

事件

2025 年 1 月 25 日，公司发布 2024 年度业绩预告。根据公司公告，2024 年全年公司实现归母净利润 5500-8000 万元，同比下降 49.28%~65.13%，实现扣非归母净利 1000-5000 万元，同比下降 27.52%~85.50%。分季度来看，取业绩预告中值计算，24Q4 公司实现归母净利润-1440.43 万元，扣非归母净利-443.52 万元。公司业绩承压主要受光伏行业供需失衡、产品价格深度调整影响，公司坚持“绩效与科技双举、降本与增盈双抓”战略，在激烈的市场竞争中取得了尤为不易的成绩。

组件市占率稳步向上，运营能力持续提升

公司深耕国内组件市场，在行业整体盈利承压的背景下调整接单策略，全年实现国内央企大型招投标项目中标规模位居行业第一梯队，电池产能及组件产能开工率居行业前列，组件出货量同比大幅增长，市场占有率及行业出货量排名显著提升。公司不断优化资源配置，显著提升经营效益，自产电池及组件非硅成本、存货周转天数及现金周转效率行业领先，运营能力持续提升。

中东市场空间广阔，公司加速布局

中东地区市场主要由阿联酋和沙特两个国家的大型地面电站为牵引，预计 2024 年该区域总体容量将超 13GW，据协鑫集成公众号以及第三方机构预测，后续中东地区年均容量在 15-20GW 左右。公司敏锐洞察到中东市场巨大潜力，在迪拜设立了区域办公室，并于 25 年 1 月的世界未来能源展览会与 ONEIC (阿曼) 和 POWERNSUN (GCC) 等分销商进行签约，标志着协鑫集成在中东市场的布局进一步加速。此次展会中，公司推出全球首创的 SiRo 碳链光伏组件，作为创新技术的终端产品，SiRo 组件确保产业链碳足迹的可追、可查性、可信且无法篡改，并实现碳足迹全行业最优，从而凭借真正绿色的、低碳的产品，助力全球客户能源转型，为中东地区的能源市场带来了全新的解决方案。

投资建议

我们预计公司 24-26 年营收分别为 197.72/284.87/380.27 亿元，归母净利润分别为 0.77/4.02/6.19 亿元，对应 25-26 年 PE 为 37x/24x。公司为光伏一体化组件领先企业，行业供需改善后，叠加公司市场持续开拓以及新品推出，盈利有望边际改善，维持“谨慎推荐”评级。

风险提示

下游需求不及预期、市场竞争加剧、海外市场开拓不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	15,968	19,772	28,487	38,027
增长率 (%)	91.1	23.8	44.1	33.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	158	77	402	619
增长率 (%)	142.2	-51.4	424.2	54.2
每股收益 (元)	0.03	0.01	0.07	0.11
PE	95	195	37	24
PB	6.2	6.1	5.2	4.3

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2025 年 1 月 24 日收盘价)

谨慎推荐

维持评级

当前价格:

2.56 元



分析师 邓永康

执业证书: S0100521100006

邮箱: dengyongkang@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书: S0100522120001

邮箱: zhubiye@mszq.com

分析师 林誉韬

执业证书: S0100524070001

邮箱: linyutao@mszq.com

分析师 王一如

执业证书: S0100523050004

邮箱: wangyiru_yj@mszq.com

相关研究

1. 协鑫集成 (002506.SZ) 首次覆盖报告: 轻装上阵, N 型大尺寸产能优势凸显-2024/09/23

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	15,968	19,772	28,487	38,027
营业成本	14,517	18,350	26,135	34,715
营业税金及附加	43	40	57	76
销售费用	394	494	684	951
管理费用	456	475	684	951
研发费用	146	336	342	399
EBIT	230	408	862	1,191
财务费用	168	196	215	219
资产减值损失	-243	-113	-161	-214
投资收益	143	-10	28	38
营业利润	105	95	523	807
营业外收支	0	5	1	1
利润总额	105	100	524	808
所得税	-51	23	121	186
净利润	157	77	404	622
归属于母公司净利润	158	77	402	619
EBITDA	495	767	1,340	1,728

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	6,336	6,406	7,024	7,708
应收账款及票据	1,747	2,210	3,262	4,459
预付款项	342	440	627	833
存货	1,484	2,149	3,061	4,066
其他流动资产	919	1,411	1,900	2,435
流动资产合计	10,827	12,617	15,874	19,502
长期股权投资	1,644	1,635	1,663	1,701
固定资产	2,505	4,832	5,122	5,473
无形资产	128	128	127	127
非流动资产合计	8,282	8,921	9,231	9,611
资产合计	19,109	21,538	25,106	29,112
短期借款	2,230	2,730	2,930	3,030
应付账款及票据	6,386	7,441	8,950	10,747
其他流动负债	3,171	3,940	5,200	6,593
流动负债合计	11,786	14,110	17,080	20,370
长期借款	170	320	520	620
其他长期负债	4,730	4,644	4,638	4,632
非流动负债合计	4,900	4,963	5,158	5,252
负债合计	16,686	19,074	22,238	25,622
股本	5,850	5,850	5,850	5,850
少数股东权益	-1	-1	1	5
股东权益合计	2,423	2,464	2,868	3,490
负债和股东权益合计	19,109	21,538	25,106	29,112

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	91.15	23.83	44.08	33.49
EBIT 增长率	511.22	77.20	111.46	38.12
净利润增长率	142.24	-51.42	424.21	54.17
盈利能力 (%)				
毛利率	9.09	7.19	8.26	8.71
净利润率	0.99	0.39	1.41	1.63
总资产收益率 ROA	0.83	0.36	1.60	2.13
净资产收益率 ROE	6.51	3.11	14.01	17.77
偿债能力				
流动比率	0.92	0.89	0.93	0.96
速动比率	0.75	0.69	0.70	0.70
现金比率	0.54	0.45	0.41	0.38
资产负债率 (%)	87.32	88.56	88.58	88.01
经营效率				
应收账款周转天数	38.06	40.00	40.00	40.00
存货周转天数	37.31	45.00	45.00	45.00
总资产周转率	1.09	0.97	1.22	1.40
每股指标 (元)				
每股收益	0.03	0.01	0.07	0.11
每股净资产	0.41	0.42	0.49	0.60
每股经营现金流	0.05	0.08	0.20	0.26
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	95	195	37	24
PB	6.2	6.1	5.2	4.3
EV/EBITDA	30.07	19.39	11.10	8.61
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	157	77	404	622
折旧和摊销	265	360	478	537
营运资金变动	-505	-282	-125	-92
经营活动现金流	301	489	1,145	1,540
资本开支	-932	-718	-694	-804
投资	-87	0	0	0
投资活动现金流	-1,021	-962	-694	-804
股权募资	0	0	0	0
债务募资	292	911	400	200
筹资活动现金流	1,354	542	167	-51
现金净流量	612	70	618	685

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室；518048