

光伏反内卷如何演绎？

事件描述

根据 SMM，2025 年 7 月 7 日，头部多晶硅厂商将部分致密/复投料报价上调至 37 元/kg；根据 SMM，2025 年 7 月 8 日，多晶硅企业开始测算完全成本，普遍认为行业完全成本在 39~40 元/kg 以上；根据东方财富网，2025 年 7 月 9 日，硅料龙头拟联合成立收购主体，加速出清行业过剩产能。

事件点评

光伏企业盈利承压已有时日，供给侧改革必要性极强。从 2023Q4 起，光伏产业头部公司开始进入批量亏损，至 2025Q1 主产业链公司进入亏现金状态，根据风光储知识共享库不完全统计，2024~2025H1 全行业有超过 150 家走向破产和清算。而行业内高库存以及集中度较分散的特征，使得行业难以快速自主出清，自上而下的供给侧改革必要性凸显，行业内的主要参与者有四方，如何协调各方诉求成为反内卷方案的核心：1）头部企业希望结束低价竞争现象，实现盈利修复；2）二线企业竞争力略弱，高竞争强度下可能希望以合理方式退出市场；3）各方股权投资人希望能够收获合理投资收益；4）债权人希望看到企业拥有良好现金流将债务风险降低。

回首国内两轮供给侧改革，均以 PPI 的大幅走高完成。2016、2021 年的供给侧改革后，相关行业如石化、黑色、有色、水泥等行业带动 PPI 大幅度走高，将行业竞争恢复到正常水平。供给侧改革期间虽然会遇到不同的阻力，如就业安置、利益分配不公等问题，但是改革结果必然是好的，可以解决相关行业低盈利负债高等问题，将行业发展修复至稳定可持续状态。

抢装后行业需求回落，中长期等待光储平价打开市场空间。在“136 号文”和《分布式光伏发电开发建设管理办法》带来的抢装刺激后，5 月光伏并网达到 9.3GW，同比增长 388%，1~5 月并网 19.8GW，同比增长 150%，对全年光伏需求带来一定透支，短期需求有所承压，但是“136 号文”刺激下，储能经济性凸显，未来光储平价在大规模地区实现后，光伏需求会被再次打开。

风险提示： 1、光伏供给侧改革进程不及预期；
2、光伏需求不及预期。

电气设备

评级： 看好

日期： 2025.07.10

分析师 蔡紫豪

登记编码：S0950523070002

☎：0755-23375705

✉：caizihao@wkzq.com.cn

行业表现

2025/7/9



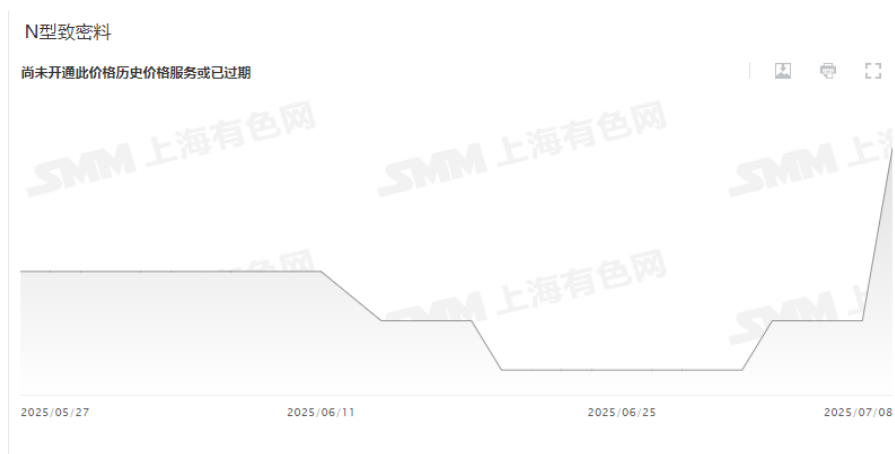
资料来源：Wind，聚源

相关研究

- 《电池成为低空经济发展的重要卡点》 (2025/6/19)
- 《2024 年报&2025Q1 锂电材料行业趋势：盈利边际改善显现，静待行业拐点》 (2025/6/3)
- 《从技术本征角度看钠电池产品高倍率等特性来源》 (2025/5/28)
- 《24Q4&25Q1 光伏业绩总结：盈利下滑 磨底持续》 (2025/5/26)
- 《价稳量增——储能行业 2024 年报及 2025 年 Q1 财报梳理分析》 (2025/5/23)
- 《宁德时代超级科技日——12C 超充、钠电技术&产业趋势点评》 (2025/4/28)
- 《电池厂能满足史上最严动力电池安全令吗？》 (2025/4/21)
- 《光伏对等关税影响几何？》 (2025/4/16)
- 《美国系列关税政策不改中国锂电产业竞争力》 (2025/4/14)
- 《美国“对等关税”不改中国锂电产业竞争力》 (2025/4/10)

根据 SMM，2025 年 7 月 7 日，头部多晶硅厂商将部分致密/复投料报价上调至 37 元/kg，2025 年 7 月 8 日，多晶硅企业开始测算完全成本，普遍认为行业完全成本在 39~40 元/kg 以上。根据东方财富网，2025 年 7 月 9 日，硅料龙头拟联合成立收购主体，加速出清行业过剩产能。

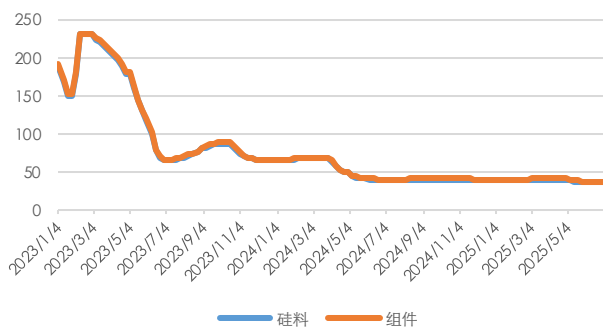
图表 1：N 型致密料价格连续上涨（元/kg）



资料来源：SMM，五矿证券研究所

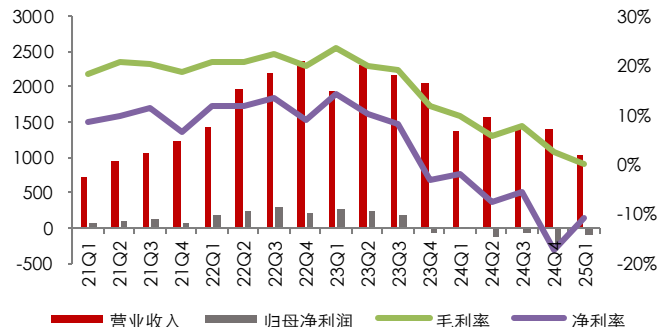
2023Q4 起产业链价格进一步下探，行业盈利状况被压缩，从主要企业盈利情况来看，2023Q4 进入批量亏损。价格压力一直持续到 2025 年 6 月末，因此行业至少亏损了 7 个季度，较大的经营压力引起市场的广泛关注。

图表 2：产业链价格从 23 年开始进入下行（元/kg，元/W）



资料来源：Infolink Consulting，五矿证券研究所

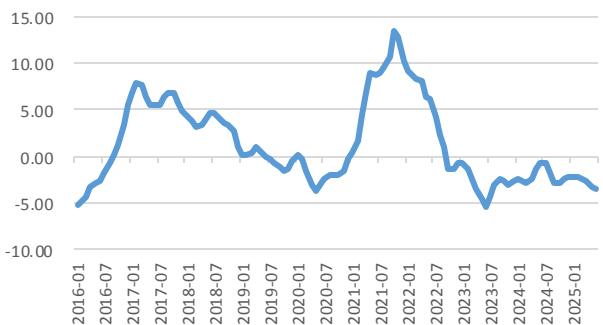
图表 3：光伏主材企业从 23Q4 进入大规模亏损（亿元）



资料来源：Wind，五矿证券研究所

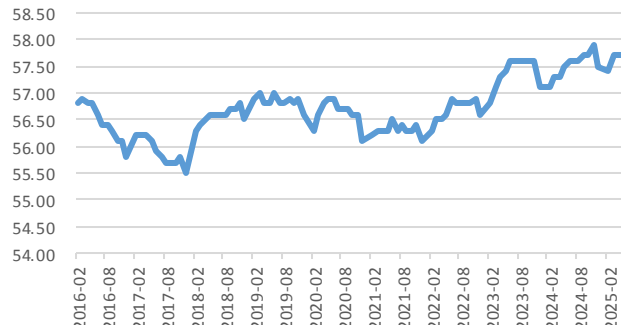
回顾过去两轮供给侧改革，均以 PPI 的大幅上行完成，价格逐步修复后行业资产负债率等相关经营指标也有逐步改善。

图表 4：供给侧改革后 PPI 指数均出现较明显回升



资料来源：Wind，五矿证券研究所

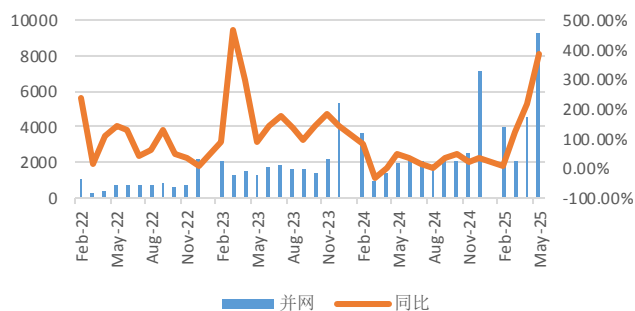
图表 5：规模以上企业资产负债率（%）变化



资料来源：Wind，五矿证券研究所

根据国家能源局，5 月光伏并网达到 9.3GW，同比增长 388%，1~5 月并网 19.8GW，同比增长 150%，对全年光伏需求带来一定透支，短期需求有所承压，但是“136 号文”刺激下，储能经济性凸显，未来光储平价在大规模地区实现后，光伏需求会被再次打开。

图表 6：光伏国内月度并网数量（万千瓦）



资料来源：国家能源局，五矿证券研究所

图表 7：光储平价进程

光储LCOE测算		当前			未来		
光伏EPC	元/W	3.1	3.1	3.1	2.79	2.79	2.79
利用小时数	h	1300	1300	1300	1300	1300	1300
光伏LCOE	元/kWh	0.203	0.203	0.203	0.195	0.195	0.195
储能EPC	元/Wh	1.1	0.73	0.73	0.99	0.65	0.65
循环次数	次	330	330	330	330	330	330
系统寿命	年	8	15	15	8	15	15
储能LCOE	元/kWh	0.480	0.330	0.330	0.440	0.310	0.310
配储比例	%	20	40	80	20	40	80
配储时长	h	2	4	4	2	4	4
光储LCOE	元/kWh	0.251	0.335	0.467	0.239	0.319	0.443

资料来源：Lambda, Infolink Consulting, 五矿证券研究所测算

风险提示

- 1、光伏供给侧改革进程不及预期；
- 2、光伏需求不及预期。

分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师)，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。

投资评级说明

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	预期对于个股未来 6 个月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。

特别声明

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。

联系我们

上海	深圳	北京
地址：上海市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	地址：深圳市南山区滨海大道 3165 号五矿金融大厦 23 层 邮编：518035	地址：北京市东城区朝阳门北大街 3 号五矿广场 C 座 3F 邮编：100010

Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Ratings		Definitions
	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

Contact us

Shanghai

Address: 30/F, Zhendan International Building, No.99 Fucheng Road, Lujiazui Street, Pudong New District, Shanghai
Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen
Postcode: 518035

Beijing

Address: 3/F, Tower C, Minmetals Plaza, No.3 Chaoyangmen North Street, Dongcheng District, Beijing
Postcode: 100010