

爱旭股份（600732.SH）

公司报告 | 首次评级报告

方田
光伏行业研究员

2026年1月20日

基本信息

所属行业	TMT
当前股价	13.38
总市值	283.29亿
PE-TTM	-18.28
PB-MRQ	4.38

估值结果

价值	267.62亿
DDM估值	上行空间 -5.5%
状态	合理估值
价值	269.43亿
动态估值	上行空间 -4.9%
状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★☆☆
护城河	★★★☆☆

核心评级结论

爱旭股份是全球领先的新能源科技企业，以ABC组件为核心产品，市占率位居全球前列。

公司成长空间星级较高，2025年ABC组件业务已发展成为公司主营业务，未来随着ABC组件持续放量，公司业绩有望重回增长通道。公司盈利趋势星级较高，一方面，公司持续优化产品结构，未来随着高毛利ABC组件收入占比提升，公司盈利能力有望提升；另一方面，目前光伏行业反内卷正持续推进，后续光伏主产业链价格回升有望带动公司盈利能力修复。公司产业格局星级一般，目前光伏组件及光伏电池竞争以性价比为主，且均属于重资产行业，产能较难退出，使得公司产业属性较差。公司护城河星级一般，目前公司护城河主要体现在其在ABC技术及布局上具备先发优势，若后续公司不能持续引领光伏电池技术迭代，其护城河存在被削弱的风险。

基于ABC组件渗透率持续提升有望带动公司ABC组件销量持续增长，叠加公司持续推进ABC组件降本增效及光伏反内卷推进有望带动其ABC组件盈利回升的假设，目前公司估值合理。

我们区别于市场的观点

市场观点认为公司有望凭借ABC组件率先穿越周期，实现盈利。相较于市场观点，我们对公司ABC组件业绩预测更加保守，主要基于以下原因：1）目前光伏行业竞争激烈，全行业多数企业亏损，在一定程度上抑制了光伏新技术的发展，降低了ABC组件的溢价空间，因此我们对ABC组件盈利能力更加保守；2）目前全球光伏新增装机基数较高，叠加国内消纳问题凸显，后续光伏新增装机需求增速或将显著放缓，因此我们对公司ABC组件出货量预测更加保守。

风险提示

1）ABC组件已成为公司主要业绩增长点，若后续公司ABC组件出货量不及预期，将对公司业绩产生较大影响；2）ABC技术降本增效不及预期，或将导致公司ABC盈利提升不及预期，将对公司业绩产生较大影响。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	5
3.2 研发高端度	5
3.3 研发强度	5
3.4 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	11

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	9
表4：公司整体及分业务动态估值	10
表5：公司整体及分业务DDM估值	10

1. 基本信息

爱旭股份主营业务为高效太阳能电池片、ABC（全背接触）组件及光伏系统解决方案的研发、生产和销售。目前ABC组件已超越光伏电池成为公司的主要业绩来源，2025年上半年公司ABC组件营收占比为74.4%，未来公司将持续聚焦于ABC技术降本增效，推进其产业化发展。

2. 业务介绍

对于爱旭股份公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

ABC组件：

ABC组件是爱旭股份推出的高效光伏组件，采用全背接触（BC）技术，具有高转换效率、低衰减、高可靠性等特点，正面无栅线设计使其兼具美观与高效发电性能，适用于户用、工商业及集中式光伏场景。我们对该业务的界定为全球ABC组件市场。

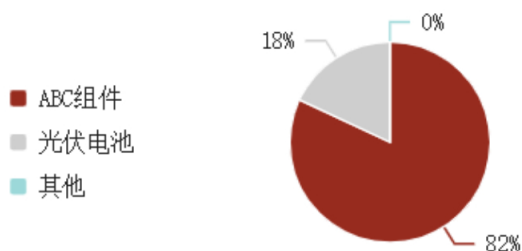
光伏电池：

光伏电池是一种利用光生伏特效应，将太阳辐射能直接转换为电能的半导体器件，是光伏发电系统的核心组件，通过光电转换为人类提供清洁可再生的电能。我们对该业务的界定为全球光伏电池市场。

其他：

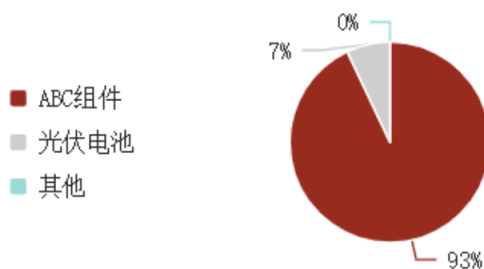
公司其他业务包括受托加工、技术咨询服务等。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

爱旭股份以ABC技术为核心驱动力，通过高强度研发投入构建技术壁垒，推出高效率、高溢价的光伏电池及组件产品，同时积极开拓海外市场，以价值定价策略满足全球高端市场需求，构建技术生态合作网络，实现从技术研发到全球商业应用的闭环。

3.1 资产强度

低

较低

中等

较高

高

公司资产强度高，2025年前三季度公司固定资产占总资产的比例为45.6%，光伏电池及光伏组件属于典型的重资产行业，需要大规模投入固定资产，如生产设备、厂房等。

3.2 研发高端度

低

较低

中等

较高

高

公司研发高端度较高，2024年公司研发投入与研发人员的比例为104.3万元/人，公司专注于ABC技术等前沿技术研发，技术门槛较高，对研发人员的专业技能和经验要求高。

3.3 研发强度

低

较低

中等

较高

高

公司研发强度较高，2022-2024年公司研发费用率持续增长，公司选择ABC技术路线作为差异化竞争方向，为巩固这一技术壁垒，公司需持续投入研发以完善工艺、优化产品性能，如铜互联技术、无银化工艺等。

3.4 客户集中度

低

较低

中等

较高

高

公司客户集中度较低，2024年公司前五名客户销售额占比合计为23.1%，ABC组件已发展成为公司主营业务，光伏组件下游行业集中度较低，涉及大型地面电站、户用分布式等应用场景，叠加公司加速开拓海外市场。

4. 历史经营绩效

2023年以来公司历史经营绩效有所下滑，受光伏电池产能快速释放导致竞争加剧影响，公司光伏电池售价大幅下降，业绩承压下行。

4.1 历史盈利能力

☆☆☆☆☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

2021年，受硅料价格大涨抑制下游装机需求影响，公司电池片成本压力难以向下游传导，盈利能力星级下降。2022年，终端需求回升带动大尺寸电池片需求增长，叠加公司参股硅料、硅片及强化供应链管理，盈利能力星级回升。2023年以来，受PERC电池产能快速释放及光伏电池技术迭代冲击，公司光伏电池盈利能力承压，盈利能力星级整体下滑。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



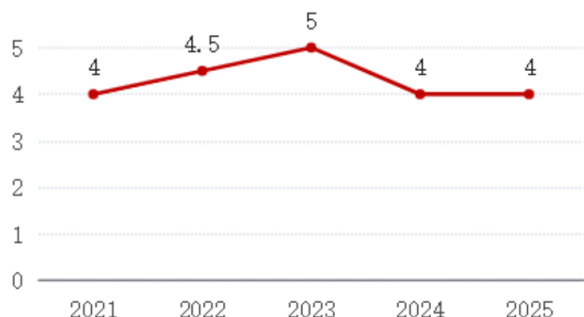
数据来源：公司财报，壹评级

2020-2022年公司成长能力星级位于较高水平，受下游光伏新增装机需求快速增长影响，公司光伏电池销量持续提升带动公司收入快速增长。2023-2024年公司成长能力星级有所下降，随着光伏电池产能快速释放，光伏电池价格下降使得公司业绩承压。2025年前三季度公司成长能力星级有所提升，公司ABC组件进入放量阶段，业绩有所改善。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



数据来源：公司财报，壹评级

近年来公司业务控制力星级位于较高水平，公司主营业务包括光伏电池及光伏组件，其中光伏电池作为光伏主产业链技术壁垒最高的环节，在产业链具备较强的话语权，对上下游占款能力较强。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司重视股东回报，2020-2022年公司股东回报能力星级整体位于较高位置，受下游光伏新增装机需求增长带动公司光伏电池销量上行，公司业绩表现尚可，使得股息率较高。2023年以来公司股东回报能力星级呈下降趋势，光伏电池行业竞争加剧，价格下降使得公司业绩承压，叠加公司加大ABC技术研发投入，使得公司股息率下降。

5. 四维评级

公司成长空间星级较高，2025年ABC组件业务已发展成为公司主营业务，未来随着ABC组件持续放量，公司业绩有望重回增长通道。公司护城河星级一般，目前公司护城河主要体现在其在ABC技术及布局上具备先发优势，若后续公司不能持续引领光伏电池技术迭代，其护城河存在被削弱的风险。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间星级较高，2025年ABC组件业务已发展成为公司主营业务，未来随着ABC组件持续放量，公司业绩有望重回增长通道。

ABC组件(4.5星):

公司ABC组件成长空间星级较高，其ABC组件业绩基数较低，处于放量初期，目前公司在手订单充足，叠加公司持续推进ABC组件降本增效，预计2025-2029年公司ABC组件营收增速有望达20%-30%。

光伏电池(1.5星):

公司光伏电池成长空间星级较低，目前光伏新增装机量基数高，叠加国内消纳问题凸显，预计后续光伏新增装机需求增速或将显著下降，公司光伏电池销量增速或将同步下降。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势星级较高，一方面，公司持续优化产品结构，未来随着高毛利ABC组件收入占比提升，公司盈利能力有望提升；另一方面，目前光伏行业反内卷正持续推进，后续光伏主产业链价格回升有望带动公司盈利能力修复。

ABC组件(3.5星):

公司ABC组件盈利趋势星级较高，其ABC组件处于放量初期，规模化效应还未显现，预计随着公司持续推进ABC组件降本增效及规模效应显现，公司ABC组件盈利能力有望提升。此外，目前光伏行业反内卷正有序推进中，后续亦有望带动公司盈利能力修复。

光伏电池(3星):

公司光伏电池盈利趋势星级一般，目前公司光伏电池盈利位于历史底部，预计未来随着光伏行业反内卷推进，光伏电池价格有望企稳回升，带动公司光伏电池盈利能力修复。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局星级一般，目前光伏组件及光伏电池竞争以性价比为主，且均属于重资产行业，产能较难退出，使得公司产业属性较差。

ABC组件(3星):

公司ABC组件产业格局星级一般，目前光伏组件竞争仍以性价比为主，此外，光伏组件属于重资产行业，产能较难退出，使得公司产业属性较差。

光伏电池(1.5星):

公司光伏电池产业格局星级较低，目前TOPCon电池技术已发展成熟，产品同质化程度较高，且产能较难退出，使得光伏电池产业属性较差。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河星级一般，目前公司护城河主要体现在其在ABC技术及布局上具备先发优势，若后续公司不能持续引领光伏电池技术迭代，其护城河存在被削弱的风险。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
ABC组件	(3.5星) 公司ABC组件护城河宽度星级较高，一方面，ABC技术作为前沿技术，技术壁垒较高，公司在产业链具备较高的话语权，对上下游占款能力较强，使得其业务控制力星级较高；另一方面，公司在ABC技术上具备先发优势，已发展成为ABC组件龙头企业，未来公司有望保持较高的市占率。	(3.5星) 公司ABC组件具备规模经济及技术优势护城河。规模经济方面，公司在ABC组件具备先发优势，目前ABC组件产能规模位于全球第二，具备一定的规模经济优势。技术优势方面，ABC电池生产工艺复杂、技术壁垒高，公司通过大量且持续的研发投入突破了背接触电池的诸多技术障碍，拥有ABC技术完整的自主知识产权，已获得多项专利储备。考虑到目前光伏电池技术仍在不断迭代中，若未来公司不能持续引领光伏电池技术迭代，其护城河存在被削弱的风险。
光伏电池	(2.5星) 公司光伏电池护城河宽度星级较低，一方面，目前光伏电池产能过剩导致竞争激烈，光伏电池价格大幅下降使得公司光伏电池盈利承压。另一方面，公司在TOPCon电池领域布局较晚，使得其在光伏电池行业市占率较低。	(2.5星) 公司光伏电池具备一定的技术优势护城河，其护城河持续性星级较低，TOPCon电池技术已发展成熟，行业进入壁垒较低，且公司布局较晚，未来护城河优势或将被削弱。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于ABC组件渗透率持续提升有望带动公司ABC组件销量持续增长，叠加公司持续推进ABC组件降本增效及光伏反内卷推进有望带动其ABC组件盈利回升的假设，目前公司估值合理。

6.1 核心假设及逻辑

ABC组件：

收入：

1) 销量：2025年公司ABC组件目标出货量为20GW，结合前三季度公司ABC组件出货量情况，假设2025年公司ABC组件出货量为18GW；后续随着BC组件渗透率提升叠加公司持续推进ABC组件降本增效，假设2025-2029年公司ABC组件出货量年均复合增速为29.6%。

2) 单价：公司持续推进ABC组件效率提升叠加公司持续开拓海外市场，假设2025年公司ABC组件售价同比提升3%；2026-2029年随着公司持续推进ABC组件降本增效及入局者增多，假设公司ABC组件单价整体呈下降趋势。

盈利能力：

1) 毛利率：随着公司ABC组件放量带来规模效应，叠加公司持续推进ABC组件降本增效，假设2025-2027年公司ABC组件盈利有所提升；2028-2029年随着进入者增多，假设公司ABC组件盈利能力有所承压。

光伏电池：

收入：

1) 销量：公司布局TOPCon电池较晚，叠加公司主要聚焦于ABC组件业务，假设2025-2029年公司光伏电池销量年均复合增长率为1%。

2) 单价：受光伏电池竞争加剧影响，假设2025年公司光伏电池售价同比下降3%；2026-2029年随着光伏行业反内卷推进，假设公司光伏电池售价有所提升。

盈利能力：

1) 毛利率：假设2025年公司光伏电池毛利率随光伏电池下降而承压；2026-2029年随着光伏行业反内卷推进带动光伏电池价格回升，公司光伏电池盈利能力有所修复。

表2：公司整体业绩预测

爱旭股份	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	350.7	271.7	111.6	186.0	220.3	276.6	360.1	439.1
归母净利润(亿)	23.3	7.6	-53.2	-16.7	3.1	10.9	18.6	26.6
归母净利润增速(%)	1952.6	-67.5	-803.2	68.5	118.5	253.8	69.9	43.2
经营性净利润(亿)	23.5	7.1	-52.0	-18.7	1.3	9.1	17.5	25.5
经营性净利润增速(%)	3915.1	-69.7	-830.2	64.1	106.7	622.7	92.9	45.9
经营性归母净利润(亿)	23.5	7.1	-51.3	-18.7	1.3	9.1	17.5	25.5
经营性归母净利润增速(%)	3618.1	-69.7	-820.2	63.6	106.7	622.7	92.9	45.9

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

ABC组件	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	0.0	6.0	49.6	145.3	179.7	236.2	315.1	393.2
收入增速(%)	0.0	0.0	729.1	192.9	23.7	31.4	33.4	24.8
经营性净利润(亿)	0.0	-1.0	-23.0	-8.6	2.6	9.2	15.3	23.1
经营性净利率(%)	0.0	-16.0	-46.4	-5.9	1.5	3.9	4.9	5.9
经营性净利润增速(%)	0.0	0.0	-2295.0	62.7	130.4	251.9	66.9	50.8

光伏电池	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	342.6	261.0	53.5	32.1	31.8	31.5	35.8	36.6
收入增速(%)	123.7	-23.8	-79.5	-40.0	-1.0	-1.0	13.9	2.1
经营性净利润(亿)	20.9	7.4	-27.6	-11.1	-1.9	-0.3	1.5	1.9
经营性净利率(%)	6.1	2.8	-51.6	-34.6	-6.0	-1.1	4.2	5.1
经营性净利润增速(%)	2992.1	-64.8	-474.9	59.7	82.8	82.2	540.6	25.1
其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	8.2	4.7	8.4	8.6	8.8	9.0	9.1	9.3
收入增速(%)	431.5	-41.8	78.1	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
经营性净利润(亿)	2.6	0.7	-1.4	1.1	0.6	0.2	0.6	0.5
经营性净利率(%)	31.4	15.0	-16.2	12.2	6.3	2.3	7.0	5.3
经营性净利润增速(%)	2273.6	-72.1	-291.6	176.9	-47.5	-62.2	206.3	-23.0

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
ABC组件	6.4%	中等	较好	较强	7.8%	16.96	38.3
光伏电池	3.2%	中低	一般	一般	7.8%	11.62	2.1
其他	2.0%	中低	一般	一般	7.8%	11.62	0.6
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
ABC组件(亿)	-118.0	357.6	239.6	-	-	-	239.6
光伏电池(亿)	-1.0	13.7	12.7	-	-	-	12.7
其他(亿)	11.3	5.1	16.4	-	-	0.8	17.2
公司整体测算(亿)	-107.7	376.4	268.6	-	-	0.8	269.4

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
ABC组件(亿)	-50.3	285.6	235.3	-	-	-	235.3
光伏电池(亿)	3.3	12.9	16.2	-	-	-	16.2
其他(亿)	12.9	2.5	15.4	-	-	0.8	16.1
公司整体测算(亿)	-34.1	300.9	266.8	-	-	0.8	267.6

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性一般，一方面，通过对比公司历史实际业绩与预测业绩，发现历史可预测性一般；另一方面，光伏行业仍处于技术迭代中，未来主流技术存在一定的不确定性，或将对公司业绩产生影响。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。