

评级变动报告

爱旭股份 600732.SH



鉴于光伏行业竞争激烈在一定程度上抑制了新技术的发展，2025年公司ABC组件销量及盈利能力不及预期，我们全面下调了爱旭股份未来三年ABC组件销量及单位售价预期。核心原因如下：

BC技术产业化进展不及预期：光伏行业产能过剩现象凸显，行业竞争激烈，多数光伏电池及光伏组件企业处于亏损状态，在一定程度上抑制了新技术的发展，叠加2025年公司ABC组件出货量低于预期。

降本及竞争激烈使其售价下降：光伏组件竞争激烈，使得公司ABC组件溢价能力减弱，叠加公司持续推进成本下降，2025年公司售价低于预期。此外，受下游需求疲软及原料价格下降影响，近期光伏组件价格有所回落。

公司为ABC组件龙头企业，在BC技术上具备先发优势，未来有望充分受益于BC技术产业化发展。综合评估，我们对爱旭股份的动态估值下调了0.4%，目前处于合理估值状态。

公司基本信息



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年公司ABC组件营收占比为68.2%，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。

公司深度评级

所属行业	TMT	成长空间	★★★★☆	DDM估值：价值	274.14亿(较上期+2.44%)
当前股价	12.54元	盈利趋势	★★★★☆	状态	合理估值(上行空间+3.3%)
总市值	265.50亿	产业格局	★★★★☆		
PE-TTM	-13.54	护城河	★★★★☆	动态估值：价值	268.27亿(较上期-0.43%)
PB-MRQ	5.60			状态	合理估值(上行空间+1.0%)

公司盈利预测

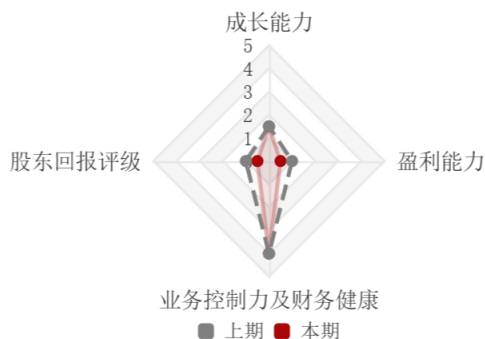
爱旭股份	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	271.7	111.6	156.1	208.6	255.2	310.6	331.3	342.6
归母净利润(亿)	7.6	-53.2	-18.2	-4.9	5.4	18.3	19.6	19.5
归母净利润增速(%)	-67.5	-803.3	65.8	72.9	209.5	237.8	7.0	-0.2
经营性净利润(亿)	7.1	-52.0	-19.1	-6.7	4.1	17.4	19.5	19.4
经营性净利润增速(%)	-69.7	-830.2	63.2	64.8	160.8	325.5	12.1	-0.3
经营性归母净利润(亿)	7.1	-51.3	-18.5	-6.5	3.9	16.8	18.8	18.8
经营性归母净利润增速(%)	-69.7	-820.2	64.0	64.8	160.8	325.5	12.1	-0.3

资料来源：壹评级

量化评级变动分析

经营绩效评级

经营绩效变动趋势图



数据来源：壹评级整理

本期数据截取时间：2026-03-31

股东回报评级下降0.5星级：上期星级1.0星，本期星级0.5星。

受汇率波动及融资贴息减少影响，2026年一季度公司净利润亏损扩大，进而降低了股东可分配利润及每股收益。

盈利能力下降0.5星级：上期星级1.0星，本期星级0.5星。

受汇率波动及融资贴息减少影响，2026年一季度公司财务费用大幅增加，尽管营收增长且毛利率有所修复，但汇兑损失侵蚀了利润。

估值评级

公司动态估值下调0.4%，DDM估值上调2.6%，主要是我们对公司近期收入进行了下修，但未改变远期收入预测，使其估值变动幅度较小。

1、近期：我们对公司2026-2028年收入及归母净利润预测进行了全面下调，主要基于对全球BC组件需求量及公司产品单价的重新评估。

1) 未来三年收入预测的下降：

我们对公司营业收入的预测出现下调，主要是我们对公司ABC组件销量及销售单价的预测做出调整。

ABC组件销量：经过评估，我们下调了2026-2028年全球BC组件需求量，使得公司ABC组件销量同步下行，主要基于光伏组件竞争激烈，使得2025年BC技术产业化进展不及预期，我们下调了2026-2028年BC技术渗透率。

产品平均销售单价：经过评估，我们对公司ABC组件销售单价进行下调，主要基于2025年公司ABC组件销售单价低于预期，考虑到目前光伏组件仍处于产能过剩状态，且近期光伏组件价格有所承压，公司ABC组件价格修复或将不及预期。

2、未来三年归母净利润预测的下降：

我们对公司归母净利润预测的下调幅度大于收入，主要是我们下调了公司ABC组件盈利能力。

ABC组件毛利率：经过评估，我们对公司2026-2028年ABC组件毛利率预测进行了小幅下调，主要系光伏组件竞争激烈，导致BC技术溢价较低，我们对其ABC组件售价进行下调，盈利能力同步下调。

2、远期：我们对公司远期营业收入的预测维持不变，我们对长期ABC组件价格中枢、需求量预测未做出重大调整。

ABC组件价格中枢：经过评估，我们对长期ABC组件价格维持不变，主因虽然短期价格波动较大，但在DDM模型的永续期假设中，我们依然遵循均值回归原则，不因短期价格波动而大幅改变长期均衡价格假设，以保持估值的审慎性。

BC组件需求量：经过评估，我们对BC组件远期需求量未作出重大调整，降本增效是光伏行业发展的主要方向，BC技术作为下一代高效技术，虽然2025年产业化进展不及预期，但渗透率整体保持向上趋势，因此我们不改变其远期成长空间。

盈利预测

核心假设及逻辑

ABC组件：

收入：

1) 销量：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2026-2030年公司ABC组件出货量年均复合增速为15.8%。

2) 单价：公司持续推进ABC组件效率提升及持续开拓海外市场，叠加光伏行业反内卷推进，假设2026-2028年公司ABC组件售价有所提升，2029-2030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组件单价有所下降。

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2026-2028年公司ABC组件盈利有所提升；2029-2030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2026-2030年公司光伏电池销量年均复合增长率为0.3%。

2) 单价：受光伏电池竞争加剧影响，2025年公司光伏电池售价进一步承压；2026-2030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：2026-2030年随着光伏行业反内卷推进带动光伏电池价格回升，假设公司光伏电池盈利能力有所修复。

公司整体业绩预测

爱旭股份	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	271.7	111.6	156.1	208.6	255.2	310.6	331.3	342.6
归母净利润(亿)	7.6	-53.2	-18.2	-4.9	5.4	18.3	19.6	19.5
归母净利润增速(%)	-67.5	-803.3	65.8	72.9	209.5	237.8	7.0	-0.2
经营性净利润(亿)	7.1	-52.0	-19.1	-6.7	4.1	17.4	19.5	19.4
经营性净利润增速(%)	-69.7	-830.2	63.2	64.8	160.8	325.5	12.1	-0.3
经营性归母净利润(亿)	7.1	-51.3	-18.5	-6.5	3.9	16.8	18.8	18.8
经营性归母净利润增速(%)	-69.7	-820.2	64.0	64.8	160.8	325.5	12.1	-0.3

数据来源：壹评级

公司分业务业绩预测

ABC组件	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	6.0	49.6	106.5	153.7	199.4	246.0	268.3	281.2
收入增速(%)	0.0	729.1	114.8	44.2	29.7	23.4	9.0	4.8
经营性净利润(亿)	-0.7	-23.0	-11.4	-1.2	6.0	14.8	16.4	16.2
经营性净利率(%)	-12.1	-46.4	-10.7	-0.8	3.0	6.0	6.1	5.8
经营性净利润增速(%)	0.0	-3089.1	50.4	89.6	609.5	145.1	10.7	-1.2
光伏电池	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	261.0	53.5	34.5	39.6	40.4	49.0	47.8	46.1
收入增速(%)	-23.8	-79.5	-35.6	15.0	1.8	21.5	-2.5	-3.5
经营性净利润(亿)	7.4	-27.6	-6.7	-5.7	-2.6	1.7	2.1	2.1
经营性净利率(%)	2.8	-51.6	-19.4	-14.5	-6.4	3.4	4.4	4.6
经营性净利润增速(%)	-64.8	-474.9	75.7	14.3	55.3	164.5	26.0	2.4
其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	4.7	8.4	15.1	15.3	15.4	15.6	15.3	15.3
收入增速(%)	-41.8	78.1	79.1	1.0	1.0	1.0	-2.0	0.2
经营性净利润(亿)	0.5	-1.4	-1.0	0.2	0.6	0.9	1.0	1.1
经营性净利率(%)	10.0	-16.2	-6.8	1.3	3.9	5.9	6.5	7.0
经营性净利润增速(%)	-81.5	-388.2	24.4	119.6	197.0	51.4	8.5	8.5

数据来源：壹评级

动态估值

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	11.3%	中等+	较好	较强	7.8%	17.83	31.7
光伏电池	-0.2%	中低-	一般	一般	7.8%	9.86	2.1
其他	1.0%	中低	一般	一般	7.8%	11.62	1.1
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)	-88.0	335.5	247.5	-	0.4	-	247.1
光伏电池(亿)	-6.0	15.6	9.6	-	8.5	-	1.1
其他(亿)	10.6	9.2	19.8	-	0.7	1.0	20.1
公司整体测算(亿)	-83.4	360.3	276.9	-	9.6	1.0	268.3

数据来源：壹评级

DDM估值

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)	-40.4	289.8	249.4	-	0.5	-	248.9
光伏电池(亿)	2.8	10.9	13.6	-	8.7	-	4.9
其他(亿)	15.0	5.0	20.0	-	0.7	1.0	20.3
公司整体测算(亿)	-22.6	305.7	283.0	-	9.9	1.0	274.1

数据来源：壹评级

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。

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任何变更。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。