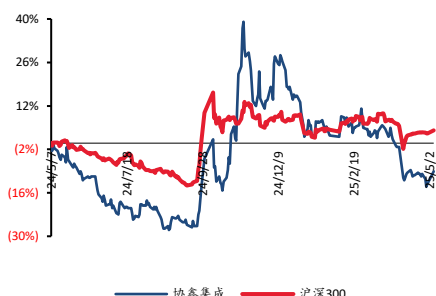


## 协鑫集成 2024 年年报与 2025 年一季报点评：出货稳居前 10，海外业务高增

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 58.5/58.44  
总市值/流通(亿元) 129.29/129.16  
12 个月内最高/最低价 3.6/1.73 (元)

### 相关研究报告

<<协鑫集成事件点评：三季度营收与净利双增长，定增获批助长足发展>>—2024-11-14

<<协鑫集成 2023 年年报与 2024 年一季报点评：一体化布局经营韧性凸显，出货排名重归前 10 >>—2024-05-17

<<布局高效电池，降本提效业绩好转明显—协鑫集成 (002506) 三季报点评>>—2017-10-28

证券分析师：刘强

电话：

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190522080001

证券分析师：钟欣材

电话：

E-MAIL: zhongxc@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190524110004

**事件一：**公司近日发布 2024 年年度报告，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%；其中 Q4 实现营收 42.50 亿元，同比-35.18%，环+9.61%；实现归母净利-0.14 亿元，同比-189.28%，环-135.29%。

**事件二：**公司近日发布 2025 年一季度报告，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-1.98 亿元，同比-911.39%，环比-1354.18%

**出货稳居前 10，全球化品牌助力海外业务高增。**基于协鑫全球化的品牌，公司发挥多年积累的海外渠道基础，实现海外销售规模同比大幅提升；同时公司国内业务保持行业领先，在国内央企大型项目中标规模位居行业第四。2024 年公司实现出货 21.414GW，位于行业 TOP8 地位。

**持续丰富产品矩阵，积极开拓新技术。**公司积极开发新技术，截至 2024 年末，公司研发投入同比增加超 40%。2024 年推出基于 BC 技术的高效组件 GPC2.0。在产品矩阵上，除了 GPC2.0 组件外，公司推出碳链组件，实现从原材料到成品的全链路碳数据溯源，产品碳值较行业基准降低 21.3%；同时推出莲花组件 Pro，发电增益高达 12%。

**投资建议：**公司战略转型效果显著，海外业务实现高增，光伏组件出货市占率稳居前十。随着光伏产业链报价见底，行业盈利有望逐步迎来修复，公司营业收入有望见底，盈利有望回升。我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 176.60 亿元、203.48 亿元、239.16 亿元；归母净利润分别为 1.16 亿元、2.18 亿元、4.20 亿元，对应 EPS 分别为 0.02 元、0.04 元、0.07 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**原材料价格波动风险、下游需求风险、市场竞争加剧风险、政策风险。

### ■ 盈利预测和财务指标

|            | 2024A   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)  | 16,240  | 17,660 | 20,348 | 23,916 |
| 营业收入增长率(%) | 1.70%   | 8.75%  | 15.22% | 17.53% |
| 归母净利(百万元)  | 68      | 116    | 218    | 420    |
| 净利润增长率(%)  | -56.70% | 70.41% | 87.37% | 92.58% |
| 摊薄每股收益(元)  | 0.01    | 0.02   | 0.04   | 0.07   |
| 市盈率(PE)    | 222.50  | 111.10 | 59.29  | 30.79  |

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

#### 资产负债表 (百万)

|          | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金     | 6,336  | 5,136  | 3,014  | 3,932  | 5,051  |
| 应收和预付款项  | 2,089  | 3,283  | 0      | 0      | 0      |
| 存货       | 1,484  | 1,293  | 0      | 0      | 0      |
| 其他流动资产   | 919    | 667    | 260    | 260    | 260    |
| 流动资产合计   | 10,827 | 10,379 | 3,275  | 4,192  | 5,311  |
| 长期股权投资   | 1,644  | 1,563  | 1,563  | 1,563  | 1,563  |
| 投资性房地产   | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 固定资产     | 2,505  | 4,456  | 4,093  | 3,730  | 3,367  |
| 在建工程     | 1,950  | 366    | 366    | 366    | 366    |
| 无形资产开发支出 | 128    | 144    | 123    | 103    | 82     |
| 长期待摊费用   | 67     | 37     | 37     | 37     | 37     |
| 其他非流动资产  | 12,815 | 12,637 | 5,242  | 5,844  | 6,648  |
| 资产总计     | 19,109 | 19,203 | 11,425 | 11,643 | 12,063 |
| 短期借款     | 2,230  | 2,949  | 2,949  | 2,949  | 2,949  |
| 应付和预收款项  | 6,386  | 5,973  | 0      | 0      | 0      |
| 长期借款     | 170    | 70     | 70     | 70     | 70     |
| 其他负债     | 7,901  | 7,827  | 5,967  | 5,967  | 5,967  |
| 负债合计     | 16,686 | 16,820 | 8,987  | 8,987  | 8,987  |
| 股本       | 5,850  | 5,850  | 5,850  | 5,850  | 5,850  |
| 资本公积     | 4,398  | 4,331  | 4,331  | 4,331  | 4,331  |
| 留存收益     | -7,827 | -7,759 | -7,634 | -7,416 | -6,996 |
| 归母公司股东权益 | 2,424  | 2,383  | 2,438  | 2,656  | 3,076  |
| 少数股东权益   | -1     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 股东权益合计   | 2,423  | 2,383  | 2,438  | 2,656  | 3,076  |
| 负债和股东权益  | 19,109 | 19,203 | 11,425 | 11,643 | 12,063 |

#### 现金流量表 (百万)

|        | 2023A  | 2024A | 2025E  | 2026E | 2027E |
|--------|--------|-------|--------|-------|-------|
| 经营性现金流 | 301    | 952   | -1,894 | 1,032 | 1,234 |
| 投资性现金流 | -1,021 | -845  | -19    | 0     | 0     |
| 融资性现金流 | 1,354  | 60    | -217   | -115  | -115  |
| 现金增加额  | 612    | 143   | -2,122 | 917   | 1,119 |

#### 利润表 (百万)

|         | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入    | 15,968 | 16,240 | 17,660 | 20,348 | 23,916 |
| 营业成本    | 14,573 | 14,792 | 16,114 | 18,434 | 21,500 |
| 营业税金及附加 | 43     | 56     | 62     | 71     | 84     |
| 销售费用    | 337    | 568    | 618    | 712    | 837    |
| 管理费用    | 456    | 532    | 583    | 671    | 789    |
| 财务费用    | 168    | 242    | 23     | 61     | 44     |
| 资产减值损失  | -243   | -30    | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益    | 143    | -13    | 0      | 0      | 0      |
| 公允价值变动  | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 营业利润    | 105    | 89     | 137    | 257    | 494    |
| 其他非经营损益 | 0      | 3      | 0      | 0      | 0      |
| 利润总额    | 105    | 92     | 137    | 257    | 494    |
| 所得税     | -51    | 24     | 21     | 38     | 74     |
| 净利润     | 157    | 68     | 116    | 218    | 420    |
| 少数股东损益  | -1     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 归母股东净利润 | 158    | 68     | 116    | 218    | 420    |

#### 预测指标

|               | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E  | 2027E  |
|---------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 毛利率           | 8.73%   | 8.92%   | 8.75%   | 9.41%  | 10.10% |
| 销售净利率         | 0.99%   | 0.42%   | 0.66%   | 1.07%  | 1.76%  |
| 销售收入增长率       | 91.15%  | 1.70%   | 8.75%   | 15.22% | 17.53% |
| EBIT 增长率      | 511.22% | 46.51%  | -52.64% | 98.82% | 69.61% |
| 净利润增长率        | 142.24% | -56.70% | 70.41%  | 87.37% | 92.58% |
| ROE           | 6.51%   | 2.87%   | 4.77%   | 8.21%  | 13.65% |
| ROA           | 1.07%   | 0.36%   | 0.76%   | 1.89%  | 3.54%  |
| ROIC          | 5.18%   | 3.22%   | 1.77%   | 3.42%  | 5.51%  |
| EPS (X)       | 0.03    | 0.01    | 0.02    | 0.04   | 0.07   |
| PE (X)        | 101.48  | 222.50  | 111.10  | 59.29  | 30.79  |
| PB (X)        | 6.61    | 6.55    | 5.30    | 4.87   | 4.20   |
| PS (X)        | 1.00    | 0.96    | 0.73    | 0.64   | 0.54   |
| EV/EBITDA (X) | 28.05   | 18.11   | 17.63   | 13.99  | 10.59  |

资料来源：携宁，太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。