



25Q2 扭亏为盈，ABC 组件海外持续突破

——2025 年半年报业绩点评&首次覆盖报告

2025 年 8 月 14 日

- 事件：**2025H1 实现营收 84.46 亿元，同比+63.63%，2025H1 归母净利润-2.38 亿元，同比减亏 15.07 亿元，扣非净利润-4.24 亿元，同比减亏 20.58 亿元。25Q2 单季营收 43.11 亿元，同比+62.77%，环比+4.23%；归母净利润 0.63 亿元，扣非净利 0.42 亿元，实现同环比由亏转盈；毛利率+7.40%，同比+21.64pcts/环比+6.87pcts；净利率 1.46%，同比+63.89pcts/环比+8.72pcts；高于预期。
- ABC 组件占比大幅提升。**分产品看，2025H1 太阳能组件营收 62.88 亿元，占比 74.44%，毛利率 4.49%；2025H1 单晶 PERC 太阳能电池片营收 15.69 亿元，占比 18.58%，毛利率-5.34%；2025H1 受托加工营收 4.75 亿元，占比 5.63%，毛利率 9.94%。2025H1 业绩大幅增长，主要受益于 N 型 ABC 组件业务出货量达到 8.57GW，同比增长超 400%，海外占比超过 40%，高价值市场持续突破，ABC 组件在公司总营收销售占比达 74.44%，同比+41.48pct。
- ABC 组件产能陆续释放，25 年底有望达 35GW。**公司现阶段重点投资建设的 N 型电池及组件产能项目包括义乌六期（15GW）、济南一期（10GW）、义乌基地 PERC 电池产能技改项目（义乌二期和三期）和滁州基地 TOPCon 电池产能技改项目（滁州一期电池项目一阶段）。截至 2025 年 6 月底，ABC 电池当前建成投产的生产产能约 20GW，预计将于 2025 年底 ABC 组件产能规模达到 35GW。
- 多场景多渠道支撑组件出货高增，海外高溢价支撑盈利。**目前，公司已经实现了 ABC 组件全球化拓展和渠道体系的建立，除中国外，海外销售渠道覆盖 6 个地区，包括欧洲、日韩、澳洲、东南亚、中东北非，25Q2 海外组件销量占比超过 40%。在高端分布式市场，公司与多家顶级分销渠道商联合签订 1GW 满屏 ABC 组件分布式订单。在集中式市场，公司在国内成功中标大唐集团 1GWBC 光伏组件标段，并在中国石油天然气集团有限公司、南水北调中线新能源公司等央企光伏组件集采中成功中标 BC 标段。在海外最大的德国慕尼黑 Intersolar 展会中，公司成功与海外客户签约 1GW 集中式订单，接连斩获 340MW 欧洲最大 BC 地面电站、225MW 非洲最大 BC 地面电站等高价值项目。在海外高价值分布式市场，ABC 组件较传统 TOPCon 组件销售溢价可达 10%-50%，其中第三代满屏组件凭借在效率、外观上的进一步升级，销售溢价达到 50%以上。
- 投资建议：**作为 BC 技术领域的领军企业，公司在技术储备和生产经验领先地位，随着组件产能陆续释放，BC 技术的差异化优势开始显现，公司单季度盈利转正，我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 219/246/310 亿元；归母净利润分别为 2.5/10.8/25.51 亿元，EPS 分别为 0.14/0.59/1.4 元/股，对应 PE 103.1x/23.8x/10.1x，首次覆盖给予“推荐”评级。
- 风险提示：**产业链价格波动风险；技术推进不及预期；行业竞争加剧风险；毛利率不及预期。

爱旭股份（600732.SH）

推荐 首次评级

分析师

曾韬

☎：010-8092-7627

✉：zengtao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525030001

黄林

☎：010-8092-7627

✉：huanglin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524070004

市场数据

2025-08-13

A 股收盘价/元	14.12
上证指数	3,683.46
总股本（亿股）	18.26
实际流通 A 股（亿股）	15.85
流通 A 股市值（亿元）	223.85

市场表现

2025-08-13



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	11155.32	21910.10	24626.90	30950.09
收入增长率%	-58.94	96.41	12.40	25.68
净利润（百万元）	-5319.43	250.16	1082.00	2550.98
利润增速%	-802.92	104.70	332.53	135.77
毛利率%	-9.94	9.04	12.41	16.81
摊薄 EPS(元)	-2.91	0.14	0.59	1.40
PE	—	103.08	23.83	10.11

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

目录

Catalog

一、 25Q2 扭亏为盈，ABC 组件海外持续突破 4

二、 产品、渠道双轮驱动，ABC 组件步入收获期 7

 （一） BC 全环节技术突破，组件效率领先、渠道双轮驱动 ABC 步入收获.....7

 （二） 产能加速释放，市场供应能力提升8

 （三） 多场景多渠道支撑组件出货高增，高溢价支撑盈利.....8

三、 投资建议..... 11

 （一） 盈利预测 11

 （二） 投资建议 12

四、 风险提示..... 13

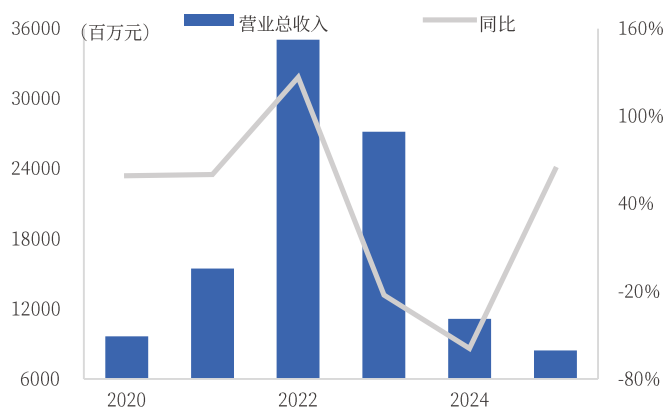
一、25Q2 扭亏为盈，ABC 组件海外持续突破

ABC 组件强劲增长，25Q2 逆势实现扭亏为盈。2025H1 营收 84.46 亿元，同比+63.63%，25Q2 单季营收 43.11 亿元，同比+62.77%，环比+4.23%。

分产品看，2025H1 太阳能组件营收 62.88 亿元，占比 74.44%，毛利率 4.49%；2025H1 单晶 PERC 太阳能电池片营收 15.69 亿元，占比 18.58%，毛利率-5.34%；2025H1 受托加工营收 4.75 亿元，占比 5.63%，毛利率 9.94%。2025H1 业绩大幅增长，主要受益于 N 型 ABC 组件业务出货量达到 8.57GW，同比增长超 400%，ABC 组件营收占总营收的 74%左右。

分地区看，公司 25H1 海外营收 36.25 亿元，同比+77.43%，占总营收比 42.92%，主要得益于 25 Q2 海外组件销量占比超过 40%，海外高价值市场占比持续扩大。25H1 爱旭股份新增国内外各类组件采购订单约 10GW，在海外最大的德国慕尼黑 Intersolar 展会中，公司成功与海外客户签约 1GW 集中式订单，接连斩获 340MW 欧洲最大 BC 地面电站、225MW 非洲最大 BC 地面电站等高价值项目，并与多家顶级分销渠道商联合签订 1GW 满屏 ABC 组件分布式订单，公司品牌知名度和产品市场认可度持续提升。

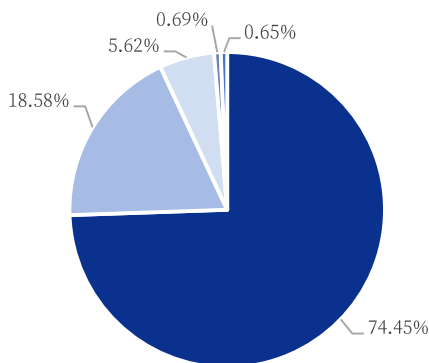
图1：公司营业总收入情况



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

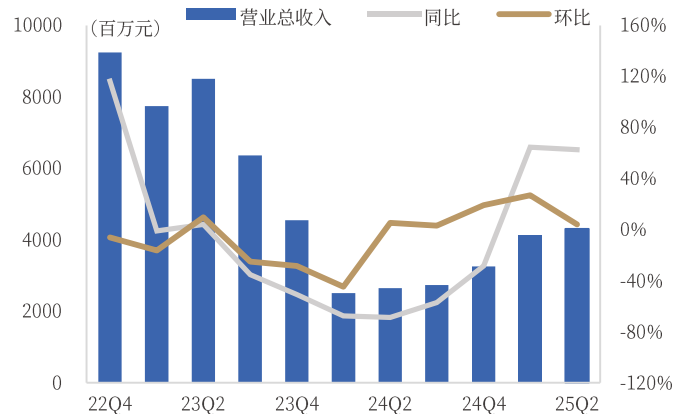
图3：25H1 公司营业收入分产品结构

■ 太阳能组件 ■ 单晶 PERC 太阳能电池片 ■ 受托加工 ■ 技术咨询服务 ■ 其他业务



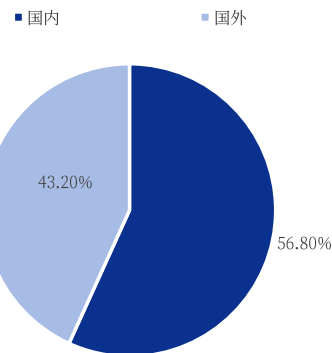
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图2：公司营业总收入季度情况



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图4：25H1 公司营业收入分地区结构

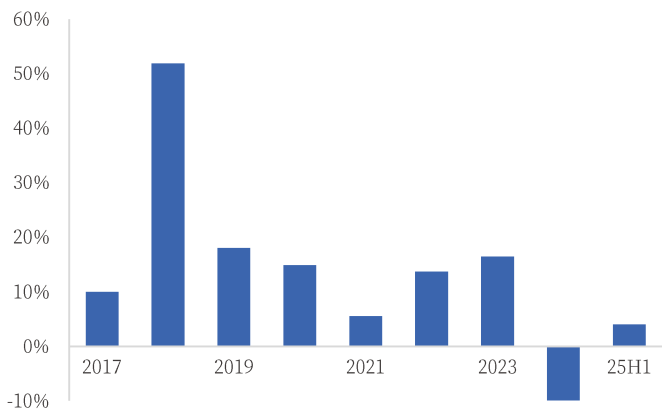


资料来源：iFind，中国银河证券研究院

25Q2 业绩超预期扭亏，毛利率提升。25H1 公司销售毛利率 4.04%，同比+7.11pcts。25Q2

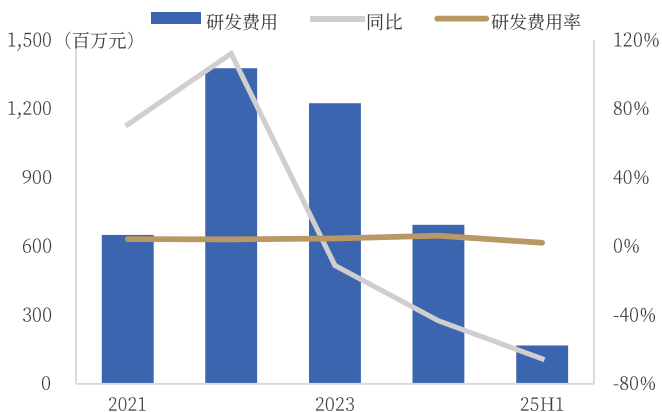
毛利率 7.40%，同比+21.64pcts/环比+6.87pcts。公司精准细分价值市场、价值场景，优化产品结构，ABC 组件产销两旺，通过深耕欧洲、澳新、日韩等高价值市场和场景，海外销售占比持续提升，公司整体毛利率显著改善。25Q2 期间费用率 7.90%，同比-23.99pcts/环比-1.25pcts，其中 25Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为+3.34%/+3.39%/+2.15%/-0.98%，同比-2.05/-7.85/-7.44/-6.65pcts，环比+0.19/-0.67/+0.35/-1.12pcts。

图5：公司毛利率情况



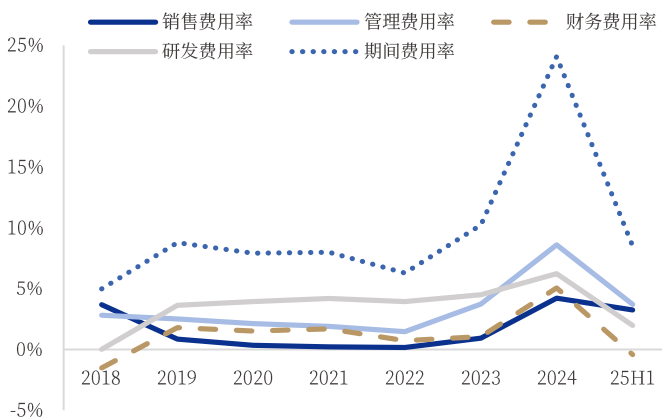
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图7：公司研发费用情况



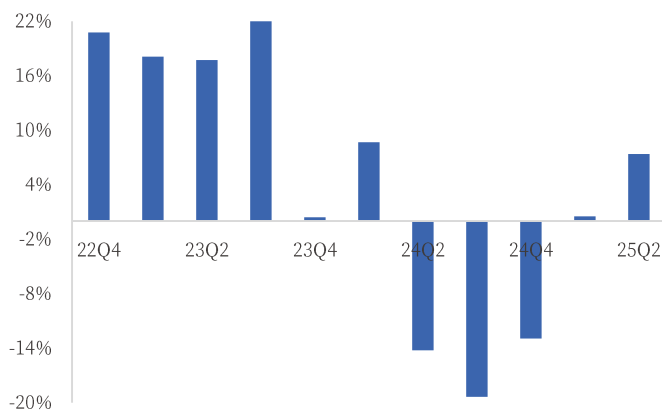
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图9：公司期间费用率情况



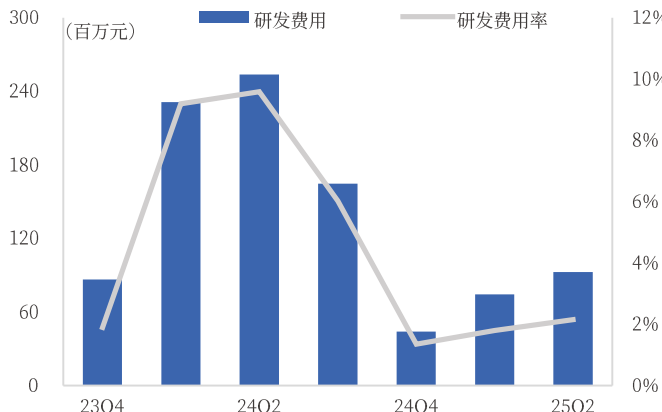
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图6：公司毛利率分季度情况



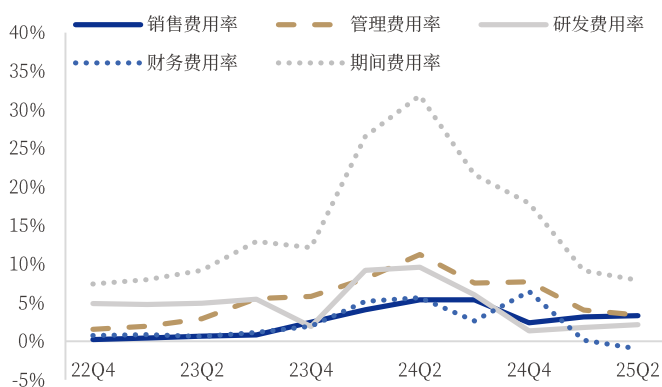
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图8：公司研发费用分季度情况



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图10：公司期间费用率分季度情况

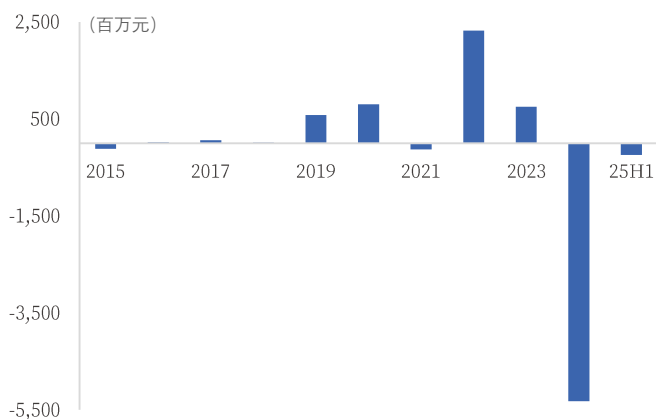


资料来源：iFind，中国银河证券研究院

ABC 海外高溢价，带动 25Q2 扭亏为盈。2025H1 归母净利润-2.38 亿元，同比减亏 15.07 亿

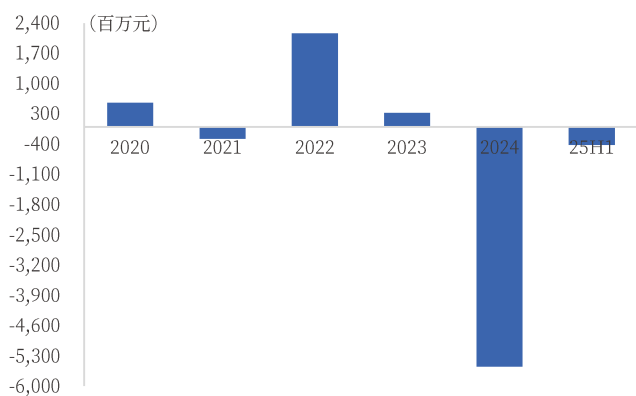
元，扣非净利润-4.24 亿元，同比减亏 20.58 亿元。25Q2 公司归母净利润 0.63 亿元，扭亏为盈，归母净利率 1.46%，扣非净利 0.42 亿元，扣非归母净利率 0.97%。在海外高价值分布式市场，ABC 组件较传统 TOPCon 组件销售溢价可达 10%-50%，其中第三代满屏组件凭借在效率、外观上的进一步升级，销售溢价达到 50%以上。得益于 ABC 组件的销量提升与高价值市场的持续突破，2025Q2 公司扭亏为盈。

图11：公司归母净利润情况



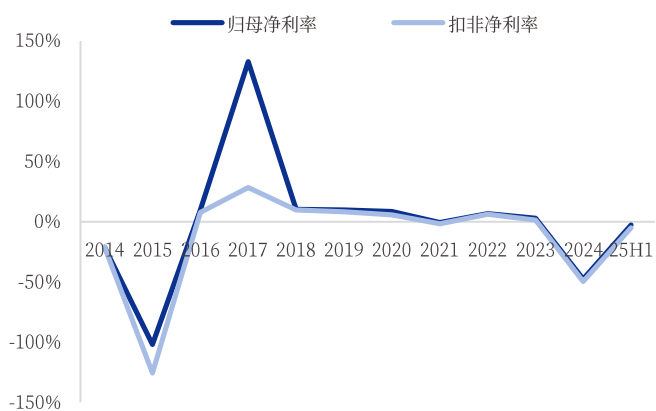
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图13：公司扣非归母净利润情况



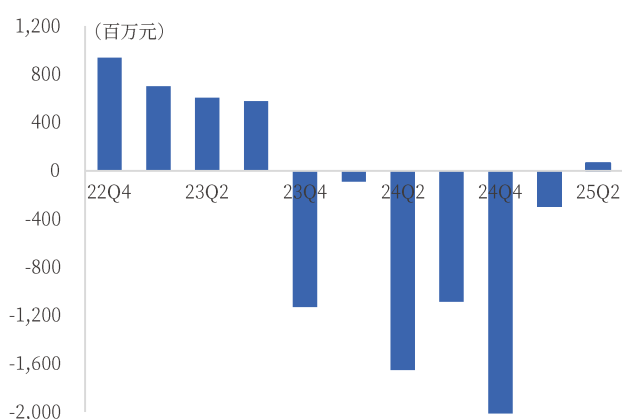
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图15：公司净利率情况



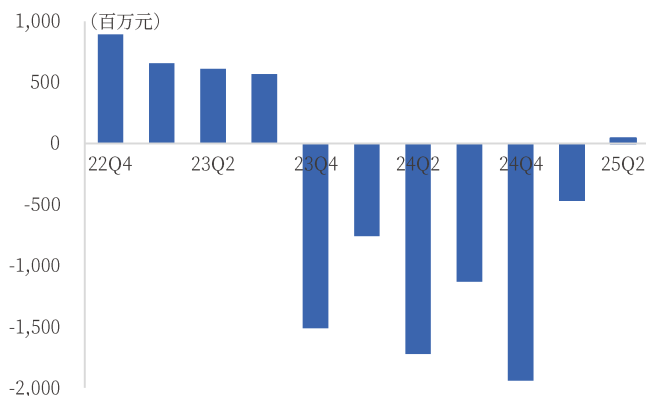
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图12：公司归母净利润分季度情况



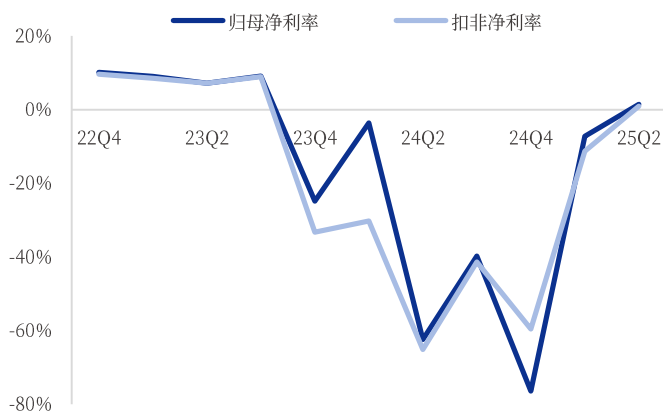
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图14：公司扣非归母净利润分季度情况



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图16：公司净利率分季度情况



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

二、产品、渠道双轮驱动，ABC 组件步入收获期

（一）BC 全环节技术突破，组件效率领先、渠道双轮驱动 ABC 步入收获

BC 电池高效率。BC 电池将电池的正负电极均集成在背面，正面无栅线遮挡，最大限度地吸收太阳光，具有高转换效率、低衰减系数、低温度系数等优势，理论效率极限达 29.1%，接近单晶硅电池理论极限，并且其与 PERC、TOPCon、HJT 等技术结合形成的 HPBC、HBC、TBC 等电池结构，可进一步提升性能。

表1：电池技术路线理论效率对标

技术路线	理论效率	距硅基极限差	核心瓶颈
PERC	25.00%	4.40%	背表面复合 ($J_0>200\text{ fA/cm}^2$)
TOPCon	28.70%	0.70%	载流子运输和光学无法达成平衡
HJT	28.50%	0.90%	光学损失大
BC	29.10%	0.30%	高精度图形化电极的实现

资料来源：《背接触（BC）电池技术发展白皮书》中电联，中国银河证券研究院

持续深耕 BC 路线，实现全环节技术突破。2021 年，公司首次推出自主研发的 N 型 ABC 电池产品，效率 26.5%领跑于行业；2022 年 N 型 ABC 组件首推即实现效率 23.5%，并实现了对 ABC 电池技术量产产能的落地；2023 年，公司 ABC 组件开始批量生产与销售，实现了产品及服务向下游终端客户的延伸。截至 2025 年 6 月末，公司累计申请 ABC 技术相关专利 1240 项，取得专利授权 371 项，其中授权发明专利 104 项。

组件效率行业领先。公司自主研发的 ABC 组件从 2023 年 3 月起连续 29 个月位居欧洲权威光伏媒体《TaiyangNews》全球组件量产效率排行榜榜首，位居全球晶硅组件效率第一。目前，公司第二代 N 型 ABC 组件量产交付转换效率已高达 24.4%，第三代“满屏”组件将组件量产转换效率提升到 25%以上，并已于 2025 年 3 月率先对欧洲分布式等高价值市场启动第三代“满屏”组件的批量交付。

图17：公司主要 BC 产品

产品	主要系列	版型	硅片尺寸/mm	版型尺寸/mm	功率范围/W	组件效率
 N型ABC系列	黑洞系列	78	182.2*210	2465*1303	770~785	24.4%
		78	182.2*184	2465*1134	655~680	24.3%
		54	182.2*187.75	1757*1134	440~485	24.3%
	恒星系列	66	182.2*210	2382*1134	635~670	24.8%
		72	182.2*192.5	2382*1134	635~670	24.8%
	慧星系列	72	182.2*192.5	2382*1134	640~670	24.8%
	星云系列	54	182.2*187.75	1762*1134	435~450	22.5%
 N型ABC满屏系列	黑洞满屏系列	54	182.2*192.5	1762*1134	460~500	25.0%

资料来源：《背接触（BC）电池技术发展白皮书》中电联，中国银河证券研究院

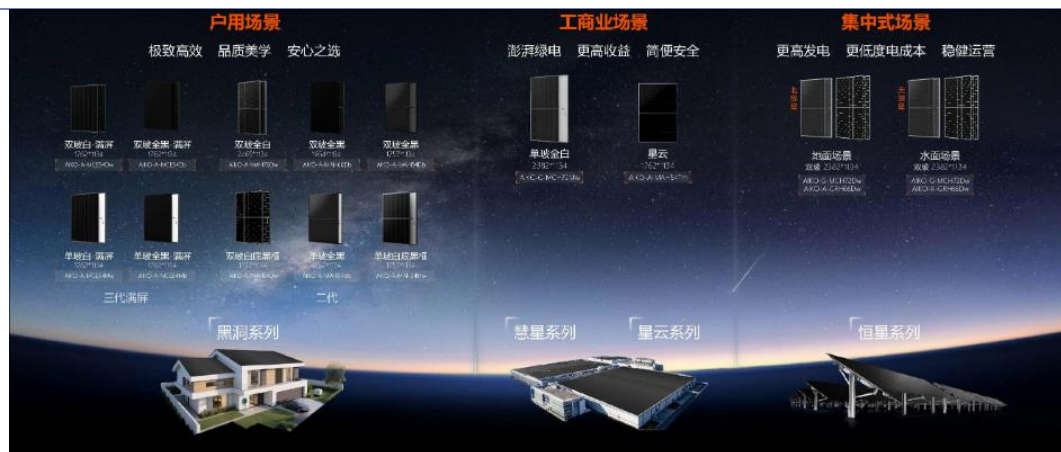
(二) 产能加速释放，市场供应能力提升

ABC 组件产能陆续释放，25 年底有望达 35GW。公司现阶段重点投资建设的 N 型电池及组件产能项目包括义乌六期（15GW）、济南一期（10GW）、义乌基地 PERC 电池产能技改项目（义乌二期和三期）和滁州基地 TOPCon 电池产能技改项目（滁州一期电池项目一阶段）。截至 2025 年 6 月底，ABC 电池当前建成投产的生产产能约 20GW，预计将于 2025 年底 ABC 组件产能规模达到 35GW。

(三) 多场景多渠道支撑组件出货高增，高溢价支撑盈利

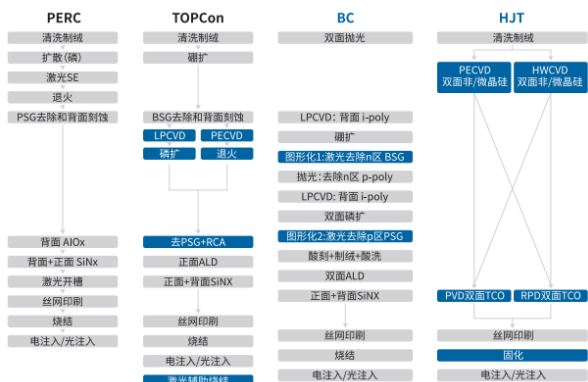
BC 电池客户海内外接受度提升。（1）首先是因为 BC 效率优势领先。（2）技术进步推动下，BC 电池制造难度和生产成本大幅下降。近两年，激光图形化、湿法工艺、低阻高氧硅片、0BB、无银金属化等一系列技术的出现，令 BC 电池突破瓶颈，实现了大规模量产。爱旭首创超快激光图形化技术，将 BC 电池的生产步骤从最初的 20+步缩减至 12 步，整体电池生产成本降低 60%以上。（3）应用场景的适配性大幅提升。目前，BC 电池凭借外观美观，不仅适配高端分布式场景，并逐步向集中式地面电站拓展。2024 年下半年以来央企组件集采相关标段规模达 4.4GW，在海外市场也实现量的突破，未来市场渗透率有望逐步提升。根据中电联《背接触（BC）电池技术发展白皮书》保守估计，从 2025 年起 BC 组件的市场占比将持续提升，到 2030 年渗透率将达到 62%。

图18：公司 BC 组件应用场景适配性高



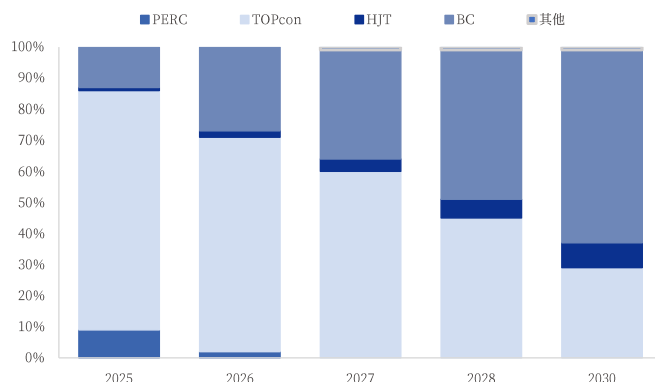
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图19：电池工艺流程对比



资料来源：《背接触（BC）电池技术发展白皮书》中电联，中国银河证券研究院

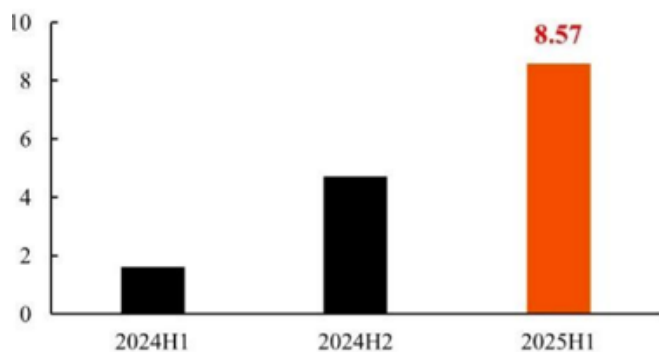
图20：BC 电池渗透率预测



资料来源：《背接触（BC）电池技术发展白皮书》中电联，中国银河证券研究院

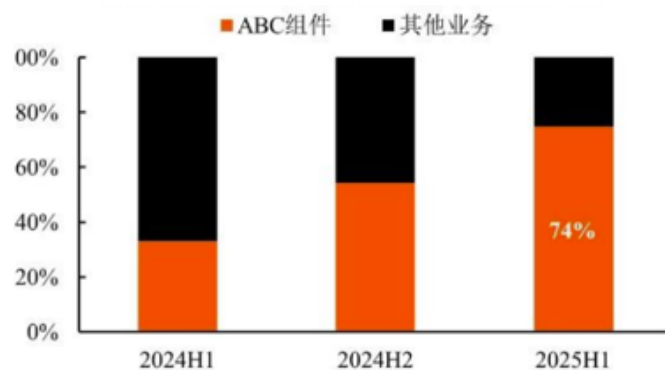
差异化布局海外市场，组件出货快速增长。25H1 公司 ABC 组件出货量达到 8.57GW，同比增长超 400%，销售占比达 74.44%，同比+41.48pcts，ABC 组件已取代太阳能电池片成为公司最重要的主营产品。在行业整体需求增速放缓的背景下，公司逆势延续强劲的增长势头，主要受益于海外高价值市场加速开拓以及海外高价值分布式市场溢价高。目前，25H1 公司新增国内外内外各类组件采购订单约 10GW，有望支撑后续销量。

图21: ABC 组件出货量 (GW)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图22: ABC 组件收入占比



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

在高端分布式市场, 公司与多家顶级分销渠道商联合签订 1GW 满屏 ABC 组件分布式订单。公司已和欧洲多数主流渠道商达成合作, 在北欧等分布式市场迅速建立高端产品市场口碑, 在欧洲诸多国家市场占有率位居前列, 斩获 2025 年澳大利亚最佳太阳能组件奖。在集中式市场, 公司在国内成功中标大唐集团 1GWBC 光伏组件标段, 并在中国石油天然气集团有限公司、南水北调中线新能源公司等央企光伏组件集采中成功中标 BC 标段。在海外最大的德国慕尼黑 Intersolar 展会中, 公司成功与海外客户签约 1GW 集中式订单, 接连斩获 340MW 欧洲最大 BC 地面电站、225MW 非洲最大 BC 地面电站等高价值项目。

图23: 爱旭股份 N 型 ABC 组件多次签订大单



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

海外多渠道建设齐发，高溢价支撑盈利。目前, 公司已经实现了 ABC 组件全球化拓展和渠道体系的建立, 除中国外, 海外销售渠道覆盖 6 个地区, 包括欧洲、日韩、澳洲、东南亚、中东北非。

25Q2 海外组件销量占比超过 40%。在海外高价值分布式市场，ABC 组件较传统 TOPCon 组件销售溢价可达 10%-50%，其中第三代满屏组件凭借在效率、外观上的进一步升级，销售溢价达到 50% 以上。

国央企组件集采中 BC 组件溢价明显。目前由于 BC 电池加工难度较高，生产成本仍高于 TOPCon，但其发电增益效果明显，且随着加速产业化以及贱金属化，BC 设备、材料等成本投入与 TOPCon 差距快速缩小。根据《背接触（BC）电池技术发展白皮书》当前 BC 的制造成本与 TOPCon 相比差异已经控制在 5 分/以内，未来 BC 技术有望通过电池效率提升、规模化以及 BC 工艺进步（少银和无银金属化）实现快速的成本下降，预计未来一年量产 BC 成本将与 TOPCon 平齐，甚至低于 TOPCon。从国央企组件集采中来看，BC 组件较 TOPCon 组件溢价为 0.03-0.1 元/W，2025 年 BC 较 TOPCon 组件的溢价有一定程度收窄，但仍维持 0.05-0.06 元/W 的较高水平。公司 ABC 组件满足高价值市场客户对产品外观、发电性能、安全可靠性等多维度严苛要求，在海外高价值分布式市场，ABC 组件较传统 TOPCon 组件销售溢价可达 10%-50%，其中第三代满屏组件凭借在效率、外观上的进一步升级，销售溢价达到 50% 以上。**我们预计随着公司 BC 电池成本和 TOPCon 持平，BC 的盈利前景将进一步改善。**

表2：央企组件集采中 BC 组件溢价明显

企业名称	招标时间	标段	组件类型	容量（MW）	中标单价（元/W）	BC 较 TOPcon 溢价（元/W）
中国华能	2024/8/14	1	N 型双面组件	13500	0.708	0.09
		2	HJT 组件	500	0.795	
		3	BC 组件	1000	0.798	
中国华电	2024/8/22	1	TOPCon 双面组件	14000	0.665	0.033
		2	BC/HJT 双面组件	500	0.761	
		3	TOPCon 双面组件	1533.8	0.698	
国家电投	2024/8/30	1	P 型双面组件	100	-	0.096
		2	TOPCon 双面组件	7100	0.706	
		3	TOPCon 双面组件	4300	0.761	
		4	双面高效组件	1000	0.802	
粤水电	2024/9/5	1	P 型双面组件	1000	-	0.142
		2	TOPCon 双面组件	2500	0.651	
		3	HJT 双面组件	400	0.784	
		4	BC 双面组件	100	0.793	
四川蜀道清洁能源集团	2024/12/3	1	TOPCon 双面组件	2100	流标	
		2	BC 双面组件	500	流标	
中国大唐	2025/1/23	1	N 型 TOPCon 组件	19500	0.699	0.046
		2	N 型 HJT 组件	2000	0.715	
		3	N 型 BC 组件	1000	0.745	
南水北调中线新电源（北京）	2025/3/6	1	TOPCon 双面组件	700	0.7	0.062
		2	BC/HJT 双面组件	300	0.762	

资料来源：国际能源网，北极星，中国银河证券研究院

三、投资建议

(一) 盈利预测

公司未来的各主要业务预测如下：

表3：分业务预测（单位：亿元）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
合计					
收入	271.70	111.55	219.10	246.27	309.50
成本	226.93	122.64	199.29	215.72	257.48
毛利	44.77	-11.09	21.34	32.59	54.62
毛利率	16%	-10%	9.74%	13.23%	17.65%
太阳能组件					
收入			164.49	185.41	212.88
成本			142.58	153.93	164.18
毛利			21.91	31.47	48.70
毛利率			13.32%	16.98%	22.88%
太阳能单晶电池片					
收入			43.80	49.20	84.00
成本			46.25	50.68	81.48
毛利			-2.45	-1.48	2.52
毛利率			-5.6%	-3.0%	3.0%
受托加工					
收入	3.23	6.72	8.74	9.17	9.63
成本	2.32	7.65	8.64	9.02	9.43
毛利	0.91	-0.94	0.87	1.38	1.93
毛利率	28.3%	-14.0%	10%	15%	20%
智慧能源业务					
收入	0.50	0.04	0.05	0.06	0.07
成本	0.39	0.04	0.30	0.16	-0.03
毛利	0.11	0.00	-0.01	-0.01	0.01
毛利率	21.19%	-10.39%	-25%	-10%	10%
晶硅太阳能电池片业务					
收入	260.98	53.49			
成本	217.22	59.76			
毛利	43.75	-6.27			
毛利率	16.8%	-11.7%			
其他零组件					
收入	5.98	49.61			
成本	6.29	54.18			
毛利	-0.31	-4.56			
毛利率	-5.16%	-9.20%			

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(二) 投资建议

作为 BC 技术领域的领军企业,公司在技术储备和生产经验领先地位,随着组件产能陆续释放,BC 技术的差异化优势开始显现,公司单季度盈利转正,我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 219/246/310 亿元;归母净利分别为 2.5/10.8/25.51 亿元, EPS 分别为 0.14/0.59/1.4 元/股,对应 PE 103.1x/23.8x/10.1x,首次覆盖给予“推荐”评级。

四、风险提示

1、产业链价格波动风险。公司成本结构和收入结构受原材料价格、产业链上下游产品价格影响大，若产业链价格波动过大会对公司业绩及经营稳定性造成影响。

2、技术推进不及预期险。公司开发的 BC 组件等新产品类若进展不及预期，会对公司未来发展前景造成不利影响从而压制估值预期。

3、行业竞争加剧风险。若行业竞争进一步加剧，企业通过降价获取市场份额导致新一轮价格战，行业内企业业绩将进一步承压，公司盈利进一步受损。

4、毛利率不及预期。公司开拓高端产品及高端市场，若价格不及预期，公司盈利可能承压。

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7497.98	10121.28	12142.79	16236.18
现金	1913.92	2932.71	3542.59	6588.64
应收账款	838.35	968.28	1469.55	1607.33
其它应收款	31.67	47.03	61.39	71.79
预付账款	405.24	640.62	703.10	833.44
存货	2549.58	3447.89	4108.27	4679.09
其他	1759.23	2084.75	2257.89	2455.88
非流动资产	27025.02	28684.54	30739.42	31751.23
长期投资	3.38	3.38	3.38	3.38
固定资产	17791.11	19587.49	21927.58	23212.58
无形资产	1013.49	968.38	923.28	878.18
其他	8217.05	8125.28	7885.18	7657.09
资产总计	34523.01	38805.81	42882.21	47987.41
流动负债	18044.96	22197.52	25185.24	27718.45
短期借款	3643.35	3643.35	3643.35	3643.35
应付账款	5609.18	6447.74	8422.59	9191.73
其他	8792.43	12106.43	13119.31	14883.37
非流动负债	11524.79	11483.67	11483.67	11483.67
长期借款	7027.01	7027.01	7027.01	7027.01
其他	4497.78	4456.66	4456.66	4456.66
负债合计	29569.74	33681.19	36668.92	39202.12
少数股东权益	1398.93	1400.09	1406.76	1427.78
归属母公司股东权益	3554.33	3724.53	4806.53	7357.51
负债和股东权益	34523.01	38805.81	42882.21	47987.41

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-4519.72	4124.39	4671.81	6392.59
净利润	-5393.57	251.32	1088.67	2572.00
折旧摊销	1823.21	1436.70	1828.42	2150.51
财务费用	603.21	234.49	234.49	234.49
投资损失	57.67	-219.10	-246.27	-309.50
营运资金变动	-3730.29	2431.26	1576.10	1485.86
其它	2120.06	-10.28	190.40	259.23
投资活动现金流	-1959.88	-2871.56	-3827.43	-3112.05
资本支出	-1927.16	-3079.89	-4073.70	-3421.55
长期投资	-41.00	0.00	0.00	0.00
其他	8.28	208.33	246.27	309.50
筹资活动现金流	5462.42	-254.47	-234.49	-234.49
短期借款	2788.12	0.00	0.00	0.00
长期借款	-518.14	0.00	0.00	0.00
其他	3192.43	-254.47	-234.49	-234.49
现金净增加额	-1063.86	1018.79	609.88	3046.05

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11155.32	21910.10	24626.90	30950.09
营业成本	12264.44	19928.84	21571.73	25747.72
营业税金及附加	62.57	65.73	73.88	92.85
营业费用	470.47	657.30	788.06	1074.74
管理费用	958.62	920.22	1009.70	1238.00
财务费用	563.02	196.21	175.83	163.64
资产减值损失	-2991.99	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-208.87	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-57.67	219.10	246.27	309.50
营业利润	-6096.84	386.73	1296.07	3015.30
营业外收入	7.46	6.45	6.67	6.86
营业外支出	351.38	129.78	166.17	215.78
利润总额	-6440.77	263.40	1136.56	2806.39
所得税	-1047.19	12.07	47.89	234.39
净利润	-5393.57	251.32	1088.67	2572.00
少数股东损益	-74.14	1.16	6.67	21.01
归属母公司净利润	-5319.43	250.16	1082.00	2550.98
EBITDA	-2997.07	1896.30	3140.82	5120.53
EPS (元)	-2.91	0.14	0.59	1.40

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	-58.94%	96.41%	12.40%	25.68%
营业利润	-957.91%	106.34%	235.14%	132.65%
归属母公司净利润	-802.92%	104.70%	332.53%	135.77%
毛利率	-9.94%	9.04%	12.41%	16.81%
净利率	-47.69%	1.14%	4.39%	8.24%
ROE	-149.66%	6.72%	22.51%	34.67%
ROIC	-21.10%	2.26%	6.13%	11.79%
资产负债率	85.65%	86.79%	85.51%	81.69%
净负债比率	247.53%	221.84%	173.15%	87.79%
流动比率	0.42	0.46	0.48	0.59
速动比率	0.18	0.21	0.24	0.34
总资产周转率	0.33	0.60	0.60	0.68
应收账款周转率	18.62	24.26	20.20	20.12
应付账款周转率	2.47	3.31	2.90	2.92
每股收益	-2.91	0.14	0.59	1.40
每股经营现金	-2.47	2.26	2.56	3.50
每股净资产	1.95	2.04	2.63	4.03
P/E	—	103.08	23.83	10.11
P/B	7.26	6.92	5.37	3.50
EV/EBITDA	-10.81	19.59	11.64	6.54
PS	2.31	1.18	1.05	0.83

图表目录

图 1: 公司营业总收入情况	4
图 2: 公司营业总收入季度情况	4
图 3: 25H1 公司营业收入分产品结构	4
图 4: 25H1 公司营业收入分地区结构	4
图 5: 公司毛利率情况	5
图 6: 公司毛利率分季度情况	5
图 7: 公司研发费用情况	5
图 8: 公司研发费用分季度情况	5
图 9: 公司期间费用率情况	5
图 10: 公司期间费用率分季度情况	5
图 11: 公司归母净利润情况	6
图 12: 公司归母净利润分季度情况	6
图 13: 公司扣非归母净利润情况	6
图 14: 公司扣非归母净利润分季度情况	6
图 15: 公司净利率情况	6
图 16: 公司净利率分季度情况	6
图 17: 公司主要 BC 产品	7
图 18: 公司 BC 组件应用场景适配性高	8
图 19: 电池工艺流程对比	8
图 20: BC 电池渗透率预测	8
图 21: ABC 组件出货量 (GW))	9
图 22: ABC 组件收入占比	9
图 23: 爱旭股份 N 型 ABC 组件多次签订大单	9
表 1: 电池技术路线理论效率对标	7
表 2: 央企组件集采中 BC 组件溢价明显	10
表 3: 分业务预测 (单位: 亿元)	11

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

曾韬，2025年3月加入银河证券，曾任职于中金公司。《亚洲货币》新能源行业2018-2023年连续第一名，《机构投资者》2020年全球最受欢迎十位分析师，锂电池2020年第一名，新能源2018年第一名，2019-2020年第二名，2021-2024年第一名。2017年新财富分析师第二名，水晶球第二名，金牛奖第一名，IAMAC保险最受欢迎分析师第一名。2016年新财富分析师第三名。

黄林，北京大学本硕。2022年7月加入银河证券。曾任职于中国联通从事5G行业营销。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn