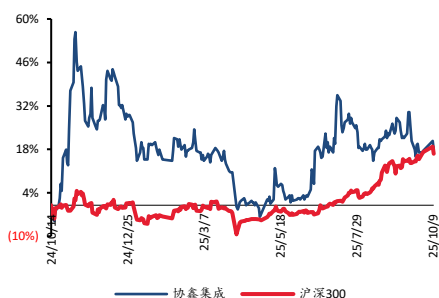


协鑫集成 2025 年中报点评：出货保持行业前列，2025 年上半年盈利承压

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 58.5/58.44
总市值/流通(亿元) 149.77/149.62
12 个月内最高/最低价 3.6/1.98 (元)

相关研究报告

<<协鑫集成 2024 年年报与 2025 年一季报点评：出货稳居前 10，海外业务高增>>--2025-05-07

<<协鑫集成事件点评：三季度营收与净利双增长，定增获批助长足发展>>--2024-11-14

<<协鑫集成 2023 年年报与 2024 年一季报点评：一体化布局经营韧性凸显，出货排名重归前 10 >>--2024-05-17

证券分析师：刘强

电话：

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190522080001

证券分析师：钟欣材

电话：

E-MAIL: zhongxc@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190524110004

事件一：公司近日发布 2025 年半年度报告，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，2024 年同期为 0.73 亿元；其中 Q2 实现营收 45.39 亿元，同比-12.13%，环+43.85%；实现归母净利润-1.29 亿元，环比亏损收窄。

出货稳居行业前列，品牌与渠道优势凸显。公司深入推进全面 ESG 管理提升，打造领先的可持续发展品牌，在广泛的客户优势基础上，积极整合优势与合作空间，出货保持行业前列。在国内，2025 年上半年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，积极拓展新兴区域，加速布局全球销售网络。

聚焦成本管控与产能提升，公司电池事业部竞争力持续提升。公司顺利完成 TOPCon182N 向 210R/210N 产品的技术升级，精准契合大尺寸、高功率的主流市场需求，强化 N 型产品竞争力。在新技术方面，积极开发新技术，公司加速基于 GPC 技术的高端产品布局 (GPC2.0/3.0)，重点开发面向高溢价分布式市场的定制化产品系列，显著提升产品溢价能力。

投资建议：受到竞争加剧影响，行业报价与盈利持续承压，公司 2025H1 盈利承压明显，随着行业“反内卷”推进，行业报价企稳回升，公司营业收入与盈利有望见底。受到行业竞争加剧影响，我们下调 2025-2027 年公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 156.15 亿元、203.48 亿元、239.16 亿元；归母净利润分别为-3.89 亿元、2.08 亿元、4.08 亿元，对应 EPS 分别为-0.07 元、0.04 元、0.07 元，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险、下游需求风险、市场竞争加剧风险、政策风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	16,240	15,615	20,348	23,916
营业收入增长率(%)	1.70%	-3.85%	30.31%	17.53%
归母净利(百万元)	68	-389	208	408
净利润增长率(%)	-56.70%	-669.75%	153.38%	96.53%
摊薄每股收益(元)	0.01	-0.07	0.04	0.07
市盈率(PE)	222.50	—	72.11	36.69

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	6,336	5,136	2,337	3,162	4,198
应收和预付款项	2,089	3,283	0	0	0
存货	1,484	1,293	0	0	0
其他流动资产	919	667	260	260	260
流动资产合计	10,827	10,379	2,597	3,423	4,459
长期股权投资	1,644	1,563	1,563	1,563	1,563
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	2,505	4,456	4,184	3,902	3,610
在建工程	1,950	366	366	366	366
无形资产开发支出	128	144	123	103	82
长期待摊费用	67	37	37	37	37
其他非流动资产	12,815	12,637	4,583	5,094	5,814
资产总计	19,109	19,203	10,856	11,064	11,472
短期借款	2,230	2,949	2,949	2,949	2,949
应付和预收款项	6,386	5,973	0	0	0
长期借款	170	70	70	70	70
其他负债	7,901	7,827	5,896	5,896	5,896
负债合计	16,686	16,820	8,915	8,915	8,915
股本	5,850	5,850	5,850	5,850	5,850
资本公积	4,398	4,331	4,331	4,331	4,331
留存收益	-7,827	-7,759	-8,131	-7,924	-7,515
归母公司股东权益	2,424	2,383	1,941	2,149	2,557
少数股东权益	-1	0	0	0	0
股东权益合计	2,423	2,383	1,941	2,149	2,557
负债和股东权益	19,109	19,203	10,856	11,064	11,472

现金流量表 (百万)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	301	952	-2,282	1,041	1,251
投资性现金流	-1,021	-845	-143	-100	-100
融资性现金流	1,354	60	-391	-115	-115
现金增加额	612	143	-2,799	826	1,036

利润表 (百万)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	15,968	16,240	15,615	20,348	23,916
营业成本	14,573	14,792	14,709	18,434	21,500
营业税金及附加	43	56	55	71	84
销售费用	337	568	547	712	837
管理费用	456	532	515	671	789
财务费用	168	242	138	73	58
资产减值损失	-243	-30	0	0	0
投资收益	143	-13	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	105	89	-458	244	480
其他非经营损益	0	3	0	0	0
利润总额	105	92	-458	244	480
所得税	-51	24	-69	37	72
净利润	157	68	-389	208	408
少数股东损益	-1	0	0	0	0
归母股东净利润	158	68	-389	208	408

预测指标					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	8.73%	8.92%	5.80%	9.41%	10.10%
销售净利率	0.99%	0.42%	-2.49%	1.02%	1.71%
销售收入增长率	91.15%	1.70%	-3.85%	30.31%	17.53%
EBIT 增长率	511.22%	46.51%	-194.83%	199.29%	69.61%
净利润增长率	142.24%	-56.70%	-669.75%	153.38%	96.53%
ROE	6.51%	2.87%	-20.05%	9.67%	15.97%
ROA	1.07%	0.36%	-2.59%	1.89%	3.62%
ROIC	5.18%	3.22%	-3.78%	3.65%	5.86%
EPS (X)	0.03	0.01	-0.07	0.04	0.07
PE (X)	101.48	222.50	—	72.11	36.69
PB (X)	6.61	6.55	7.72	6.97	5.86
PS (X)	1.00	0.96	0.96	0.74	0.63
EV/EBITDA (X)	28.05	18.11	46.02	16.48	12.66

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。