委，五矿证券研究所

图表14：《硅多晶和锗单位产品能源消耗限额》的能耗要求（kgce/kg）



资料来源：市监局，国标委，五矿证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

结论：反内卷扶优扶强，修复行业盈利

1、2026Q2行业出货量环比持平，价格水平维持低位，盈利能力不理想，国内需求下滑明显。

2、2026年4月1日出口退税结束后，电池组件出口出现明显下降。同时，美国进口结构出现较大变化，原东南亚进口来源同比下降剧烈，韩国、埃塞俄比亚、菲律宾、尼日利亚等新兴产地开始批量供货。

3、2026Q2主产业链继续第11个季度亏损，辅材部分收入和盈利能力相对稳定。行业依然处于高资产负债率、高库存、底现金的内卷状态。

4、通过“质、能、效”及市场化方式，实现光伏产业扶优扶强走出内卷式竞争，行业有望恢复理性竞争，这个过程中如BC等高效优质产能易于达到行业标准，同时主产业链迎来盈利和估值的双重修复。

风险提示：

1、反内卷政策执行不及预期，行业内卷持续；

2、行业需求不及预期，竞争强度持续加大；

3、贸易摩擦加剧，国内出口受阻导致供给过剩加剧；

4、外国产能扩张超预期，导致国内产能竞争加剧。

仅供内部参考，请勿外传！

Thank you

欢迎关注微信公众号

五矿证券研究所

上海

浦东新区陆家嘴街道富城路99号震旦国际大厦30楼
邮编：200120

深圳

深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦23层
邮编：518035

北京

北京市东城区朝阳门北大街3号五矿广场C座3F
邮编：100010

仅供内部参考，请勿外传！

免责声明

分析师声明

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

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

一般声明

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

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入或将产生波动；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别申明

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