

永臻股份 (603381.SH)

增持 (首次)

现有海外边框产能具备稀缺性，有望带来超额回报

公司是光伏铝边框领先企业，相较同行有较明显的成本优势。公司较早就前瞻布局越南、美国产能，主要面向印度、美国等海外市场，其加工费和利润显著高于国内。考虑 Tesla 将在北美本土扩产，而海外边框产能存在缺口，公司海外产能具备稀缺性，未来几年现有的海外产能有望带来较大业绩弹性。

- **光伏边框领先企业。**公司成立于 2016 年，主营产品包括光伏边框、光伏支架结构件及 BIPV 等，其中光伏边框收入占比超 85%。公司 2024 年上市，是专业化光伏铝边框企业中两家上市公司之一，我们测算公司 2025 年市占率约 17%，排名第一。公司管理层多数在模具及铝挤压行业长期积累，成本控制、经营管理能力比较强。
- **公司兼具产能与成本优势，有望进一步拉开差距。**光伏边框是组件核心辅材，价值量占比前三，但竞争格局较分散。公司国内有效产能约 58 万吨（滁州、芜湖），系业界最大，25 年市占率也第一。过去几年受下游压力传导加工费下行，叠加运营资金压力，二三线小厂逐渐出清，未来份额将向头部企业集中。公司凭借规模效应、模具自制、产线高效、配套再生铝及熔铸产能等优势，成本领先行业平均水平数百元，未来有望进一步提升市占率拉开差距。
- **前瞻布局越南产能，开始获得较好回报。**公司 2022 年开始筹划建设越南基地，该基地已于 2024 年 9 月投产，并于 2025 年 8 月底实现满产。公司越南工厂 18 万吨设计产能，是海外规模最大、设备最领先的基地，主要供应印度和美国市场，其加工费和盈利水平明显高于国内。25H1 越南基地营业收入 8.2 亿元，净利润 1.05 亿元，境外收入占比 15.90%，已成为公司业绩支柱。
- **前瞻布局美国本土产能，有望享受北美市场超额盈利。**公司参股了美国边框公司 AFSOLARTECH INC.（持股 24.90%），其美国本土工厂 4 万吨深加工产能近期已经投产。美国本土具备规模效应的铝挤压产能较少，而其本土组件产能已经超过 65GW，考虑未来几年 Tesla 将在北美开启光伏产能扩张，公司参股的美国边框工厂及越南产能具备显著稀缺性，公司参股的美国工厂，也有望带来超额盈利回报。
- **投资建议：**公司前瞻布局越南、北美产能，具有稀缺性，且有进一步并购整合潜力，未来有望享受美国等海外市场超额盈利。公司国内产能最大，具备成本及资金优势。我们预计公司 26/27 年归母净利润为 4.5/8.0 亿元。首次覆盖，给予“增持”投资评级。
- **风险提示：**行业需求不及预期、海外基地管理风险，新的贸易政策风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万)	5391	8183	12029	13713	17621
同比增长	4%	52%	47%	14%	28%
营业利润(百万元)	413	216	(234)	485	874
同比增长	51%	-48%	-208%	308%	80%
归母净利润(百万)	371	268	(212)	446	801
同比增长	51%	-28%	-179%	310%	79%
每股收益(元)	1.56	1.13	-0.89	1.88	3.37
PE	18.7	25.9	-32.7	15.6	8.7
PB	3.2	1.9	2.0	1.8	1.5

资料来源：公司数据、招商证券

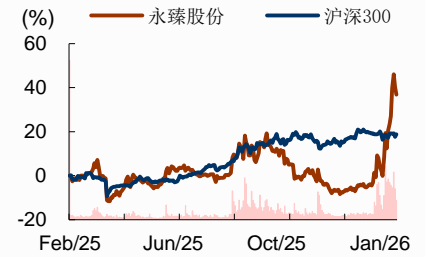
中游制造/电力设备及新能源
目标估值：NA
当前股价：29.28 元

基础数据

总股本(百万股)	237
已上市流通股(百万股)	142
总市值(十亿元)	6.9
流通市值(十亿元)	4.2
每股净资产(MRQ)	15.1
ROE(TTM)	2.6
资产负债率	73.7%
主要股东	汪献利
主要股东持股比例	37.14%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	41	27	39
相对表现	41	19	20



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 游家训 S1090515050001
youjx@cmschina.com.cn
- 胡佳怡 S1090525080002
hujayi1@cmschina.com.cn

正文目录

一、公司概况	4
1、公司简介	4
2、股权结构	4
3、管理层及人力资源情况	5
4、财务分析	6
二、公司兼具产能与成本优势，有望进一步拉开差距	8
1、光伏边框是组件核心辅材	8
2、光伏边框格局较分散，但未来份额将向头部集中	9
3、公司成本优势明显，未来份额有望进一步提升	10
三、公司前瞻布局海外产能，具有稀缺性	11
1、前瞻布局越南产能，开始获得较好回报	11
2、前瞻布局美国本土产能，有望享受北美市场超额盈利	11
四、盈利预测	13
五、风险提示	13

图表目录

图 1: 公司发展历程	4
图 2: 公司股权结构 (截至 25Q3)	4
图 3: 2021 年以来公司收入及利润 (单位: 亿元)	6
图 4: 2021 年以来公司毛利率及净利率 (单位: %)	6
图 5: 光伏组件结构	8
图 6: 光伏组件成本结构	8
图 7: 光伏边框生产的工艺流程图	8
图 8: 主要企业边框产品毛利率变化 (单位: %)	10
图 9: 2020-2025 年中国铝价走势变化图 (单位: 元/吨)	10
图 10: 2020 年以来公司境外营业收入变化	11
图 11: 美国本土光伏组件产能 (单位: GW)	12
图 12: 永臻股份历史 PE Band	13
图 13: 永臻股份历史 PB Band	13

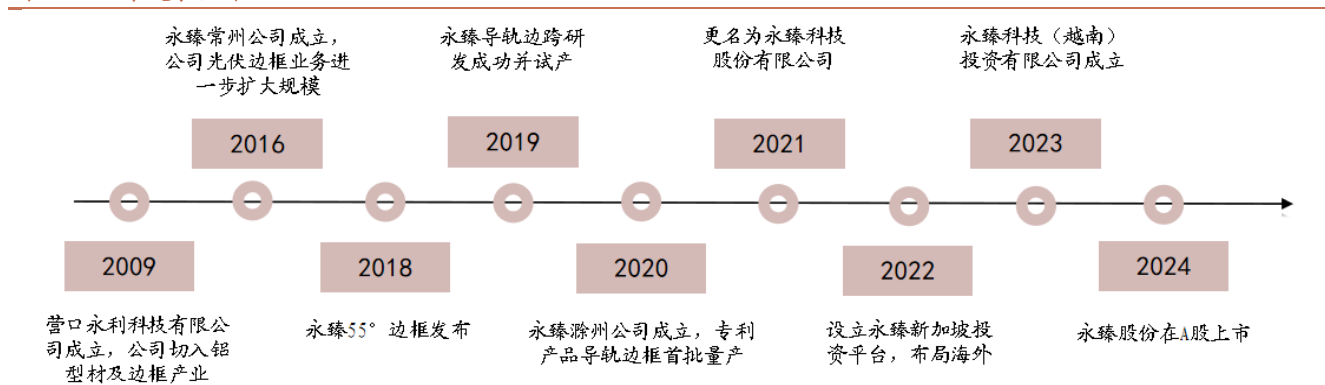
表 1: 公司高管履历.....	5
表 2: 公司人力资源情况.....	5
表 3: 业绩摘要.....	6
表 4: 负债情况.....	7
表 5: 现金流情况.....	7
表 6: 资产回报率情况.....	7
表 7: 固定资产和在建工程情况.....	7
表 8: 公司国内产能情况 (单位: 万吨).....	9
表 9: 光伏铝边框产能不完全统计 (单位: 万吨).....	9
表 10: 国内主要光伏边框制造公司东南亚地区产能布局.....	11
表 11: AF SOLARTECH INC. 股权结构及持股明细.....	12
表 12: 中国、越南、马来西亚出口铝制品至美国的关税比率.....	12
表 13: 业务拆分预测.....	13
附: 财务预测表.....	14

一、公司概况

1、公司简介

公司成立于 2016 年，主营产品包括光伏边框产品、BIPV 及光伏支架结构件等，其中光伏边框收入占比超 85%。公司 2024 年 A 股上市，是专业化光伏铝边框企业中两家上市公司之一。

图 1：公司发展历程



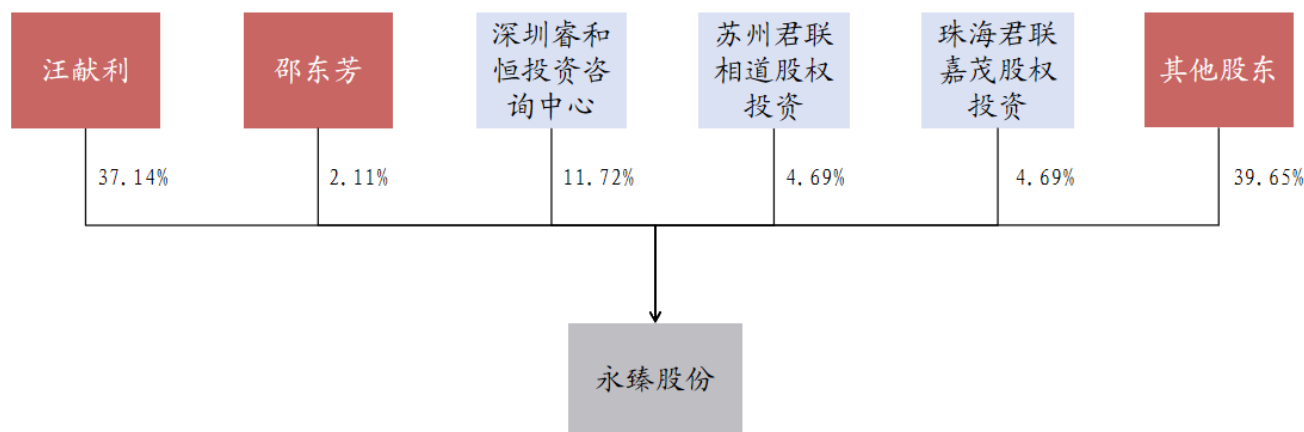
资料来源：公司官网、招商证券

2、股权结构

公司股权结构相对集中。公司实际控制人为汪献利先生和邵东芳女士。截至 25Q3，汪献利先生直接持有公司 37.14% 股份，邵东芳女士直接持股 2.11%，两人合计持有公司 39.25% 股份。

近期大股东减持 IPO 前取得股份。2025 年 12 月以来，君联相道、君联嘉茂合计持股比例由 9.38% 降至 6.38%，睿和恒持股比例由 11.72% 降至 10.91%。大股东减持的股份系 IPO 前取得，减持主要用于投资。

图 2：公司股权结构（截至 25Q3）



资料来源：公司公告、招商证券

3、管理层及人力资源情况

公司管理层多数在模具及铝挤压行业长期积累，成本控制、经营管理能力比较强。

截至 2024 年末，员工人数 3305 人，其中技术人员 252 人，生产人员 2606 人。

表 1：公司高管履历

姓名	职务	学历	出生年份	简介
汪献利	董事长, 总经理	-	1979	1979 年 9 月出生，中国国籍，无境外永久居留权。曾任大石桥市华通模具有限公司执行董事、总经理；营口永利科技有限公司监事；永臻科技（苏州）有限公司执行董事、总经理等。现任公司董事长、总经理。
李福刚	副总经理、财务总监	硕士	1977	毕业于上海财经大学会计专业。中国注册会计师，中国注册税务师。曾任奥克斯集团有限公司财务经理、聆海建筑装饰工程有限公司财务总监、上海全筑控股集团股份有限公司副总裁及财务总监、江苏康为世纪生物科技股份有限公司副总经理及财务总监、上海新时达电气股份有限公司董事、副总经理、财务总监等。2025 年 9 月，任公司副总经理、财务总监。
汪飞	副总经理	专科	1984	大专学历。曾任大石桥市华通模具有限公司生产负责人、营口永利科技有限公司副总经理、永臻股份生产运营主管兼副总经理等。现任芜湖永臻精密模具制造有限公司执行董事兼总经理、永臻电力（芜湖）有限公司执行董事兼总经理、公司副总经理等。
章吉林	副总经理	硕士	1963	教授级高级工程师。曾在中国有色金属标准研究所、北京安泰科信息开发有限公司、有色传媒中心工作；北京安泰科信息开发有限公司常务副总经理；《中国有色金属》《世界有色金属》《中国金属通报》三刊副总编；中国有色金属加工工业协会副理事长兼秘书长；国家发改委国家级企业技术中心及项目评审专家、中国工业经济联合会制造业单项冠军评审专家。现任公司副总经理、永臻绿色能源材料研究院（常州）有限公司院长等。
毕丽娜	董事会秘书	硕士	1990	曾任福盈资产高级投资经理、永臻股份总裁办负责人、总裁助理兼证券事务代表、营销总监兼证券事务代表。现任公司董事会秘书、营销总监。

资料来源：公司公告、招商证券

表 2：公司人力资源情况

	2022	2023	2024
专业构成			
行政人员	140	204	388
销售人员	63	57	16
技术人员	209	239	252
财务人员	--	--	43
生产人员	1,360	1,687	2,606
学历构成			
博士	--	--	1
硕士	--	--	15
本科生	113	137	193
专科生	205	283	398
高中及以下	1,454	1,767	2,698

资料来源：公司公告、招商证券

4、财务分析

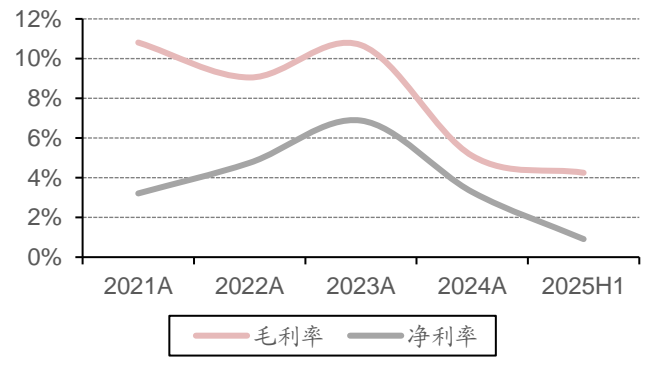
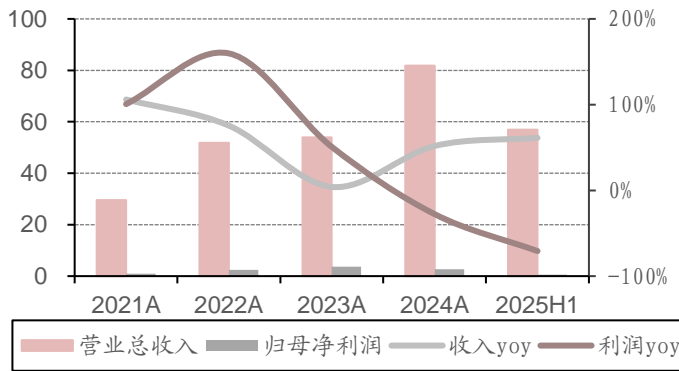
公司 2025 年前三季度实现营业收入 90.49 亿元，同比+57.8%；归母净利润 0.02 亿元，同比-98.8%。25Q3 单季度实现营业收入 33.52 亿元，同比+52.3%，归母净利润亏损 0.49 亿元，为公司上市后首次单季度净利润亏损。公司 25 年业绩预告亏损，净利润为-23,500.00 万元到-17,500.00 万元。

公司盈利水平下滑。25Q3 毛利率 0.79%，同比-1.23pct、环比-3.72pct。光伏边框业务定价模式一般为“铝锭价格+加工费”，受下游组件价格和盈利承压影响，国内铝边框加工费持续下滑，导致公司盈利下滑。

公司资产负债率水平较高。25Q3 末，公司资产负债率 73.67%，主要系光伏边框行业运营资金压力较大。

图 3：2021 年以来公司收入及利润（单位：亿元）

图 4：2021 年以来公司毛利率及净利率（单位：%）



资料来源：公司官网、招商证券

资料来源：公司公告、招商证券

表 3：业绩摘要

(人民币, 百万)	2022 年	2023 年	2024 年	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	同比变化
营业收入	5,181	5,391	8,183	5,735	9,049	57.8%
营业成本	4,712	4,815	7,766	5,436	8,781	61.5%
毛利润	469	576	417	298	269	-10.0%
销售税金	14	23	40	25	28	10.5%
销售费用	11	19	28	21	24	17.1%
管理费用	47	50	79	53	70	33.3%
研发费用	66	67	97	73	73	0.6%
经营利润	32	41	77	61	120	96.7%
资产和信用减值损失	9	0	24	20	11	-45.7%
财务费用	7	11	10	8	23	178.4%
投资收益	0	-4	-15	-15	1	-104.6%
资产处置收益	-17	-15	-16	13	-31	-332.9%
公允价值变动净收益	-2	-8	-0	0	-0	-119.5%
其他收益	12	75	183	106	24	-77.5%
营业外收入	7	2	1	0	1	97.9%
营业外支出	3	0	3	1	2	327.9%
利润总额	279	416	214	142	-88	-162.2%
所得税	33	45	-54	-36	-91	149.3%
税后净利润	246	371	268	178	2	-98.8%
少数股东损益	0	0	0	0	0	-
归母净利润	246	371	268	178	2	-98.8%

敬请阅读末页的重要说明

非经常性损益	0	0	0	0	0	-
扣非归母净利润	246	371	268	178	2	-98.8%
主要比率						百分点变化
毛利率	9.0	10.7	5.1	5.2	3.0	(2.2)
销售费用率	0.2	0.4	0.3	0.4	0.3	(0.1)
管理费用率	0.9	0.9	1.0	0.9	0.8	(0.1)
研发费用率	1.3	1.2	1.2	1.3	0.8	(0.5)
财务费用率	0.6	0.8	0.9	1.1	1.3	0.3
归母净利率	4.7	6.9	3.3	3.1	0.0	(3.1)
扣非净利率	4.7	6.9	3.3	3.1	0.0	(3.1)

资料来源：公司公告、招商证券

表 4: 负债情况

	2022 年	2023 年	2024 年	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	同比变化(%)
负债率 (%)	55.0	65.7	65.1	65.6	73.7	8.12
短期借款 (百万元)	1479	2402	6044	5707	8639	51.4
一年内到期的非流动负债	9	3	1	1	41	3357.8
长期借款 (百万元)	0	808	0	0	72	-
应付债券 (百万元)	0	0	0	0	0	-
长期应付款 (百万元)	0	0	0	0	0	-
在手现金 (百万元)	732	495	1051	808	1822	125.4

资料来源：公司公告、招商证券

表 5: 现金流情况

	2022 年	2023 年	2024 年	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	百分点变化
赊销比 (%)	28.3	37.0	49.6	67.4	59.3	(8.1)
存货营收比 (%)	7.0	9.3	14.7	27.6	11.8	(15.8)
销售商品、劳务获现金/营收 (%)	76.3	76.0	64.9	63.6	80.5	16.9
经营性现金流净额 (百万元)	(1220)	(1237)	(3758)	(3378)	(2487)	
经营现金流净额/税后净利润 (%)	(495.9)	(333.5)	(1401.8)	(1893.1)	(113512.3)	(111619.2)

资料来源：公司公告、招商证券

表 6: 资产回报率情况

	2022 年	2023 年	2024 年	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	百分点变化
归母净利率 (%)	4.7	6.9	3.3	3.1	0.0	(3.1)
总资产周转率 (%)	146.1	103.0	95.4	67.4	74.4	7.0
权益乘数	2.2	2.9	2.9	2.9	3.8	0.9
ROE (%)	14.4	18.4	9.0	6.1	0.1	(6.0)
ROA (%)	6.9	7.1	3.1	2.1	0.0	(2.1)
ROIC (%)	9.9	9.3	4.7	3.4	0.0	(3.4)

资料来源：公司公告、招商证券

表 7: 固定资产和在建工程情况

百万元	2022 年	2023 年	2024 年	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	环比变化
固定资产	672.0	1470.9	2362.5	454.3	614.4	35.2%
在建工程	138.0	1186.2	798.7	283.1	620.5	119.1%

资料来源：公司公告、招商证券

二、公司兼具产能与成本优势，有望进一步拉开差距

1、光伏边框是组件核心辅材

光伏边框是光伏组件核心辅材。光伏边框主要用于固定、密封太阳能电池组件，增强组件机械强度，便于光伏组件运输及安装。在组件辅材中，边框价值量占比处于前三（考虑银价上升至当前 2 万/kg 以上水平，银浆成为组件最大成本项，玻璃、边框成本为第二、三）。

图 5：光伏组件结构

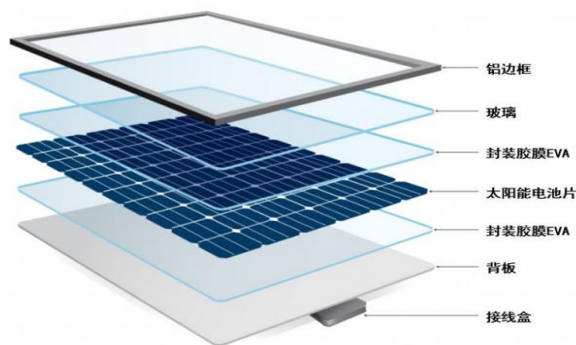
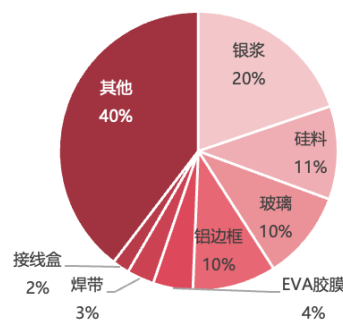


图 6：光伏组件成本结构



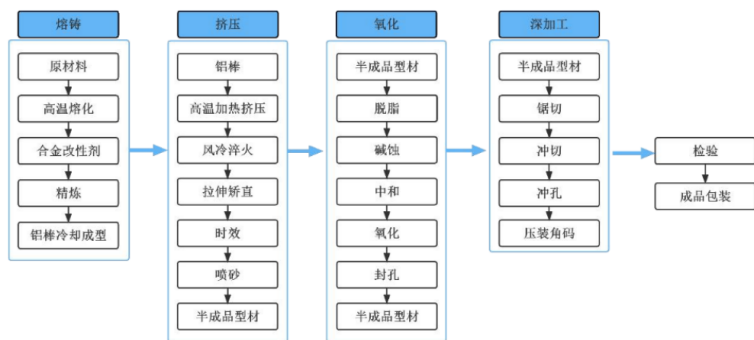
资料来源：快可电子招股书、招商证券

资料来源：CPIA 测算（26 年 1 月，TOPCon210R，基于 2 万元/kg 银价）、招商证券；

光伏边框生产工序主要分为熔铸、挤压、氧化、深加工四道工序。

- **熔铸**：将废铝熔化，形成铝合金熔体，通过冷却成型的方式形成供给挤压工序使用的铝合金棒。
- **挤压**：通过挤压机设备，对铝棒施加强大的压力，产生塑性形变，从挤压模具中挤出，达到给定的形状与尺寸，增强硬度和力学性能。
- **氧化**：铝合金在硫酸溶液内经过电化学反应，阳极氧化形成氧化铝保护层，增强铝型材的耐腐蚀性、绝缘性与美观性。
- **深加工**：采用不同的加工工艺，对氧化后的铝合金型材进行进一步的制成，形成便于客户组装的光伏边框。

图 7：光伏边框生产的工艺流程图



资料来源：公司公告、招商证券

2、光伏边框格局较分散，但未来份额将向头部集中

光伏边框格局较分散。光伏边框行业属于比较成熟的制造业，产品偏同质化，资本开支不大，行业玩家既有专业化的光伏边框企业，也有很多小型加工工厂，整体竞争格局比较分散，CR2 仅 25-30%。

公司国内产能系业界最大，25 年市占率第一。截至 2025 年末，公司国内已投产有效产能达 58 万吨，主要分布于安徽滁州、芜湖两大生产基地。此外，公司规划建设内蒙古包头 40 万吨光伏边框产能及配套 60 万吨熔铸项目，考虑行业供需过剩，建设节奏放缓。公司 25 年边框出货预计 45 万吨以上，市占率第一。

表 8: 公司国内产能情况 (单位: 万吨)

地点	挤压产能	深加工产能	熔铸产能	备注
常州 2.0 工厂	6	6	6	2025 年底停产，原有产线将实施技术改造，转型生产储能及汽车领域液冷板产品；配套 1400 吨级挤压产线。
滁州 3.0 工厂	22	22		配套 20 条 2000 吨级立式挤压产线，采用 1 出 3/4 多孔模具技术；未来产线具备向汽车轻量化铝型材领域技改转型的条件。
芜湖 4.0 工厂	36	36	36	配套 40 条 2000 吨级挤压产线，采用 1 出 5 多孔模具技术；依托规模布局与工艺优化，单位生产成本较滁州基地低数百元/吨。
包头基地	40	40	60	项目处于在建状态，建设进度有所放缓；规划配套 60 万吨熔铸产能，其中富余的 20 万吨熔铸产能可配套供应滁州基地，跨区域调配具备成本经济性。

资料来源：公司公告，招商证券

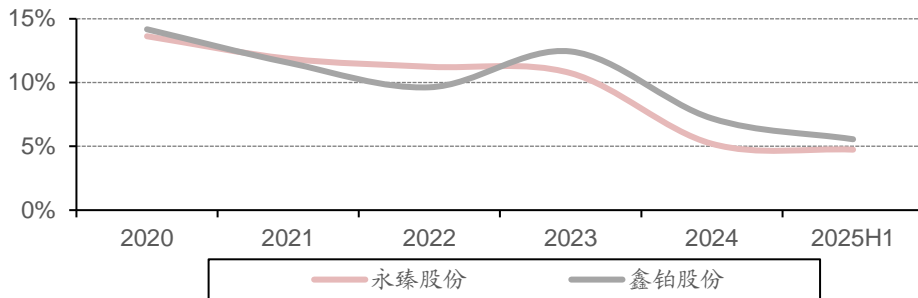
表 9: 光伏铝边框产能不完全统计 (单位: 万吨)

企业名称	产能所在地	产能	目前状态
永臻股份	滁州、芜湖	58	已投产
	包头	40	建设中
	越南	18	已投产
	美国	4 (深加工)	建设中
鑫铂股份	滁州	约 40	已投产
	马来西亚	6	建设中
营口昌泰	营口	10	已投产
	滁州	5.2	已投产
中信渤海	秦皇岛	6	已投产
	滁州	7.8	一期已投产、二期建设中
爱康科技	-	8.75	已投产

资料来源：公司公告，招商证券

近两年光伏边框加工费持续下行，25Q4 几乎全行业亏损。据 SMM，2022 年光伏铝边框型材加工费约 7000 元/吨。受下游组件降本压力传导、行业同质化价格战等因素影响，近两年国内光伏铝边框加工费持续下行，25Q4 加工费跌破 2000 元/吨，全行业亏损。

图 8: 主要企业边框产品毛利率变化 (单位: %)

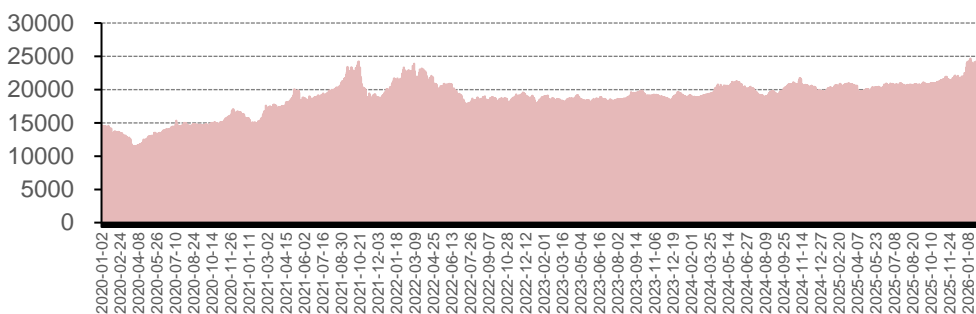


资料来源: 公司公告、招商证券

行业营运资金壁垒较高, 周期底部加速小厂出清。受上、下游付款周期不匹配影响, 光伏铝边框行业营运资金周转压力较大, 上市公司具备一定资金优势, 二三线小厂在本轮加工费下行周期中陆续关停。

- 边框上游为大宗原材料铝供应商(成本占比超 75%), 结算条款较为苛刻, 通常采用现货现款或者先款后货的采购形式, 形成营运资金占用。下游客户通常为头部光伏组件厂商, 集中度较高, 具备较强的议价能力, 信用账期较长, 同样形成营运资金占用。

图 9: 2020-2025 年中国铝价走势变化图 (单位: 元/吨)



资料来源: iFind、招商证券

3、公司成本优势明显, 未来份额有望进一步提升

公司光伏边框产品生产成本比行业领先数百元/吨。公司成本优势主要体现在规模效应、模具自制且一模多出、产线领先且自动化水平高、配套熔铸等。

- **模具端。**公司模具自主研发生产, 可实现一出四、一出五的多孔挤压工艺, 优于行业多数厂商一出二的常规水平。
- **产线端。**芜湖基地采用立式时效, 挤压后产品直接上架, 无需传统卧式时效 4-5 小时的处理周期, 大幅缩短生产流程, 同时全流程自动化升级。
- **配套熔铸及再生铝。**芜湖、常州基地配套再生铝及熔铸车间、包头基地可直接采购铝水生产, 较行业多数无熔铸产能、需外购成品铝棒(采购成本为铝锭价+额外加工费)的厂商成本节省数百元, 且实现生产能耗、碳排放下降。

三、公司前瞻布局海外产能，具有稀缺性

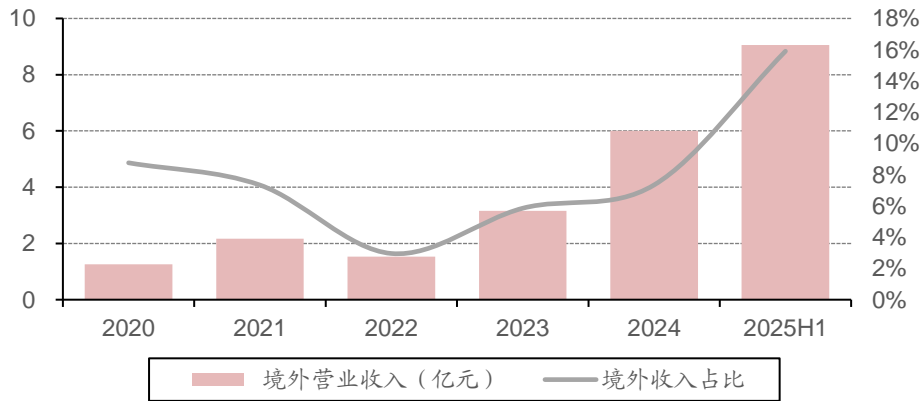
1、前瞻布局越南产能，开始获得较好回报

最早落地越南规模产能。公司于 2022 年启动越南生产基地的筹划与建设工作。该基地规划年产能 18 万吨，于 2024 年 9 月正式投产，是目前海外规模最大的光伏铝边框生产基地。

越南基地处于满产状态，面向海外市场盈利高。公司越南基地主要面向美国、印度等海外市场供货。2025 年上半年，公司越南子公司实现营收 8.23 亿元（开工率不足 50%，出货约 3 万吨），占总收入的 15.9%，净利润 1.05 亿元，净利率 12.8%，远高于同期国内业务的盈利表现，已成为公司业绩支柱。

越南基地自 25 年 8 月底以来处于满产状态，随着成本持续优化，对公司整体盈利的贡献将进一步增强。

图 10：2020 年以来公司境外营业收入变化



资料来源：公司公告、招商证券

表 10：国内主要光伏边框制造公司东南亚地区产能布局

公司名称	基地位置	产能 (万吨/年)	产能状态	投产时间
永臻股份	越南	18	已投产	2024 年 9 月
鑫铂股份	马来西亚	10	建设中	预计 2026H1

资料来源：公司公告、招商证券

2、前瞻布局美国本土产能，有望享受北美市场超额盈利

公司参股美国边框公司，本土布局领先。2025 年 3 月，公司参股美国边框公司 AFSOLARTECHINC.，持股比例为 24.90%（符合 FEOC 要求）。该公司剩余股权由公司前核心高管 HU HUA 女士全资控制。该公司 4 万吨光伏边框深加工产能已于近期顺利投产，未来可能进一步补齐前道产能。

美国本土光伏边框供需存在缺口，公司参股工厂有望获得超额盈利。在 IRA 补贴刺激下，近几年美国本土组件产能快速增长，2026 年初超 65GW。但是受美国本土铝型材加工产业链配套薄弱制约，美国本土光伏边框依赖进口，公司参股工厂有望享受美国市场超额盈利。

Tesla 拟在北美扩产，公司海外产能具有先发优势。Tesla 计划未来 3 年在美国落地 100GW 光伏产能，按单 GW 光伏组件需 0.43 万吨铝边框的标准测算，对应 43 万吨/年的光伏铝边框新增需求。公司越南、美国本土产能具备切入海外大客户供应链的先发优势。

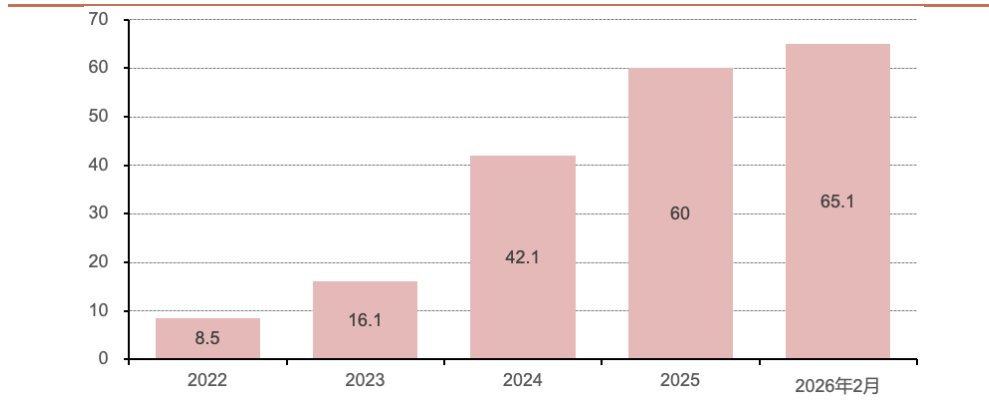
➤ 高额关税制约国内光伏边框产品出口美国，合规海外产能具有竞争优势。中国铝边框产品出口至美国需承担基础关税、232 条款关税、芬太尼关税及 301 条款额外关税，综合税率估算达 80.5%-98%，而越南出口至美国仅需承担约 53%的综合税率。

表 11: AF SOLARTECH INC. 股权结构及持股明细

股东名称	直接持股比例	最终实控人	与上市公司关系
永臻科技股份有限公司	24.90%	汪献利	董事长
LUMEN PATH INVESTMENTS LLC	75.10%	HU HUA	前董事、高级管理人员

资料来源：公司公告，招商证券

图 11: 美国本土光伏组件产能（单位：GW）



资料来源：SEIA、招商证券

表 12: 中国、越南、马来西亚出口铝制品至美国的关税比率

关税类型	中国-美国	越南-美国	马来西亚-美国
基础关税 (MFN)	约 3%	约 3%	约 3%
232 条款铝产品关税	50% (含铝部份)	50% (含铝部份)	50% (含铝部份)
芬太尼关税	20%	无	无
301 条款额外关税	7.5%-25%	无	无
综合税率 (估算)	80.5%-98%	53%	53%

资料来源：SMM，招商证券

四、盈利预测

考虑当前加工费水平全行业亏损，公司计划 2026 年缩减国内出货规模，提高加工费，目标实现扭亏。我们预计公司 25/26/27 年边框出货量分别约 46/43/58 万吨，其中国内出货 37/28/40 万吨。未来 2 年国内加工费有望逐步回升至合理水平，预计 26/27 年分别 2500/2800 元/吨。海外市场溢价明显，随着美国市场占比提升，预计加工费 1000 美金+/吨。

我们预计 25/26/27 年收入分别 120/137/176 亿元，同比+47%/14%/28%；归母净利润分别-2.1/4.5/8.0 亿元，同比-179%/310%/79%。

表 13: 业务拆分预测

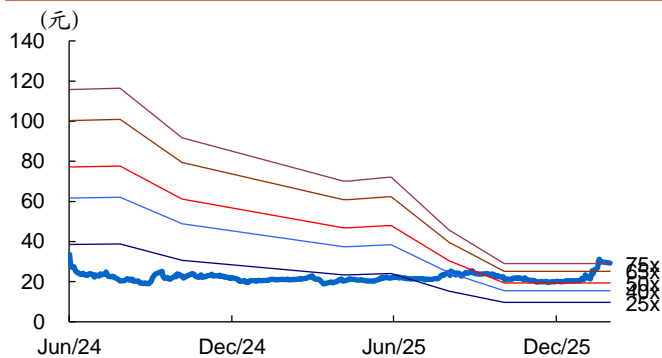
	2024	2025E	2026E	2027E
边框出货量(万吨)	34.9	46.0	43.0	58.0
其中:国内出货(万吨)	-	37	28	40
加工费(元/吨)	-	2000	2500	2800
越南出货(万吨)	-	9	15	18
加工费(元/吨)	-	7236	7560	7980
美国出货(深加工,万吨)	-	-	2.8	4
加工费(元/吨)	-	-	22400	23100
总收入(亿元)	81.8	120.3	137.1	176.2
yoy	52%	47%	14%	28%
净利润(亿元)	2.7	-2.1	4.5	8.0
yoy	-28%	-179%	310%	79%

资料来源:公司公告、招商证券

五、风险提示

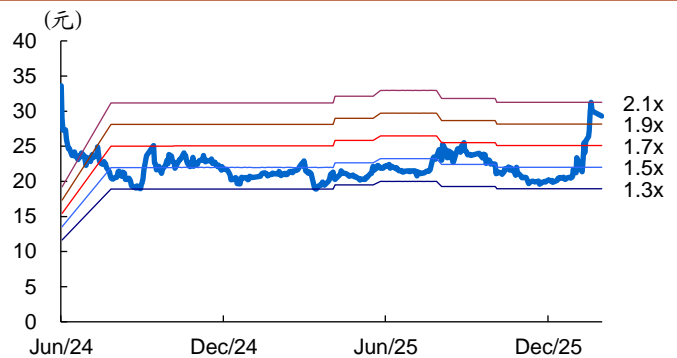
- 1、行业需求不及预期:当前光伏行业供给过剩,产业链普遍亏损,如果行业需求不及预期,可能盈利持续承压。越南,美国是公司重要的海外产能布局,如果海外需求不及预期,可能无法赚取海外溢价。
- 2、海外基地管理风险:海外人工、能源、原材料成本高于国内,如果管理不善,可能难以发挥优势。
- 3、新的贸易政策风险:海外市场贸易政策调整可能对公司经营产生较大影响。

图 12:永臻股份历史 PE Band



资料来源:公司数据、招商证券

图 13:永臻股份历史 PB Band



资料来源:公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	3314	6988	10573	11907	15126
现金	495	1051	1226	1407	1689
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	701	1426	2096	2390	3071
应收款项	1296	2633	3870	4412	5669
其它应收款	6	19	28	32	41
存货	503	1203	2375	2570	3254
其他	313	657	978	1096	1403
非流动资产	3087	3769	4000	4309	4509
长期股权投资	0	50	50	50	50
固定资产	1471	2363	2633	2978	3210
无形资产商誉	256	382	343	309	278
其他	1361	975	973	972	971
资产总计	6401	10757	14573	16216	19635
流动负债	3158	6728	10879	12075	14694
短期借款	2402	6044	10121	11301	13848
应付账款	125	126	178	193	244
预收账款	1	0	1	1	1
其他	630	557	579	581	600
长期负债	1050	278	278	278	278
长期借款	808	0	0	0	0
其他	242	278	278	278	278
负债合计	4208	7006	11156	12353	14971
股本	178	237	237	237	237
资本公积金	1395	2641	2651	2651	2651
留存收益	620	873	528	975	1775
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	2193	3751	3416	3863	4664
负债及权益合计	6401	10757	14573	16216	19635

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(1237)	(3758)	(3171)	(356)	(1695)
净利润	371	268	(212)	446	801
折旧摊销	77	152	267	289	318
财务费用	48	83	132	165	211
投资收益	(2)	(9)	(26)	(121)	(161)
营运资金变动	(1719)	(4164)	(3351)	(1142)	(2881)
其它	(12)	(88)	19	8	16
投资活动现金流	(1528)	(676)	(474)	(479)	(359)
资本支出	(1542)	(616)	(500)	(600)	(520)
其他投资	14	(60)	26	121	161
筹资活动现金流	2558	4641	3820	1016	2336
借款变动	2537	3374	4076	1180	2547
普通股增加	0	59	0	0	0
资本公积增加	2	1246	10	0	0
股利分配	0	0	(133)	0	0
其他	19	(38)	(132)	(165)	(211)
现金净增加额	(207)	206	176	181	281

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5391	8183	12029	13713	17621
营业成本	4815	7766	11873	12849	16272
营业税金及附加	23	40	36	41	53
营业费用	19	28	30	41	53
管理费用	50	79	90	110	141
研发费用	67	97	102	123	159
财务费用	41	77	132	165	211
资产减值损失	(19)	(34)	(25)	(20)	(20)
公允价值变动收益	(4)	(15)	1	1	1
其他收益	75	183	45	20	20
投资收益	(15)	(16)	(20)	100	140
营业利润	413	216	(234)	485	874
营业外收入	2	1	1	1	1
营业外支出	0	3	1	1	1
利润总额	416	214	(234)	485	874
所得税	45	(54)	(21)	38	73
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	371	268	(212)	446	801

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	4%	52%	47%	14%	28%
营业利润	51%	-48%	-208%	308%	80%
归母净利润	51%	-28%	-179%	310%	79%
获利能力					
毛利率	10.7%	5.1%	1.3%	6.3%	7.7%
净利率	6.9%	3.3%	-1.8%	3.3%	4.5%
ROE	18.4%	9.0%	-5.9%	12.3%	18.8%
ROIC	9.3%	4.8%	-0.8%	4.1%	5.8%
偿债能力					
资产负债率	65.7%	65.1%	76.6%	76.2%	76.2%
净负债比率	50.2%	56.2%	69.4%	69.7%	70.5%
流动比率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
速动比率	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.0	0.9	0.9	1.0
存货周转率	11.1	9.1	6.6	5.2	5.6
应收账款周转率	3.1	2.7	2.4	2.1	2.3
应付账款周转率	43.9	61.7	78.0	69.3	74.5
每股资料(元)					
EPS	1.56	1.13	-0.89	1.88	3.37
每股经营净现金	-5.21	-15.84	-13.36	-1.50	-7.15
每股净资产	9.24	15.81	14.40	16.28	19.66
每股股利	0.00	0.56	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	18.7	25.9	-32.7	15.6	8.7
PB	3.2	1.9	2.0	1.8	1.5
EV/EBITDA	32.2	38.8	101.8	18.0	12.0

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。