

全球第三大光伏电池厂商闯关港股：英发睿能盈利能否持续？

中经记者 张英英 吴可仲 北京报道

近日，四川英发睿能科技股份有限公司(以下简称“英发睿能”)正式向香港联合交易所递交上市申请，计划在主板挂

牌上市。

尽管英发睿能成立时间不足十年，但已迅速崛起为全球第三大专业电池片制造商。作为首家落户四川宜宾的光伏电池片企业，英发睿能自2022年以来

在地方政府和资本助力下快速发展，并于2024年建立了首个海外制造基地。

《中国经营报》记者注意到，2024年受行业整体供需失衡影响，光伏企业普遍陷入亏损，英

发睿能也未能避免。但引人关注的是，在2025年上半年行业多数企业仍未扭亏的背景下，英发睿能在前四个月实现了“逆势”盈利。

不过，目前光伏行业供需基

本尚未扭转，加之美国对包括印度尼西亚在内的多个国家发起“双反”调查，以及“大而美”法案生效等因素的影响，英发睿能未来能否持续盈利，仍有待市场的检验。

关于赴港上市相关问题，英发睿能方面并未向记者回应，仅表示：“目前我司正处于IPO静默期，现阶段暂不便接受任何针对性采访或业务解读。”

“逆势”盈利

面对TOPCon产品的同质化竞争，英发睿能开始布局新一代BC电池技术。



英发睿能电池片车间一角。

公司官网/图

示，目前海外市场对PERC电池片仍存在一定需求，国内也有少量需求。

按照《中国光伏产业发展路线图(2024—2025年)》，新投产的量产线基本以N型电池片产线为主。随着N型电池片产能快速释放，PERC电池片市场占比已降至20.5%，而N型TOPCon电池片市场占比则达到71.1%。

面对TOPCon产品的同质化竞争，英发睿能开始布局新一代BC电池技术。2024年11月，其子公司英发德耀与宜宾高新区、隆基绿能签署年产16GW HPBC电池片项目战略合作协议，首期6GW产能于2025年建成。

有机构指出，英发睿能已成为全球首家实现N型BC电池片商业化的专业化光伏电池制造商，且于今年二季度开始推出进出口。

英发睿能的快速扩张离不开地方政府和资本的支持。自2022年6月以来，其先后获得四轮融资，投资方包括宜宾高投、宜宾睿能投资、宜宾高投产业、宜宾绿能、国家

绿色基金等。

财务数据显示，2022年、2023年、2024年及2025年前四个月，英发睿能分别实现营业收入56.43亿元、104.94亿元、43.59亿元和24.08亿元；净利润分别为3.5亿元、4.1亿元、-8.64亿元和3.55亿元；毛利率则为11.9%、8.8%、-7.4%和23.8%。

关于2025年前四个月实现盈利的原因，英发睿能方面并未明确回应记者。有业内人士向记者分析，可能与资产减值计提的时间安排有关。不过，记者注意到，该期间公司TOPCon出货量增长，印度尼西亚基地已投产释放产能。

招股书显示，2025年前四个月，英发睿能实现TOPCon电池片出货9.4GW，较2024年同期的3.3GW显著提升。同期，公司来自海外市场的收入为5.9亿元，占相应期间收入的24.5%，该占比与2024年全年的10%相比明显提高。印度尼西亚基地(一期)于2024年第四季度投产，其海外销量增加且平均售价高于国内市场。

不确定性风险

海外贸易政策也对英发睿能盈利构成挑战。

尽管在今年前四个月实现了盈利，但英发睿能仍面临诸多不确定性因素。

自2023年四季度以来，光伏产业链各环节出现供给过剩，产品价格大幅下滑，行业普遍亏损。虽然2024年10月以来行业开展“反内卷”行动，但供需格局未发生根本性转变，多数企业仍未摆脱亏损困境。

记者根据第三方机构数据统计发现，受2025年“5·31抢装潮”短期刺激，国内TOPCon电池片价格一度回升至每瓦0.3元以上。然而，到6月中旬，电池片价格又跌破每瓦0.25元，企业生存压力剧增。7月以来，一系列“反内卷”措施陆续出台，电池片价格有所抬升，但至今普遍未超过每瓦0.3元。

InfoLink Consulting分析指出，终端需求不足的隐忧依然存在，且企业仍在观望后续“反内卷”政策走向。而电池片受其上游硅片和下游组件夹击，议价能力较为薄弱，短期内难以出现大幅价格波动。

英发睿能方面在招股书中提示：“公司面临光伏电池片行业产品可能出现供应过剩、需求减弱及产品价格下降的风险。”

此外，海外贸易政策也对英发睿能盈利构成挑战。

今年4月以来，美国在贸易和财税政策方面频频加码，为布局当地市场的光伏企业带来诸多不确定性。4月，美国政府宣

布对来自贸易伙伴的进口商品征收所谓“对等关税”；7月初，美国“大而美”法案生效，通过改变补贴及其他规定直接影响美国光伏终端需求、在美国建厂投资及供应链合规布局；8月上旬，美国商务部又对进口自印度、印度尼西亚和老挝的晶体硅光伏电池(无论是否组装入模块)发起“双反”调查。

招股书显示，英发睿能在印度尼西亚设立的首个海外制造基地可辐射东南亚、中东及欧美市场，几乎所有销往美国的光伏电池片产品均产自印度尼西亚。

InfoLink Consulting分析认为，“大而美”法案的供应链合规要求，以及对印度尼西亚、老挝发起的“双反”调查，将成为影响美国电池片需求与东南亚价格的不确定因素。

英发睿能方面坦言，无法保证贸易环境不会恶化，或不会出现对全球贸易体系特别是业务运营(尤其是在印度尼西亚的业务运营)产生负面影响的新情况。

英发睿能方面表示，自2025年5月起，其已主动增加库存，并預先将部分印度尼西亚产电池片销往美国。“此策略性举措旨在缓解潜在关税调整带来的风险，并确保供应链连续性。”

在光伏产业链环节，电池技术的研发与创新能力至关重要，是企业“护城河”所在。此外，是否掌握TOPCon和BC等关键技术的相关专利，也成为市

场竞争的重要筹码。

相比之下，光伏头部企业通常研发实力更强，会通过自主研发或购买等方式提前布局专利，形成先发优势。过去一年间，行业竞争进一步升级。天合光能、晶科能源、晶澳科技等一体化组件龙头企业针对TOPCon技术专利向同行发起多起侵权诉讼。

目前，英发睿能相关专利布局情况尚不可知，且未见TOPCon技术专利纠纷的公开报道。记者采访了解到，目前专业化电池企业可能与头部一体化组件企业之间存在定向授权生产与销售的合作关系，但英发睿能与下游组件客户的具体合作方式尚不明确。

对于是否存在专利纠纷风险，英发睿能方面未向记者作出回应。

记者注意到，就新一代BC电池技术，英发睿能已经与客户签订一份专利许可协议，涵盖了涉及HPBC电池片产品研发及生产相关的12项专利。根据合约，2026年，客户需采购不少于英发睿能6GW BC生产线70%的产能，其余30%产能须经客户同意才能出售给其他客户。

英发睿能方面在招股书中提示了相关风险：“我们可能会遭第三方提起知识产权侵权或盗用索赔，如果这类索赔的判决结果对我们不利，可能需支付巨额损害赔偿金并被勒令禁止在若干市场销售产品。”

营收净利润双降 千亿荣盛石化如何突围

业绩下滑

近日，荣盛石化(002493.SZ)披露2025年上半年“成绩单”——营业收入1486.29亿元，同比下降7.83%；归母净利润6.02亿元，同比下降29.82%；扣非归母净利润7.55亿元，同比增长12.28%。

《中国经营报》记者梳理发现，近年来荣盛石化利润持续承压。财报显示，2022—2024年，其净利润分别为33.41亿元、11.58亿元和7.24亿元，同比下降74.76%、65.33%和37.44%。

中研普华研究员侯贺在接受记者采访时表示，荣盛石化营收结构以炼油、化工等为主。今年以来，炼油业务受成品油价格调控及需求疲软影响，毛利空间被压缩；化工及聚酯产品因海外经济放缓、国内需求不振，价格出现显著下滑。

荣盛石化方面向记者表示，2025年上半年，全球地缘政治波动、原油价格震荡下行，受多方因素交织影响，化工行业综合景气指数持续低位徘徊。整体市场价格下，荣盛石化坚持深耕主业，稳扎稳打，保持了稳健的生产经营态势。

化工市场毛利低迷等因素的共同影响。

侯贺表示，2025年上半年国际原油价格走势不稳定，原油作为石化产品的关键原料，其价格波动直接影响产品成本和售价。另外，市场需求减弱对石化行业冲击明显。随着新能源的快速发展，汽油、柴油等传统成品油消费量下滑，拖累了企业的整体营收表现。

卓创资讯分析师高青翠向记者表示，今年上半年，成品油市场在成本、供需影响下价格重心同比下移。国际油价下跌成本支撑减弱，且供需两端承压，是影响成品

油价格下行的主要因素。

卓创资讯数据显示，2025年1—6月，国内92#汽油批发均价预估值为8110元/吨，同比下跌621元/吨，跌幅为7.11%；0#柴油批发均价预估值为6895元/吨，同比下降513元/吨，跌幅为6.93%。

高青翠分析认为，2025年上半年，中国炼厂开工负荷及成品油产量延续下降走势。同时，国内加快推进能源消费结构调整以及绿色低碳转型升级，炼化一体化进程加快以及新能源替代占比不断扩大，成品油消费量持续回落。此外，成品油出口量也出现下降，进一步加

剧了国内供需矛盾。从整体供需关系看，成品油行业仍维持供需双弱局面。

对于下半年市场走势，高青翠预计原油价格重心继续下移。她表示，山东地炼开工负荷低位运行且主营炼厂存在收率降低预期，成品油产量难有明显提升。同时，柴油消费缺乏新增支撑，加之新能源替代占比提升较快影响，汽柴油需求延续降量趋势。在供需双弱格局下，叠加原油价格重心存在逐渐下行预期，后市行情难言乐观。

荣盛石化方面向记者表示，7

月以来行业政策面迎来了一系列积极变化。工业和信息化部明确将针对石化行业等十大关键领域实施新一轮稳增长工作方案；五部委联合发文启动石化行业老旧装置摸底评估工作，重点对投产超20年的炼油等装置从安全、环保、能效等维度开展全面评估。

“随着政策持续落地，行业落后产能逐步退出，格局有望得到重塑。公司凭借规模化、一体化、高端化优势，以及深厚的技术壁垒、高效的协同能力和卓越的资源配置能力，有望迎来新一轮发展机遇。”荣盛石化方面表示。

增收不增利

纵观2022—2024年，荣盛石化呈现出营收持续增长但净利润下滑的趋势。财报显示，在这三年间公司营收一路走高，分别达到2890.95亿元、3251.12亿元和3264.75亿元。推动营收增长的主要原因是产能扩张。

2022年初，荣盛石化控股子公司浙石化4000万吨/年炼化一体化项目全面投产。浙石化一跃成为全球最大单体炼厂。大规模的产能释放使荣盛石化产品产出增加，销售规模不断扩大。

但与营收增长形成鲜明反差的

是净利润的急剧下降。2022—2024年，荣盛石化净利润分别为33.41亿元、11.58亿元和7.24亿元，降幅分别为74.76%、65.33%和37.44%。

记者注意到，产品价格下降是其利润下滑的关键因素。如炼油产品和化工产品毛利率从2021年的37.67%和37.78%降至2024年的17.57%和13.60%。

侯贺表示，2022—2024年，全球炼化行业进入供给宽松周期，国内成品油及化工产品产能集中释放，导致市场价格持续下行。荣盛石化虽然营收规模保持增

长，但炼油、化工及聚酯板块毛利率分别从2021年的37%~38%高位回落至2024年的17%~13%。原材料原油价格虽有回落，但下游需求恢复缓慢，产品价差收窄，无法有效传导成本压力，成为净利润持续下滑的核心外部因素。

面对业绩困境，多家机构下调了对荣盛石化的盈利预测。天风证券因芳烃价格下滑，将荣盛石化2025年和2026年净利润预测由67亿元和90亿元下调至35亿元和60亿元；光大证券则考虑到炼化景气度下滑和PX价差大幅下滑，预计

2025—2027年荣盛石化归母净利润分别为28.23亿元(下调28%)、40.11亿元(下调34%)、49.80亿元。

为应对挑战，荣盛石化正积极推进产业升级，加大对高附加值产品领域的投入。

2024年1月，荣盛石化发布公告称，拟投资675亿元，用于建设金塘新材料项目，进一步延伸高端化工产业链。

侯贺认为，尽管荣盛石化净利润下滑，但产能扩张是基于对未来市场机遇的考量。从行业趋势看，随着全球经济逐步复苏，对石化产品的需

债务承压

在产能扩张的同时，荣盛石化的债务承压。

财务数据显示，荣盛石化近年来负债率有所提升，反映偿债能力的流动比率等指标则呈下滑态势。

截至2024年年底，荣盛石化账上货币资金为148.33亿元，短期借款440.91亿元，一年内到期的非流动负债383.22亿元，长期借款1195.18亿元，负债合计为

2830.22亿元。高额负债之下，2022—2024年，荣盛石化的财务费用分别为60.31亿元、82.02亿元和71.31亿元。

Wind数据显示，荣盛石化2022—2024年资产负债率持续增长，2022年末为73.2%，2023年末上升至74.75%，到2024年末进一步增长至74.9%。进入2025年，负债率仍在上升，上半年

末达到75.12%。

事实上，近年来国内炼化行业掀起一轮产能扩张热潮，头部企业纷纷加码炼化一体化、新材料等项目。在规模持续扩大的同时，行业整体负债率也呈现攀升态势。对比来看，恒逸石化在2022—2025年上半年的资产负债率分别为70.83%、70.42%、71.42%和72.07%。

一位不愿具名的会计行业人士向记者表示，资产负债率是衡量企业财务风险的一个核心指标，通常60%被视为预警线。此外，流动比率是衡量公司短期偿债能力的重要指标。荣盛石化近三期年报显示，流动比率从2022年末的0.74降至2023年末的0.6，再降至2024年末的0.48。上述会计人士向记者解释称，流动比率反映了企业流动资

产在短期债务到期以前可以变为现金用于偿还负债的能力。该比率越高，说明企业资产的变现能力越强，短期偿债能力亦越强；反之则弱。“通常流动比率基数值在1.5—2.0之间比较合适，虽然基于各个行业所处环境的不同会有变动，但低于1甚至低于0.5，企业的偿债能力将面临较大压力。”该人士表示。