

公司研究

2025Q1ABC 组件出货量同比增长超 500%，经营活动现金流实现转正

——爱旭股份（600732.SH）2024 年年报&2025 年一季报点评

要点

事件：公司发布 2024 年年报&2025 年一季报，2024 年实现营业收入 111.55 亿元，同比-58.94%，实现归母净利润-53.19 亿元，同比-802.92%；2025Q1 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，环比减亏。

产品价格下跌致盈利承压，计提减值阶段性影响公司业绩。（1）2024 年公司进行电池片技术路线切换阶段性影响电池片出货表现，电池片销量 25.47GW（根据 Infolink 统计位居全球第五），同比减少 33.34%；叠加电池价格持续下跌影响，公司电池片业务收入同比减少 79.50%至 53.49 亿元，毛利率同比减少 28.47 个 pct 至-11.71%。（2）公司持续投入推行 N 型 ABC 组件业务的快速增长，2024 年公司 ABC 组件销量同比大幅提升 1194.58%至 6.33GW，毛利率同比减少 3.53 个 pct 至-9.20%。（3）在产品价格大幅下降叠加产品技术更迭背景下，公司基于审慎原则在 2024 年计提各项减值准备合计 29.97 亿元（其中存货跌价准备 25.74 亿元）。

N 型 ABC 组件转换效率持续提升，集中式电站市场实现突破。（1）公司持续提升 N 型 ABC 组件的转换效率，第二代产品量产转换效率已达 24.6%，且第三代满屏 ABC 组件效率可达 25%以上，已于 2025 年开始批量出货；此外公司也在积极开展钙钛矿等材料与晶硅 BC 结构的三端叠层技术研究。（2）ABC 产品的性能优势也打开了集中式地面电站的市场空间，2024 年公司在国外的日本、德国、波黑等地陆续落地较大规模的集中式电站项目，在国内先后成功入围并交付多个国内集中式电站光伏组件项目，2025 年初以第一中标人身份成功中标大唐集团 1GW BC 光伏组件标段，在国内外集中式电站市场均实现突破。

2025Q1ABC 销量&订单维持高景气，经营活动现金流已实现转正。2025Q1 公司 N 型 ABC 组件销量同比增长超 500%至 4.54GW，环比增长超过 40%，新增销售订单超 5GW，毛利率环比提升 13.46 个 pct 至 0.53%。在 ABC 销量提升和毛利率改善的基础上，2025Q1 公司经营活动产生的现金流量净额超 7 亿元，自 2023Q3 起首个季度实现经营活动现金流净额转正。

维持“增持”评级：受产业链价格大幅下降影响公司盈利阶段性承压，我们下调盈利预测，预计公司 25-27 年归母净利润分别为 2.47/7.59/12.28 亿元（下调 74%/下调 53%/新增）。公司产能切换至 TOPCon 后仍有望凭借成本和技术优势保持行业领先地位，ABC 电池技术的提前布局也将保障公司在产业链降价背景下获取超额收益，**维持“增持”评级。**

风险提示：光伏全球装机、公司产能扩张和产品销售不及预期，光伏产业链价格战剧烈程度、技术迭代速度超预期、专业化公司技术优势逐步减弱。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	27,170	11,155	20,776	23,838	26,416
营业收入增长率	-22.54%	-58.94%	86.25%	14.74%	10.81%
归母净利润（百万元）	757	-5,319	247	759	1,228
归母净利润增长率	-67.50%	-802.92%	-	207.74%	61.85%
EPS（元）	0.41	-2.91	0.13	0.42	0.67
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.72%	-149.66%	6.49%	16.64%	21.22%
P/E	25	-	78	25	16
P/B	2.2	5.4	5.1	4.2	3.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-30

增持（维持）

当前价：10.51 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452071

yinzs@ebcn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haopian@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)	18.28
总市值(亿元):	192.08
一年最低/最高(元):	7.36/17.18
近 3 月换手率:	175.41%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-10.41	-5.93	-15.35
绝对	-13.43	-6.58	-12.27

资料来源：Wind

相关研报

N 型 ABC 组件销售量达 1.62GW，行业竞争加剧致盈利阶段性承压——爱旭股份（600732.SH）2024 年中报点评（2024-09-04）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	27,170	11,155	20,776	23,838	26,416
营业成本	22,690	12,264	18,978	21,293	23,219
折旧和摊销	1,324	1,794	2,159	2,268	2,376
税金及附加	112	63	117	134	148
销售费用	255	470	623	715	792
管理费用	1,016	959	831	834	792
研发费用	1,224	694	416	358	264
财务费用	283	563	397	394	362
投资收益	-59	-58	-50	-50	-50
营业利润	711	-6,097	294	906	1,466
利润总额	699	-6,441	294	906	1,466
所得税	-57	-1,047	48	147	238
净利润	757	-5,394	247	759	1,228
少数股东损益	0	-74	0	0	0
归属母公司净利润	757	-5,319	247	759	1,228
EPS(元)	0.41	-2.91	0.13	0.42	0.67

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,586	-4,520	2,279	2,972	3,239
净利润	757	-5,319	247	759	1,228
折旧摊销	1,324	1,794	2,159	2,268	2,376
净营运资金增加	-4,760	-32	2,017	958	1,164
其他	4,266	-962	-2,143	-1,012	-1,530
投资活动产生现金流	-6,839	-1,960	-1,083	-1,070	-1,070
净资本支出	-6,300	-1,927	-1,020	-1,020	-1,020
长期投资变化	3	3	0	0	0
其他资产变化	-542	-36	-63	-50	-50
融资活动现金流	4,049	5,462	6	-1,443	-1,782
股本变化	526	0	0	0	0
债务净变化	5,461	4,522	403	-1,049	-1,420
无息负债变化	4,224	-268	-524	-551	-356
净现金流	-1,209	-1,064	1,203	459	387

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	16.5%	-9.9%	8.7%	10.7%	12.1%
EBITDA 率	18.8%	22.9%	15.0%	16.1%	16.9%
EBIT 率	13.9%	6.7%	4.6%	6.5%	7.9%
税前净利润率	2.6%	-57.7%	1.4%	3.8%	5.6%
归母净利润率	2.8%	-47.7%	1.2%	3.2%	4.6%
ROA	2.2%	-15.6%	0.7%	2.2%	3.7%
ROE (摊薄)	8.7%	-149.7%	6.5%	16.6%	21.2%
经营性 ROIC	24.2%	3.5%	4.2%	7.0%	9.4%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	74%	86%	85%	82%	78%
流动比率	0.66	0.42	0.50	0.60	0.76
速动比率	0.46	0.27	0.37	0.45	0.57
归母权益/有息债务	0.90	0.25	0.26	0.34	0.48
有形资产/有息债务	3.36	2.23	2.18	2.29	2.51

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	33,996	34,523	34,649	33,807	33,259
货币资金	4,617	1,914	3,116	3,576	3,962
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	360	838	1,018	925	1,014
应收票据	290	247	208	238	264
其他应收款 (合计)	40	32	21	24	26
存货	3,135	2,550	2,318	2,255	2,502
其他流动资产	1,006	1,453	1,453	1,453	1,453
流动资产合计	10,208	7,498	8,762	9,169	9,978
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	3	3	3	3	3
固定资产	14,653	17,791	16,825	15,742	14,542
在建工程	4,995	5,055	4,897	4,747	4,605
无形资产	978	1,013	999	986	973
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1,562	575	575	575	575
非流动资产合计	23,789	27,025	25,886	24,638	23,281
总负债	25,316	29,570	29,449	27,848	26,073
短期借款	855	3,643	3,547	1,998	78
应付账款	4,305	5,609	5,693	5,749	5,573
应付票据	8,313	3,565	2,847	2,129	1,858
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	40	158	158	158	158
流动负债合计	15,452	18,045	17,437	15,336	13,061
长期借款	7,545	7,027	7,527	8,027	8,527
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,635	2,989	2,989	2,989	2,989
非流动负债合计	9,865	11,525	12,012	12,512	13,012
股东权益	8,680	4,953	5,200	5,958	7,186
股本	1,828	1,828	1,828	1,828	1,828
公积金	3,644	3,858	3,883	3,959	4,082
未分配利润	3,699	-1,621	-1,399	-716	389
归属母公司权益	8,680	3,554	3,801	4,559	5,787
少数股东权益	0	1,399	1,399	1,399	1,399

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.94%	4.22%	3.00%	3.00%	3.00%
管理费用率	3.74%	8.59%	4.00%	3.50%	3.00%
财务费用率	1.04%	5.05%	1.91%	1.65%	1.37%
研发费用率	4.51%	6.22%	2.00%	1.50%	1.00%
所得税率	-8%	16%	16%	16%	16%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.87	-2.47	1.25	1.63	1.77
每股净资产	4.75	1.94	2.08	2.49	3.17
每股销售收入	14.86	6.10	11.37	13.04	14.45

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	25	-	78	25	16
PB	2.2	5.4	5.1	4.2	3.3
EV/EBITDA	5.5	14.1	11.8	9.3	7.6
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP