

爱旭股份 (600732)

2025 年中报点评: ABC 出货高增, 单季度盈利转正

2025 年 08 月 11 日

买入 (上调)

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书: S0600523070003
guoyn@dwzq.com.cn

证券分析师 徐铖嵘

执业证书: S0600524080007
xucr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	27,170	11,155	22,194	29,765	40,137
同比 (%)	(22.54)	(58.94)	98.95	34.12	34.84
归母净利润 (百万元)	756.76	(5,319.43)	383.49	1,562.44	2,493.35
同比 (%)	(67.54)	(802.92)	107.21	307.42	59.58
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.41	(2.91)	0.21	0.86	1.37
P/E (现价&最新摊薄)	34.70	(4.94)	68.48	16.81	10.53

投资要点

- **事件:** 公司 2025H1 收入 84.46 亿, 同比+63.63%; 净利润-2.38 亿, 同比+33%; 扣非净利润-4.24 亿; 毛利率 4.04%, 同比+7.11pct。其中 Q2 收入 43.1 亿, 同环比+62.76%/+4.23%; 归母净利润 0.63 亿; 扣非净利润 0.42 亿; 毛利率 7.40%, 同环比+21.64pct/+6.87pct; 归母净利率 1.46%, Q2 扭亏为盈。
- **ABC 组件产销两旺、超额盈利持续兑现。** 2025H1 公司 ABC 组件出货 8.57GW, 同增超 400%; 其中 Q2 公司 BC 组件出货约 4GW+, 测算 ABC 组件毛利约 10%, 我们预计单瓦盈利约 5-6 分, 主要受益于海外占比提升 (40%+) + 海外溢价足盈利强 (海外 BC 组件近 1 元/w, 测算盈利近 10-12 分/w) + 成本优化。国内溢价保持约 5 分+, 测算单瓦盈利约 1 分。电池出货约 5GW+ (P 型 3.5GW+TOPCon1.7GW), 测算单瓦亏损约 4-5 分。展望 Q3 我们预计公司持续保持满产满销, 海外占比保持 40%+, 保持稳健; 我们预计全年 ABC 组件出货 20gw, 同比高增、ABC 放量渗透。光伏反内卷持续推进, 电池组件价格有望进一步修复。
- **现金流持续优化、定增获交易所通过。** 公司经营情况持续优化, BC 组件溢价陆续兑现。公司 Q2 费用率约 7.9%, 较 Q1 降低 1.25pct; Q2 末存货 20.6 亿, 环比持平略增; Q2 经营性净现金流 11.39 亿, 环比+59.08%, 持续改善。7.4 日定增申请获上交所审核通过, 后续进入证监会注册环节。若定增顺利发行, 有望助力公司现有 BC 基地后续建设+补充流动资金, 持续改善经营情况!
- **盈利预测与投资评级:** 由于 BC 新技术差异化逐步体现, 公司单季度盈利转正, 我们调整公司 2025-2027 年归母净利润至 3.8/15.6/24.9 亿元 (此前预期 25-26 年归母净利润 7.7/17.9 亿元), 同增 107%/307%/60%, 对应 PE 为 68/17/11 倍, 评级由“增持”上调为“买入”。
- **风险提示:** 竞争加剧, 政策不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.38
一年最低/最高价	7.36/17.18
市净率(倍)	8.11
流通 A 股市值(百万元)	22,796.86
总市值(百万元)	26,262.35

基础数据

每股净资产(元,LF)	1.77
资产负债率(% ,LF)	85.75
总股本(百万股)	1,826.31
流通 A 股(百万股)	1,585.32

相关研究

《爱旭股份(600732): 2024 年业绩预告点评: 行业低谷业绩承压, ABC 出货持续高增》

2025-02-06

《爱旭股份(600732): ABC 逐步出货, PERC 改造启动》

2024-06-02

爱旭股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7,498	22,901	17,653	47,943	营业总收入	11,155	22,194	29,765	40,137
货币资金及交易性金融资产	1,914	13,646	11,451	36,860	营业成本(含金融类)	12,264	20,146	25,283	34,038
经营性应收款项	1,653	1,587	2,799	3,185	税金及附加	63	83	42	56
存货	2,550	6,304	2,023	6,486	销售费用	470	699	833	843
合同资产	59	4	6	8	管理费用	959	901	1,101	1,204
其他流动资产	1,323	1,360	1,373	1,403	研发费用	694	444	566	722
非流动资产	27,025	25,205	23,759	22,118	财务费用	563	615	765	939
长期股权投资	3	3	3	3	加:其他收益	1,054	1,332	595	401
固定资产及使用权资产	17,817	20,255	19,203	17,338	投资净收益	(58)	(49)	30	80
在建工程	5,055	1,013	204	42	公允价值变动	(209)	0	0	0
无形资产	1,013	1,092	1,144	1,178	减值损失	(2,997)	(110)	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(30)	(22)	(30)	(20)
长期待摊费用	11	14	17	20	营业利润	(6,097)	455	1,771	2,795
其他非流动资产	3,126	2,827	3,187	3,536	营业外净收支	(344)	(29)	(35)	(25)
资产总计	34,523	48,106	41,412	70,061	利润总额	(6,441)	426	1,736	2,770
流动负债	18,045	27,591	16,432	39,882	减:所得税	(1,047)	43	174	277
短期借款及一年内到期的非流动负债	7,135	6,790	7,914	8,759	净利润	(5,394)	383	1,562	2,493
经营性应付款项	9,174	19,703	6,985	28,945	减:少数股东损益	(74)	0	0	0
合同负债	905	292	405	647	归属母公司净利润	(5,319)	383	1,562	2,493
其他流动负债	831	807	1,129	1,532	每股收益-最新股本摊薄(元)	(2.91)	0.21	0.86	1.37
非流动负债	11,525	15,194	18,098	20,804	EBIT	(4,820)	1,262	2,536	3,674
长期借款	7,027	10,572	13,072	15,451	EBITDA	(2,997)	3,842	5,268	6,475
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	(9.94)	9.22	15.06	15.19
租赁负债	13	136	448	824	归母净利率(%)	(47.69)	1.73	5.25	6.21
其他非流动负债	4,485	4,487	4,578	4,529	收入增长率(%)	(58.94)	98.95	34.12	34.84
负债合计	29,570	42,786	34,529	60,685	归母净利润增长率(%)	(802.92)	107.21	307.42	59.58
归属母公司股东权益	3,554	3,921	5,484	7,977					
少数股东权益	1,399	1,399	1,399	1,399					
所有者权益合计	4,953	5,320	6,883	9,376					
负债和股东权益	34,523	48,106	41,412	70,061					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(4,520)	10,268	(4,212)	23,757	每股净资产(元)	1.94	2.15	3.00	4.37
投资活动现金流	(1,960)	(1,237)	(1,205)	(938)	最新发行在外股份(百万股)	1,826	1,826	1,826	1,826
筹资活动现金流	5,462	2,681	3,191	2,550	ROIC(%)	(21.53)	5.41	8.93	10.54
现金净增加额	(1,064)	11,712	(2,225)	25,370	ROE-摊薄(%)	(149.66)	9.78	28.49	31.26
折旧和摊销	1,823	2,580	2,732	2,801	资产负债率(%)	85.65	88.94	83.38	86.62
资本开支	(1,927)	(1,107)	(988)	(853)	P/E (现价&最新股本摊薄)	(4.94)	68.48	16.81	10.53
营运资本变动	(3,730)	6,189	(9,219)	17,758	P/B (现价)	7.39	6.70	4.79	3.29

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A股市场基准为沪深300指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普500指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证50指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上;
- 增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间;
- 中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间;
- 减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持:预期未来6个月内,行业指数相对强于基准5%以上;
- 中性:预期未来6个月内,行业指数相对基准-5%与5%;
- 减持:预期未来6个月内,行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码:215021

传真:(0512)62938527

公司网址:<http://www.dwzq.com.cn>