

新能源

收盘价 目标价 潜在涨幅
人民币 14.63 人民币 16.50个 +12.8%

2025 年 7 月 9 日

爱旭股份 (600732 CH)

定增获批缓解资金压力，股价大涨后估值吸引力有限，下调至中性

① **定增获批将缓解资金压力**：公司定增 7 月 4 日获得上交所审核通过。公司拟募集资金 35 亿元（人民币，下同），其中 30 亿元用于义乌六期 15GW 高效晶硅太阳能电池项目（总投资额 85.16 亿元），5 亿元用于补充流动资金。公司已建成投产的 ABC 电池产能约 20GW，2025 年底 ABC 组件产能将达 35GW，本次募投项目将使公司补齐 15GW 的电池产能缺口。公司 1Q25 资产负债率为 86.0%，我们测算定增将使其下降 9.6 个百分点，大幅缓解资金压力。若以 7 月 8 日收盘价作为发行价测算，公司将发行 2.4 亿股，占发行前股本 13%。

② **BC 组件溢价明显，2 季度有望大幅减亏**：根据 Infolink，目前 BC 组件在中国内地集中式/分布式市场售价相比 TOPCon 高 16%/19%，在欧洲户用市场售价相比 TOPCon 高 50%，对比成本增加不到 10%，盈利优势明显。我们预计公司 2025 年 2 季度 ABC 组件在溢价更高的海外市场销售占比已超 40%，有望推动 2 季度大幅减亏。

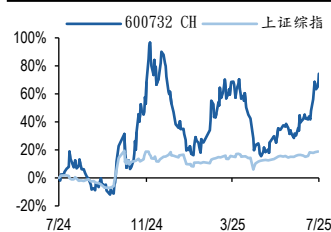
③ **光伏供给侧将迎转机**：7 月 1 日中央财经委员会第六次会议召开，7 月 3 日工信部部长主持召开光伏企业座谈会，强调依法依规、综合治理光伏行业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。我们认为高层连续表态或预示光伏供给侧将迎转机。

④ **股价大涨后估值吸引力有限，下调至中性**：由于供给侧改革预期提升光伏板块估值，我们将估值由 14 倍 2026 年市盈率上调至 18 倍，将目标价上调至 16.50 元（原 12.85 元）。自我们 4 月 30 日 [上调评级](#) 以来，公司股价涨幅达 40%，我们认为目前估值吸引力有限，估值进一步提升有待实质性政策落地，下调至中性。

个股评级

中性↓

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (人民币)	16.49
52周低位 (人民币)	7.39
市值 (百万人民币)	26,519.80
日均成交量 (百万)	78.98
年初至今变化 (%)	32.76
200天平均价 (人民币)	11.78

资料来源: FactSet

文昊, CPA

bob.wen@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3667

郑民康

wallace.cheng@bocomgroup.com
(852) 3766 1810

财务数据一览

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万人民币)	27,170	11,155	22,800	31,461	35,572
同比增长 (%)	-22.5	-58.9	104.4	38.0	13.1
净利润 (百万人民币)	757	(5,319)	(682)	1,673	2,622
每股盈利 (人民币)	0.41	(2.91)	(0.37)	0.92	1.43
同比增长 (%)	-67.6	-803.1	-87.2	-345.2	56.7
前EPS预测值 (人民币)			(0.38)	0.92	1.44
调整幅度 (%)			-0.6	-0.4	-0.4
市盈率 (倍)	35.3	ns	ns	16.0	10.2
每股账面净值 (人民币)	4.75	1.94	1.57	2.40	3.69
市账率 (倍)	3.08	7.52	9.31	6.11	3.97
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.6	1.0

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1：爱旭股份 (600732 CH) 目标价及评级



图表 2：交银国际新能源行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
2380 HK	中国电力	买入	3.10	3.77	21.6%	2025 年 05 月 27 日	运营商
579 HK	京能清洁能源	买入	2.49	3.03	21.7%	2025 年 05 月 02 日	运营商
916 HK	龙源电力	买入	7.35	7.81	6.3%	2025 年 04 月 30 日	运营商
1798 HK	大唐新能源	买入	2.44	2.65	8.6%	2025 年 03 月 31 日	运营商
836 HK	华润电力	买入	19.44	23.06	18.6%	2025 年 03 月 21 日	运营商
300274 CH	阳光电源	买入	73.77	72.50	-1.7%	2025 年 04 月 28 日	光伏制造（逆变器）
688390 CH	固德威	中性	45.40	43.30	-4.6%	2025 年 04 月 29 日	光伏制造（逆变器）
1799 HK	新特能源	买入	6.59	6.28	-4.7%	2025 年 04 月 02 日	光伏制造（多晶硅）
3800 HK	协鑫科技	买入	1.23	1.49	21.1%	2025 年 03 月 31 日	光伏制造（多晶硅）
6865 HK	福莱特玻璃	买入	10.50	11.30	7.6%	2025 年 04 月 30 日	光伏制造（光伏玻璃）
968 HK	信义光能	买入	2.91	4.28	47.1%	2025 年 03 月 03 日	光伏制造（光伏玻璃）
1108 HK	凯盛新能	中性	5.54	3.47	-37.4%	2025 年 04 月 01 日	光伏制造（光伏玻璃）
002865 CH	钧达股份	买入	42.69	50.39	18.0%	2025 年 05 月 06 日	光伏制造（电池片）
600732 CH	爱旭股份	中性	14.63	16.50	12.8%	2025 年 07 月 08 日	光伏制造（电池片）
3868 HK	信义能源	买入	1.42	1.17	-17.6%	2025 年 03 月 03 日	新能源发电运营商

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2025 年 7 月 8 日

2025 年 7 月 9 日

爱旭股份 (600732 CH)

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	27,170	11,155	22,800	31,461	35,572
主营业务成本	(22,693)	(12,264)	(21,606)	(27,213)	(29,865)
毛利	4,477	(1,109)	1,194	4,248	5,707
销售及管理费用	(1,268)	(1,429)	(1,300)	(1,605)	(1,814)
研发费用	(1,224)	(694)	(410)	(535)	(605)
其他经营净收入/费用	372	992	172	124	100
经营利润	2,356	(2,240)	(343)	2,232	3,389
财务成本净额	(283)	(563)	(146)	(196)	(255)
应占联营公司利润及亏损	(59)	(58)	0	0	0
其他非经营净收入/费用	(1,315)	(3,580)	(300)	(100)	(100)
税前利润	699	(6,441)	(790)	1,936	3,034
税费	57	1,047	79	(194)	(303)
非控股权益	0	74	28	(70)	(109)
净利润	757	(5,319)	(682)	1,673	2,622
作每股收益计算的净利润	757	(5,319)	(682)	1,673	2,622

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1,648	584	912	1,258	1,423
有价证券	0	0	0	0	0
应收账款及票据	1,130	1,248	2,052	2,831	3,202
存货	3,135	2,550	3,241	4,082	4,480
其他流动资产	4,294	3,117	3,117	3,117	3,117
总流动资产	10,208	7,498	9,322	11,289	12,221
物业、厂房及设备	14,653	17,791	19,744	21,353	20,704
无形资产	989	1,024	1,075	1,128	1,184
合资企业/联营公司投资	3	3	3	3	3
长期应收收入	13	41	41	41	41
其他长期资产	8,130	8,166	5,611	4,111	3,611
总长期资产	23,789	27,025	26,474	26,636	25,543
总资产	33,996	34,523	35,796	37,925	37,764
短期贷款	855	3,643	3,998	4,925	2,779
应付账款	12,618	9,174	10,803	11,430	11,946
其他短期负债	1,978	5,228	5,228	5,228	5,228
总流动负债	15,452	18,045	20,029	21,582	19,953
长期贷款	7,545	7,027	7,027	6,027	5,027
其他长期负债	2,319	4,498	4,498	4,498	4,498
总长期负债	9,865	11,525	11,525	10,525	9,525
总负债	25,316	29,570	31,553	32,107	29,477
股本	1,828	1,828	1,828	1,828	1,828
储备及其他资本项目	6,852	1,727	1,044	2,550	4,909
股东权益	8,680	3,554	2,872	4,378	6,737
非控股权益	(0)	1,399	1,371	1,440	1,549
总权益	8,680	4,953	4,243	5,818	8,287

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	757	(5,394)	(711)	1,743	2,731
折旧及摊销	1,324	1,794	2,047	2,391	2,649
营运资本变动	530	(3,950)	133	(994)	(251)
其他经营活动现金流	(1,025)	3,030	146	196	255
经营活动现金流	1,586	(4,520)	1,615	3,335	5,383
资本开支	(6,302)	(1,928)	(1,496)	(2,553)	(1,556)
其他投资活动现金流	(537)	(31)	0	0	1
投资活动现金流	(6,839)	(1,960)	(1,496)	(2,553)	(1,555)
负债净变动	5,490	4,320	355	(73)	(3,147)
权益净变动	108	1,720	0	0	0
其他融资活动现金流	(1,549)	(578)	(146)	(363)	(517)
融资活动现金流	4,049	5,462	208	(436)	(3,664)
汇率收益/损失	(5)	(47)	0	0	0
年初现金	2,857	1,648	584	912	1,258
年末现金	1,648	584	912	1,258	1,423

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.414	(2.911)	(0.373)	0.915	1.434
全面摊薄每股收益	0.414	(2.911)	(0.373)	0.915	1.434
每股股息	0.000	0.000	0.000	0.092	0.143
每股账面值	4.748	1.945	1.571	2.395	3.686
利润率分析(%)					
毛利率	16.5	(9.9)	5.2	13.5	16.0
EBITDA利润率	8.5	(36.6)	5.5	13.8	16.0
EBIT利润率	3.6	(52.7)	(3.5)	6.2	8.5
净利率	2.8	(47.7)	(3.0)	5.3	7.4
盈利能力(%)					
ROA	2.6	(15.5)	(1.9)	4.5	6.9
ROE	8.5	(78.0)	(14.8)	33.3	37.2
其他					
净负债权益比(%)	77.8	203.6	238.4	166.6	77.0
流动比率	0.7	0.4	0.5	0.5	0.6
存货周转天数	37.5	84.6	48.9	49.1	52.3
应收账款周转天数	16.5	38.9	26.4	28.3	31.0
应付账款周转天数	159.9	324.3	168.7	149.1	142.8

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2025 年 7 月 9 日

爱旭股份 (600732 CH)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、搜康视云制药有限公司及富卫集团有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。