



永臻股份 (603381.SH)

增持 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

边框龙头规模优势渐显，

收购捷诺威切入高成长赛道

投资逻辑

光伏边框龙头，市占率行业领先。公司为光伏边框龙头，2024 年光伏边框出货 34.85 万吨，测算市占率约 12%居行业首位。公司 1Q25 实现营业收入 25.6 亿元、同增 75%，实现归母净利润 0.27 亿元、同降 60%，25H1 预计实现归母净利 0.5-0.6 亿元、同降 66.02%-71.68%，主要因光伏行业盈利承压导致边框加工费下降。

“反内卷”扎实推进驱动光伏景气度修复，边框份额有望向头部集中。近期顶层“反内卷”信号密集释放，光伏行业积极推进，行业持续亏损背景下，市场化出清、协会及企业自律协同，同时辅以相关政府部门、监管机构的政策配合与监督，有望推动光伏产业链困境反转。2024 年起光伏行业经营承压导致边框加工费快速下降，二三线企业经营压力加大，考虑到头部企业在成本、资金、海外产能布局等方面的优势，边框行业份额有望持续向头部集中。

扩建先进产能巩固规模优势，前瞻布局海外稀缺产能推动份额盈利齐增。公司目前具有铝边框产能 69 万吨，规划建设包头年产 100GW 铝边框及 60 万吨熔铸产能，有望凭借区位及电解铝资源优势继续提升份额；公司股权激励计划考核 2025-2027 年出货量不低于 60/80/100 万吨，出货量有望快速增长。近年组件封装产能快速全球化，贸易壁垒加大背景下海外边框产能成为稀缺资源，公司越南基地 18 万吨边框产能爬坡进度已达 50%以上，考虑到当前海外边框实际供给较少，公司越南基地有望充分享受海外加工费溢价，进一步增强公司竞争力，提升市场份额。

收购捷诺威切入高成长赛道，打造第二成长曲线。7 月公司完成浙江捷诺威收购，其行业领先的扁挤压装备技术助力公司布局汽车轻量化、储能液冷、数据中心液冷、5G 等领域，公司有望快速扩产切入热管理液冷等高潜力成长赛道，打造第二增长曲线。

盈利预测、估值和评级

预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 1.23/3.70/5.74 亿元，同比-54%/+201%/+55%，当前股价对应 PE 分别为 41/14/9 倍。公司有望凭借越南稀缺产能放量、成本及性能优势实现边框份额提升，同时收购捷诺威拓宽高潜力市场，考虑公司成长性，给予 26 年 15 倍估值，目标价 23.40 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

国际贸易环境恶化、需求不及预期、行业竞争加剧、新业务拓展不及预期、限售股解禁、资金需求大、存货及应收账款大幅增长。

新能源与电力设备组新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

分析师：张嘉文 (执业 S1130523090006)

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：21.20 元

目标价 (人民币)：23.40 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,391	8,183	13,386	16,856	21,946
营业收入增长率	4.05%	51.80%	63.58%	25.92%	30.20%
归母净利润(百万元)	371	268	123	370	574
归母净利润增长率	50.74%	-27.71%	-54.10%	200.79%	55.04%
摊薄每股收益(元)	2.084	1.130	0.519	1.560	2.419
每股经营性现金流净额	-6.95	-15.84	-1.43	-0.99	-3.30
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.91%	7.15%	3.20%	8.93%	12.46%
P/E	0.00	19.40	40.87	13.59	8.76
P/B	0.00	1.39	1.31	1.21	1.09

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1 国内边框龙头，收入规模持续增长.....	4
1.1 光伏边框龙头，全球产能布局.....	4
1.2 收入规模持续增长，边框行业竞争加剧盈利承压.....	5
2 光伏边框行业：技术路线稳定，份额向头部集中.....	7
2.1 光伏需求有望持续增长，“反内卷”扎实推进驱动景气度修复.....	7
2.2 铝边框仍为主流，需求相对稳定.....	11
2.3 行业承压背景下，边框份额有望向头部集中.....	13
3 稀缺产能+成本+客户优势助力份额提升，海外产能增厚利润.....	15
3.1 出货量快速增长，扩建先进产能助力份额持续提升.....	15
3.2 前瞻布局海外稀缺产能，推动份额及盈利齐升.....	16
3.3 布局再生铝推进降本及低碳，新合金方案提升产品竞争力.....	19
3.4 “大客户战略”绑定组件龙头，行业下行期经营风险可控.....	20
4 收购捷诺威切入高成长赛道，打造第二成长曲线.....	20
5 盈利预测与投资建议.....	22
5.1 盈利预测.....	22
5.2 投资建议及估值.....	23
6 风险提示.....	24

图表目录

图表 1：深耕铝型材十余年，国内外多基地快速发展.....	4
图表 2：公司具有国内及海外五大生产基地.....	4
图表 3：公司主要产品.....	5
图表 4：公司营业收入持续增长.....	5
图表 5：2024 年起公司归母净利润承压.....	5
图表 6：光伏行业盈利承压导致公司盈利能力下降.....	6
图表 7：近年公司销售及管理费用率维持较低水平.....	6
图表 8：边框产品带动公司营业收入增长（亿元）.....	6
图表 9：公司光伏边框产品收入占比较高.....	6
图表 10：光伏边框产品为公司主要毛利来源.....	7
图表 11：公司光伏边框产品毛利率相对稳定.....	7
图表 12：1-6 月国内光伏新增装机快速增长（GW，%）.....	7
图表 13：国内“月度组件实际出货量”显著较“月度装机”平滑，并呈现一定滞后性.....	8



图表 14:	集中大规模发放历史拖欠补贴,对新增装机刺激效果“立竿见影”	8
图表 15:	多个省份陆续发布 136 号文细则	9
图表 16:	国内组件&电池出口规模 (MW, %)	9
图表 17:	预计 2025 年全球光伏新增装机持续增长 (GW, 交流侧)	10
图表 18:	【SW 光伏设备】口径看,光伏行业已持续亏损一年以上	11
图表 19:	边框在光伏组件中起到固定、保护的作用	11
图表 20:	光伏边框在双面 TOPCon 组件成本占比约 14% (使用 2025/8/6 价格测算)	12
图表 21:	市场主要边框方案特点对比	12
图表 22:	全球铝边框需求测算	13
图表 23:	公司产品处于光伏产业链中下游	13
图表 24:	2021 年下半年起铝锭价格大幅波动 (元/吨)	14
图表 25:	2024 年边框企业销售净利率下降至较低水平	14
图表 26:	2024 年头部边框企业份额提升 (测算)	14
图表 27:	2024 年产能提升带动公司销量快速增长	15
图表 28:	公司光伏边框产品收入持续增长	15
图表 29:	公司边框及可再生铝产能情况	15
图表 30:	公司 2025 年股权激励计划 (草案) 行权条件	16
图表 31:	2023 年起,国内电池片出口增速普遍高于组件	16
图表 32:	美国、印度、土耳其电池片进口需求提升,侧面印证其本土组件产能发展	17
图表 33:	海外边框产能布局中公司落地最快	17
图表 34:	24H2 越南基地投产带动公司境外收入占比提升	17
图表 35:	公司境外销售均价更高 (元/吨)	18
图表 36:	2024 年公司境外销售毛利率优势拉大	18
图表 37:	美国本土组件产能快速增长	18
图表 38:	美国、印度本土产组件溢价明显 (美元/W)	18
图表 39:	公司边框生产涵盖熔铸、挤压、氧化、深加工四个环节	19
图表 40:	2022 年起公司单位生产成本及制造费用优势凸显 (元/吨)	19
图表 41:	公司单位人工及期间费用持续下降 (元/吨)	19
图表 42:	公司头部客户均为头部组件企业 (收入占比)	20
图表 43:	公司头部组件企业销售金额持续增长 (万元)	20
图表 44:	捷诺威部分产品	21
图表 45:	中国新型储能累计投运装机规模预测 (GW)	21
图表 46:	公司光伏边框业务假设	22
图表 47:	公司其他业务假设	23
图表 48:	可比公司估值表 (截至 2025/8/8 收盘)	23



1 国内边框龙头，收入规模持续增长

1.1 光伏边框龙头，全球产能布局

2000 年永臻股份创始人创办铝材模具工厂，2009 年成立营口永利进入铝型材及边框产业，2016 年起公司陆续建设常州、滁州、芜湖等生产基地，2022 年开始布局海外市场及基地，2024 年 6 月 A 股主板上市。公司目前具有辽宁营口、江苏常州、安徽滁州及芜湖、越南五大生产基地，全部释放后产能可达 69 万吨（约 160GW），是国内领先的铝合金光伏结构件制造商。

图表1：深耕铝型材十余年，国内外多基地快速发展



来源：公司官网、招股说明书，国金证券研究所

图表2：公司具有国内及海外五大生产基地

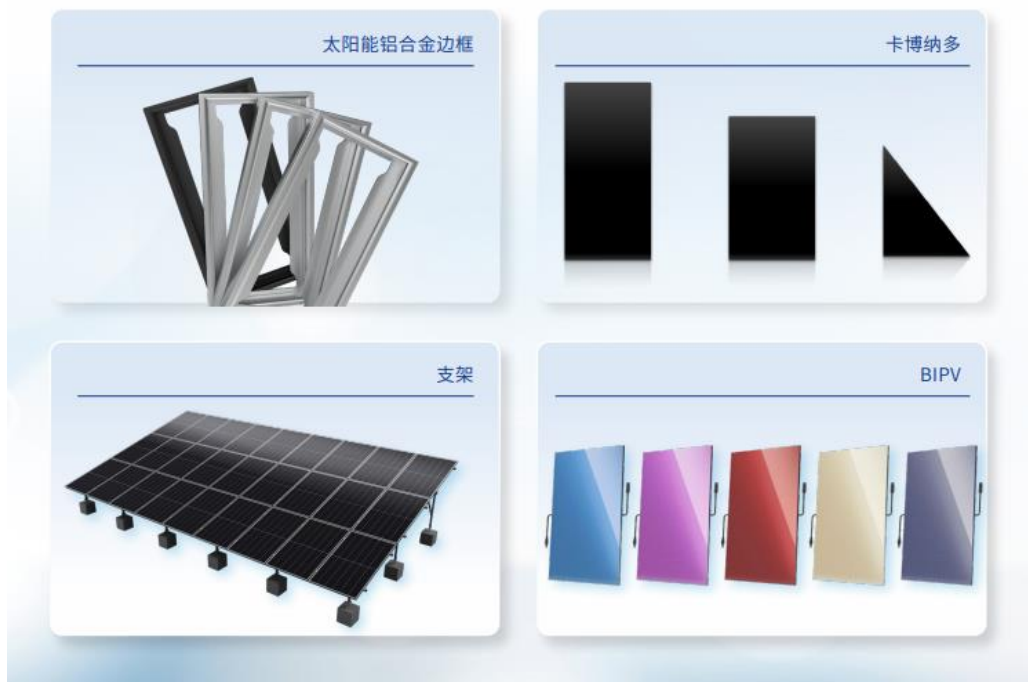


来源：公司公告，国金证券研究所



公司主营产品包括光伏边框、光伏建筑一体化产品（BIPV）、光伏支架结构件，其中光伏边框为主要的收入来源。

图表3：公司主要产品



来源：公司公告，国金证券研究所

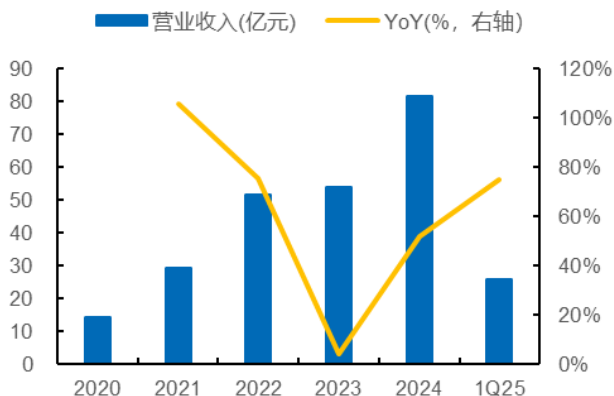
1.2 收入规模持续增长，边框行业竞争加剧盈利承压

2021-2024 年公司营业收入持续增长，主要因光伏需求快速增长带动边框需求旺盛，同时公司滁州基地、芜湖基地陆续投产，逐渐切入晶科能源、阿特斯、通威股份等客户，边框产品出货快速增长带动收入高增。2024 年公司实现收入 81.83 亿元，同比增长 51.8%。

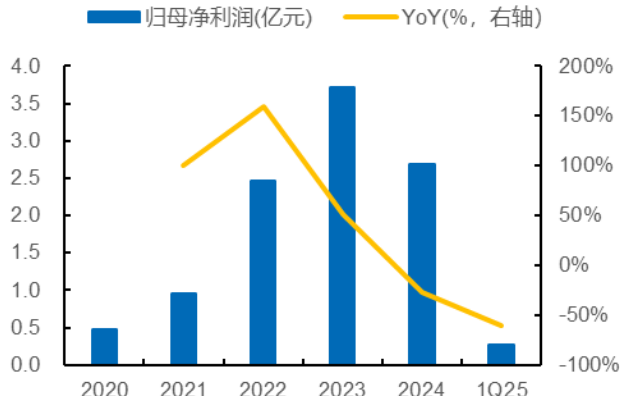
2021-2023 年公司收入增长带动利润高增，2024 年下游组件客户盈利承压，边框行业竞争加剧、加工费快速下降，公司归母净利润同比下降 27.71%至 2.68 亿元。

25Q1 公司实现营收 25.85 亿元，同增 74.81%，主要受益于下游光伏需求快速增长，公司产能提升带动产销量增长；实现归母净利润 0.27 亿元、同降 60.07%，扣非归母净利润 0.30 亿元、同降 37.79%，主要因行业竞争激烈导致加工费同比下降。公司预计 25H1 实现归母净利 5000~6000 万元，同降 66.02%~71.68%；扣非归母净利 5300~6300 万元，同降 56.43%~63.35%。

图表4：公司营业收入持续增长



图表5：2024 年起公司归母净利润承压



来源：Wind，国金证券研究所

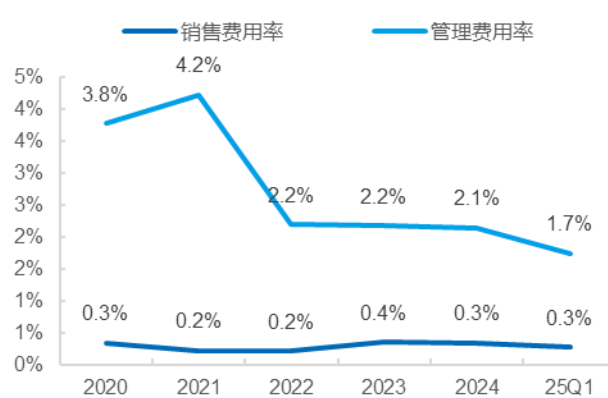
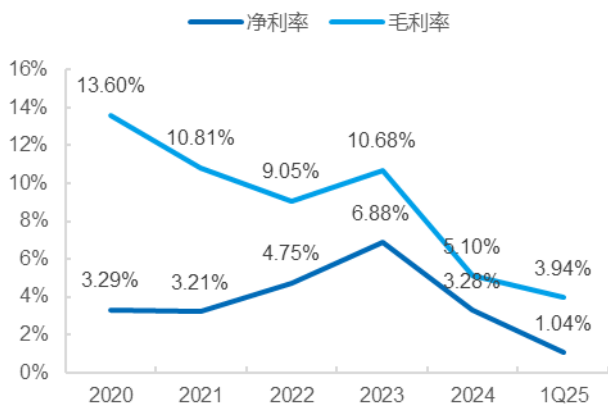
来源：Wind，国金证券研究所



盈利能力方面，2020-2022 年铝价快速上涨导致公司成本上涨、同时边框加工费略有下降，公司毛利率下降，但公司加强费用控制，管理费用率显著下降，净利率稳中有升；2023 年铝价及生产成本下降带动公司毛利率及净利率有所回升；2024 年光伏行业供需矛盾凸显，下游组件盈利承压背景下光伏边框行业加工费快速下降，叠加公司芜湖基地、越南基地投产导致产能利用率显著下降、生产成本提升，公司毛利率及净利率显著下降；25Q1 行业持续承压，公司毛利率/净利率分别下降至 3.94%/1.04%。

图表6：光伏行业盈利承压导致公司盈利能力下降

图表7：近年公司销售及管理费用率维持较低水平



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

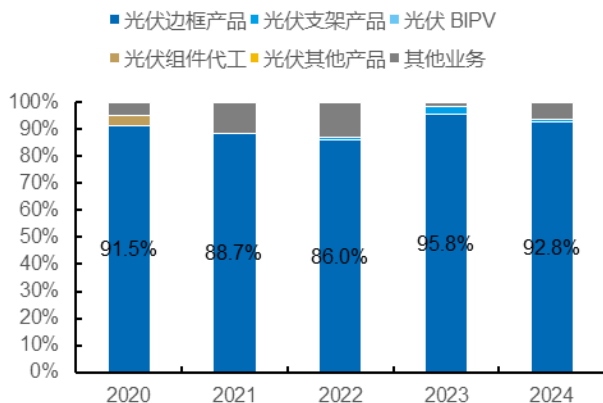
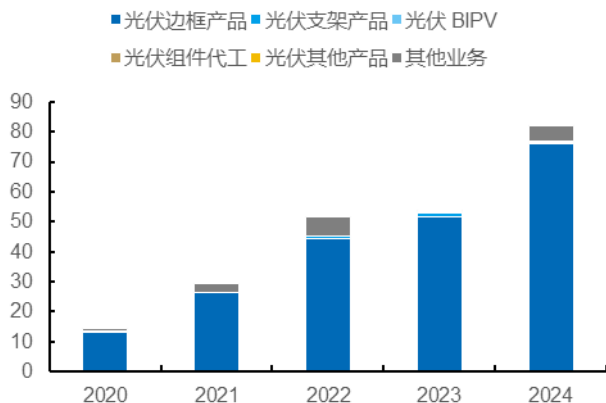
分产品看，光伏边框业务是公司主要的盈利来源，收入及毛利润占比维持较高水平。

光伏支架和光伏 BIPV 是公司 2022 年起开始布局的新业务，目前尚处于起步推广阶段，业务体量较小，毛利率相对较低。

公司其他业务包括废铝销售、铝锭贸易、代理及其他（2020 年还包含组件代工业务，2021 年后不再有），收入贡献较高的主要为废铝销售，具有一定偶发性。

图表8：边框产品带动公司营业收入增长（亿元）

图表9：公司光伏边框产品收入占比较高

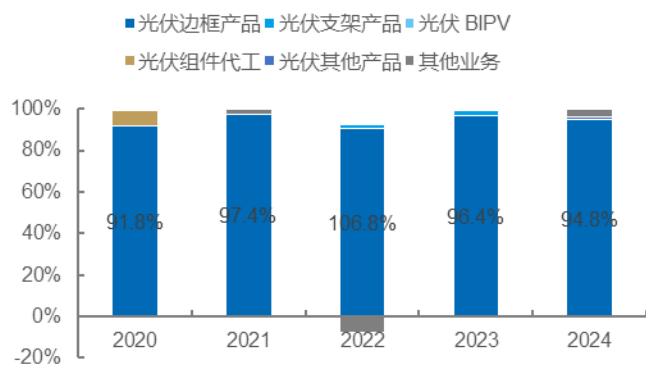


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

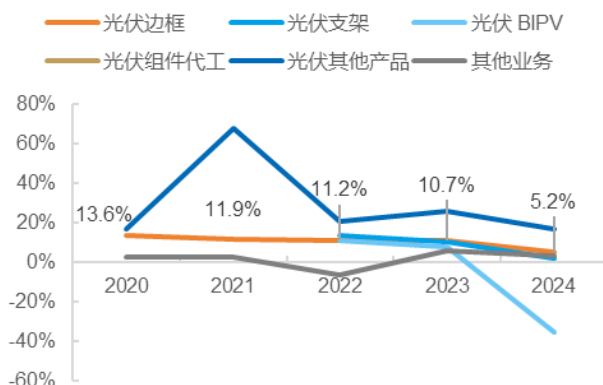


图表10：光伏边框产品为公司主要毛利来源



来源：Wind，国金证券研究所

图表11：公司光伏边框产品毛利率相对稳定



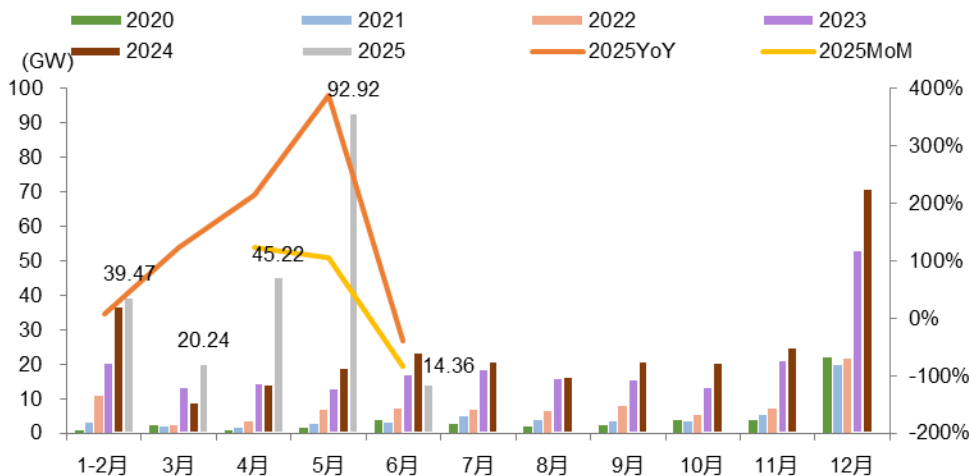
来源：Wind，国金证券研究所

2 光伏边框行业：技术路线稳定，份额向头部集中

2.1 光伏需求有望持续增长，“反内卷”扎实推进驱动景气度修复

2月9日，发改委、能源局发布《关于深化新能源上网电价市场化改革促进新能源高质量发展的通知》，要求新能源项目上网电量原则上全部进入电力市场，上网电价通过市场交易形成；按照2025年6月1日进行新老划断，存量项目通过开展差价结算实现电价等与现行政策妥善衔接，增量项目市场化竞价确定机制电价，通过差价合约稳固长期收益率预期。抢装带动国内新增装机规模显著提升，25Q1国内新增装机59.71GW，同比+31%，主要为工商业分布式抢装带动，Q1工商业分布式装机31.62GW，同增85.2%。1-6月累计装机212.21GW，同比+107%。

图表12：1-6月国内光伏新增装机快速增长（GW，%）



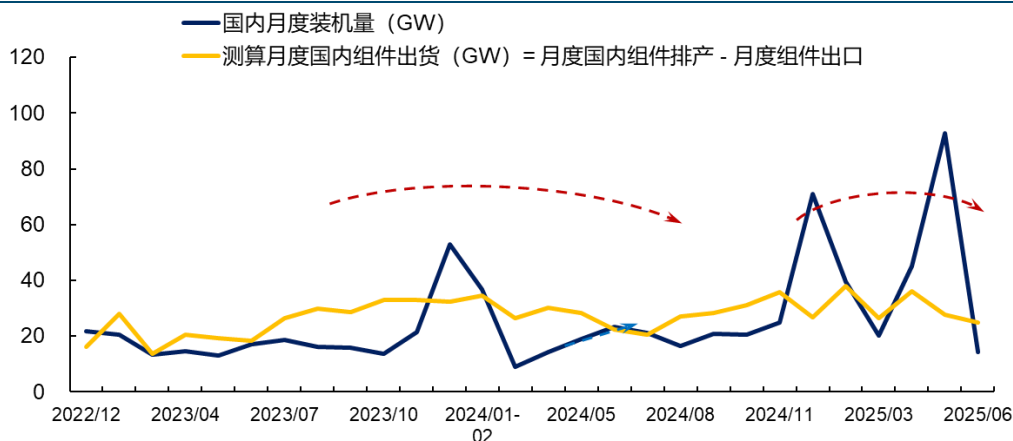
来源：能源局，国金证券研究所

我们认为2025下半年终端需求不会出现市场普遍担心的“断崖式”下跌，全年国内及全球需求增长仍可期。

1) 国内“月度组件实际出货量”显著较“月度装机”平滑，并呈现一定滞后性：历史上光伏项目抢装后，组件补装工作仍将持续一段时间，从而表现为组件月度出货量较装机趋势平缓，正如我们此前所预计的，即使25H2并网数据可能会有显著跌落，但组件需求释放将相对平滑。



图表13: 国内“月度组件实际出货量”显著较“月度装机”平滑, 并呈现一定滞后性



来源: 能源局、infolink、盖锡咨询, 国金证券研究所测算

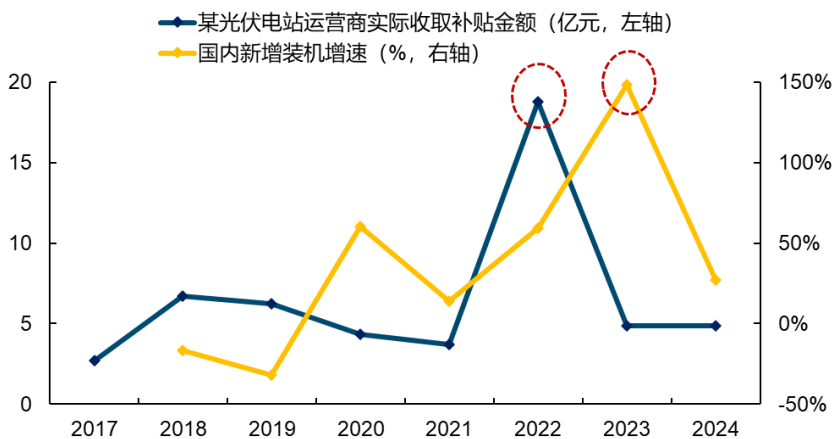
2) 在当前国内抢装需求旺盛、而产量仍一定程度受到“行业自律”等因素限制的情况下, 企业交付重心主要聚焦国内市场, 对海外市场的出货则可能更多体现在下半年, 从而在下半年国内需求面临下滑风险的时候形成对整体需求的支撑。

3) 从政策制定者的角度看, 我们认为“防止大起大落”始终是重要目标之一。

4月28日, 国家能源局印发《关于促进能源领域民营经济发展若干举措的通知》, 文件指出支持民营企业参与“沙戈荒”大基地投资建设。沙戈荒大基地将成为光伏内需结构中的重要支撑, 2025年《政府工作报告》首次明确提出加快“沙戈荒”新能源基地建设, 根据《三北沙漠戈壁荒漠地区光伏治沙规划(2024—2030年)》, 沙戈荒光伏电站适建区域约10万平方公里, 理论装机潜力近10TW。据国家能源局统计, 截至2024年底第一批以“沙戈荒”为重点的大型风电光伏基地建成92GW、完成率达95%, 第二、三批大型风电光伏基地建设积极推进中, 力争2025年底前建成投产50GW左右, 下半年新增装机需求仍有较好支撑。

此外, 集中大规模发放历史拖欠补贴, 仍是潜在支撑装机动力的“保留杀手锏”。

图表14: 集中大规模发放历史拖欠补贴, 对新增装机刺激效果“立竿见影”



来源: 信义能源2024年业绩说明PPT, 国金证券研究所

近期多个省份陆续出台省级136号文承接政策文件(机制电价), 文件贯彻了“平稳过渡”的宗旨, 对存量项目收益率友好, 通过设定机制电量规模、机制电价上下限等保障增量项目收益率预期, 有望促进装机需求平稳衔接释放。



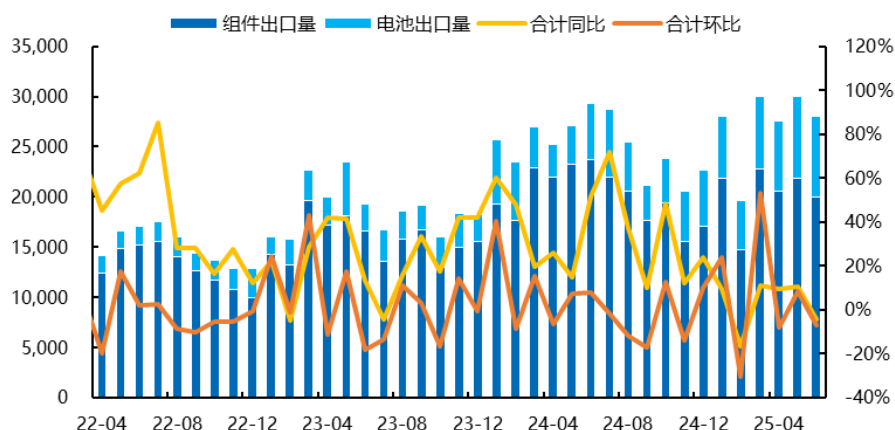
图表15：多个省份陆续发布 136 号文细则

	存量项目			新增项目		
	量	价	期限	量	价	期限
山东	单个项目电量上限参考 外省新能源非市场化率， 适度优化	机制电价为国家政策上限，即燃煤标杆电价含税 0.3949元/kWh	按照全生命周期合理利用小时数剩余小时数执行	每年新增纳入机制的电量规模，根据年度非水电可再生能源电力消纳责任权重完成情况、用户承受能力等因素综合确定。 2025年竞价申报充足率不低于125%。	现阶段暂设定竞价下限，具体参考 先进电站造价水平（仅包含固定成本）折算度电成本（不含收益）合理确定；竞价上限原则上不高于该类型电源上年度机制电量竞价结果，首次竞价上限原则上不高于该类型电源上年度结算均价。	参照同类项目回收初始投资的平均期限合理确定
广东	按照《广东省发展改革委 广东省能源局关于深化新能源上网电价市场化改革 促进新能源高质量发展的实施方案》规定执行			每年新增纳入机制的电量规模由广东省发改委、广东省能源局确定，在竞价前公布。 机制电量比例申报上限与存量项目机制电量比例衔接，不高于90%。对于竞价周期内已成交的中长期交易电量、绿电电量，相应调减竞价申报比例上限。	采用集中竞价的方式开展竞价交易。	海上风电项目14年、其他新能源项目12年，到期后不再执行机制电价
广西	分布式上网电量全部纳入机制电量规模，集中式纳入机制电量规模由自治区发改委商自治区能源局按年确定，其中2025年电量已由2025年中长期合约保障，不再设置机制电量。	分布式机制电价为广西燃煤基准价0.4207元/kWh，集中式机制电价为0.324元/kWh	自治区发改委会同自治区能源局根据现行保障政策确定存量项目执行期限。	纳入2025年机制电量的规模，按照广西2024年新能源非市场化比例确定为33%（全年为65%）/广西现行新能源非市场化比例确定为8%（全年为16%）。2026年及后续年份每年新增纳入机制的电量规模，根据广西完成国家下达的年度非水可再生能源电力消纳责任权重完成情况，以及用户承受能力等因素确定，但不得高于上一年。单个项目申请纳入机制的电量的比例不超过80%。	竞价上限暂定为0.4207元/kWh，竞价下限初期可按照最先进电站造价水平折算度电成本确定，后续视情况取消。	按照我区新能源项目回收初始投资的平均期限12年执行

来源：光伏资讯、新储网、全球光伏，国金证券研究所

1-6 月电池组件出口 163.3GW，同比+4%，国内抢装背景下海外需求维持高景气。随着国内抢装结束，预计下半年海外需求将加速放量。

图表16：国内组件&电池出口规模（MW，%）

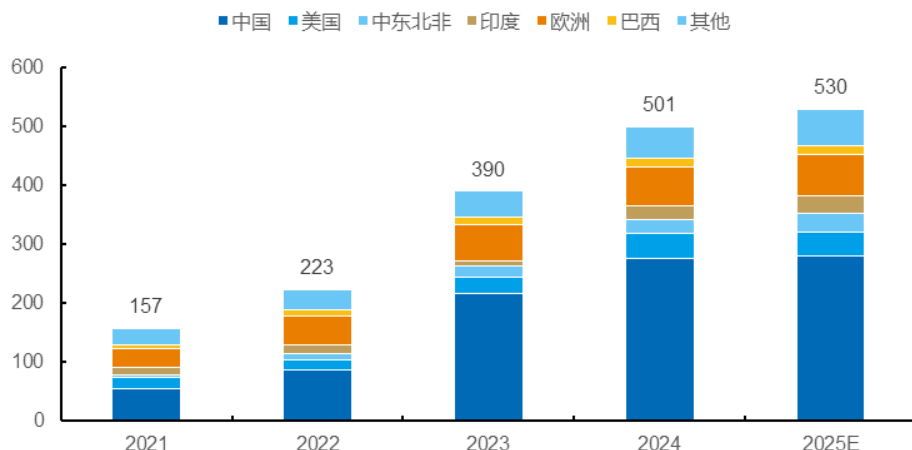


来源：盖锡咨询，国金证券研究所

在光储系统成本大幅下降的背景下，我们预计光伏新增装机区域分布将持续多元化，中国、欧洲、美国三大传统市场因体量较大装机增速将逐渐平稳，而中东、中亚、南亚、拉丁美洲、非洲等地区因能源转型、资源优势等因素，有望在低基数下实现高速增长，这部分新兴市场的需求有望呈现“东边不亮西边亮”的状态，带动光伏装机需求持续增长，预计 2025 年光伏新增装机维持 5%-10% 的增速，光伏组件端需求有望提升至 650-700GW。



图表17: 预计 2025 年全球光伏新增装机持续增长 (GW, 交流侧)



来源：能源局、SEIA、InfoLink、JMKResearch、IEA 等，国金证券研究所测算

光伏产业链供给侧矛盾凸显，自去年年底开始，我国顶层政策制定机构已多次传递出解决以光伏为代表的重点行业结构性矛盾的决心，近期围绕光伏行业“反内卷”，顶层信号密集释放，且规格持续提升：

6 月 29 日，人民日报头版发文《在破除“内卷式”竞争中实现高质量发展》，点名光伏组件、新能源汽车、储能系统的内卷式竞争，提出要深化要素市场化配置改革，主动破除地方保护、市场分割。

7 月 1 日，据新华社报道，总书记主持召开中央财经委员会第六次会议，会议强调“聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出”等内容。

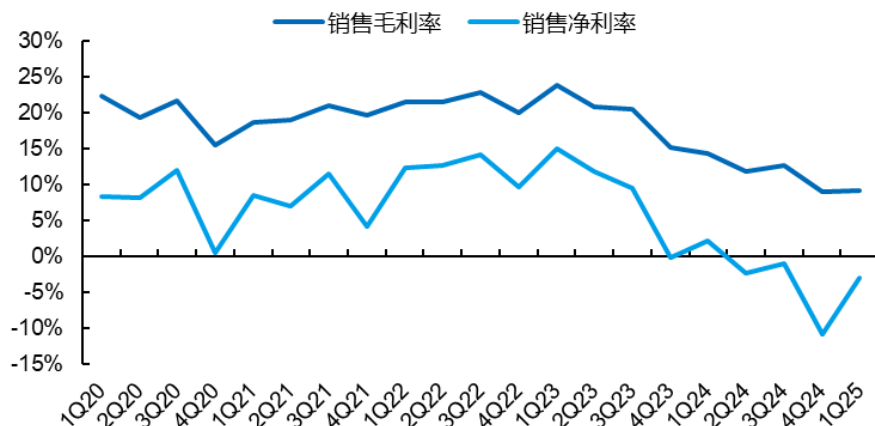
7 月 3 日，工业和信息化部党组书记、部长李乐成主持召开第十五次制造业企业座谈会，14 家光伏行业企业及光伏行业协会负责人出席，指出“工业和信息化部将进一步加大宏观引导和行业治理，强化标准引领和服务保障，持续帮助企业解决急难愁盼问题，为推动光伏行业高质量发展保驾护航。

以新能源为代表的新兴制造业，是本轮“反内卷”的核心聚焦领域，尤其是当前困境相对最突出、局面最复杂的光伏行业，无疑将是重中之重。我们认为，在反内卷执行的执行过程中，针对“产品价格、产能整合/出清、质量管控、融资与地方支持合理性”等一系列政策手段，只要能够在光伏行业顺利推进并产生预期效果，那么在其他行业的推广大概率将会较为顺畅。因此，光伏很有可能被视为此轮反内卷行动的标杆示范行业，带动产业链价格及盈利修复。

而从市场化维度看，当前时点光伏主产业链已持续亏损近一年，随着亏损时间延长，企业资产负债表及现金流压力持续加大，落后产能有望实现市场化出清。行业市场化出清、企业自律协同，**同政辅助**推动下相关政府部门、监管机构的政策配合与监督，有望推动光伏困境反转。



图表18: 【SW 光伏设备】口径看，光伏行业已持续亏损一年以上



来源: Wind, 国金证券研究所

2.2 铝边框仍为主流，需求相对稳定

光伏边框是光伏组件生产所需要的重要辅材，主要用于固定、密封太阳能电池组件，起到封装电池片、玻璃、背板等材料和保护光伏组件的作用，可以提高组件整体的使用寿命，便于光伏组件运输及安装。

图表19: 边框在光伏组件中起到固定、保护的作用



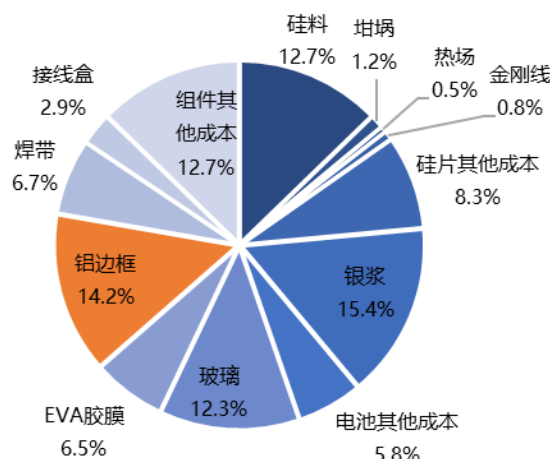
来源: 公司招股书, 国金证券研究所

目前光伏边框已成为组件成本占比最高的材料之一（按照 2025 年 8 月的价格测算，占比 14%），其性能与稳定性对光伏组件的发电效率及寿命有重要影响，主要因光伏组件的使用寿命长达 25 至 40 年，而其下游应用场景多为海边、荒漠、戈壁等气候条件较为恶劣的环境，受风沙、盐碱等因素影响较大，需要产品拥有较强的承载能力和耐腐蚀特性。

从 PERC、Heterojunction、钙钛矿、叠层，虽然电池/组件技术持续更新迭代，但“封装及保护”的本质需求稳定，光伏边框中长期需求可见度较高。



图表20: 光伏边框在双面 TOPCon 组件成本占比约 14% (使用 2025/8/6 价格测算)



来源: InfoLink、硅业分会、solarzoom, 国金证券研究所测算

目前铝合金材料在光伏边框中应用最为普遍, 据 CPIA《中国光伏产业发展路线图》, 目前市场上大部分组件使用的是铝边框, 铝边框使用率高达 95%以上, 远高于其他材料, 主要因铝边框在耐腐蚀性、使用寿命、组件保护性、承载性、回收价值等方面具有优势。组件盈利承压背景下部分企业为了降本探索其他材料封装方案, 橡胶卡扣短边框、复合材料边框、合金钢边框等其他材料在成本、轻量化方面有一定优势, 但考虑到铝边框在长期稳定性及回收价值等方面的优势, 预计短时间内铝合金材料仍将为光伏边框主流方案。

图表21: 市场主要边框方案特点对比

性能	铝合金边框	复合材料边框	卡扣短边框	钢边框
构成材料	铝合金	橡胶等有机复合材料	铝合金、钢包边、橡胶卡扣等	镀锌铝镁钢
边框成本	-	相对降低	相对降低	相对降低
耐腐蚀性	铝合金表面有致密而连续的氧化物保护膜, 有较强的耐腐蚀性	橡胶耐腐蚀性较差, 聚乙烯加玻纤增强在特定场景如海上耐腐蚀性稍强	橡胶部分耐腐蚀性较差	锌铝镁镀层切断面易被氧化、生锈, 耐腐蚀性较弱
使用寿命	铝合金使用寿命长达 30-50 年, 远高于光伏组件 25 年使用寿命标准	橡胶等有机材质易被风化	橡胶部分易被风化	接地孔处易发生锈蚀, 难以达到 25 年使用寿命
保护性	铝合金弹性模量 $0.7 \times 105 \text{N}/10 \text{mm}^2$, 与玻璃 $0.72 \times 105 \text{N}/10 \text{mm}^2$ 相近, 能够与光伏玻璃同步形变, 不易发生组件爆板问题	组件边缘受力不均匀, 因安装夹具、内部应力等原因造成应力隐患, 组件有变形、玻璃爆裂风险	组件边缘受力不均匀, 因安装夹具、内部应力等原因造成应力隐患, 组件有变形、玻璃爆裂风险	钢合金弹性模量 $2.06 \times 105 \text{N}/10 \text{mm}^2$, 与光伏玻璃 $0.72 \times 105 \text{N}/10 \text{mm}^2$ 差距过大, 有组件爆板风险
承载性	良好	不足	良好	良好, 但钢边框光伏组件重量的增加加大了风压、雪载下的承重风险, 限制了分布式光伏应用场景
重量	铝合金密度较低, 重量较轻	金属部件减少, 重量轻	金属部件减少, 重量轻	钢铁密度较大, 重量较大, 单位面积钢边框组件较铝合金边框组件重 2-2.5kg
外观	铝合金经喷砂、氧化后具有整洁、美观的优点	-	遮挡少, 可使光照面积增多进而提升发电量	外观存在颜色不均匀现象
环保与可回收性	铝合金熔点低于钢铁, 回收再利用过程能耗低, 回收经济价值比可达 83.9%左右	橡胶不可回收, 风化的橡胶会产生一定环境污染	橡胶部分不可回收, 风化的橡胶会产生一定环境污染	钢的熔点较高, 回收再利用过程能耗大, 回收经济价值比仅 22.8%左右



组件生产 体系	无变化	无变化	组件厂后道组框成型工序的设 备需要一定投入进行改造	无变化
------------	-----	-----	------------------------------	-----

来源：公司招股书、海达股份公司公告，国金证券研究所

成本下降带动光伏需求持续增长,7月 CPIA 将 2025 年装机预测由 531-583GW 上调至 570-630GW,我们保守预测 2025/2026 年新增光伏装机 570/600GW,同比增长 8%/5%。考虑到组件功率提升,预计每 GW 组件所需边框重量缓慢下降,同时考虑新型边框逐步渗透,预计 2025-2026 年铝边框渗透率略下降至 93%/92%,据此计算全球铝边框年需求量 310-320 万吨,基本维持稳定。

图表22: 全球铝边框需求测算

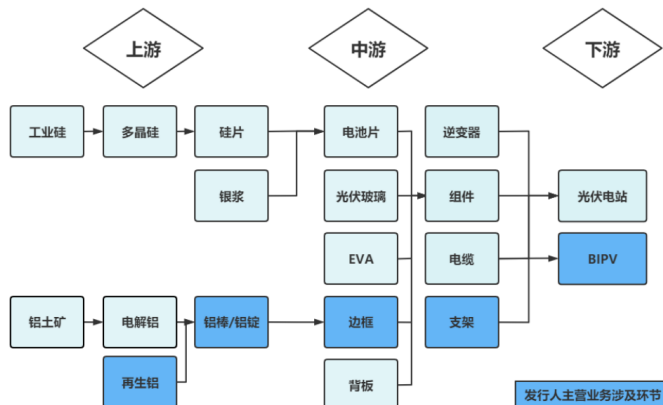
	2023	2024	2025E	2026E
全球新增光伏装机量 (GW)	390	530	570	600
YOY	70%	36%	8%	5%
容配比	1.3	1.25	1.25	1.25
全球光伏组件需求量 (GW)	507	663	713	750
YOY	84%	31%	8%	5%
每 GW 组件所需边框重量 (万吨)	0.52	0.49	0.47	0.45
小尺寸组件 (166 及以下) 占比	2.0%	1.3%	0.5%	0.0%
小尺寸组件边框重量 (kg)	2.6	2.6	2.6	2.6
小尺寸组件平均功率 (W)	460	460	460	460
大尺寸组件边框重量 (kg)	3.0	3.0	3.0	3.0
大尺寸组件平均功率 (W)	579	609	639	661
全球光伏边框年需求量 (万吨)	263	327	335	340
YOY	73%	24%	2%	2%
铝边框渗透率	95%	94%	93%	92%
全球铝边框年需求量 (万吨)	250	307	311	313
YOY	73%	23%	1%	1%

来源：CPIA、公司招股书，国金证券研究所预测

2.3 行业承压背景下，边框份额有望向头部集中

边框产品处于光伏产业链中下游，原材料主要为铝合金铸棒，上游企业为铝土矿冶炼及加工企业、再生铝熔铸企业，下游主要为光伏组件厂商。光伏边框产品按照“公开市场铝价+加工费”模式定价，企业盈利主要受加工费影响，铝价波动对业绩影响较小。

图表23: 公司产品处于光伏产业链中下游



来源：公司招股说明书，国金证券研究所



我国光伏边框行业参与者数量较多，2021 年之前，铝锭价格较为稳定，光伏边框成品具有较大的盈利空间，导致行业格局较为分散，CR5 不到 25%，小企业众多、竞争激烈，普遍以价格竞争获取市场份额与发展空间。2021 年下半年起，铝锭价格因能耗双控、限电限产等因素大幅上涨，因光伏边框企业面对下游光伏组件厂商议价能力较弱，行业内小型企业的利润空间被大幅压缩，规模小、工艺及生产设备落后、质量控制能力较差的企业被市场相继淘汰，行业份额开始向头部集中。

图表24：2021 年下半年起铝锭价格大幅波动（元/吨）



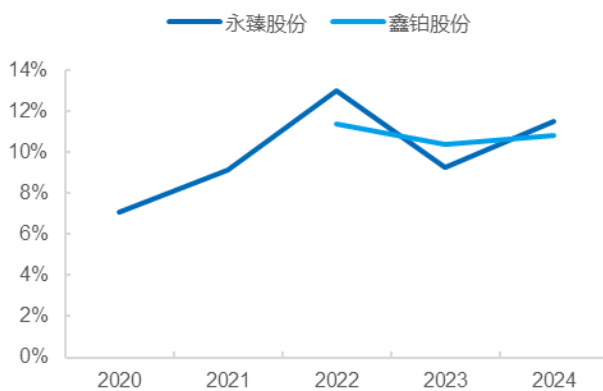
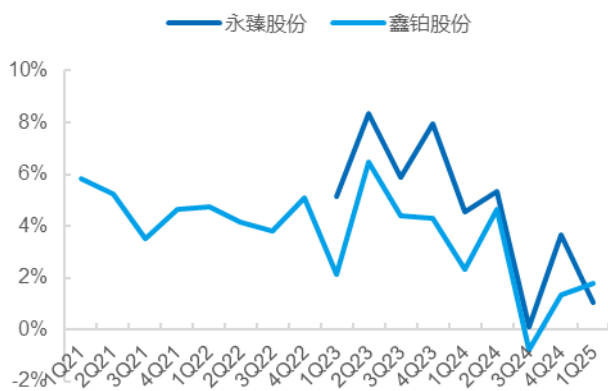
来源：iFind，国金证券研究所

2024 年以来光伏行业竞争加剧，组件企业盈利承压、降本诉求强烈，叠加铝价震荡上行，边框行业加工费下降，行业盈利承压，二三线企业盈利空间持续被压缩，头部企业成本及现金优势凸显，CR2 有提升趋势。

根据公司招股书引用中国光伏行业协会调研统计，2020-2022 年公司光伏边框产品市场占有率在全球同类型业务企业中位居第一，测算公司 2023 年光伏边框产品市占率 9.2%，居行业前列但份额较 2022 年有所下降，主要因 2023 年光伏边框需求快速提升，而公司芜湖、越南基地仍在建设中，有限的新增产能不足以覆盖增量市场；2024 年公司芜湖、越南基地投产放量，全年铝边框产品出货 34.85 万吨、同增 50.9%，测算市占率提升至约 12%。

图表25：2024 年边框企业销售净利率下降至较低水平

图表26：2024 年头部边框企业份额提升（测算）



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所测算

光伏边框产品性能与稳定性对光伏组件的发电效率及寿命有重要影响，边框下游客户对产品可靠性、稳定的产品交付能力具有较高需求，倾向于与固定的供应商形成持续稳定的合作，因此光伏边框市场进入相对困难，存在一定的行业壁垒。此外，光伏边框企业采购原材料时需要现款现货，而下游组件厂商集中度较高、大客户议价能力较强，边框产品销售账期较长，上下游的结算方式差异导致光伏边框行业需要向下游垫资，需要企业具有较为充足的资金。当前时点光伏边框行业经营持续承压，二三线企业现金压力加大，考虑到头部在成本、资金、海外产能布局等方面的优势，行业份额有望持续向头部集中。



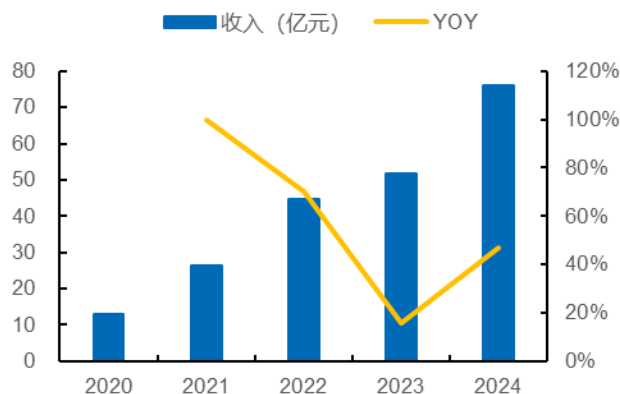
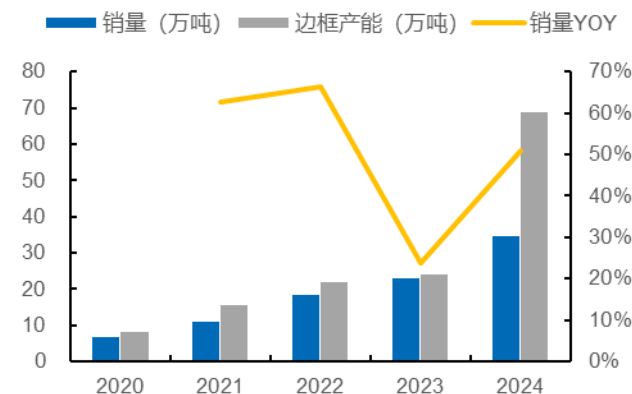
3 稀缺产能+成本+客户优势助力份额提升·海外产能增厚利润

3.1 出货量快速增长，扩建先进产能助力份额持续提升

2024 年光伏需求高增带动边框需求增长，同时公司芜湖、越南基地开始投产，边框出货量快速增长，全年实现边框产品销售 34.85 万吨、同增 50.9%，边框产品实现营收 34.73 亿元，同增 46.5%。

图表27：2024 年产能提升带动公司销量快速增长

图表28：公司光伏边框产品收入持续增长



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

公司上市募资积极扩产，有望凭借资金优势、供应链管理优势快速扩产，依托先进产能抢占下游新增需求，持续提升市占率。

公司目前拥有辽宁营口、江苏常州、安徽滁州、安徽芜湖、越南五大生产基地，其中芜湖、越南基地处于产能爬坡阶段，产能全部释放后可年产 69 万吨光伏铝边框，有望支撑 2025 年边框出货量继续增长。

4 月 15 日公司包头基地举行奠基仪式，拟投资 35 亿元建设年产 100GW 的光伏铝边框生产线、仓库及配套公用设施，及年产 60 万吨的铝合金新材料熔铸产能。包头基地可更好辐射北方市场，同时电解铝等能源具有成本优势，有望帮助公司继续提升边框产品的市场份额。

图表29：公司边框及可再生铝产能情况

基地	产能类型	产能状态	边框产能 (万吨)	可再生铝产能 (万吨)
常州	成品	已投产	6	
营口	型材	已投产	2.4	
滁州	成品	已投产	17	
芜湖	成品	爬产中	27	
越南	成品	爬产中	18	
包头	成品	建设中	100GW	
常州	可再生铝	已投产		5
芜湖	可再生铝	爬产中		38
合计			69 万吨+100GW	43

来源：公司公告，国金证券研究所

1 月 22 日公司发布 2025 年股票期权激励计划(草案)，业绩考核目标 1(行权系数 100%)为 2025-2027 年营业收入不低于 120/160/200 亿元或出货量不低于 60/80/100 万吨,考核目标 2(行权系数 90%)为 2025-2027 年营业收入不低于 108/144/180 亿元或出货量不低于 54/72/90 万吨，按照业绩考核目标测算公司 2025-2027 年边框出货增速有望达到 50%/33%/25%，显著高于行业需求增速，彰显公司信心。



图表30：公司 2025 年股权激励计划（草案）行权条件

行权期	公司业绩达成目标 1 公司层面行权系数=100%	公司业绩达成目标 2 公司层面行权系数=90%
首次授予部分第一个行权期	公司需满足下列两个条件之一： (1) 2025 年营业收入不低于 120 亿元； (2) 2025 年光伏铝边框出货量不低于 60 万吨。	公司需满足下列两个条件之一： (1) 2025 年营业收入不低于 108 亿元； (2) 2025 年光伏铝边框出货量不低于 54 万吨。
首次授予部分第二个行权期	公司需满足下列两个条件之一： (1) 2026 年营业收入不低于 160 亿元； (2) 2026 年光伏铝边框出货量不低于 80 万吨。	公司需满足下列两个条件之一： (1) 2026 年营业收入不低于 144 亿元； (2) 2026 年光伏铝边框出货量不低于 72 万吨。
首次授予部分第三个行权期	公司需满足下列两个条件之一： (1) 2027 年营业收入不低于 200 亿元； (2) 2027 年光伏铝边框出货量不低于 100 万吨。	公司需满足下列两个条件之一： (1) 2027 年营业收入不低于 180 亿元； (2) 2027 年光伏铝边框出货量不低于 90 万吨。

来源：公司公告，国金证券研究所

公司前瞻性布局海外产能带动份额及盈利提升，技术进步+扩建先进产能巩固成本优势，深度绑定组件龙头带动份额增长，在边框行业经营承压、二三线落后产能逐步出清的背景下，有望实现份额的持续增长。

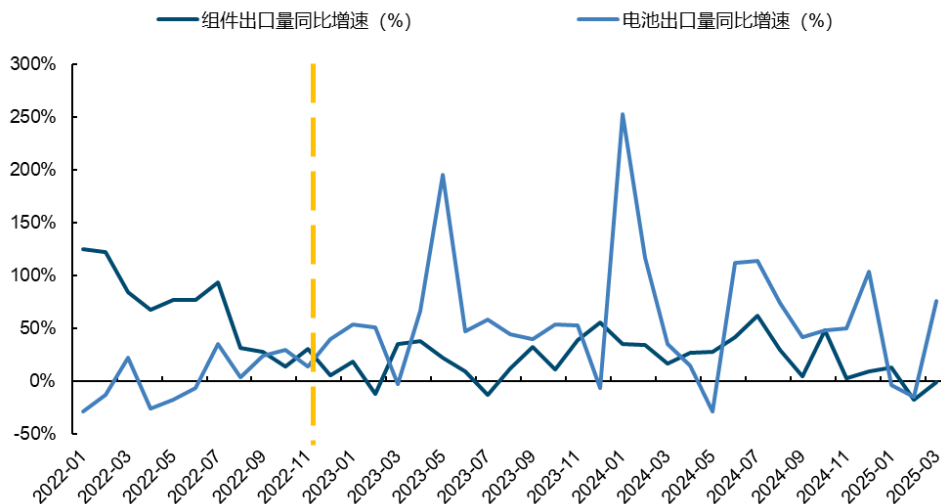
3.2 前瞻布局海外稀缺产能，推动份额及盈利齐升

组件封装产能再全球化提升海外辅材需求。

近期国际贸易环境再次大幅波动，尽管我国光伏产业链自十多年前即开始经历类似考验，但由于光伏关系到各国家未来主力二次能源供应、且当前全球仍有一半需求来自中国以外的国际市场，光伏产业链再全球化的话题再次升温。

综合考虑目前产业链各环节产能建设的条件及难度（技术、资金、环保、供应链、人工、基础设施等各方面要求），最贴近终端需求的组件封装环节的产能建设，或是各国实现光伏供应“自主可控”相对最切实可行的方向。在过去的一年多时间里，美国、土耳其、印度等地的产能建设进展，以及我国光伏产品直接出口量中，电池片出口增速持续高于组件出口增速的数据，均验证了组件封装产能正在快速全球化的趋势。组件封装产能再全球化有望提升海外辅材需求。

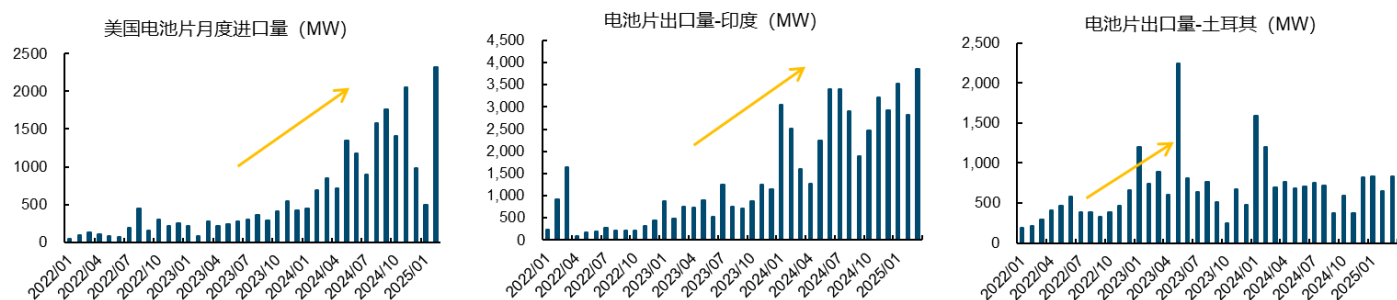
图表31：2023 年起，国内电池片出口增速普遍高于组件



来源：盖锡咨询，国金证券研究所



图表32：美国、印度、土耳其电池片进口需求提升，侧面印证其本土组件产能发展



来源：盖锡咨询、美国国际贸易委员会，国金证券研究所

公司低关税越南产能快速放量，抢占高溢价市场，带动份额及盈利齐升。

2023 年 6 月 30 日，印度商工部发布公告称，应印度国内企业 VishakhaMetals Private Limited 提交的申请，对原产或进口自中国的用于太阳能电池板/组件的阳极化铝边框启动反倾销调查。2024 年 6 月 29 日，印度商工部对该案作出肯定性终裁。2024 年 9 月 27 日，印度财政部税收局发布第 16/2024-Customs (ADD) 号通报称，接受印度商工部于 2024 年 6 月 29 日对原产或进口自中国的用于太阳能电池板/组件的阳极化铝边框作出的反倾销终裁建议，决定对中国的涉案产品征收为期 5 年的反倾销税，税额为 403—577 美元/吨。

2024 年 6 月 6 日东南亚出口美国组件的关税豁免到期，此后光伏组件出口美国市场必须使用非中国硅片或满足组件辅材条件（铝框、银浆、玻璃、背板、胶膜、接线盒 6 种材料中中国制造占比不超过 2 种）。

贸易壁垒加大背景下，海外边框产能成为稀缺资源，竞争优势大幅提升。公司前瞻性布局海外产能，2023 年在越南投资新建 18 万吨光伏边框生产基地，24Q3 开始试生产，目前产能爬坡进度 50% 以上。

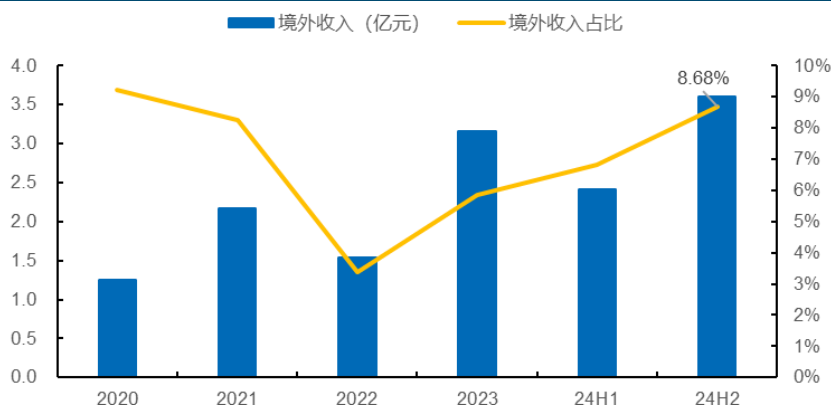
图表33：海外边框产能布局中公司落地最快

企业	地区	环节	产能规模	(预计)投产时间
永臻股份	越南	铝边框	18 万吨	2024Q3 试生产，目前爬坡 50% 以上
鑫铂股份	马来西亚	铝边框	7 万吨	预计 2025Q3 建设完成
Gaster	老挝	铝边框	一期 3 万吨	2024 年 8 月一期奠基

来源：各公司公告、Gaster 公众号，国金证券研究所

考虑到当前实际形成供应的海外边框产能较少，海外边框供给相对稀缺，随着公司越南产能爬坡推进，境外收入占比有望进一步提升，带动公司边框份额提升。

图表34：24H2 越南基地投产带动公司境外收入占比提升



来源：公司公告，国金证券研究所

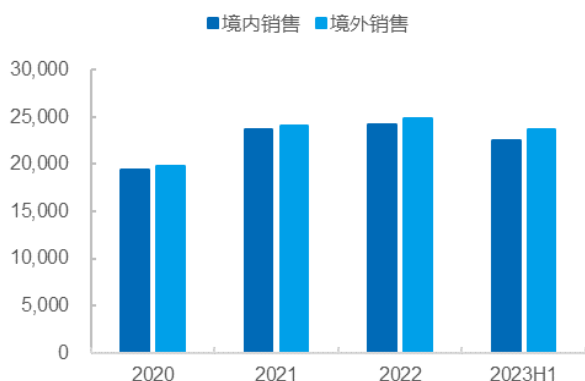


2023 年及之前,公司的境外销售主要为境内制造产品销售至境外,客户主要为晶澳科技、隆基绿能的境外子公司,因边框成品的境外定价模式为境内同种产品定价加上海外加成本(包括海外包装费、运费等),公司境外销售均价较境内高约 1.5%-5%,销售毛利率较境内高约 3PCT(除 2022 年运输费用率提升、部分客户消化高价库存导致毛利率下降)。

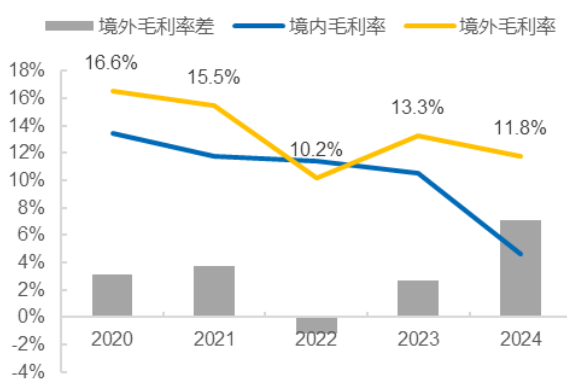
2023 年公司开始开拓土耳其 EEI 等海外客户,因海外客户加工费定价高于境内客户,公司境外销售毛利率快速提升至 13.3%。

2024 年公司持续开拓海外客户,同时海外越南基地逐步投产放量,因海外边框产能相对稀缺,客户对海外制造边框产品的价格承受能力较高,光伏边框产品境外加工费具有显著溢价,在边框行业盈利承压的背景下,2024 年公司境外销售毛利率仍维持 11.8%,较境内毛利率优势提升至 7.12 PCT。

图表35: 公司境外销售均价更高(元/吨)



图表36: 2024 年公司境外销售毛利率优势拉大



来源: 公司公告, 国金证券研究所

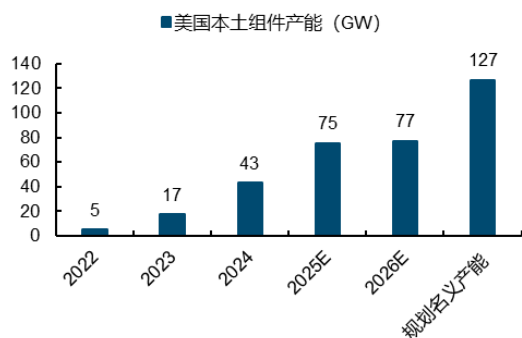
来源: 公司公告, 国金证券研究所

目前公司越南基地主要面向美国、印度等海外市场,加工费较国内具有明显溢价。

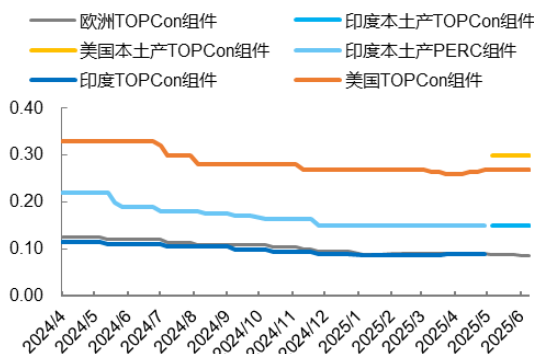
印度市场针对国内边框产能的高额关税提升公司越南产能的成本竞争力,加工费较国内产品具有显著溢价。

美国方面,近年 IRA 补贴推动美国本土组件产能快速释放,根据 infolink 统计,2024 年末美国本土组件产能提升至 43GW,2025 年末有望提升至 75GW。本土组件产能释放带动光伏边框等辅材需求高增,同时考虑美国市场对组件价格及成本承受能力较高,美国市场边框加工费溢价较高,有望给公司贡献显著的超额利润。

图表37: 美国本土组件产能快速增长



图表38: 美国、印度本土产组件溢价明显(美元/W)



来源: InfoLink, 国金证券研究所

来源: InfoLink, 国金证券研究所

短期看,相较国内产能,海外扩产对企业资金、投资及运营能力要求更高,公司有望凭借领先的越南产能布局进一步拉开与二三线企业在订单、盈利能力上的差距,提升公司竞争力和盈利能力,助力公司份额提升。

中长期看,以美国为代表的地区对华、对东南亚的光伏贸易挑衅或长期存在,甚至持续抬高,在这一趋势下,光伏制造供应链的再全球化将是大势所趋,具备丰富的跨国生产经营经验和异地扩张能力的企业,有望在这一再全球化过程中进一步扩大竞争优势和市占率,并维持一定幅度的壁垒超额利润。

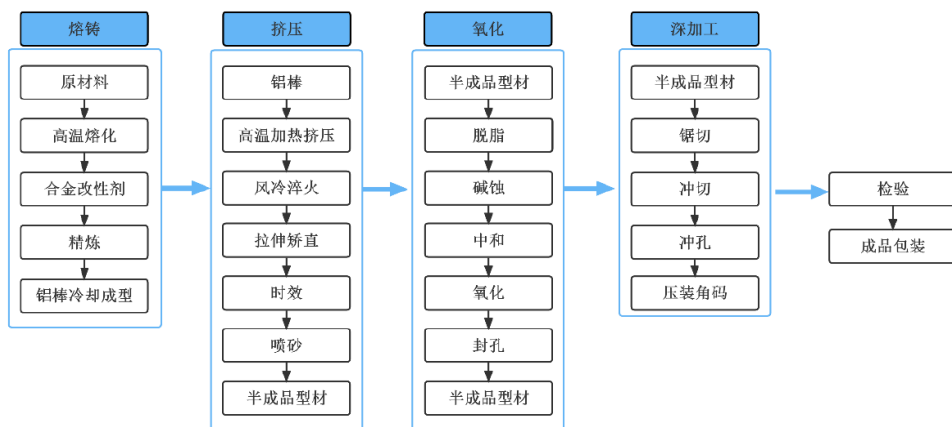


3.3 布局再生铝推进降本及低碳，新合金方案提升产品竞争力

公司光伏边框生产涵盖了熔铸、挤压、氧化、深加工四个环节，与部分企业外购铝棒加工不同，公司的熔铸车间可将生产过程中产生的废铝熔铸为铝棒（再生铝），每吨再生铝边框的生产能耗仅为原生铝的 3%，二氧化碳、甲烷等温室气体排放量仅为原生铝的 1/5。每生产 1 吨再生铝可节约 3.4 吨标煤、14 吨水资源，减少固废排放 20 吨，不仅实现节能减排，也提高了废铝的循环利用率，有效降低生产成本。

目前公司拥有 43 万吨再生铝产能（芜湖 38 万吨、常州 5 万吨），2025 年 5 月公司再生铝原料使用比例达到 50%，持续提升成本竞争力。

图表39：公司边框生产涵盖熔铸、挤压、氧化、深加工四个环节



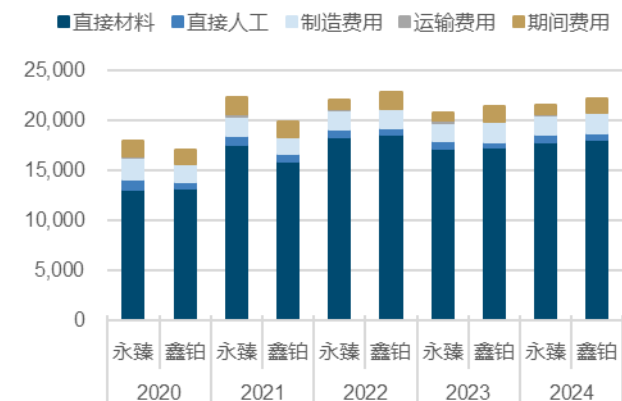
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

技术方面，公司拥有“一模多孔”模具的自主研发及批量制造能力，对多孔模具的研发进行了不断总结，逐步形成了自身的设计规范，对分流孔流量分配、模具厚度等关键点拥有高精度的控制能力，可满足下游客户定制化的需求，自主设计开模，在保证产品的质量，兼顾型材生产效率、减低生产成本。

公司持续进行成本及费用优化，叠加 2022 年起出货大幅提升带来摊销下降，公司单位生产成本及制造费用优势逐步凸显。2024 年公司芜湖、越南基地投产爬坡导致单位制造费用有所上升，预计随产能利用率提升后续具有下降空间。

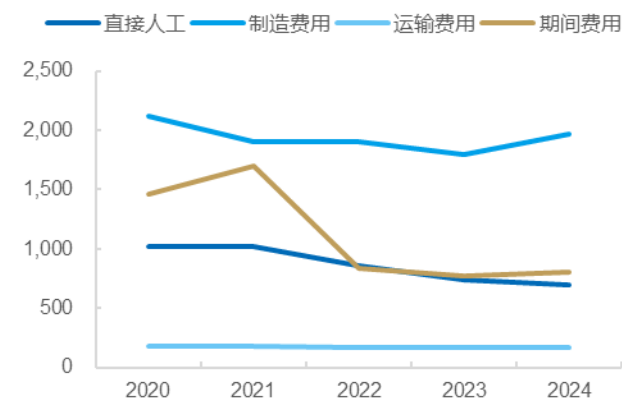
图表40：2022 年起公司单位生产成本及制造费用优势凸显（元/吨）

图表41：公司单位人工及期间费用持续下降（元/吨）



来源：Wind，国金证券研究所；鑫铂股份未拆分光伏产品成本，使用“铝制品”口径数据

口径数据



来源：Wind，国金证券研究所

2025 年 2 月 18 日公司正式推出永臻新合金+标准边框方案，可在提高边框力学性能的同时降低边框套重，帮助下游客户降本（整体重量减轻约 10%）、降本，同时通过标准化产品提高产品一致性，有效降低公司边框生产成本。目前，新合金标准边框项目推进顺利，已实现向部分客户批量供货，有望凭借成本及性能优势推动公司份额及盈利提升。



3.4 “大客户战略”绑定组件龙头，行业下行期经营风险可控

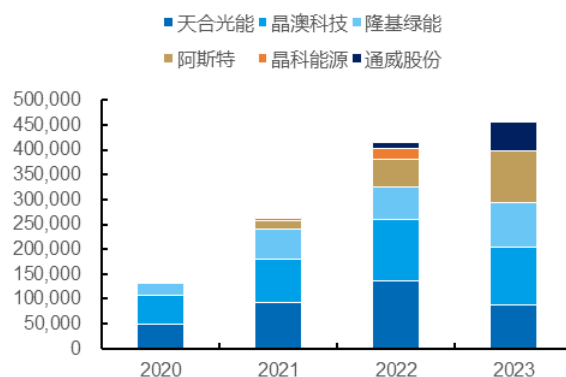
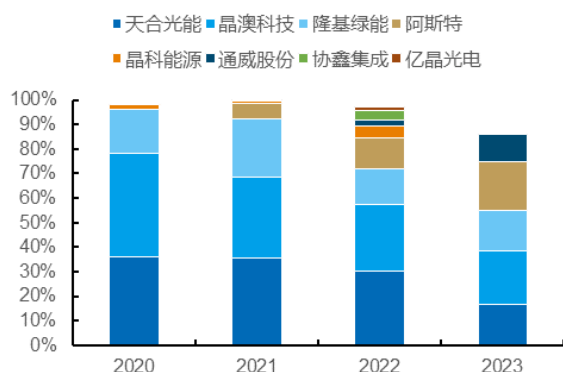
光伏边框属于光伏组件的重要辅材，起到封装电池片、玻璃、背板等材料和保护光伏组件的作用，需要产品拥有较强的承载能力和耐腐蚀特性。头部组件企业采购需求较大，对产品的可靠性、稳定的产品交付能力具有较高需求，为保证产品质量稳定、降低供应商开发与管理难度，倾向于与固定的供应商形成持续稳定的合作，一旦确定合作伙伴并纳入上游供应商体系，光伏组件厂商会慎重考虑更换供应商所带来的不确定风险，为保证产品质量稳定，一般不会轻易更换光伏边框供应商，双方会保持长期稳定的合作关系。

公司秉承大客户战略，与天合光能、晶澳科技、隆基绿能、晶科能源等头部组件企业建立了长期良好的合作关系，前五大客户稳定为头部组件厂商，2024 年公司前五大客户收入占主营业务收入的比例达 71.63%，应收账款坏账风险较低，行业下行期经营风险相对可控。

此外，当前时点光伏行业整体经营承压，随着尾部落后产能逐步出清，头部组件企业份额有提升的趋势，随着下游组件环节头部化推进，公司市占率有望进一步提高。

图表42：公司头部客户均为头部组件企业（收入占比）

图表43：公司头部组件企业销售金额持续增长（万元）



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

4 收购捷诺威切入高成长赛道，打造第二成长曲线

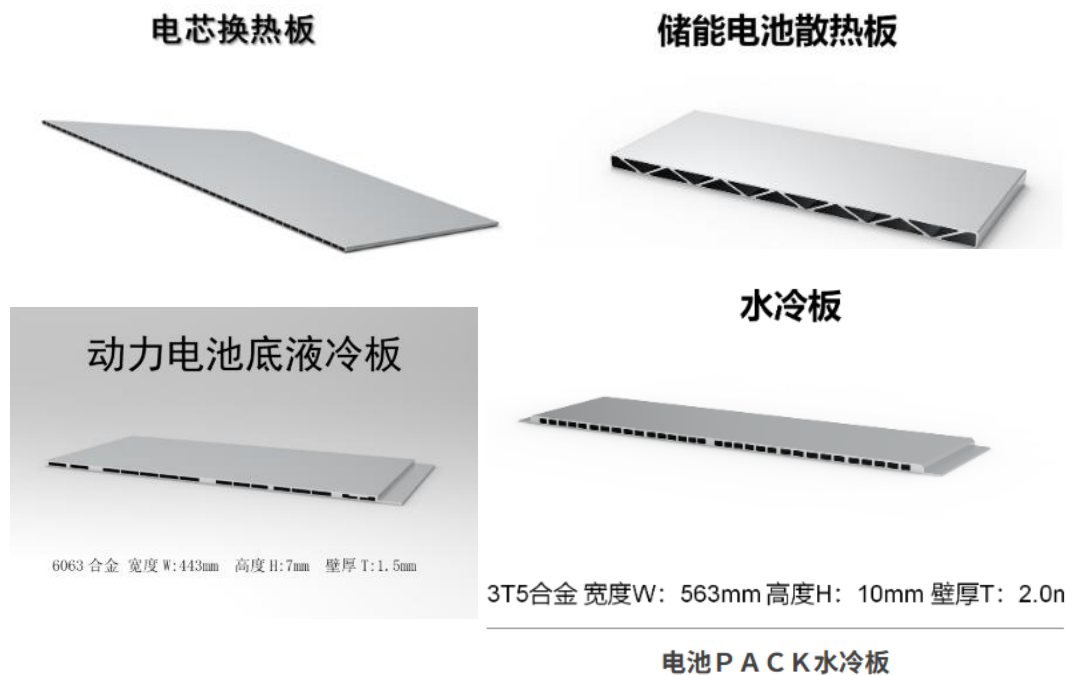
7月22日公司公众号公告完成收购浙江捷诺威汽车轻量化科技有限公司，布局汽车轻量化、储能、数据中心液冷等领域。

捷诺威成立于2019年4月，专注于新能源汽车、5G、轨道交通、电子电器及全铝家居等行业的轻量化铝材及结构，其自主研发的扁挤压装备技术攻克了宽幅薄壁铝型材挤压的全部关键难点，填补了直接挤压超宽超薄铝型材的行业空白，2023年负责制修订《汽车用宽幅薄壁铝及铝合金挤压型材》标准，工艺技术处于国际领先水平。

捷诺威产品广泛应用于汽车电池托盘及液冷系统、储能电池托盘及液冷系统、数据中心液冷系统、5G天线、轨道交通及高端装饰材料等领域，先后与国内头部企业进行合作并提供产品和技术解决方案。



图表44：捷诺威部分产品



来源：捷诺威官网，国金证券研究所

国内外利好政策的推动下储能需求的持续增长，近年来储能温控市场规模持续扩大，随着充放电信率的提升、中高功率储能产品的普及，液冷技术的渗透率逐渐提升，根据中商产业研究院预测，2024 年我国液冷温控渗透率提升至 35%，2025 年渗透率将超过 40%；2024 年中国储能温控市场规模达到 17.6 亿元，2025 年达到 20 亿元。

此外，随着“东数西算”等国家战略的推进实施，近年来我国数据中心也处于快速发展阶段，带动了对液冷温控产品的巨大需求。根据赛迪研究院等机构预估，我国数据中心液冷市场规模将有望从 2022 年的 221.81 亿元提升至 2025 年的 1635.19 亿元，呈爆发式增长。

图表45：中国新型储能累计投运装机规模预测（GW）



来源：CNESA，国金证券研究所

热管理液冷需求持续高速增长背景下，公司收购捷诺威完善高端铝型材领域布局，有望整合捷诺威的技术与资源，开拓新能源汽车（电池托盘及液冷系统）、储能设备（电池托盘及液冷系统）、数据中心液冷系统、5G、轨道交通等业务领域，依托公司优势扩充产能抢占市场，快速切入热管理液冷等高潜力成长赛道，丰富自身的产品结构，进一步拓展业务边界，打造第二增长曲线。



5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

光伏边框业务

- 1) 销量：2024 年末公司具有光伏边框产能 69 万吨，其中芜湖 27 万吨、越南 18 万吨尚在爬产，2025 年 5 月公司越南产能爬坡进度达 50% 以上。公司股权激励业绩考核目标 1（行权系数 100%）为 2025-2027 年营业收入不低于 120/160/200 亿元或出货量不低于 60/80/100 万吨，考核目标 2（行权系数 90%）为 2025-2027 年营业收入不低于 108/144/180 亿元或出货量不低于 54/72/90 万吨。考虑到公司越南稀缺产能释放、成本及产品性能优势有望带动份额提升，我们预计公司 2025-2027 年实现光伏边框产品出货 60/72/90 万吨，同比增长 72%/20%/25%，其中越南基地出货 10/18/18 万吨。
- 2) 价格：公司边框产品采用“公开市场铝价+固定加工费”定价模式，我们预计 2025-2027 年铝现货均价维持 2.03 万元/吨，2025 年国内加工费承压、2026-2027 年行业景气度修复带动加工费略回升，海外其他产能陆续放量导致海外加工费有所下降。
- 3) 成本：2024 年公司芜湖、越南产能投产及爬产导致单位制造费用偏高，预计 2025 年单位制造费用随产能释放后生产效率提升逐步下降，2026 年因包头基地投产后略有上升。

综合上述假设，我们预计 2025-2027 年公司光伏边框产品营业收入将达到 131、160、198 亿元，同比增速 73%、22%、24%，2025 年营收增速较高主要因公司新增产能投放带动出货量及市占率提升，考虑到公司越南产能相对稀缺，且边框环节竞争加剧后二三线企业盈利及资金压力加大，公司作为头部企业，有望在行业景气度较低时实现份额提升；2025 年公司光伏边框产品毛利率下降至 4.2%，2026-2027 年随越南产能放量、行业加工费修复逐步回升至 5.4%、5.7%。

图表46：公司光伏边框业务假设

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入（亿元）	44.6	51.6	76.0	131.2	159.6	197.9
YOY	70.1%	15.9%	47.1%	72.7%	21.6%	24.0%
销量（万吨）	18.6	23.1	34.85	60	72	90
YOY	66.5%	23.9%	50.9%	72.2%	20.0%	25.0%
单价（元/吨）	23,893	22,356	21,801	21,865	22,165	21,993
YOY	2.2%	-6.4%	-2.5%	0.3%	1.4%	-0.8%
成本（亿元）	39.5	46.1	72.0	125.7	151.0	186.6
毛利（亿元）	5.0	5.6	4.0	5.5	8.5	11.3
YOY	61.0%	10.8%	-28.8%	38.8%	55.8%	32.1%
毛利率	11.24%	10.74%	5.20%	4.18%	5.36%	5.71%

来源：公司公告，国金证券研究所测算

其他业务

7 月公司完成收购捷诺威，预计下半年并表贡献利润；考虑到捷诺威下游新能源汽车、储能液冷、数据中心液冷等需求高速增长，且捷诺威已经具有一定客户积累，收购后将迅速扩充产能抢占市场，预计 2026 年出货量快速增长，带动收入及利润增长。预计 2025-2027 年贡献收入 1.25/7.5/20 亿元，毛利率 12%/12%/12%。

2025 年 6 月 19 日公司公告投资 13.1 亿元于包头建设 30 万千瓦/180 万千瓦时电网侧独立储能示范项目，预计 2025 年底前并网。我们预计储能电站 2026 年起贡献收入，测算 2026-2027 年贡献收入 2.2/2.9 亿元，毛利率 25%。

预计公司光伏支架及 BIPV 业务略有增长，盈利能力 2026 年起略有修复；光伏其他产品及其他业务相对稳定。



图表47：公司其他业务假设

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
捷诺威						
收入（亿元）				1.25	7.50	20.00
YOY					500.0%	166.7%
毛利（亿元）				0.15	0.90	2.40
毛利率				12.00%	12.00%	12.00%
储能电站						
收入（亿元）					2.16	2.88
YOY						33.3%
毛利（亿元）					0.54	0.72
毛利率					25.0%	25.0%
合计						
收入（亿元）	51.81	53.91	81.83	133.86	168.56	219.46
YOY	75.5%	4.1%	51.8%	63.6%	25.9%	30.2%
毛利（亿元）	4.69	5.76	4.17	5.72	9.54	13.79
毛利率	9.0%	10.7%	5.1%	4.3%	5.7%	6.3%

来源：公司公告，国金证券研究所测算

预计公司 2025-2027 年实现营业收入 134/169/219 亿元，同增 64%/26%/30%；综合毛利率 4.27%/5.66%/6.28%。考虑到 2025 年公司芜湖、越南基地放量带动销量及收入增长，预计公司 2025 年销售/管理/研发费用率略下降至 0.32%/0.93%/1.15%，2026-2027 年维持稳定。

综合以上假设，预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 1.23/3.70/5.74 亿元，同比-54%/+201%/+55%。

5.2 投资建议及估值

截至 2025 年 8 月 8 日收盘，公司对应 PE 为 41、14、9 倍。我们采用可比公司估值法，选取辅材龙头福斯特、福莱特、美畅股份，及在新能源汽车材料等领域有所布局的海优新材、金博股份作为可比公司，2025-2027 年 5 家可比公司的 PE 中位数分别为 45、28、16 倍。我们认为，边框环节竞争加剧后二三线企业盈利及资金压力加大，公司有望凭借越南稀缺产能放量、边框成本及产品性能优势实现边框份额提升，同时收购捷诺威布局高端铝型材拓宽高潜力市场，考虑公司成长性，给予公司 2026 年 15 倍估值，目标价 23.40 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表48：可比公司估值表（截至 2025/8/8 收盘）

代码	名称	总市值 (亿元)	股价 (元)	归母净利润（亿元）				PE			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
603806.SH	福斯特	388	14.87	13.08	17.22	20.07	23.33	27.93	21.21	18.20	15.65
601865.SH	福莱特	372	17.21	10.07	18.43	23.28	27.91	34.71	18.96	15.01	12.52
300861.SZ	美畅股份	99	14.73	1.46	1.45	3.09	4.25	68.47	68.71	32.24	23.44
688680.SH	海优新材	41	48.42	-5.58	-1.47	0.33	2.19			126.16	19.28
688598.SH	金博股份	55	27.16	-8.15	0.35	1.89	3.69		150.52	28.15	14.38
	中位数							34.71	44.96	28.15	15.65
603381.SH	永臻股份	50	21.13	2.68	1.23	3.70	5.74	18.76	40.87	13.59	8.76

来源：Wind，国金证券研究所



6 风险提示

国际贸易环境恶化：美东时间 4 月 2 日，白宫宣布对全球大部分国家征收进口关税，部分国家将征收更加高额的对等关税，若后续对等关税政策有所变化，将影响公司及其客户对美出口产品的生产成本，一定程度影响美国终端光伏需求；若加征的关税无法全额向下游传导，将影响公司越南产能的盈利能力。

行业需求不及预期：若光伏行业需求增长不及预期，可能会对公司收入及业绩产生不利影响。

行业竞争加剧：当前光伏行业供需矛盾凸显，若边框行业落后产能出清不及时，过度竞争局面可能持续，从而影响公司盈利水平。

新业务拓展不及预期：2025 年 7 月公司收购浙江捷诺威汽车轻量化科技有限公司布局汽车轻量化、储能、数据中心液冷等领域，若相关业务拓展不及预期，会对公司利润造成不利影响。

限售股解禁：2025 年 6 月 26 日公司有 8875.5 万股（占比 37.41%）限售股解禁。

资金需求量大：2025 年 6 月 19 日公司公告投资 13.1 亿元于包头建设 30 万千瓦/180 万千瓦时电网侧独立储能示范项目，短期资金需求量较大。

存货及应收账款大幅增长：2024 年末公司存货/应收账款较 2023 年末分别同比增长 139%/103%。


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	5,181	5,391	8,183	13,386	16,856	21,946
增长率	4.1%	51.8%	63.6%	25.9%	30.2%	
主营业务成本	-4,712	-4,815	-7,766	-12,814	-15,901	-20,567
%销售收入	91.0%	89.3%	94.9%	95.7%	94.3%	93.7%
毛利	469	576	417	572	954	1,379
%销售收入	9.0%	10.7%	5.1%	4.3%	5.7%	6.3%
营业税金及附加	-14	-23	-40	-54	-67	-88
%销售收入	0.3%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-11	-19	-28	-43	-54	-70
%销售收入	0.2%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	-47	-50	-79	-124	-157	-204
%销售收入	0.9%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
研发费用	-66	-67	-97	-154	-194	-252
%销售收入	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
息税前利润 (EBIT)	330	416	174	197	482	765
%销售收入	6.4%	7.7%	2.1%	1.5%	2.9%	3.5%
财务费用	-32	-41	-77	-138	-172	-217
%销售收入	0.6%	0.8%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
资产减值损失	-17	-11	-34	-37	-8	-13
公允价值变动收益	0	-4	-15	0	0	0
投资收益	-30	-29	-36	-30	-30	-30
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
营业利润	275	413	216	142	423	654
营业利润率	5.3%	7.7%	2.6%	1.1%	2.5%	3.0%
营业外收支	4	2	-2	-2	-2	-2
税前利润	279	416	214	140	421	652
利润率	5.4%	7.7%	2.6%	1.0%	2.5%	3.0%
所得税	-33	-45	54	-17	-50	-78
所得税率	11.7%	10.7%	-25.2%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	246	371	268	123	370	574
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	246	371	268	123	370	574
净利率	4.7%	6.9%	3.3%	0.9%	2.2%	2.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	246	371	268	123	370	574
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	85	90	187	347	417	532
非经营收益	43	45	2	176	228	281
营运资金变动	-1,594	-1,743	-4,215	-986	-1,251	-2,170
经营活动现金净流	-1,220	-1,237	-3,758	-339	-236	-783
资本开支	-180	-1,530	-616	-732	-1,058	-1,058
投资	0	0	-50	0	0	0
其他	0	2	-10	-30	-30	-30
投资活动现金净流	-180	-1,528	-676	-762	-1,088	-1,088
股权募资	0	0	1,330	0	0	0
债权募资	800	1,089	-115	1,522	1,906	2,707
其他	468	1,470	3,426	-181	-270	-364
筹资活动现金净流	1,268	2,558	4,641	1,341	1,636	2,343
现金净流量	-127	-218	207	239	312	473

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	732	495	1,051	1,290	1,601	2,074
应收款项	1,759	2,067	4,241	4,855	6,022	7,841
存货	363	503	1,203	1,467	1,647	2,130
其他流动资产	40	249	494	557	619	712
流动资产	2,894	3,314	6,988	8,169	9,889	12,757
%总资产	71.2%	51.8%	65.0%	66.0%	67.1%	70.3%
长期投资	0	0	50	50	50	50
固定资产	810	2,657	3,161	3,557	4,204	4,742
%总资产	19.9%	41.5%	29.4%	28.8%	28.5%	26.1%
无形资产	158	261	390	390	390	389
非流动资产	1,172	3,087	3,769	4,200	4,846	5,383
%总资产	28.8%	48.2%	35.0%	34.0%	32.9%	29.7%
资产总计	4,067	6,401	10,757	12,368	14,736	18,140
短期借款	1,487	2,405	6,045	7,567	9,473	12,181
应付款项	207	672	564	567	704	911
其他流动负债	363	81	119	108	137	169
流动负债	2,056	3,158	6,728	8,242	10,314	13,260
长期贷款	0	808	0	0	0	0
其他长期负债	179	242	278	276	276	275
负债	2,235	4,208	7,006	8,518	10,590	13,535
普通股股东权益	1,832	2,193	3,751	3,850	4,146	4,605
其中：股本	178	178	237	237	237	237
未分配利润	251	606	862	960	1,256	1,715
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	4,067	6,401	10,757	12,368	14,736	18,140

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.383	2.084	1.130	0.519	1.560	2.419
每股净资产	10.294	12.325	15.812	16.227	17.475	19.410
每股经营现金净流	-6.857	-6.952	-15.841	-1.431	-0.994	-3.298
每股股利	0.000	0.000	0.260	0.104	0.312	0.484
回报率						
净资产收益率	13.43%	16.91%	7.15%	3.20%	8.93%	12.46%
总资产收益率	6.05%	5.79%	2.49%	1.00%	2.51%	3.16%
投入资本收益率	8.69%	6.82%	2.22%	1.51%	3.11%	4.00%
增长率						
主营业务收入增长率	75.49%	4.05%	51.80%	63.58%	25.92%	30.20%
EBIT 增长率	87.70%	26.13%	-58.09%	12.76%	145.17%	58.56%
净利润增长率	159.73%	50.74%	-27.71%	-54.10%	200.79%	55.04%
总资产增长率	34.32%	57.41%	68.04%	14.98%	19.14%	23.10%
资产管理能力						
应收账款周转天数	49.7	73.1	87.6	80.0	78.0	78.0
存货周转天数	25.3	32.8	40.1	42.0	38.0	38.0
应付账款周转天数	3.1	4.0	4.2	4.2	4.2	4.2
固定资产周转天数	47.3	99.6	105.4	77.9	74.8	65.6
偿债能力						
净负债/股东权益	41.24%	123.94%	133.13%	163.05%	189.86%	219.45%
EBIT 利息保障倍数	10.4	10.2	2.3	1.4	2.8	3.5
资产负债率	54.96%	65.74%	65.13%	68.87%	71.86%	74.61%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究