

爱旭股份 (600732)

2025 年年报&2026 年一季报点评: 25 年组件出货高增, 汇兑+减值影响 Q1 盈利

2026 年 04 月 30 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书: S0600523070003

guoyn@dwzq.com.cn

证券分析师 徐毓嵘

执业证书: S0600524080007

xucr@dwzq.com.cn

买入 (维持)

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	11,155	15,614	19,321	29,159	35,662
同比 (%)	(58.94)	39.97	23.74	50.92	22.30
归母净利润 (百万元)	(5,319.43)	(1,821.95)	381.88	927.87	1,645.08
同比 (%)	(802.92)	65.75	120.96	142.98	77.30
EPS-最新摊薄 (元/股)	(2.51)	(0.86)	0.18	0.44	0.78
P/E (现价&最新摊薄)	(5.86)	(17.11)	81.61	33.59	18.94

投资要点

- **事件:** 公司 25 年营收 156.1 亿元, 同比+40%, 归母净利润-18.2 亿, 同比+65.7%, 扣除非经常性损益后的净利润-22.7 亿; 毛利率 2.6%, 同比+12.5pct, 归母净利率-11.7%, 同比+36pct; 其中 25Q4 营收 40.2 亿, 同环比 23.3%/27.5%, 归母净利润-12.9 亿元, 同环比+48.2%/-337.6%, 扣除非经常性损益后的净利润-14.6 亿元, 同环比+24.6%/-285%。公司 26Q1 营收 44.4 亿, 同比+7.3%, 归母净利润-4.4 亿, 同比-46.4%, 扣除非经常性损益后的净利润-4.9 亿, 同环比-4.86%/+66.56%。
- **25 年组件出货高增、Q1 毛利环比改善。** 公司 25 年 ABC 组件出货 14.71GW, 同增 132%, 远销全球近 70 个国家地区; 其中 25Q4 组件出货约 3.5GW+、测算单瓦盈利约 3 分。26Q1 组件出货 4GW, 海外占比 60%, 我们测算单瓦盈利约 5 分 (海外 8-10 分), 受前期组件低价单+汇兑+减值影响 Q1 业绩。电池 25 全年出货约 22.29GW, 较 2024 年略有下降; 公司 Q1 毛利率 7.2%, 同环比+6.7/+11.4pct, 环比改善明显。
- **在手订单充沛、无银化+ABC 超额明显。** 公司集中式+分布式全球开花, 在手订单饱满, 26Q1 合同负债约 8.8 亿, 环比增长 60%+, 在手订单充足。ABC 义乌基地完成低银化导入, BC 成本大幅优化、较 TOPCon 有望形成竞争优势。
- **汇兑影响费用、经营性现金流保持正流入。** 公司 26Q1 期间费用 6.4 亿元, 同环比+70/+45.3pct, 费用率 14.5%, 同环比+5.3/+3.5pct; Q1 经营性现金流 7 亿元, 同环比-2.2%/+24.1%; 26Q1 资本开支 2.8 亿元, 同环比+10.4/+97.6pct; 26Q1 末存货 24.1 亿元, 较年初-2.8%。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑前期低价订单、减值及汇兑扰动仍在消化, 且电池业务技改爬坡仍需时间, 但 ABC 组件出货高增、海外占比提升, 无银化/低银化推动成本下行, 我们对 2026-2028 年盈利修复节奏采取更审慎假设, 调整公司 2026-2027 年归母净利润至 3.8/9.3 亿元 (原预期 15.6/24.9 亿元), 新增 28 年预期归母净利润 16.5 亿元, 同比+121%/+143%/+77%, 鉴于欧洲集中式订单持续落地验证产品溢价和渠道认可度, 盈利弹性仍具备向上修复基础, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 竞争加剧, 政策不及预期, 海外需求存在不稳定因素, 低价订单与汇兑波动或影响盈利修复节奏。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.72
一年最低/最高价	10.47/17.80
市净率(倍)	6.57
流通 A 股市值(百万元)	30,904.06
总市值(百万元)	31,165.92

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.24
资产负债率(% ,LF)	78.89
总股本(百万股)	2,117.25
流通 A 股(百万股)	2,099.46

相关研究

- 《爱旭股份(600732): 2025 年中报点评: ABC 出货高增, 单季度盈利转正》
2025-08-11
- 《爱旭股份(600732): 2024 年业绩预告点评: 行业低谷业绩承压, ABC 出货持续高增》
2025-02-06

爱旭股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	9,475	19,647	22,459	39,633	营业总收入	15,614	19,321	29,159	35,662
货币资金及交易性金融资产	3,680	12,661	14,607	32,244	营业成本(含金融类)	15,210	17,566	25,099	30,024
经营性应收款项	2,113	637	3,575	1,865	税金及附加	63	89	216	265
存货	2,483	5,324	3,042	4,464	销售费用	489	609	918	1,123
合同资产	3	4	6	7	管理费用	670	784	1,166	1,248
其他流动资产	1,196	1,021	1,229	1,054	研发费用	352	386	583	713
非流动资产	25,535	23,498	22,039	20,258	财务费用	172	529	693	846
长期股权投资	97	97	97	97	加:其他收益	224	1,159	583	357
固定资产及使用权资产	17,080	18,680	17,387	15,407	投资净收益	(11)	(43)	29	71
在建工程	4,225	812	146	13	公允价值变动	97	0	0	0
无形资产	981	1,060	1,112	1,145	减值损失	(832)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	1	(19)	(29)	(18)
长期待摊费用	9	12	15	18	营业利润	(1,863)	455	1,066	1,853
其他非流动资产	3,143	2,837	3,282	3,577	营业外净收支	(30)	(31)	(35)	(25)
资产总计	35,010	43,144	44,498	59,890	利润总额	(1,893)	424	1,031	1,828
流动负债	20,386	24,321	21,705	32,506	减:所得税	(5)	42	103	183
短期借款及一年内到期的非流动负债	9,179	8,022	9,146	9,991	净利润	(1,887)	382	928	1,645
经营性应付款项	9,811	15,367	11,127	20,565	减:少数股东损益	(65)	0	0	0
合同负债	543	255	402	570	归属母公司净利润	(1,822)	382	928	1,645
其他流动负债	853	677	1,031	1,380	每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.86)	0.18	0.44	0.78
非流动负债	7,603	11,421	14,463	17,408	EBIT	(1,309)	1,046	1,759	2,646
长期借款	4,302	7,847	10,347	12,726	EBITDA	491	3,657	4,500	5,445
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	2.59	9.08	13.92	15.81
租赁负债	4	127	439	815	归母净利率(%)	(11.67)	1.98	3.18	4.61
其他非流动负债	3,298	3,447	3,677	3,868	收入增长率(%)	39.97	23.74	50.92	22.30
负债合计	27,989	35,741	36,167	49,914	归母净利润增长率(%)	65.75	120.96	142.98	77.30
归属母公司股东权益	5,138	5,520	6,448	8,093					
少数股东权益	1,883	1,883	1,883	1,883					
所有者权益合计	7,021	7,403	8,331	9,976					
负债和股东权益	35,010	43,144	44,498	59,890					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2,327	7,845	(270)	15,564	每股净资产(元)	2.43	2.61	3.05	3.82
投资活动现金流	(2,842)	(991)	(1,217)	(828)	最新发行在外股份(百万股)	2,117	2,117	2,117	2,117
筹资活动现金流	986	2,108	3,402	2,860	ROIC(%)	(6.59)	4.29	6.13	7.71
现金净增加额	471	8,961	1,916	17,596	ROE-摊薄(%)	(35.46)	6.92	14.39	20.33
折旧和摊销	1,800	2,611	2,742	2,799	资产负债率(%)	79.95	82.84	81.28	83.34
资本开支	(941)	(927)	(898)	(763)	P/E (现价&最新股本摊薄)	(17.11)	81.61	33.59	18.94
营运资本变动	936	3,956	(4,595)	10,453	P/B (现价)	6.07	5.65	4.83	3.85

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>