



爱旭股份 (600732.SH)

买入 (维持评级)
公司点评
证券研究报告

无银/低银化凸显盈利优势，产能升级加速 高溢价 BC 产品放量

业绩简评

2026年4月28日，公司发布2025年年报及2026年一季报。2025全年公司实现营业收入156.14亿元，同比提升39.97%，实现归母净利润-18.22亿元，同比提升65.75%；2026年第一季度公司实现营业收入44.37亿元，同比增长7.29%，实现归母净利润-4.40亿元，同比下降46.37%，业绩符合预期。

经营分析

差异化优势抵御行业低迷，一季度营收毛利逆势改善：2026年第一季度，国内光伏新增装机规模41GW，同比下滑31%，公司凭借高效BC电池的差异化竞争以及海外业务占比提升，营收端实现逆势增长。盈利端，2026年第一季度毛利率达到7.2%，同比提升6.7PCT，环比提升11.4PCT，考虑到一季度白银价格大幅攀升至历史新高对光伏产品成本造成一定的压力以及在手订单存在交付周期错配情况，在公司无银化和低银技术的成熟应用下（低银技术单耗比Topcon降低30%以上），毛利率表现亮眼。

集中式+分布式全球开花，在手订单饱满：根据公司公众号，除BC产品具备优势的分布式场景外，2026年内公司多次获得海外大型集中式项目ABC组件采购订单，并中标国内华电、中国电建等央企国企组件框采购项目，当前在手订单充裕，截至2026年一季度末，公司合同负债为8.8亿元，较2025年底增长62.3%，公司当前开工率基本满产，随历史低价订单逐步交付完成，组件利润率有望再上台阶。

存量电池启动改造，先进产能量利双升：2026年4月16日，公司发布公告称，拟将义乌基地四厂、滁州基地现有PERC、TOPCon电池产能升级改造为共11GW ABC电池产能，根据infolink最新价格，国内BC组件较TOPCon溢价约0.9元/W，欧洲户用BC组件价格上涨至0.204美元/W，随着下半年技改项目陆续投产，有望进一步提升公司ABC电池批量供货能力，增强产品竞争力和市场占有率，增厚公司盈利空间。

盈利预测、估值与评级

根据公司ABC组件业务进度，预计公司2026-2028年归母净利润分别为5.1/14.2/24.5亿元，对应2026-2028年EPS为0.24、0.67、1.16元，当前股价对应PE分别为39/27/21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)：14.88 元

相关报告：

- 《爱旭股份公司点评：定增落地助力公司资产结构优化，ABC组件份...》，2025.10.30
- 《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
- 《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



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	11,155	15,614	20,391	23,651	29,232
营业收入增长率	-58.94%	39.97%	30.59%	15.99%	23.60%
归母净利润(百万元)	-5,319	-1,822	511	1,417	2,452
归母净利润增长率	-802.92%	-65.75%	N/A	177.61%	72.99%
摊薄每股收益(元)	-2.911	-0.861	0.241	0.669	1.158
每股经营性现金流净额	-2.47	1.10	0.86	1.98	2.88
ROE(归属母公司)(摊薄)	-149.66%	-35.46%	9.04%	20.06%	26.44%
P/E	-3.79	-15.57	61.71	22.23	12.85
P/B	5.67	5.52	5.58	4.46	3.40

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)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	27,170	11,155	15,614	20,391	23,651	29,232
增长率		-58.9%	40.0%	30.6%	16.0%	23.6%
主营业务成本	-22,690	-12,264	-15,210	-17,873	-20,631	-24,985
%销售收入	83.5%	109.9%	97.4%	87.7%	87.2%	85.5%
毛利	4,480	-1,109	404	2,518	3,020	4,247
%销售收入	16.5%	n.a	2.6%	12.3%	12.8%	14.5%
营业税金及附加	-112	-63	-63	-82	-95	-117
%销售收入	0.4%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-255	-470	-489	-571	-544	-614
%销售收入	0.9%	4.2%	3.1%	2.8%	2.3%	2.1%
管理费用	-1,016	-959	-670	-714	-662	-760
%销售收入	3.7%	8.6%	4.3%	3.5%	2.8%	2.6%
研发费用	-1,224	-694	-352	-408	-355	-438
%销售收入	4.5%	6.2%	2.3%	2.0%	1.5%	1.5%
息税前利润 (EBIT)	1,872	-3,295	-1,169	744	1,364	2,317
%销售收入	6.9%	n.a	n.a	3.6%	5.8%	7.9%
财务费用	-283	-563	-172	-272	-263	-171
%销售收入	1.0%	5.0%	1.1%	1.3%	1.1%	0.6%
资产减值损失	-1,419	-2,997	-832	-350	-226	-176
公允价值变动收益	119	-209	97	5	5	5
投资收益	-59	-58	-11	-15	-15	-15
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
营业利润	711	-6,097	-1,863	361	1,115	2,210
营业利润率	2.6%	n.a	n.a	1.8%	4.7%	7.6%
营业外收支	-11	-344	-30	30	30	30
税前利润	699	-6,441	-1,893	391	1,145	2,240
利润率	2.6%	n.a	n.a	1.9%	4.8%	7.7%
所得税	57	1,047	5	39	172	112
所得税率	-8.2%	n.a	n.a	-10.0%	-15.0%	-5.0%
净利润	757	-5,394	-1,887	431	1,317	2,352
少数股东损益	0	-74	-65	-80	-100	-100
归属于母公司的净利润	757	-5,319	-1,822	511	1,417	2,452
净利率	2.8%	n.a	n.a	2.5%	6.0%	8.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	757	-5,394	-1,887	431	1,317	2,352
少数股东损益	0	-74	-65	-80	-100	-100
非现金支出	2,797	4,820	2,632	2,226	2,353	2,505
非经营收益	-236	-216	646	370	314	245
营运资金变动	-1,731	-3,730	936	-1,215	201	1,003
经营活动现金净流	1,586	-4,520	2,327	1,811	4,186	6,104
资本开支	-6,300	-1,927	-941	-3,076	-2,123	-2,143
投资	-558	-41	-1,896	5	5	5
其他	19	8	-5	-15	-15	-15
投资活动现金净流	-6,839	-1,960	-2,842	-3,086	-2,133	-2,153
股权募资	108	1,720	3,988	0	0	0
债权募资	5,490	4,320	-2,286	1,826	380	-2,534
其他	-1,549	-578	-716	-327	-334	-510
筹资活动现金净流	4,049	5,462	986	1,499	45	-3,044
现金净流量	-1,209	-1,064	471	224	2,098	907

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	4,617	1,914	3,679	3,901	5,997	6,900
应收款项	1,170	1,279	1,904	3,543	3,738	4,161
存货	3,135	2,550	2,483	2,833	2,815	2,670
其他流动资产	1,286	1,755	1,409	1,515	1,750	1,980
流动资产	10,208	7,498	9,475	11,792	14,300	15,711
%总资产	30.0%	21.7%	27.1%	30.6%	34.8%	37.1%
长期投资	919	695	1,125	1,125	1,125	1,125
固定资产	19,648	22,846	21,293	22,506	22,480	22,273
%总资产	57.8%	66.2%	60.8%	58.5%	54.8%	52.7%
无形资产	989	1,024	990	1,044	1,098	1,151
非流动资产	23,789	27,025	25,535	26,706	26,737	26,587
%总资产	70.0%	78.3%	72.9%	69.4%	65.2%	62.9%
资产总计	33,996	34,523	35,010	38,498	41,037	42,299
短期借款	2,095	7,135	9,179	9,154	9,534	7,000
应付款项	12,706	9,269	10,395	11,181	12,197	13,584
其他流动负债	650	1,641	811	1,233	1,033	1,295
流动负债	15,452	18,045	20,386	21,568	22,764	21,879
长期贷款	7,545	7,027	4,302	4,904	4,904	4,904
其他长期负债	2,319	4,498	3,302	4,575	4,600	4,640
负债	25,316	29,570	27,989	31,047	32,268	31,423
普通股股东权益	8,680	3,554	5,138	5,649	7,066	9,273
其中：股本	1,828	1,828	2,117	2,117	2,117	2,117
未分配利润	3,699	-1,621	-3,443	-2,932	-1,515	692
少数股东权益	0	1,399	1,883	1,803	1,703	1,603
负债股东权益合计	33,996	34,523	35,010	38,498	41,037	42,299

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.414	-2.911	-0.861	0.241	0.669	1.158
每股净资产	4.748	1.945	2.427	2.668	3.337	4.380
每股经营现金净流	0.868	-2.473	1.099	0.855	1.977	2.883
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.116
回报率						
净资产收益率	8.72%	-149.66%	-35.46%	9.04%	20.06%	26.44%
总资产收益率	2.23%	-15.41%	-5.20%	1.33%	3.45%	5.80%
投入资本收益率	10.94%	-14.42%	-5.67%	3.80%	6.76%	10.67%
增长率						
主营业务收入增长率	-22.54%	-58.94%	39.97%	30.59%	15.99%	23.60%
EBIT 增长率	-33.42%	-275.98%	-64.51%	-163.63%	83.43%	69.83%
净利润增长率	-67.50%	-802.92%	-65.75%	N/A	177.61%	72.99%
总资产增长率	37.69%	1.55%	1.41%	9.96%	6.59%	3.07%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.8	19.6	28.6	50.0	45.0	40.0
存货周转天数	37.5	84.6	60.4	65.0	60.0	50.0
应付账款周转天数	45.4	147.5	146.2	145.0	140.0	130.0
固定资产周转天数	196.8	582.1	399.0	326.0	279.4	222.2
偿债能力						
净负债/股东权益	57.87%	247.28%	139.58%	136.29%	96.25%	46.00%
EBIT 利息保障倍数	6.6	-5.9	-6.8	2.7	5.2	13.5
资产负债率	74.47%	85.65%	79.95%	80.64%	78.63%	74.29%

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	4	9	24
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	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