

组件业务稳步发展，海外销售占比提升

2025 年 05 月 03 日

事件：2025 年 4 月 28 日，公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。2024 年公司实现营业收入 162.40 亿元，同比+1.70%；实现归母净利润 0.68 亿元，同比-56.70%；实现扣非净利润为-0.02 亿元，同比-102.80%。

25Q1 公司实现营业收入 31.55 亿元，同比+7.06%，环比-25.75%；实现归母净利润为-1.98 亿元，同比-911.39%；实现扣非净利润为-2.08 亿元，同比-1439.58%。25Q1 公司业绩承压主要系光伏行业竞争加剧，光伏产品价格下降。

➤ **组件业务稳步发展，24 年出货和市占率显著提升。**2024 年公司光伏组件出货量同比大幅增长，市场占有率显著提升，行业出货量排名全球前八；实现营业收入 135.17 亿元，同比-6.60%，主要受光伏产品价格同比大幅下跌影响；毛利率为 8.04%，同比-0.90pct。截至 2024 年底，公司已形成芜湖基地 16GW 高效 TOPCon 电池片产能，已形成合肥基地 17.5GW、阜宁基地 12GW 高效组件产能，组件产能以 TOPCon 高效技术为主，同时储备高效 BC 组件技术，在产品效率及非硅成本控制方面达到行业头部水平。

➤ **海外销售大幅增长。**2024 年，公司实现海外销售收入 28.45 亿元，同比+188.72%；海外销售占比为 17.5%，同比+11.35pct；海外销售毛利率为 11.77%，高于国内销售毛利率 3.46pct。公司全球营销战略部署清晰，针对国内海外不同市场特性，制定销售策略，海外市场重点推进新兴市场开拓，加速建设海外销售布局，新增迪拜、印尼等海外子公司，在欧洲、拉美、中东等地区的销售及职能体系进一步完善，BNEF Tier 1 排名持续在榜，PV Tech Bankability（组件可融资性）评级进一步提升。展望 25 年，公司海外销售有望保持良好发展态势。

➤ **系统集成业务稳中有进。**2024 年公司系统集成包实现收入 23.23 亿元，同比+90.44%；在营业收入中占比为 14.30%，同比+6.66pct；毛利率为 9.91%，同比+1.81pct。2024 年，受光伏产业链供需失衡及组件价格持续下行影响，终端项目装机增速放缓，全资子公司绿能科技积极应对行业变化，通过战略调整和业务创新，实现了经营业绩的稳步提升。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 219.97、287.56、358.48 亿元，对应增速分别为 35.5%、30.7%、24.7%；归母净利润分别为 1.20、4.14、6.00 亿元，对应增速分别为 75.4%、245.7%、45.0%，以 4 月 30 日收盘价为基准，对应 2025-2027 年 PE 为 103X、30X、21X，公司组件业务稳步发展，海外销售有望继续增长，维持“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期，市场竞争加剧等。

谨慎推荐
维持评级
当前价格：
2.11 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 王一如

执业证书：S0100523050004

邮箱：wangyiru_yj@mszq.com

分析师 林誉韬

执业证书：S0100524070001

邮箱：linyutao@mszq.com

相关研究

1. 协鑫集成 (002506.SZ) 2024 年业绩预告点评：业绩短期承压，运营能力持续提升-2025/01/26
2. 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

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	16,240	21,997	28,756	35,848
增长率 (%)	1.7	35.5	30.7	24.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	68	120	414	600
增长率 (%)	-56.7	75.4	245.7	45.0
每股收益 (元)	0.01	0.02	0.07	0.10
PE	181	103	30	21
PB	5.2	5.1	4.3	3.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 30 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	16,240	21,997	28,756	35,848
营业成本	14,792	20,311	26,378	32,754
营业税金及附加	56	57	75	93
销售费用	568	594	748	932
管理费用	532	594	748	932
研发费用	210	286	374	466
EBIT	337	377	759	992
财务费用	242	239	241	236
资产减值损失	-30	-15	-16	-20
投资收益	-13	22	29	36
营业利润	89	151	540	783
营业外收支	3	5	1	1
利润总额	92	156	541	784
所得税	24	36	124	180
净利润	68	120	416	603
归属于母公司净利润	68	120	414	600
EBITDA	874	958	1,401	1,704

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,136	6,419	7,217	8,207
应收账款及票据	3,077	3,628	3,675	3,918
预付款项	206	487	633	786
存货	1,293	2,489	3,236	4,018
其他流动资产	667	1,554	1,933	2,331
流动资产合计	10,379	14,578	16,694	19,260
长期股权投资	1,563	1,585	1,614	1,650
固定资产	4,456	4,573	4,831	5,081
无形资产	144	144	143	142
非流动资产合计	8,823	9,007	9,275	9,541
资产合计	19,203	23,585	25,970	28,801
短期借款	2,949	3,699	3,899	3,999
应付账款及票据	5,973	8,236	9,033	10,140
其他流动负债	3,141	4,374	5,352	6,383
流动负债合计	12,063	16,309	18,285	20,523
长期借款	70	75	80	85
其他长期负债	4,686	4,767	4,754	4,741
非流动负债合计	4,756	4,842	4,834	4,826
负债合计	16,820	21,151	23,120	25,348
股本	5,850	5,850	5,850	5,850
少数股东权益	0	1	3	6
股东权益合计	2,383	2,434	2,850	3,453
负债和股东权益合计	19,203	23,585	25,970	28,801

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	1.70	35.45	30.72	24.67
EBIT 增长率	46.51	11.76	101.44	30.74
净利润增长率	-56.70	75.41	245.69	44.98
盈利能力 (%)				
毛利率	8.92	7.67	8.27	8.63
净利润率	0.42	0.54	1.44	1.67
总资产收益率 ROA	0.36	0.51	1.59	2.08
净资产收益率 ROE	2.87	4.92	14.54	17.41
偿债能力				
流动比率	0.86	0.89	0.91	0.94
速动比率	0.71	0.69	0.68	0.69
现金比率	0.43	0.39	0.39	0.40
资产负债率 (%)	87.59	89.68	89.03	88.01
经营效率				
应收账款周转天数	62.44	60.00	45.00	37.00
存货周转天数	31.91	45.00	45.00	45.00
总资产周转率	0.85	1.03	1.16	1.31
每股指标 (元)				
每股收益	0.01	0.02	0.07	0.10
每股净资产	0.41	0.42	0.49	0.59
每股经营现金流	0.16	0.26	0.29	0.35
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	181	103	30	21
PB	5.2	5.1	4.3	3.6
EV/EBITDA	14.93	13.62	9.32	7.66
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	68	120	416	603
折旧和摊销	537	581	642	712
营运资金变动	-41	571	335	433
经营活动现金流	952	1,546	1,675	2,032
资本开支	-884	-553	-739	-784
投资	39	0	0	0
投资活动现金流	-845	-602	-739	-784
股权募资	0	0	0	0
债务募资	7	732	205	105
筹资活动现金流	60	339	-138	-258
现金净流量	143	1,283	798	990

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