

信义光能 (00968.HK)

25H1 业绩仍承压，期待供需格局改善

上半年光伏玻璃售价同比大幅下跌，公司业绩仍承压。行业来看，光伏产业链上半年仍面临明显的供需失衡、价格波动及行业整合压力。公司 25H1 实现 109.3 亿人民币收入，同比减少 6.5%。其中光伏玻璃/太阳能发电场业务分别同比-7.3%/+0.7%至 94.7/14.4 亿人民币。上半年公司毛利率同比下降 8.6pct 至 18.3%，其中光伏玻璃/太阳能发电厂毛利率分别同比下降 10.1pct/2pct 至 11.4%/63.5%。光伏玻璃毛利率明显下降主要是由于 1) 售价同比大幅下降；2) 就若干闲置生产设施仍需承担固定成本（包括折旧及维护费用）。太阳能发电场毛利率小幅降低主要是由于 1) 限电措施影响收益；2) 折旧开支增加。公司 25H1 归母净利润同比减少 59%至 7.5 亿人民币，环比扭亏为盈；归母净利率 6.8%，同比下降 8.7pct，环比提升 14.7pct。

上半年光伏玻璃销量增加，但平均售价降低影响收益，后续供给压力或可适当减小。隆众资讯数据显示，2025 年上半年，2.0mm 光伏玻璃价格均价降至 12.92 元/平米，对比 2024 年同比下滑 24%；3.2mm 光伏玻璃价格至 21.06 元/平米，同比下滑 18%。展望下半年，若仍然依靠行业市场竞争进行出清，整个过程或许仍然漫长。面对当前竞争加剧和利润空间压缩，行业协会及主要供应商正积极推动更严格的质量标准和产能纪律，遏制恶性的价格竞争，加速淘汰小规模及落后产能。我们认为，“反内卷”背景下光伏玻璃供给压力或可适当减小。公司作为行业龙头，具有明显的规模效应和成本优势，较二线厂商更易穿越周期。

海外收入占比提升，未来预计提升海外产能以分散关税风险。美国关税政策的变化及不确定性促使部分太阳能组件客户提前下单。2025H1 公司光伏玻璃板块的海外收入占比提升 8pct 至 32%。考虑到复杂的国际贸易形式，公司印尼两条光伏玻璃产线预计将于 26Q1 投产，未来还将探讨海外其他区域产能布局。

完成首期熊猫债券发行，优化融资结构。公司于 2025 年 6 月完成其首期熊猫债券发行，规模 8 亿元，为期 3 年。这为公司开辟了全新的低成本融资渠道，优化了融资结构，也为以人民币计值资产提供了自然货币对冲。

重视股东回报，股息分配率约 46.7%。25H1 公司每股基本盈利为 8.21 分人民币，董事会建议宣派中期股息每股 4.2 港仙。

投资建议：考虑到光伏玻璃行业产能出清仍需时间，我们适当调整预测，预计公司 2025-2027 年收入分别为 205/243/282 亿人民币，同比增速分别为 -6.6%/18.8%/15.9%；归母净利润分别为 14.0/21.1/28.8 亿人民币，同比增长 38.8%/50.7%/36.6%。当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 18.4/12.2/8.9 倍，维持“买入”评级。

风险提示：行业产能过度扩张导致光伏玻璃价格下跌超过预期风险、原材料及燃料成本改善不及预期风险、光伏装机量不达预期风险、光伏电站业务核准并网规模不达预期风险、多晶硅项目进度不达预期风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万人民币)	24,132	21,921	20,468	24,325	28,186
增长率 yoy (%)	31.5	-9.2	-6.6	18.8	15.9
归母净利润(百万人民币)	3,794	1,008	1,399	2,109	2,881
增长率 yoy (%)	11.2	-73.4	38.8	50.7	36.6
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.42	0.11	0.15	0.23	0.32
净资产收益率 (%)	13.1	3.5	4.6	6.5	8.1
P/E (倍)	6.8	25.5	18.4	12.2	8.9
P/B (倍)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7

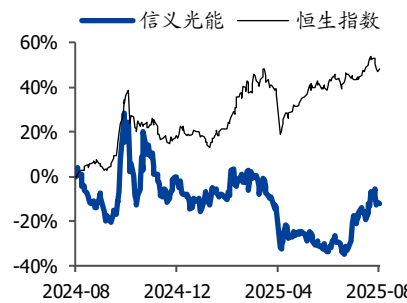
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 8 月 4 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	海外
前次评级	买入
08月04日收盘价(港元)	3.08
总市值(百万港元)	27,961.62
总股本(百万股)	9,078.45
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	147.40

股价走势



作者

分析师	夏君
执业证书编号:	S0680519100004
邮箱:	xiajun@gszq.com
分析师	刘玲
执业证书编号:	S0680524070003
邮箱:	liuling3@gszq.com

相关研究

- 《信义光能 (00968.HK): 业绩触底, 下半年盈利改善》 2023-08-08
- 《信义光能 (00968.HK): 行业竞争加剧, 龙头地位稳固》 2023-03-04

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	17,963	17,563	19,492	24,842	31,145
现金	2,557	822	1,808	5,286	8,019
应收票据及应收账款	10,366	11,588	11,940	12,163	14,093
其他应收款	1,625	1,700	1,587	1,886	2,185
预付账款	0	0	0	0	0
存货	1,901	2,856	2,611	2,994	3,366
其他流动资产	1,513	598	1,547	2,514	3,481
非流动资产	36,803	39,370	38,223	37,101	36,045
长期投资	191	168	145	121	98
固定资产	32,804	35,801	34,623	33,516	32,475
无形资产	85	76	67	58	49
其他非流动资产	3,723	3,325	3,388	3,406	3,424
资产总计	54,766	56,932	57,715	61,943	67,190
流动负债	15,607	15,344	14,297	15,716	17,125
短期借款	6,237	6,143	6,143	6,143	6,143
应付票据及应付账款	3,881	3,479	2,811	3,223	3,624
其他流动负债	5,489	5,722	5,343	6,350	7,357
非流动负债	4,850	7,181	7,148	7,148	7,148
长期借款	3,281	5,497	5,497	5,497	5,497
其他非流动负债	1,569	1,684	1,651	1,651	1,651
负债合计	20,458	22,525	21,445	22,864	24,273
少数股东权益	5,332	5,356	5,822	6,525	7,486
股本	807	739	739	739	739
资本公积	30,280	28,408	29,804	31,909	34,788
留存收益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	28,976	29,052	30,448	32,553	35,432
负债和股东权益	54,766	56,932	57,715	61,943	67,190

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5,247	1,235	3,454	5,872	5,132
净利润	3,794	1,008	1,399	2,109	2,881
折旧摊销	1,654	2,025	2,178	2,107	2,041
财务费用	348	432	459	459	459
投资损失	25	17	13	8	3
营运资金变动	-542	-2,261	-1,036	501	-1,206
其他经营现金流	-32	13	441	687	954
投资活动现金流	-9,425	-3,769	-2,006	-1,932	-1,936
资本支出	-8,962	-4,705	-991	-991	-991
长期投资	5	23	23	23	23
其他投资现金流	-468	913	-1,038	-964	-969
筹资活动现金流	1,987	773	-459	-459	-459
短期借款	2,344	-94	0	0	0
长期借款	-1	2,216	0	0	0
普通股增加	25	27	0	0	0
资本公积增加	2,817	-1,872	1,396	2,106	2,878
其他筹资现金流	-3,197	496	-1,855	-2,565	-3,337
现金净增加额	-2,269	-1,751	986	3,478	2,734

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	24,132	21,921	20,468	24,325	28,186
营业成本	17,707	18,448	16,863	19,340	21,745
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	96	127	92	109	127
管理费用	0	0	0	0	0
研发费用	695	636	592	703	815
财务费用	317	409	447	432	380
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	9	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	25	17	13	8	3
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	5,331	2,327	2,921	4,173	5,499
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	5,049	1,935	2,487	3,749	5,122
所得税	789	526	622	937	1,281
净利润	4,260	1,409	1,865	2,812	3,842
少数股东损益	465	401	466	703	960
归属母公司净利润	3,794	1,008	1,399	2,109	2,881
EBITDA	7,019	4,370	5,112	6,289	7,543
EPS (元/股)	0.42	0.11	0.15	0.23	0.32

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	31.5	-9.2	-6.6	18.8	15.9
营业利润(%)	15.5	-56.4	25.5	42.9	31.8
归属母公司净利润(%)	11.2	-73.4	38.8	50.7	36.6
获利能力					
毛利率(%)	26.6	15.8	17.6	20.5	22.8
净利率(%)	15.7	4.6	6.8	8.7	10.2
ROE(%)	13.1	3.5	4.6	6.5	8.1
ROIC(%)	10.3	3.7	4.6	6.2	7.6
偿债能力					
资产负债率(%)	37.4	39.6	37.2	36.9	36.1
净负债比率(%)	20.3	31.4	27.1	16.3	8.4
流动比率	1.2	1.1	1.4	1.6	1.8
速动比率	0.9	1.0	1.2	1.4	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	2.6	2.0	1.7	2.0	2.1
应付账款周转率	5.8	5.0	5.4	6.4	6.4
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.11	0.15	0.23	0.32
每股经营现金流(最新摊薄)	0.58	0.14	0.38	0.65	0.57
每股净资产(最新摊薄)	3.19	3.20	3.35	3.59	3.90
估值比率					
P/E	6.8	25.5	18.4	12.2	8.9
P/B	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	6.3	8.5	6.9	5.1	3.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 8 月 4 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com