

盈利修复显著，海外市场持续突破

2025 年 08 月 11 日

► **事件：**2025 年 8 月 8 日，公司发布 2025 年半年报，根据公告，公司 25 年上半年实现收入 84.46 亿元，同比+63.63%，归母净利润-2.38 亿元，扣非归母净利润为-4.24 亿元。分季度看，公司 25Q2 实现收入 43.11 亿元，同比+62.77%，环比+4.23%，归母净利润为 0.63 亿元，扣非归母净利润为 0.42 亿元，总体来看公司盈利改善较为显著，在行业底部逆势实现扭亏为盈，并于上半年累计实现 18.55 亿元的经营活动现金净流入额，有效保障公司运营资金周转和财务安全性，为后续发展奠定扎实根基。

► **BC 产品产销两旺，海外占比持续提升，溢价能力显著。**25 年上半年公司 ABC 产品销量提升显著，出货量达到 8.57GW，同比+400%，海外占比超过 40%，高价值市场持续突破，ABC 组件收入在公司总营收的占比持续提升，由 2024 年上半年的 32.96%提升至 2025 年上半年的 74.44%。订单方面，25 年上半年公司海内外组件采购订单合计约 10GW，从价格上看，海外高价值分布式市场 BC 的溢价在 10%-50%左右，第三代满屏组件的溢价达到 50%以上，随着公司海外占比的持续提升，叠加显著的溢价能力，看好公司后续的业绩成长性。

► **效率行业领先，集中式市场加速进攻。**公司产品效率行业领先，第二代 N 型 ABC 组件量产交付转换效率达 24.4%连续 29 个月位居全球商业化量产组件效率榜首。公司持续进行技术创新，通过汇流条后置、精准叠焊技术等工艺创新，推出第三代“满屏”组件，使电池有效覆盖率进一步提升，并将组件量产转换效率提升到 25%以上，该产品已于 2025 年 3 月率先对欧洲分布式等高价值市场启动批量交付，引领行业进入 25%新时代。集中式场景方面，公司针对集中式高双面率要求，推出了 80%±5%双面率 BC 组件产品，今年以来已经先后入围多个集中式项目，并中标大唐集团 1GW BC 光伏组件标段，看好 BC 在集中式场景的渗透率持续提升。

► **定增方案落地，先进产能持续推进，资金结构有望优化。**7 月 30 日，公司定增方案获得证监会注册许可，公司拟募资 35 亿元，主要用于义乌六期 15GW 搞笑晶硅电池项目以及补充流动资金。本次项目有望助力公司现金产能建设的同时，进一步优化公司财务结构，有利于公司长期可持续发展。

► **投资建议：**我们预计公司 25-27 年营收分别为 192.62/286.28/355.17 亿元，归母净利润分别为 2.11/14.98/21.97 亿元，25-27 年对应 PE 分别为 125x/18x/12x。公司盈利能力边际改善显著，后续随着规模效应的凸显和降本增效的持续推进，叠加高层对于“反内卷”重视程度提升，以及海外市场持续扩张，公司业绩有望持续改善，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**下游需求不及预期、市场竞争加剧、海外市场开拓不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	11,155	19,262	28,628	35,517
增长率 (%)	-58.9	72.7	48.6	24.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	-5,319	211	1,498	2,197
增长率 (%)	-802.9	104.0	611.0	46.7
每股收益 (元)	-2.91	0.12	0.82	1.20
PE	/	125	18	12
PB	7.4	7.2	5.1	3.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 8 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

14.38 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 林誉韬

执业证书：S0100524070001

邮箱：linyutao@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

邮箱：zhubiye@mszq.com

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

邮箱：wangyiru_yj@mszq.com

相关研究

- 1.爱旭股份 (600732.SH) 2025 年半年度业绩预告点评：Q2 盈利转正，海外市场+新技术助力公司穿越周期-2025/07/12
- 2.爱旭股份 (600732.SH) 2024 年年报及 2025 年一季报点评：业绩边际改善，出货量大幅提升-2025/05/04
- 3.爱旭股份 (600732.SH) 2024 年半年报点评：ABC 组件开始放量，差异化竞争引领技术变革-2024/09/03
- 4.爱旭股份 (600732.SH) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：ABC 放量在即，加码 TOPCon 优化产品矩阵-2024/04/28

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	11,155	19,262	28,628	35,517
营业成本	12,264	16,929	23,954	29,462
营业税金及附加	63	116	172	213
销售费用	470	578	859	1,066
管理费用	959	751	1,117	1,385
研发费用	694	308	458	568
EBIT	-4,820	965	2,642	3,534
财务费用	563	433	463	432
资产减值损失	-2,992	-282	-399	-491
投资收益	-58	0	0	0
营业利润	-6,097	250	1,780	2,610
营业外收支	-344	0	0	0
利润总额	-6,441	250	1,780	2,610
所得税	-1,047	38	267	392
净利润	-5,394	213	1,513	2,219
归属于母公司净利润	-5,319	211	1,498	2,197
EBITDA	-2,997	2,928	4,818	5,953

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,914	1,593	4,182	7,697
应收账款及票据	1,085	1,478	2,196	2,725
预付款项	405	508	719	884
存货	2,550	3,243	4,589	5,644
其他流动资产	1,544	1,646	1,849	2,006
流动资产合计	7,498	8,468	13,534	18,955
长期股权投资	3	3	3	3
固定资产	17,791	19,386	20,835	22,273
无形资产	1,013	1,013	1,013	1,013
非流动资产合计	27,025	27,084	26,871	26,627
资产合计	34,523	35,551	40,405	45,582
短期借款	3,643	6,843	6,843	6,843
应付账款及票据	9,174	8,349	11,157	13,722
其他流动负债	5,228	5,222	5,729	6,122
流动负债合计	18,045	20,414	23,729	26,687
长期借款	7,027	5,618	5,618	5,618
其他长期负债	4,498	4,454	4,480	4,480
非流动负债合计	11,525	10,072	10,098	10,098
负债合计	29,570	30,486	33,827	36,785
股本	1,828	1,826	1,826	1,826
少数股东权益	1,399	1,401	1,416	1,438
股东权益合计	4,953	5,066	6,578	8,797
负债和股东权益合计	34,523	35,551	40,405	45,582

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-58.94	72.67	48.62	24.06
EBIT 增长率	-504.69	120.02	173.68	33.77
净利润增长率	-802.92	103.96	611.02	46.68
盈利能力 (%)				
毛利率	-9.94	12.11	16.33	17.05
净利率	-47.69	1.09	5.23	6.18
总资产收益率 ROA	-15.41	0.59	3.71	4.82
净资产收益率 ROE	-149.66	5.75	29.01	29.85
偿债能力				
流动比率	0.42	0.41	0.57	0.71
速动比率	0.18	0.17	0.29	0.41
现金比率	0.11	0.08	0.18	0.29
资产负债率 (%)	85.65	85.75	83.72	80.70
经营效率				
应收账款周转天数	27.43	20.00	20.00	20.00
存货周转天数	75.88	76.00	76.00	76.00
总资产周转率	0.33	0.55	0.75	0.83
每股指标 (元)				
每股收益	-2.91	0.12	0.82	1.20
每股净资产	1.95	2.01	2.83	4.03
每股经营现金流	-2.47	0.13	2.74	3.38
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	/	125	18	12
PB	7.4	7.2	5.1	3.6
EV/EBITDA	/	12.76	7.76	6.28
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-5,394	213	1,513	2,219
折旧和摊销	1,823	1,963	2,176	2,420
营运资金变动	-3,730	-2,520	429	562
经营活动现金流	-4,520	238	4,998	6,174
资本开支	-1,927	-1,845	-1,937	-2,176
投资	-41	8	0	0
投资活动现金流	-1,960	-1,848	-1,928	-2,176
股权募资	1,720	-17	0	0
债务募资	4,320	1,945	0	0
筹资活动现金流	5,462	1,289	-482	-483
现金净流量	-1,064	-321	2,589	3,516

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 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。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048