

信义山证汇通天下

证券研究报告

太阳能

爱旭股份 (600732.SH)

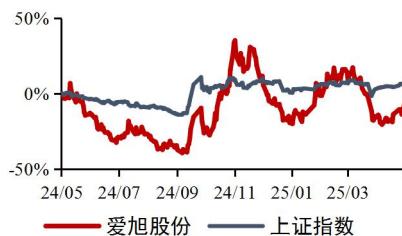
买入-B(维持)

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



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: jiahulin@sxzq.com

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为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



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明



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)						利润表(百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	10208	7498	8590	11260	13049	营业收入	27170	11155	19918	25766	35217
现金	4617	1914	1992	2061	1761	营业成本	22690	12264	17273	20230	27408
应收票据及应收账款	649	1085	508	2069	1844	营业税金及附加	112	63	60	26	35
预付账款	709	405	1587	1276	2637	营业费用	255	470	418	515	704
存货	3135	2550	3208	4285	4851	管理费用	1016	959	837	1031	1057
其他流动资产	1097	1544	1295	1569	1956	研发费用	1224	694	617	1031	1233
非流动资产	23789	27025	30965	29777	29522	财务费用	283	563	381	485	389
长期投资	3	3	3	3	4	资产减值损失	-1419	-2997	-1000	-500	-400
固定资产	14653	17791	18873	19436	19568	公允价值变动收益	119	-209	102	39	33
无形资产	978	1013	1137	1279	1424	投资净收益	-59	-58	1	-1	-29
其他非流动资产	8154	8217	10951	9059	8525	营业利润	711	-6097	686	2417	4394
资产总计	33996	34523	39554	41037	42571	营业外收入	6	7	3	3	2
流动负债	15452	18045	20726	22736	23174	营业外支出	17	351	30	29	30
短期借款	855	3643	6933	9232	5047	利润总额	699	-6441	658	2391	4367
应付票据及应付账款	12618	9174	10018	9249	13591	所得税	-57	-1047	102	359	655
其他流动负债	1978	5228	3774	4255	4536	税后利润	757	-5394	556	2032	3712
非流动负债	9865	11525	13319	11114	8909	少数股东损益	-0	-74	4	21	32
长期借款	7545	7027	8822	6616	4411	归属母公司净利润	757	-5319	552	2011	3680
其他非流动负债	2319	4498	4498	4498	4498	EBITDA	2364	-4157	2608	4647	6706
负债合计	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						
负债和股东权益	33996	34523	39554	41037	42571						
现金流量表(百万元)											
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E						
经营活动现金流	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						
投资活动现金流	-6839	-1960	-5406	-546	-1691						
筹资活动现金流	4049	5462	-3516	-3044	-3005						
每股指标(元)											
每股收益(最新摊薄)	0.41	-2.91	0.30	1.10	2.01	P/E					
每股经营现金流(最新摊薄)	0.87	-2.47	1.13	0.74	4.70	P/B					
每股净资产(最新摊薄)	4.75	1.94	2.25	3.15	4.94	EV/EBITDA					
							27.4	-3.9	37.6	10.3	5.6
							2.4	5.8	5.1	3.6	2.3
							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

