



爱旭股份 (600732.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

定增落地助力公司资产结构优化， ABC 组件份额持续渗透

业绩简评

2025 年 10 月 30 日，公司发布 2025 年三季报业绩。2025 前三季度公司实现营业收入 115.97 亿元，同比+46.86%；实现归母净利润-5.32 亿元，同比+81.20%；其中三季度实现营业收入 31.51 亿元，同比+15.22%，实现归母净利润-2.95 亿元，同比+72.88%。

经营分析

反内卷带动各环节价格修复，国内 ABC 组件价格及盈利有望同步改善：2025 年第三季度，国家多部委提出“维护良好市场价格秩序，推动落后产能有序退出”的相关意见及文件，行业各环节加速推动产能整合及配合行业自律相关措施落地，产业链价格不断修复，硅料/硅片/电池/组件价格涨幅分别为 50%-56%/35%-50%/10%-37%/0%-5%，一方面上游涨价幅度较大，公司电池片业务盈利承压；另一方面，随着公司已逐步从第三方电池供应商转型为 N 型 ABC 组件及场景化解决方案提供商，在反内卷措施推动各环节涨价的大背景下，公司具备差异化优势的高效 ABC 组件产品，其价格有望同步提升，带动 ABC 组件在国内市场的盈利向好。

费用端短期承压，定增落地强化公司后续经营韧性：2025 年第三季度公司实现毛利率 7.4%，环比基本持稳，公司 ABC 产能进入满产稳定运行阶段；实现净利率-9.3%，环比下降 10.5PCT，主要受到财务费用、计提减值损失增加影响；三季度公司向特定对象发行股份 2.9 亿股、募集资金总额 35 亿元，用于投建“义乌六期 15GW 高效晶硅太阳能电池项目”以及补充流动资金，募资完成后公司资产负债率环比下降 7.2PCT 至 77.6%，资产结构进一步优化。

ABC 组件市场份额持续提升：2025 年前三季度，公司存货 28.96 亿元，环比二季度末增长 40%，主要由于三季度欧洲地区夏季暑休，BC 组件出口订单确收节奏受到影响，发出商品口径增加，预计 Q4 确收将有所体现；合同负债为 11.87 亿元，环比二季度末增长 36.8%，公司积极拓展 ABC 组件在国内外分布式和集中式市场的渗透，在手订单规模稳健增长。

盈利预测、估值与评级

根据公司 ABC 组件业务进度，调整公司 2025-2027 年盈利预测至-7.25/9.56/13.83 亿元，对应 2026-2027 年 EPS 为 0.45、0.65 元，当前股价对应 PE 分别为 36/25 倍，维持“买入”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。

新能源与电力设备组

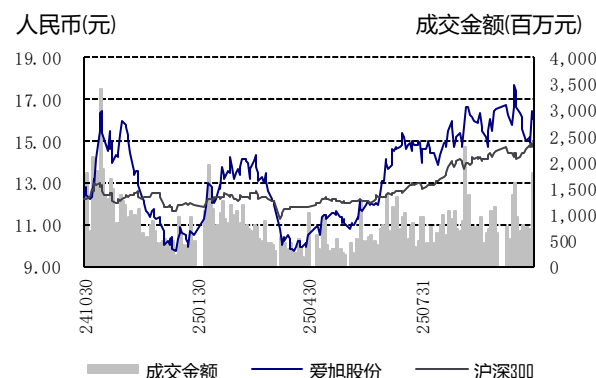
分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：16.03 元

相关报告：

- 1.《爱旭股份公司点评：Q2 盈利转正，看好公司 ABC 产品的可持续竞...》，2025.8.8
- 2.《爱旭股份公司点评：Q1 业绩超预期，BC 产品有望助力公司盈利逐...》，2025.4.30
- 3.《爱旭股份公司深度研究：BC 破晓时分，龙头领航新程》，2025.2.24



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	27,170	11,155	17,330	20,730	24,984
营业收入增长率	-22.54%	-58.94%	55.35%	19.62%	20.52%
归母净利润(百万元)	757	-5,319	-725	956	1,383
归母净利润增长率	-67.50%	-802.92%	-86.36%	N/A	44.69%
摊薄每股收益(元)	0.414	-2.911	-0.343	0.452	0.653
每股经营性现金流净额	0.87	-2.47	1.09	0.97	2.51
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.72%	-149.66%	-23.88%	23.93%	26.40%
P/E	42.62	-3.79	-46.78	35.50	24.54
P/B	3.72	5.67	11.17	8.50	6.48

来源：公司年报、国金证券研究所


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	35,075	27,170	11,155	17,330	20,730	24,984
增长率		-22.5%	-58.9%	55.3%	19.6%	20.5%
主营业务成本	-30,260	-22,690	-12,264	-16,706	-18,963	-22,150
%销售收入	86.3%	83.5%	109.9%	96.4%	91.5%	88.7%
毛利	4,815	4,480	-1,109	623	1,767	2,835
%销售收入	13.7%	16.5%	n.a	3.6%	8.5%	11.3%
营业税金及附加	-52	-112	-63	-104	-108	-112
%销售收入	0.1%	0.4%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%
销售费用	-56	-255	-470	-520	-539	-550
%销售收入	0.2%	0.9%	4.2%	3.0%	2.6%	2.2%
管理费用	-517	-1,016	-959	-693	-705	-849
%销售收入	1.5%	3.7%	8.6%	4.0%	3.4%	3.4%
研发费用	-1,378	-1,224	-694	-347	-352	-425
%销售收入	3.9%	4.5%	6.2%	2.0%	1.7%	1.7%
息税前利润 (EBIT)	2,812	1,872	-3,295	-1,040	63	898
%销售收入	8.0%	6.9%	n.a	n.a	0.3%	3.6%
财务费用	-255	-283	-563	-388	-423	-406
%销售收入	0.7%	1.0%	5.0%	2.2%	2.0%	1.6%
资产减值损失	-288	-1,419	-2,997	-92	-94	-106
公允价值变动收益	105	119	-209	5	0	0
投资收益	-39	-59	-58	-15	-15	-15
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
营业利润	2,488	711	-6,097	-780	631	1,071
营业利润率	7.1%	2.6%	n.a	n.a	3.0%	4.3%
营业外收支	-15	-11	-344	-10	-10	-10
税前利润	2,473	699	-6,441	-790	621	1,061
利润率	7.0%	2.6%	n.a	n.a	3.0%	4.2%
所得税	-144	57	1,047	39	310	297
所得税率	5.8%	-8.2%	n.a	n.a	-50.0%	-28.0%
净利润	2,329	757	-5,394	-750	931	1,358
少数股东损益	0	0	-74	-25	-25	-25
归属于母公司的净利润	2,328	757	-5,319	-725	956	1,383
净利率	6.6%	2.8%	n.a	n.a	4.6%	5.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	2,329	757	-5,394	-750	931	1,358
少数股东损益	0	0	-74	-25	-25	-25
非现金支出	1,322	2,797	4,820	1,665	1,764	1,820
非经营收益	167	-236	-216	294	513	536
营运资金变动	1,412	-1,731	-3,730	1,103	-1,153	1,606
经营活动现金净流	5,229	1,586	-4,520	2,312	2,055	5,320
资本开支	-3,975	-6,300	-1,927	-3,199	-2,163	-2,183
投资	-732	-558	-41	5	0	0
其他	109	19	8	-15	-15	-15
投资活动现金净流	-4,597	-6,839	-1,960	-3,209	-2,178	-2,198
股权募资	1,669	108	1,720	210	0	0
债权募资	514	5,490	4,320	2,553	2,864	752
其他	-591	-1,549	-578	-426	-488	-649
筹资活动现金净流	1,592	4,049	5,462	2,336	2,376	103
现金净流量	2,245	-1,209	-1,064	1,439	2,253	3,225

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,650	4,617	1,914	3,352	5,606	8,830
应收款项	1,377	1,170	1,279	1,727	2,071	2,271
存货	1,527	3,135	2,550	1,739	1,997	2,136
其他流动资产	1,684	1,286	1,755	1,753	1,993	2,149
流动资产	10,238	10,208	7,498	8,571	11,666	15,386
%总资产	41.5%	30.0%	21.7%	22.9%	28.5%	34.1%
长期投资	765	919	695	695	695	695
固定资产	11,923	19,648	22,846	24,373	24,818	25,253
%总资产	48.3%	57.8%	66.2%	65.3%	60.6%	56.0%
无形资产	619	989	1,024	1,067	1,104	1,129
非流动资产	14,452	23,789	27,025	28,777	29,264	29,728
%总资产	58.5%	70.0%	78.3%	77.1%	71.5%	65.9%
资产总计	24,690	33,996	34,523	37,347	40,931	45,114
短期借款	2,174	2,095	7,135	9,118	11,982	12,734
应付款项	7,314	12,706	9,269	10,440	11,849	13,205
其他流动负债	1,381	650	1,641	1,295	-339	504
流动负债	10,870	15,452	18,045	20,853	23,492	26,443
长期贷款	2,005	7,545	7,027	7,629	7,629	7,629
其他长期负债	2,756	2,319	4,498	4,453	4,466	4,479
负债	15,631	25,316	29,570	32,935	35,587	38,551
普通股股东权益	9,059	8,680	3,554	3,039	3,995	5,239
其中：股本	1,302	1,828	1,828	2,117	2,117	2,117
未分配利润	3,653	3,699	-1,621	-2,346	-1,390	-145
少数股东权益	0	0	1,399	1,374	1,349	1,324
负债股东权益合计	24,690	33,996	34,523	37,347	40,931	45,114

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	2.043	0.414	-2.911	-0.343	0.452	0.653
每股净资产	7.947	4.748	1.945	1.435	1.887	2.475
每股经营现金净流	4.587	0.868	-2.473	1.092	0.971	2.513
每股股利	0.550	0.000	0.000	0.000	0.000	0.065
回报率						
净资产收益率	25.70%	8.72%	-149.66%	-23.88%	23.93%	26.40%
总资产收益率	9.43%	2.23%	-15.41%	-1.94%	2.34%	3.07%
投入资本收益率	19.39%	10.94%	-14.42%	-4.67%	0.38%	4.27%
增长率						
主营业务收入增长率	126.72%	-22.54%	-58.94%	55.35%	19.62%	20.52%
EBIT 增长率	N/A	-33.42%	-275.98%	-68.43%	-106.05%	1327.35%
净利润增长率	-1954.33%	-67.50%	-802.92%	-86.36%	N/A	44.69%
总资产增长率	37.93%	37.69%	1.55%	8.18%	9.59%	10.22%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.2	3.8	19.6	30.0	30.0	27.0
存货周转天数	22.4	37.5	84.6	40.0	42.0	40.0
应付账款周转天数	18.5	45.4	147.5	160.0	160.0	155.0
固定资产周转天数	105.3	196.8	582.1	405.4	345.3	291.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-16.96%	57.87%	247.28%	303.57%	262.10%	175.72%
EBIT 利息保障倍数	11.0	6.6	-5.9	-2.7	0.1	2.2
资产负债率	63.31%	74.47%	85.65%	88.19%	86.95%	85.45%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	5	11	33
增持	0	0	0	4	4
中性	0	0	2	3	4
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.57	1.56	1.29

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建国内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究