2025 年 04 月 29 日

爱旭股份（600732.SH）

买入（维持评级）

公司点评

证券研究报告

Q1 业绩超预期，BC 产品有望助力公司盈利逐季修复

新能源与电力设备组

分析师：姚遥（执业 S1130512080001）

yaoy@gjzq.com.cn

市价（人民币）：9.90 元

相关报告：

1.《爱旭股份公司深度研究：BC 破晓时分，龙头领航新程》，2025.2.24

业绩简评

2025 年 4 月 29 日，公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。2024 全年公司实现营业收入 111.55 亿元，同比-58.94%；实现归母净利润-53.19 亿元，同比转亏；2025 年一季度实现营业收入 41.36 亿元，同比+64.53%，实现归母净利润-3.00 亿元，相较 24Q4 归母净利润-24.88 亿元，环比大幅改善，业绩超预期。

经营分析

ABC 组件出货量持续增长，报表端显现积极信号：2024 年公司 N 型 ABC 组件成为主要核心业务，实现收入 49.6 亿元，占比 44.5%、同比+42.3PCT；24Q1-25Q1 ABC 组件销量分别约为 0.8/0.9/1.5/3.2/4.5GW、逐季提升，25Q1 新增订单超 5GW，全年销量持续增长态势明朗。25Q1 公司实现毛利率 0.53%，环比转正；25Q1 公司资产减值损失 7549 万元，同比下降 82.97%，随着产业链价格趋稳、公司存货结构向 ABC 组件转变，存货跌价影响逐步消减，盈利有望逐季修复。25Q1 公司经营性现金流为 7.2 亿元，同比+130%，凭借在 XBC 技术上的先发优势，公司有望率先走出行业周期底部。

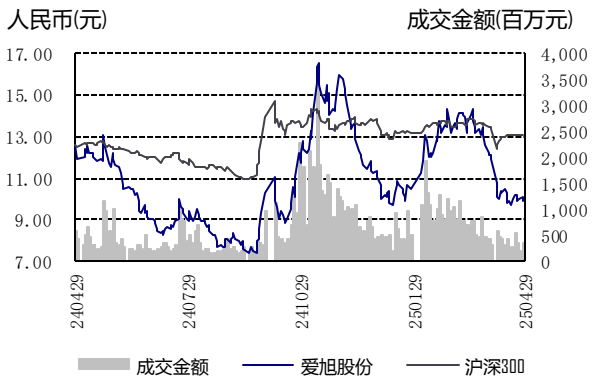
BC 产业链生态逐渐完善，股权激励彰显公司经营信心：公司积极与上下游科研院所、设备及材料供应商、产业链制造企业、下游渠道及客户等开展基于 N 型 BC 生态圈的深度合作，与高景太阳能签订战略合作协议，在硅片、电池、组件三大领域协同合同；与国内户用光伏龙头企业创维光伏达成技术咨询服务合作，提升 ABC 组件在国内高价值户用场景的市场份额；先后入围并交付多个国内集中式电站光伏组件项目，以第一中标人中标大唐集团 1GW BC 光伏组件标段，并在中石油、南水北调中线新能源公司等业主方组件集采中成功中标 BC 标段，打破 BC 技术应用场景局限。此外，根据公司 2025 年股权激励计划，2025-2027 年营业收入增长率考核目标分别为不低于 50%/80%/100%（以 2024 年为基数），对应营收分别为 167/201/223 亿元，充分展现公司经营发展信心。

盈利预测、估值与评级

根据公司 ABC 组件业务进度，调整公司 2025-2026 年盈利预测至 2.19/8.39 亿元，新增 2027 年盈利预测为 13.68 亿元，对应 EPS 为 0.12、0.46、0.75 元，当前股价对应 PE 分别为 83/22/13 倍，维持“买入”评级。

风险提示

产业链价格波动风险；技术推进不及预期；行业竞争加剧风险；毛利率不及预期。



公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	27,170	11,155	22,549	24,881	29,070
营业收入增长率	-22.54%	-58.94%	102.14%	10.34%	16.84%
归母净利润(百万元)	757	-5,319	219	839	1,368
归母净利润增长率	-67.50%	-802.92%	N/A	283.77%	63.07%
摊薄每股收益(元)	0.414	-2.911	0.120	0.459	0.749
每股经营性现金流净额	0.87	-2.47	2.43	1.94	2.33
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.72%	-149.66%	5.11%	16.39%	21.55%
P/E	42.62	-3.79	82.76	21.57	13.22
P/B	3.72	5.67	4.23	3.54	2.85

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	**35,075**	**27,170**	**11,155**	**22,549**	**24,881**	**29,070**
增长率		-22.5%	-58.9%	102.1%	10.3%	16.8%
主营业务成本	-30,260	-22,690	-12,264	-20,495	-21,447	-24,584
%销售收入	86.3%	83.5%	109.9%	90.9%	86.2%	84.6%
毛利	4,815	4,480	-1,109	2,054	3,434	4,486
%销售收入	13.7%	16.5%	n.a	9.1%	13.8%	15.4%
营业税金及附加	-52	-112	-63	-56	-50	-44
%销售收入	0.1%	0.4%	0.6%	0.3%	0.2%	0.2%
销售费用	-56	-255	-470	-406	-448	-523
%销售收入	0.2%	0.9%	4.2%	1.8%	1.8%	1.8%
管理费用	-517	-1,016	-959	-902	-995	-1,163
%销售收入	1.5%	3.7%	8.6%	4.0%	4.0%	4.0%
研发费用	-1,378	-1,224	-694	-564	-622	-727
%销售收入	3.9%	4.5%	6.2%	2.5%	2.5%	2.5%
息税前利润（EBIT）	2,812	1,872	-3,295	126	1,319	2,030
%销售收入	8.0%	6.9%	n.a	0.6%	5.3%	7.0%
财务费用	-255	-283	-563	-335	-326	-343
%销售收入	0.7%	1.0%	5.0%	1.5%	1.3%	1.2%
资产减值损失	-288	-1,419	-2,997	-510	-419	-345
公允价值变动收益	105	119	-209	-1	-1	-1
投资收益	-39	-59	-58	-60	-60	-60
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
营业利润	2,488	711	-6,097	221	914	1,482
营业利润率	7.1%	2.6%	n.a	1.0%	3.7%	5.1%
营业外收支	-15	-11	-344	-30	-35	-40
税前利润	2,473	699	-6,441	191	879	1,442
利润率	7.0%	2.6%	n.a	0.8%	3.5%	5.0%
所得税	-144	57	1,047	15	-53	-87
所得税率	5.8%	-8.2%	n.a	-8.0%	6.0%	6.0%
净利润	2,329	757	-5,394	206	826	1,355
少数股东损益	0	0	-74	-13	-13	-13
归属于母公司的净利润	**2,328**	**757**	**-5,319**	**219**	**839**	**1,368**
净利率	6.6%	2.8%	n.a	1.0%	3.4%	4.7%

现金流量表（人民币百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	2,329	757	-5,394	206	826	1,355
少数股东损益	0	0	-74	-13	-13	-13
非现金支出	1,322	2,797	4,820	2,137	2,195	2,146
非经营收益	167	-236	-216	2,323	475	512
营运资金变动	1,412	-1,731	-3,730	-221	45	248
经营活动现金净流	**5,229**	**1,586**	**-4,520**	**4,445**	**3,542**	**4,261**
资本开支	-3,975	-6,300	-1,927	-2,207	-3,688	-3,193
投资	-732	-558	-41	-1	-1	-1
其他	109	19	8	-60	-60	-60
投资活动现金净流	**-4,597**	**-6,839**	**-1,960**	**-2,267**	**-3,749**	**-3,254**
股权募资	1,669	108	1,720	506	0	0
债权募资	514	5,490	4,320	-1,108	1,836	239
其他	-591	-1,549	-578	-372	-380	-548
筹资活动现金净流	**1,592**	**4,049**	**5,462**	**-973**	**1,456**	**-309**
现金净流量	**2,245**	**-1,209**	**-1,064**	**1,204**	**1,250**	**698**

资产负债表（人民币百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,650	4,617	1,914	3,117	4,368	5,065
应收款项	1,377	1,170	1,279	1,450	1,581	1,699
存货	1,527	3,135	2,550	2,273	2,115	2,021
其他流动资产	1,684	1,286	1,755	1,719	2,011	2,276
流动资产	10,238	10,208	7,498	8,558	10,075	11,060
%总资产	41.5%	30.0%	21.7%	25.1%	27.0%	28.1%
长期投资	765	919	695	695	695	695
固定资产	11,923	19,648	22,846	23,639	25,184	26,207
%总资产	48.3%	57.8%	66.2%	69.4%	67.6%	66.5%
无形资产	619	989	1,024	1,157	1,289	1,419
非流动资产	14,452	23,789	27,025	25,498	27,180	28,336
%总资产	58.5%	70.0%	78.3%	74.9%	73.0%	71.9%
资产总计	**24,690**	**33,996**	**34,523**	**34,056**	**37,255**	**39,397**
短期借款	2,174	2,095	7,135	5,456	7,293	7,531
应付款项	7,314	12,706	9,269	9,697	10,030	10,455
其他流动负债	1,381	650	1,641	1,145	1,337	1,584
流动负债	10,870	15,452	18,045	16,298	18,660	19,570
长期贷款	2,005	7,545	7,027	7,629	7,629	7,629
其他长期负债	2,756	2,319	4,498	4,463	4,474	4,487
负债	15,631	25,316	29,570	28,390	30,763	31,686
普通股股东权益	9,059	8,680	3,554	4,279	5,118	6,350
其中：股本	1,302	1,828	1,828	1,828	1,828	1,828
未分配利润	3,653	3,699	-1,621	-1,402	-563	668
少数股东权益	0	0	1,399	1,386	1,373	1,361
负债股东权益合计	**24,690**	**33,996**	**34,523**	**34,056**	**37,255**	**39,397**

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	2.043	0.414	-2.911	0.120	0.459	0.749
每股净资产	7.947	4.748	1.945	2.341	2.801	3.474
每股经营现金净流	4.587	0.868	-2.473	2.432	1.938	2.331
每股股利	0.550	0.000	0.000	0.000	0.000	0.075
回报率						
净资产收益率	25.70%	8.72%	-149.66%	5.11%	16.39%	21.55%
总资产收益率	9.43%	2.23%	-15.41%	0.64%	2.25%	3.47%
投入资本收益率	19.39%	10.94%	-14.42%	0.73%	5.79%	8.34%
增长率						
主营业务收入增长率	126.72%	-22.54%	-58.94%	102.14%	10.34%	16.84%
EBIT增长率	N/A	-33.42%	-275.98%	-103.83%	944.85%	53.90%
净利润增长率	-1954.33%	-67.50%	-802.92%	N/A	283.77%	63.07%
总资产增长率	37.93%	37.69%	1.55%	-1.35%	9.39%	5.75%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.2	3.8	19.6	15.0	14.0	12.5
存货周转天数	22.4	37.5	84.6	46.0	45.0	40.0
应付账款周转天数	18.5	45.4	147.5	105.0	103.0	93.0
固定资产周转天数	105.3	196.8	582.1	336.4	308.5	266.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-16.96%	57.87%	247.28%	175.95%	162.57%	130.93%
EBIT利息保障倍数	11.0	6.6	-5.9	0.4	4.1	5.9
资产负债率	63.31%	74.47%	85.65%	83.36%	82.57%	80.43%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	1	4	6	25
增持	0	0	0	1	3
中性	0	1	1	2	3
减持	0	0	0	0	0
评分	**1.00**	**2.00**	**1.40**	**1.56**	**1.29**

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

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。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究