

## 公司研究

## ABC 组件出货量维持高增，稳步推进传统产能升级改造

——爱旭股份（600732.SH）2025 年年报&amp;2026 年一季报点评

## 要点

**事件：**公司发布 2025 年年报&2026 年一季报，2025 年实现营业收入 156.14 亿元，同比+39.97%，实现归母净利润-18.22 亿元，亏损幅度收窄；2026Q1 实现营业收入 44.37 亿元，同比+7.29%，实现归母净利润-4.4 亿元，环比亏损收窄。

**ABC 组件出货规模维持高增，2026Q1 盈利能力环比改善。**

(1) 公司 ABC 组件出货规模维持高增长态势，2025 年 ABC 组件销量同比+132.19%至 14.71GW，板块营业收入同比+114.75%至 106.55 亿元，毛利率同比+14.20 个 pct 至 5.00%。另一方面公司传统电池业务经营承压，2025 年 PERC、TOPCon 电池销售规模同比-12.48%至 22.29GW，营业收入同比-35.57%至 34.47 亿元，毛利率同比+3.17 个 pct 至-8.54%。

(2) 2026Q1 公司营业收入规模同环比均实现稳健提升，亏损幅度环比改善，毛利率环比+11.42 个 pct 至 7.20%显著改善。2026Q1 公司的 ABC 组件已连续拿下国内两家电力央企集采订单，累计入围规模近 10GW，2026 年 ABC 组件的出货规模有望维持高增。

**ABC 组件在海外市场全年实现正毛利，稳步推进传统产能升级改造。**

公司持续推进海外市场布局，2025 年下半年海外组件销量占比超 50%；依靠优良性能和价值定价策略，公司 ABC 组件海外售价较常规 TOPCon 产品保持 10%~50%的溢价，助力公司 2025 年 ABC 组件海外销售毛利率成功转正（11.48%）。公司稳步践行 ALL in BC 的战略方针，已启动存量 PERC 及 TOPCon 电池产能的升级改造计划，将有效补足公司在 BC 电池组件交付能力的缺口。

**持续提升 ABC 组件转换效率，前瞻性推动下一代产品研发。**

公司不断提高 N 型 ABC 组件的转换效率，第三代满屏 ABC 组件效率达 25%并于 2025 年批量出货；此外面对银价高企压力，公司珠海基地在无银化技术基础上进一步降低能耗、提升生产节拍，义乌基地稳步导入低银方案，使 ABC 产线单位银浆耗量较常规 TOPCon 产线降低 30%左右。在 BC 技术逐渐成熟背景下公司前瞻性推动下一代产品的技术研发，已在两端钙钛矿-硅叠层电池方面取得 34.76%的转换效率，并在光子回收、光子倍增等前沿技术领域进行探索。

**维持“增持”评级：**公司 ABC 组件产品保持领先行业的盈利能力，但 2026 年全球光伏需求面临较大压力，审慎起见我们下调 26 年盈利预测，预计公司 26-28 年归母净利润分别为 4.40/12.28/21.75 亿元（下调 42%/维持/新增）。公司 ABC 电池技术的提前布局和领先行业的出货规模将保障公司在产业链价格承压背景下获取超额收益，**维持“增持”评级。**

**风险提示：**光伏全球装机、公司产能扩张和产品销售不及预期，光伏产业链价格战剧烈程度、技术迭代速度超预期、专业化公司技术优势逐步减弱。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	11,155	15,614	18,731	22,158	25,169
营业收入增长率	-58.94%	39.97%	19.96%	18.30%	13.59%
归母净利润（百万元）	-5,319	-1,822	440	1,228	2,175
归母净利润增长率	-802.92%	-	-	179.35%	77.18%
EPS（元）	-2.91	-0.86	0.21	0.58	1.03
ROE（归属母公司）（摊薄）	-149.66%	-35.46%	7.88%	18.04%	24.22%
P/E	-	-	71	25	14
P/B	7.6	6.1	5.6	4.6	3.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-29

注：公司 2024 年总股本为 18.28 亿股，2025 年及以后为 21.17 亿股

## 增持（维持）

当前价：14.72 元

## 作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452071

[yinzs@ebsecn.com](mailto:yinzs@ebsecn.com)

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

[haoqian@ebsecn.com](mailto:haoqian@ebsecn.com)

## 市场数据

总股本(亿股)	21.17
总市值(亿元):	311.66
一年最低/最高(元):	10.09/17.80
近 3 月换手率:	177.19%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.61	2.26	21.26
绝对	0.48	3.44	48.69

资料来源：Wind

## 相关研报

2025H1 ABC 组件出货量达 8.57GW，2025Q2 成功实现扭亏——爱旭股份（600732.SH）2025 年中报点评（2025-08-11）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	11,155	15,614	18,731	22,158	25,169
营业成本	12,264	15,210	16,684	18,933	20,765
折旧和摊销	1,794	1,780	1,892	1,979	2,066
税金及附加	63	63	105	124	141
销售费用	470	489	506	598	680
管理费用	959	670	674	798	906
研发费用	694	352	375	443	503
财务费用	563	172	196	223	238
投资收益	-58	-11	-10	-10	-10
营业利润	-6,097	-1,863	441	1,236	2,182
利润总额	-6,441	-1,893	441	1,231	2,182
所得税	-1,047	-5	1	4	6
净利润	-5,394	-1,887	440	1,228	2,175
少数股东损益	-74	-65	0	0	0
归属母公司净利润	-5,319	-1,822	440	1,228	2,175
EPS(元)	-2.91	-0.86	0.21	0.58	1.03

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	-4,520	2,327	2,605	3,982	4,470
净利润	-5,319	-1,822	440	1,228	2,175
折旧摊销	1,794	1,780	1,892	1,979	2,066
净营运资金增加	-833	861	359	143	623
其他	-161	1,508	-85	632	-395
投资活动产生现金流	-1,960	-2,842	-934	-1,030	-1,030
净资本支出	-1,927	-941	-1,020	-1,020	-1,020
长期投资变化	3	97	0	0	0
其他资产变化	-36	-1,998	86	-10	-10
融资活动现金流	5,462	986	-1,604	-2,267	-161
股本变化	0	290	0	0	0
债务净变化	4,522	-682	-1,409	-2,044	78
无息负债变化	-268	-899	971	725	304
净现金流	-1,064	471	67	685	3,279

## 主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	-9.9%	2.6%	10.9%	14.6%	17.5%
EBITDA 率	22.9%	10.4%	14.2%	16.6%	18.7%
EBIT 率	6.7%	-1.1%	4.1%	7.6%	10.5%
税前净利润率	-57.7%	-12.1%	2.4%	5.6%	8.7%
归母净利润率	-47.7%	-11.7%	2.3%	5.5%	8.6%
ROA	-15.6%	-5.4%	1.3%	3.5%	5.8%
ROE (摊薄)	-149.7%	-35.5%	7.9%	18.0%	24.2%
经营性 ROIC	3.4%	-0.9%	4.2%	9.6%	15.4%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	86%	80%	79%	75%	71%
流动比率	0.42	0.46	0.53	0.63	0.84
速动比率	0.27	0.34	0.38	0.47	0.67
归母权益/有息债务	0.25	0.38	0.46	0.68	0.89
有形资产/有息债务	2.23	2.40	2.68	3.22	3.45

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	34,523	35,010	35,012	34,921	37,478
货币资金	1,914	3,679	3,746	4,432	7,711
交易性金融资产	0	1	1	1	1
应收账款	838	1,605	1,798	1,895	1,893
应收票据	247	95	114	135	153
其他应收款 (合计)	32	122	146	173	196
存货	2,550	2,483	2,883	2,854	3,084
其他流动资产	1,453	1,133	1,133	1,133	1,133
流动资产合计	7,498	9,475	10,348	11,216	14,820
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	3	97	97	97	97
固定资产	17,791	17,069	16,327	15,491	14,562
在建工程	5,055	4,225	4,108	3,998	3,893
无形资产	1,013	981	968	955	943
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	575	442	442	442	442
非流动资产合计	27,025	25,535	24,663	23,704	22,658
总负债	29,570	27,989	27,551	26,232	26,614
短期借款	3,643	4,875	2,966	422	0
应付账款	5,609	6,576	7,214	7,808	8,148
应付票据	3,565	3,234	3,548	3,647	3,585
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	158	94	94	94	94
流动负债合计	18,045	20,386	19,548	17,728	17,610
长期借款	7,027	4,302	4,802	5,302	5,802
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2,989	1,622	1,622	1,622	1,622
非流动负债合计	11,525	7,603	8,004	8,504	9,004
股东权益	4,953	7,021	7,461	8,688	10,864
股本	1,828	2,117	2,117	2,117	2,117
公积金	3,858	6,805	6,849	6,971	7,189
未分配利润	-1,621	-3,443	-3,047	-1,942	16
归属母公司权益	3,554	5,138	5,578	6,806	8,981
少数股东权益	1,399	1,883	1,883	1,883	1,883

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	4.22%	3.13%	2.70%	2.70%	2.70%
管理费用率	8.59%	4.29%	3.60%	3.60%	3.60%
财务费用率	5.05%	1.10%	1.04%	1.01%	0.95%
研发费用率	6.22%	2.25%	2.00%	2.00%	2.00%
所得税率	16%	0%	0%	0%	0%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-2.47	1.10	1.23	1.88	2.11
每股净资产	1.94	2.43	2.63	3.21	4.24
每股销售收入	6.10	7.37	8.85	10.47	11.89

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	-	-	71	25	14
PB	7.6	6.1	5.6	4.6	3.5
EV/EBITDA	17.4	29.6	17.6	12.2	9.0
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于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。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼