

## 盈利阶段性承压，组件出货保持行业前八

2025 年 08 月 30 日

**事件：**2025 年 8 月 26 日，公司发布 2025 年半年报。2025H1，公司实现营业收入 76.94 亿元，同比-5.16%；实现归母净利润-3.27 亿元，同比-854.29%；实现扣非净利润为-3.44 亿元，同比-2973.83%。

25Q2 公司实现营业收入 45.39 亿元，同比-12.13%，环比+43.85%；实现归母净利润为-1.29 亿元，环比亏损收窄；实现扣非净利润为-1.36 亿元，环比亏损收窄。

➤ **组件出货同比增长，保持行业前八。**截至 2025 年 6 月底，公司高效组件产能超 30GW，综合产能利用率超 80%，处于行业领先。2025H1，公司组件出货同比延续增长，实现出货量稳居全球前八的行业地位。在全面覆盖主流 210R 及 210N 产品基础上，公司重点提升 Topcon2.0 与 BC 产品的高阶产品制造能力并加速产品落地。此外，公司通过智能制造升级与供应链效能挖潜，实现非硅成本同比降低超 20%，人均产出效率提升超 25%，存货周转效率及现金周转效率行业领先，经营效率持续处于行业领先水平。

➤ **国内外销售多点开花。**公司全球营销战略规划清晰，针对国内外市场的差异化特征，制定了针对性销售策略。在国内市场，重点聚焦央国企大型项目招投标，2025H1，公司相继中标中广核 1.5GW、华润电力 1.81GW、武汉天源 1.18GW、四川华电 767MW、宁夏交通建设 700MW 等大额组件采购订单，央国企大型项目中标规模稳居行业第三；在海外市场，公司积极拓展新兴区域，加速布局全球销售网络，2025H1，渠道网络新覆盖迪拜、巴基斯坦、哥伦比亚、斯里兰卡、乌克兰、立陶宛、肯尼亚等超 20 个国家，产品与解决方案已推广至全球近百个国家和地区，海外出货表现稳健。

➤ **系统集成业务稳健发展。**2025H1，绿能科技在传统业务领域攻坚克难，紧抓政策窗口期，全力推进“4·30”、“5·31”抢装并网计划，成功实现百兆瓦级项目并网；新模式业务零碳园区业务实现突破，孵化导入项目 62MW，孵化成功项目 0.242MW，预计三季度实现并网。绿能科技海外业务进展顺利，聚焦矿区、石油、天然气场景，锁定中东非、亚太、欧洲等区域，上半年与沙特阿美达成合作协议，预计 8 月交付沙特阿美沙漠光伏系统研发项目；针对海外市场加速推进产品研发及设计，预计下半年推出适用于学校医院、生活区场景的“动力能源集装箱产品”项目。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 168.82、208.58、238.27 亿元；归母净利润分别为-3.74、3.40、5.42 亿元，以 8 月 29 日收盘价为基准，对应 2026-2027 年 PE 为 46X、29X，公司组件业务稳步发展，海外销售有望继续增长，维持“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期，市场竞争加剧等。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	16,240	16,882	20,858	23,827
增长率 (%)	1.7	4.0	23.5	14.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	68	-374	340	542
增长率 (%)	-56.7	-646.9	191.1	59.3
每股收益 (元)	0.01	-0.06	0.06	0.09
PE	228	/	46	29
PB	6.5	8.0	6.8	5.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价）

### 谨慎推荐

### 维持评级

### 当前价格：

### 2.66 元



**分析师 邓永康**

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@glms.com.cn

**分析师 朱碧野**

执业证书：S0100522120001

邮箱：zhubiye@glms.com.cn

**分析师 王一如**

执业证书：S0100523050004

邮箱：wangyiru\_yj@glms.com.cn

**分析师 林誉韬**

执业证书：S0100524070001

邮箱：linyutao@glms.com.cn

### 相关研究

1. 协鑫集成 (002506.SZ) 2024 年年报及 2025 年一季报点评：组件业务稳步发展，海外销售占比提升-2025/05/04
2. 协鑫集成 (002506.SZ) 2024 年业绩预告点评：业绩短期承压，运营能力持续提升-2025/01/26
3. 协鑫集成 (002506.SZ) 首次覆盖报告：轻装上阵，N 型大尺寸产能优势凸显-2024/09/23

## 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	16,240	16,882	20,858	23,827
营业成本	14,792	16,017	18,854	21,349
营业税金及附加	56	44	54	62
销售费用	568	506	626	715
管理费用	532	490	605	691
研发费用	210	203	250	286
EBIT	337	-116	698	963
财务费用	242	239	256	259
资产减值损失	-30	-32	-28	-32
投资收益	-13	-17	21	24
营业利润	89	-398	441	703
营业外收支	3	5	1	1
利润总额	92	-393	442	704
所得税	24	-20	102	162
净利润	68	-374	340	542
归属于母公司净利润	68	-374	340	542
EBITDA	874	466	1,339	1,674

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,136	5,163	5,338	5,798
应收账款及票据	3,077	2,876	2,743	2,676
预付款项	206	384	453	512
存货	1,293	1,943	2,297	2,600
其他流动资产	667	1,130	1,353	1,520
流动资产合计	10,379	11,497	12,183	13,107
长期股权投资	1,563	1,546	1,567	1,591
固定资产	4,456	4,573	4,831	5,081
无形资产	144	144	143	142
非流动资产合计	8,823	8,987	9,247	9,501
资产合计	19,203	20,484	21,430	22,608
短期借款	2,949	3,699	3,899	3,999
应付账款及票据	5,973	6,495	6,457	6,609
其他流动负债	3,141	3,600	4,051	4,443
流动负债合计	12,063	13,794	14,408	15,052
长期借款	70	75	80	85
其他长期负债	4,686	4,675	4,662	4,648
非流动负债合计	4,756	4,750	4,742	4,733
负债合计	16,820	18,544	19,150	19,786
股本	5,850	5,850	5,850	5,850
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,383	1,940	2,280	2,823
负债和股东权益合计	19,203	20,484	21,430	22,608

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
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	1.70	3.96	23.55	14.23
EBIT 增长率	46.51	-134.32	702.83	38.00
净利润增长率	-56.70	-646.95	191.12	59.32
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	8.92	5.13	9.60	10.40
净利润率	0.42	-2.21	1.63	2.28
总资产收益率 ROA	0.36	-1.82	1.59	2.40
净资产收益率 ROE	2.87	-19.25	14.93	19.21
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.86	0.83	0.85	0.87
速动比率	0.71	0.65	0.64	0.65
现金比率	0.43	0.37	0.37	0.39
资产负债率 (%)	87.59	90.53	89.36	87.52
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	62.44	60.00	45.00	37.00
存货周转天数	31.91	45.00	45.00	45.00
总资产周转率	0.85	0.85	1.00	1.08
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.01	-0.06	0.06	0.09
每股净资产	0.41	0.33	0.39	0.48
每股经营现金流	0.16	0.11	0.18	0.26
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值分析</b>				
PE	228	/	46	29
PB	6.5	8.0	6.8	5.5
EV/EBITDA	19.76	37.09	12.89	10.31
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	68	-374	340	542
折旧和摊销	537	581	642	712
营运资金变动	-41	208	-105	69
经营活动现金流	952	622	1,074	1,526
资本开支	-884	-554	-741	-788
投资	39	0	0	0
投资活动现金流	-845	-875	-761	-808
股权募资	0	0	0	0
债务募资	7	676	205	105
筹资活动现金流	60	280	-138	-258
现金净流量	143	27	175	460

## 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。	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