

## 信义山证汇通天下

证券研究报告

太阳能

爱旭股份（600732.SH）

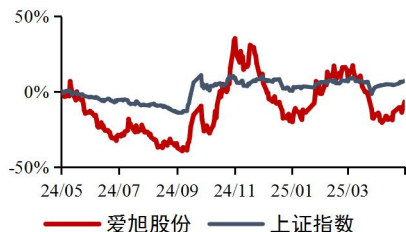
买入-B(维持)

25Q1 经营活动现金流转正，ABC 出货大幅增长

2025 年 5 月 13 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



事件描述

➤ 事件：4 月 30 日，公司披露 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年公司实现营业收入 111.6 亿元，同比下降 58.9%，归母净利润亏损 53.2 亿元。25Q1 公司实现营业收入 41.4 亿元，同比增长 64.5%，归母净利润亏损 3.0 亿元，毛利率 0.53%，环比上升 13.46pct，超市场预期。

事件点评

➤ ABC 组件出货量大幅增长，累计新增订单 15GW 产销两旺。公司 2024 年 N 型 ABC 组件业务在全球超过 50 个国家和地区实现销售，全年实现组件销售收入 49.6 亿元，组件销售量 6.33GW，同比增长 12 倍。2025Q1 公司 ABC 组件销售量达 4.54GW，同比增长超 5 倍，环比增长超 40%。自 2024 年至 2025 年第一季度，在各类框架合作协议之外，公司 N 型 ABC 组件产品累计新增各类销售订单近 15GW，推动公司产销两旺。截止 2024 年底，公司 ABC 电池组件设计产能 14.8GW（全年平均投产产能），年末平均产能利用率 78%。2024 年公司积极推进义乌 15GW 的 ABC 电池及组件项目和山东济南 10GW 的 ABC 电池及组件项目，预计今年底 ABC 产能超 25GW，预计 ABC 出货 20GW。

➤ ABC 组件效率持续领先，价格较 TOPCon 溢价 10-40%。截止 2024 年底，公司已申请有关 ABC 的专利 1011 项（24 年中 587 项），取得授权 340 项（24 年中 223 项），在 N 型 BC 专利技术领域持续领先。截至 2024 年末，ABC 电池量产平均转换效率已达到 27.3%，组件量产效率已达 24.6%（+0.4pct，行业第一），72 版型 ABC 组件输出功率范围 640-655W，相同版型在“满屏”技术加持下可再增加 15W。同等面积下 ABC 组件功率比 TOPCon 组件高出 6%-10%。常规 N 型 ABC 高效组件在国内外较 TOPCon 组件溢价 10%-40%，且满屏组件凭借在效率、外观上的进一步升级，较常规 ABC 组件有更多溢价。

➤ 经营活动现金流转正，库存开始下行。2025Q1 公司经营活动现金净流入 7.2 亿元，是公司连续四个季度净流出后的首次转正。25Q1 公司存货 20.0 亿元，环比 24Q4 下降 5.5 亿元，存货周转天数 51 天较 2024 年下降约 34 天。应付账款周转天数 126 天较 2024 年下降约 20 天。25Q1 公司货币资金 28.2 亿元，环比 24Q4 增加 9.1 亿元。整体来看，公司已经基本完成第一轮 ABC

市场数据：2025 年 5 月 12 日

收盘价（元）：	11.36
年内最高/最低（元）：	17.18/7.36
流通 A 股/总股本（亿）：	15.98/18.28
流通 A 股市值（亿）：	181.58
总市值（亿）：	207.62

基础数据：2025 年 3 月 31 日

基本每股收益（元）：	-0.16
摊薄每股收益（元）：	-0.16
每股净资产（元）：	2.66
净资产收益率（%）：	-6.44

资料来源：最闻

分析师：

肖索

执业登记编码：S0760522030006

邮箱：xiaosuo@sxzq.com

贾惠淋

执业登记编码：S0760523070001

邮箱：jiahuilin@sxzq.com

请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1



电池组件产能的投放，随盈利能力更强的 ABC 组件销售量的持续增加，公司现金流已经开始好转，资产负债表有开始修复的迹象，预计公司将率先行业走出周期低谷。

### 投资建议

➤ 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 5.5 亿元、20.1 亿元、36.8 亿元，相当于 2025 年 37.6 倍的动态市盈率。考虑公司 ABC 电池组件业务壁垒较高，创新性较强，后续成长空间较大，维持“买入-B”的投资评级。

### 风险提示

➤ 海外政策风险；产品价格大幅下跌的风险；ABC 出货量不及预期等风险。

### 财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	27,170	11,155	19,918	25,766	35,217
YoY(%)	-22.5	-58.9	78.6	29.4	36.7
净利润(百万元)	757	-5,319	552	2,011	3,680
YoY(%)	-67.5	-802.9	110.4	264.1	83.0
毛利率(%)	16.5	-9.9	13.3	21.5	22.2
EPS(摊薄/元)	0.41	-2.91	0.30	1.10	2.01
ROE(%)	8.7	-108.9	10.1	28.3	35.4
P/E(倍)	27.4	-3.9	37.6	10.3	5.6
P/B(倍)	2.4	5.8	5.1	3.6	2.3
净利率(%)	2.8	-47.7	2.8	7.8	10.4

资料来源：最闻，山西证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	10208	7498	8590	11260	13049
现金	4617	1914	1992	2061	1761
应收票据及应收账款	649	1085	508	2069	1844
预付账款	709	405	1587	1276	2637
存货	3135	2550	3208	4285	4851
其他流动资产	1097	1544	1295	1569	1956
<b>非流动资产</b>	23789	27025	30965	29777	29522
长期投资	3	3	3	3	4
固定资产	14653	17791	18873	19436	19568
无形资产	978	1013	1137	1279	1424
其他非流动资产	8154	8217	10951	9059	8525
<b>资产总计</b>	33996	34523	39554	41037	42571
<b>流动负债</b>	15452	18045	20726	22736	23174
短期借款	855	3643	6933	9232	5047
应付票据及应付账款	12618	9174	10018	9249	13591
其他流动负债	1978	5228	3774	4255	4536
<b>非流动负债</b>	9865	11525	13319	11114	8909
长期借款	7545	7027	8822	6616	4411
其他非流动负债	2319	4498	4498	4498	4498
<b>负债合计</b>	25316	29570	34045	33850	32083
少数股东权益	-0	1399	1403	1424	1456
股本	1828	1828	1828	1828	1828
资本公积	3521	3735	3735	3735	3735
留存收益	3822	-1497	-1025	712	4149
归属母公司股东权益	8680	3554	4107	5764	9033
<b>负债和股东权益</b>	33996	34523	39554	41037	42571

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	1586	-4520	2067	1361	8581
净利润	757	-5394	556	2032	3712
折旧摊销	1331	1800	1569	1771	1950
财务费用	283	563	381	485	389
投资损失	59	58	-1	1	29
营运资金变动	921	-2570	-337	-2889	2534
其他经营现金流	-1764	1023	-102	-39	-33
<b>投资活动现金流</b>	-6839	-1960	-5406	-546	-1691
<b>筹资活动现金流</b>	4049	5462	-3516	-3044	-3005
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.41	-2.91	0.30	1.10	2.01
每股经营现金流(最新摊薄)	0.87	-2.47	1.13	0.74	4.70
每股净资产(最新摊薄)	4.75	1.94	2.25	3.15	4.94

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	27170	11155	19918	25766	35217
营业成本	22690	12264	17273	20230	27408
营业税金及附加	112	63	60	26	35
营业费用	255	470	418	515	704
管理费用	1016	959	837	1031	1057
研发费用	1224	694	617	1031	1233
财务费用	283	563	381	485	389
资产减值损失	-1419	-2997	-1000	-500	-400
公允价值变动收益	119	-209	102	39	33
投资净收益	-59	-58	1	-1	-29
<b>营业利润</b>	711	-6097	686	2417	4394
营业外收入	6	7	3	3	2
营业外支出	17	351	30	29	30
<b>利润总额</b>	699	-6441	658	2391	4367
所得税	-57	-1047	102	359	655
<b>税后利润</b>	757	-5394	556	2032	3712
少数股东损益	-0	-74	4	21	32
<b>归属母公司净利润</b>	757	-5319	552	2011	3680
EBITDA	2364	-4157	2608	4647	6706

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-22.5	-58.9	78.6	29.4	36.7
营业利润(%)	-71.4	-957.9	111.2	252.4	81.8
归属于母公司净利润(%)	-67.5	-802.9	110.4	264.1	83.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	16.5	-9.9	13.3	21.5	22.2
净利率(%)	2.8	-47.7	2.8	7.8	10.4
ROE(%)	8.7	-108.9	10.1	28.3	35.4
ROIC(%)	5.5	-22.5	3.3	8.6	16.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	74.5	85.7	86.1	82.5	75.4
流动比率	0.7	0.4	0.4	0.5	0.6
速动比率	0.3	0.2	0.1	0.2	0.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	0.3	0.5	0.6	0.8
应收账款周转率	29.8	12.9	25.0	20.0	18.0
应付账款周转率	2.3	1.1	1.8	2.1	2.4
<b>估值比率</b>					
P/E	27.4	-3.9	37.6	10.3	5.6
P/B	2.4	5.8	5.1	3.6	2.3
EV/EBITDA	11.8	-9.3	16.3	9.2	5.5

资料来源：最闻、山西证券研究所

**分析师承诺：**

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

**投资评级的说明：**

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

**评级体系：****——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

**——行业评级**

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

**——风险评级**

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

**免责声明：**

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

**山西证券研究所：****上海**

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

**太原**

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

**深圳**

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

**北京**

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

