

隆基绿能（601012）

2023 年三季报点评：出货稳健增长，BC 路线差异化凸显

买入（维持）

2023 年 10 月 31 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 陈瑶

执业证书：S0600520070006

chenyao@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书：S0600523070003

guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	128,998	133,113	129,021	150,662
同比	60%	3%	-3%	17%
归属母公司净利润（百万元）	14,812	14,011	13,036	15,073
同比	63%	-5%	-7%	16%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.95	1.85	1.72	1.99
P/E（现价&最新股本摊薄）	13.74	14.53	15.62	13.51

关键词：#业绩不及预期

投资要点

■ **事件：**公司发布 2023 年三季报，2023Q1-3 营收 941 亿元，同比增长 8.12%；归母净利润 116.94 亿元，同比增长 6.54%；扣非归母净利润 115.14 亿元，同比增长 8.07%。其中 2023Q3 营收 294.48 亿元，同比下降 19.58%，环比下降 18.95%；归母净利润 25.15 亿元，同比下降 44.05%，环比下降 54.60%；扣非归母净利润 24.54 亿元，同比下降 42.24%，环比下降 55.12%。业绩不及预期。

■ **出货稳健增长、毛利率略有提升。**2023Q1-3 硅片出货约 82GW，同比增长约 32%；其中 2023Q3 出货约 30GW，外销约 14GW，同比增长约 36%，环比增长约 8%。2023Q3 电池组件出货超 18GW，同比增长 27%+。公司出货稳健增长，经营性盈利相对坚挺，2023Q3 毛利率环比提升 1pct；但受费用提升+汇兑及减值损失影响，净利环比大幅下降：期间费用合计环比增长 26 亿元（销售环增 9 亿、管理环增 3 亿+、研发环增 1 亿、财务环增 12 亿（汇兑影响）），投资收益环比下降 6.6 亿元+计提资产减值 11 亿元，整体盈利承压。2023Q4 看，组件价格持续下行，盈利能力承压；近期压力传导至硅料端价格松动，一体化组件盈利边际略有修复。

■ **产能规模行业领先、BC 电池差异化发展。**预计公司 2023 年底硅片/电池/组件产能将达 190/110/130GW，规模优势持续显现。公司电池差异化发展，除鄂尔多斯 30GW 扩产 TOPCon 外，后续规划西咸 50GW+西安 24GW+铜川 12GW 均为 BC 路线，其中铜川 12W 已公告为 HPBC Pro 技术，预计 2024 年 11 月投产，2025 年 11 月达产；针对地面电站市场，差异化凸显。

■ **在手现金充足、董事长增持彰显信心。**2023Q3 期间费用 29.3 亿元，同比增长 165.47%，环比增长 846.98%；期间费用率 9.95%，同比增长 6.93pct，环比增长 9.10pct。2023Q3 经营现金净流入 41.87 亿元，同比下降 57.29%，环比下降 50.88%。截至 2023Q3 末公司在手货币资金 568 亿元、应收账款及票据 112 亿元，在手现金充沛，流动性充足。同时公司公告董事长钟总基于公司未来发展信心，拟 1-1.5 亿增持公司股票，彰显管理层发展信心。

■ **盈利预测与投资评级：**基于行业价格下降，我们下调盈利预测，预计 2023-2025 年净利润 140/130/151 亿元（前值 185/228/276），同比-5%/-7%/+16%，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**政策不及预期，竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	25.16
一年最低/最高价	23.36/53.36
市净率(倍)	2.69
流通 A 股市值(百万元)	190,663.36
总市值(百万元)	190,663.55

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.36
资产负债率(%，LF)	56.35
总股本(百万股)	7,578.04
流通 A 股(百万股)	7,578.03

相关研究

《隆基绿能(601012)：2023 年中报点评：硅片盈利环比提升，加码新技术布局》

2023-08-31

《隆基绿能(601012)：2023 年中报业绩快报点评：硅片盈利修复，组件盈利高增》

2023-08-03

图表目录

图 1:	2023Q1-3 营业收入 941 亿元, 同比+8.12% (亿元, %)	3
图 2:	2023Q1-3 归母净利润 116.94 亿元, 同比+6.54% (亿元, %)	3
图 3:	2023Q3 营业收入 294.48 亿元, 同比-19.58%, 环比-18.95% (亿元, %)	4
图 4:	2023Q3 归母净利润 25.15 亿元, 同比-44.05%, 环比-54.60% (亿元, %)	4
图 5:	2023Q1-3 毛利率、归母净利率分别为 19.61%、12.43% (%)	4
图 6:	2023Q3 毛利率、归母净利率分别为 20.77%、8.54% (%)	4
图 7:	2023Q1-3 期间费用 52.56 亿元, 同比+50.29% (亿元, %)	5
图 8:	2023Q3 期间费用 29.29 亿元, 同比+165.47%, 环比+846.98% (亿元, %)	5
图 9:	2023Q1-3 期间费用率 4.02%, 同比+1.57pct (%)	5
图 10:	2023Q3 期间费用率 9.95%, 同比+6.93pct, 环比+9.1pct (%)	5
图 11:	2023Q3 经营活动现金净流入 41.87 亿元, 同比-57.29%, 环比-50.88% (亿元, %)	6
图 12:	2023Q3 期末合同负债 163.56 亿元, 同比-24.15%, 环比+26.22% (亿元, %)	6
图 13:	2023Q3 期末存货 248.1 亿元, 同比-3.85%, 环比+11.57% (亿元, %)	6
图 14:	2023Q3 期末应收账款 110.49 亿元, 同比+20.82%, 环比-11.67% (亿元, %)	6

表 1:	2023Q1-3 收入 941 亿元, 同比增长 8.12%; 归母净利润 116.94 亿元, 同比增长 6.54% (单位: 亿元)	3
------	---	---

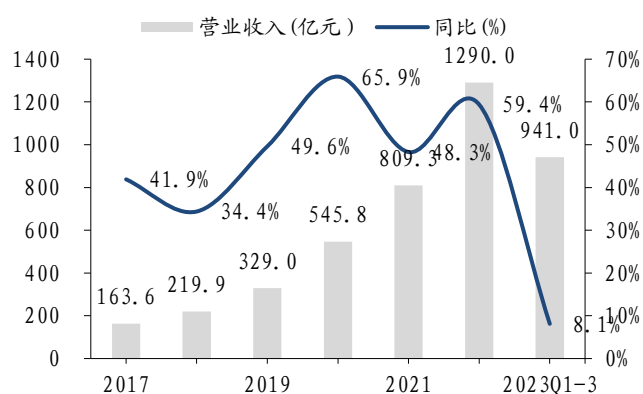
事件: 公司发布 2023 年三季报, 2023Q3 实现营业收入 294.48 亿元, 同比下降 19.58%, 环比下降 18.95%; 实现利润总额 26.11 亿元, 同比下降 48.13%, 环比下降 59.18%; 实现归属母公司净利润 25.15 亿元, 同比下降 44.05%, 环比下降 54.60%; 实现扣非归母净利润 24.54 亿元, 同比下降 42.24%, 环比下降 55.12%。2023Q3 毛利率为 20.77%, 同比上升 6.73pct, 环比增长 0.77pct; 2023Q3 归母净利率为 8.54%, 同比下降 3.73pct, 环比下降 6.71pct; 2023Q3 扣非归母净利率 8.33%, 同比下降 3.27pct, 环比下降 6.72pct。

表1: 2023Q1-3 收入 941 亿元, 同比增长 8.12%; 归母净利润 116.94 亿元, 同比增长 6.54% (单位: 亿元)

隆基绿能	2023Q3	2022Q3	同比	2023Q1-3	2022Q1-3	同比	2023Q2	环比
营业收入	294.48	366.18	-19.6%	941.00	870.35	8.1%	363.34	-19.0%
营业成本	233.32	314.78	0.0%	756.47	730.18	0.0%	290.68	-19.7%
毛利率	20.8%	14.0%	6.7pct	19.6%	16.1%	3.5pct	20.0%	0.8pct
营业利润	26.35	51.18	-48.5%	130.28	126.91	2.7%	64.16	-58.9%
利润总额	26.11	50.33	-48.1%	129.41	125.02	3.5%	63.96	-59.2%
归属母公司净利润	25.15	44.95	-44.0%	116.94	109.76	6.5%	55.41	-54.6%
扣非归母净利润	24.54	42.49	-42.2%	115.14	106.54	8.1%	54.69	-55.1%
归母净利率	8.5%	12.3%	-3.7pct	12.4%	12.6%	-0.2pct	15.3%	-6.7pct
扣非归母净利率	8.3%	11.6%	-3.3pct	12.2%	12.2%	0.0pct	15.1%	-6.7pct

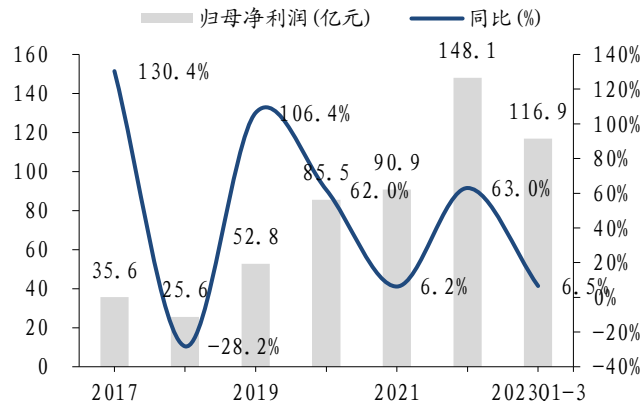
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图1: 2023Q1-3 营业收入 941 亿元, 同比+8.12% (亿元, %)



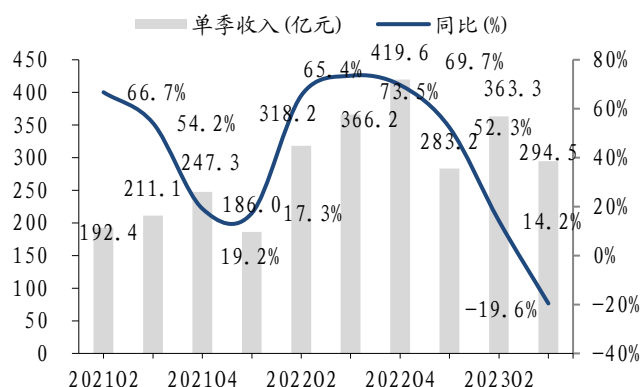
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2023Q1-3 归母净利润 116.94 亿元, 同比+6.54% (亿元, %)



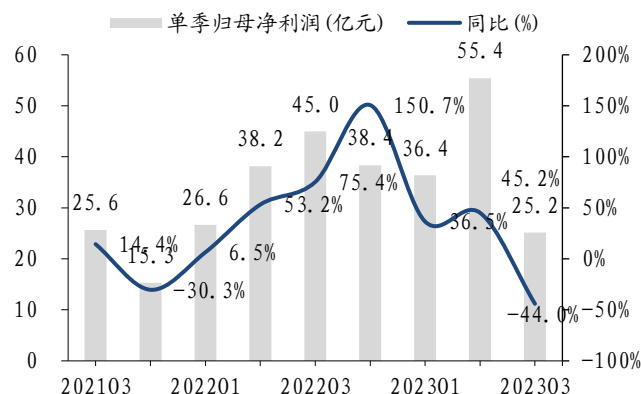
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2023Q3 营业收入 294.48 亿元, 同比-19.58%, 环比-18.95% (亿元, %)



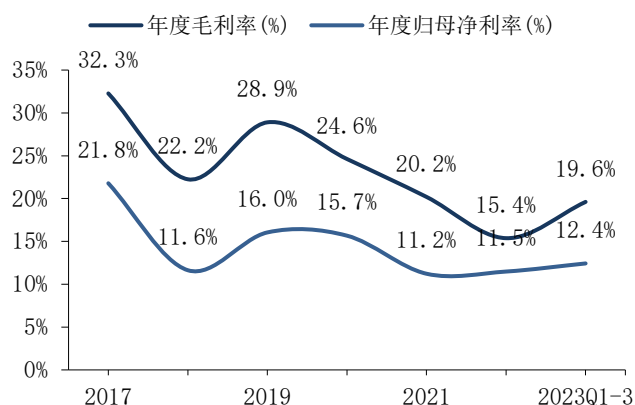
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2023Q3 归母净利润 25.15 亿元, 同比-44.05%, 环比-54.60% (亿元, %)



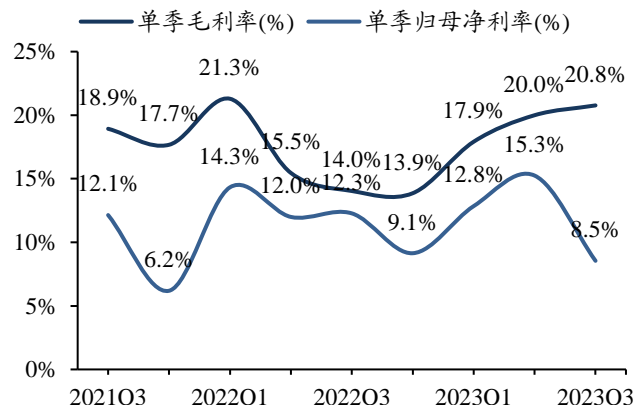
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2023Q1-3 毛利率、归母净利率分别为 19.61%、12.43% (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2023Q3 毛利率、归母净利率分别为 20.77%、8.54% (%)



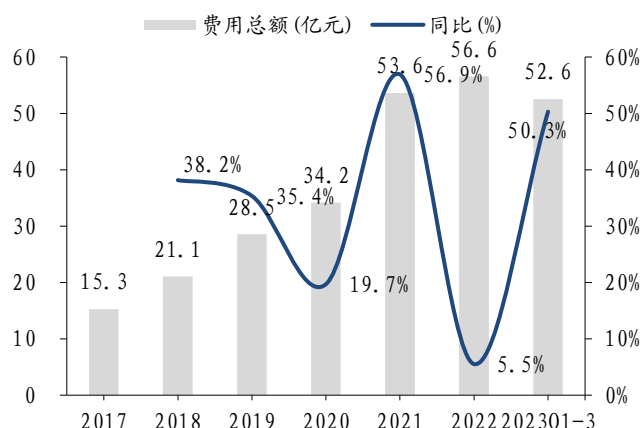
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

出货稳健增长、毛利率略有提升。2023Q1-3 硅片出货约 82GW, 同比增长约 32%; 其中 2023Q3 出货约 30GW, 外销约 14GW, 同比增长约 36%, 环比增长约 8%。2023Q3 电池组件出货超 18GW, 同比增长 27%+。公司出货稳健增长, 经营性盈利相对坚挺, 2023Q3 毛利率环比提升 1pct; 但受费用提升+汇兑及减值损失影响, 净利环比大幅下降: 期间费用合计环比增长 26 亿元 (销售环增 9 亿、管理环增 3 亿+、研发环增 1 亿、财务环增 12 亿 (汇兑影响)), 投资收益环比下降 6.6 亿元+计提资产减值 11 亿元, 整体盈利承压。2023Q4 看, 组件价格持续下行, 盈利能力承压; 近期压力传导至硅料端价格松动, 一体化组件盈利边际略有修复。

产能规模行业领先、BC 电池差异化发展。预计公司 2023 年底硅片/电池/组件产能将达 190/110/130GW，规模优势持续显现。公司电池差异化发展，除鄂尔多斯 30GW 扩产 TOPCon 外，后续规划西咸 50GW+西安 24GW+铜川 12GW 均为 BC 路线，其中铜川 12W 已公告为 HPBC Pro 技术，预计 2024 年 11 月投产，2025 年 11 月达产；针对地面电站市场，差异化凸显。

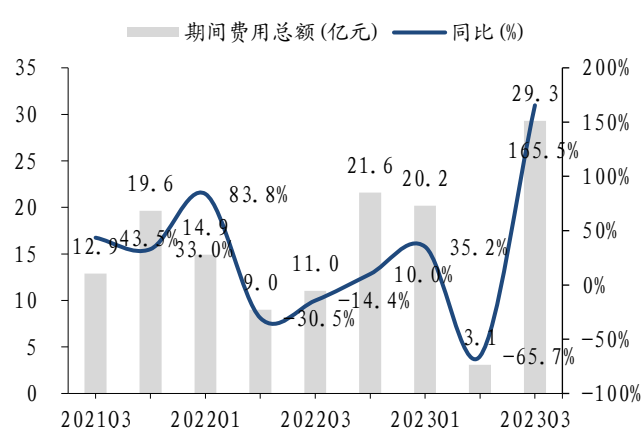
在手现金充足、董事长增持彰显信心。2023Q3 期间费用 29.3 亿元，同比增长 165.47%，环比增长 846.98%；期间费用率 9.95%，同比增长 6.93pct，环比增长 9.10pct。2023Q3 经营现金净流入 41.87 亿元，同比下降 57.29%，环比下降 50.88%。截至 2023Q3 末公司在手货币资金 568 亿元、应收账款及票据 112 亿元，在手现金充沛，流动性充足。同时公司公告董事长钟总基于公司未来发展信心，拟 1-1.5 亿增持公司股票，彰显管理层发展信心。

图7：2023Q1-3 期间费用 52.56 亿元，同比+50.29%（亿元，%）



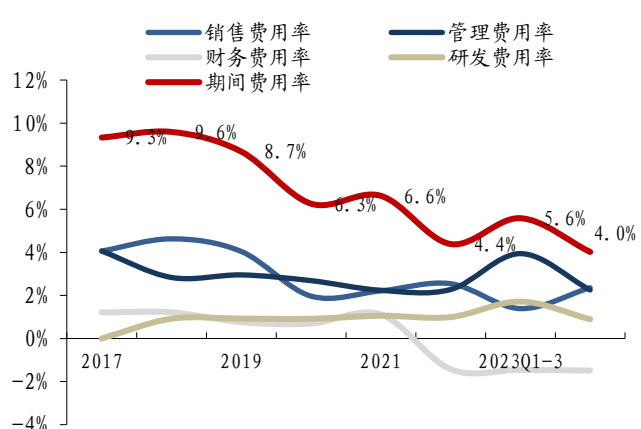
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：2023Q3 期间费用 29.29 亿元，同比+165.47%，环比+846.98%（亿元，%）



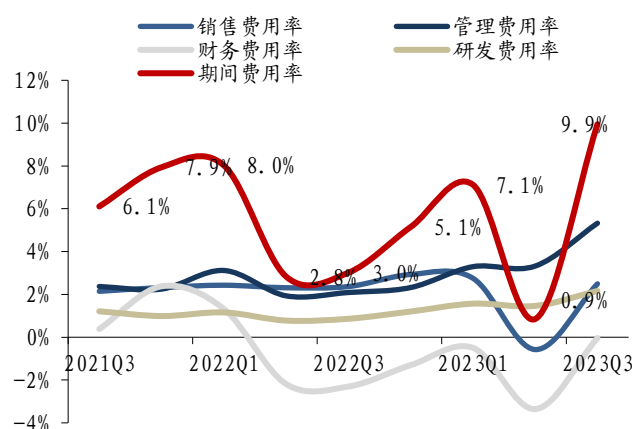
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2023Q1-3 期间费用率 4.02%，同比+1.57pct（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

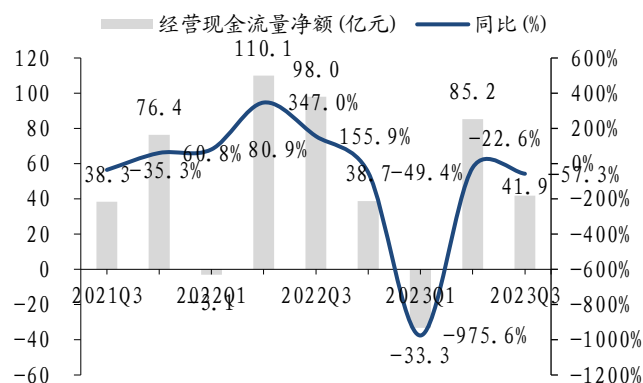
图10：2023Q3 期间费用率 9.95%，同比+6.93pct，环比+9.1pct（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

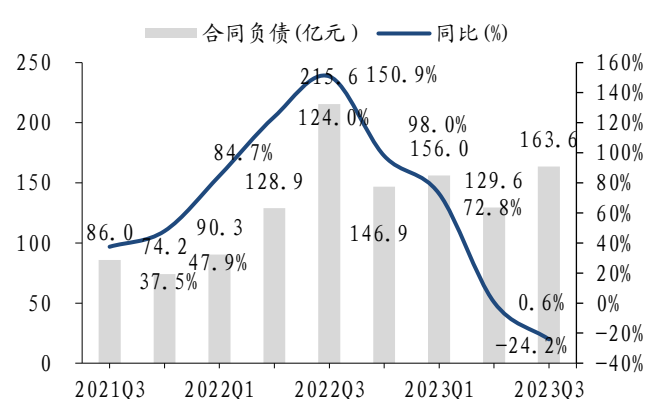
销售额小幅下降，应收账款同比增加。2023Q3 销售商品取得现金 222.33 亿元，同比下降 34.61%，环比下降 6.51%。期末合同负债 163.56 亿元，同比下降 24.15%，环比增长 26.22%。期末应收账款 110.49 亿元，同比增长 20.82%，环比下降 11.67%。应收账款周转天数同比上升 2.51 天至 28.87 天。期末存货 248.1 亿元，同比下降 3.85%，环比增长 11.57%。存货周转天数同比上升 6.02 天至 83.58 天。

图11：2023Q3 经营活动现金净流入 41.87 亿元，同比-57.29%，环比-50.88%（亿元，%）



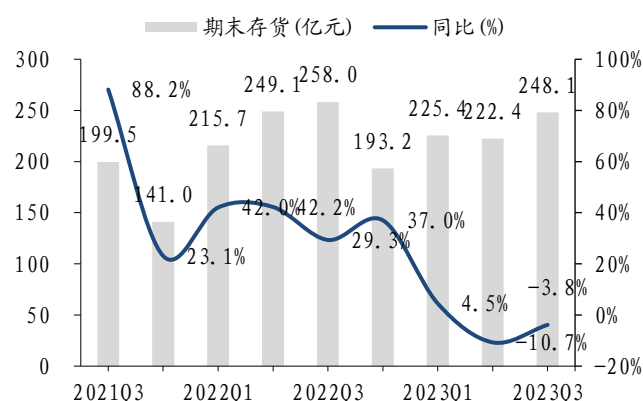
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12：2023Q3 期末合同负债 163.56 亿元，同比-24.15%，环比+26.22%（亿元，%）



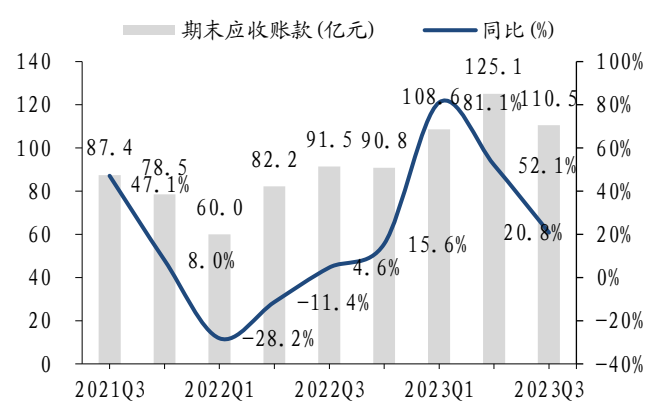
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图13：2023Q3 期末存货 248.1 亿元，同比-3.85%，环比+11.57%（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图14：2023Q3 期末应收账款 110.49 亿元，同比+20.82%，环比-11.67%（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

盈利预测与投资评级：基于行业价格下降，我们下调盈利预测，预计 2023-2025 年净利润 140/130/151 亿元（前值 185/228/276），同比-5%/-7%/+16%，维持“买入”评级。

风险提示：政策不及预期，竞争加剧。

隆基绿能三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	90,817	134,830	129,206	159,599	营业总收入	128,998	133,113	129,021	150,662
货币资金及交易性金融资产	54,372	74,407	75,028	92,801	营业成本(含金融类)	109,164	107,288	105,157	122,798
经营性应收款项	14,081	25,910	25,439	29,571	税金及附加	656	666	645	753
存货	19,318	30,047	24,574	32,179	销售费用	3,283	2,662	2,709	3,013
合同资产	1,324	2,210	1,733	2,262	管理费用	2,933	4,659	4,129	4,671
其他流动资产	1,722	2,257	2,432	2,785	研发费用	1,282	2,396	1,935	2,109
非流动资产	48,739	52,143	57,450	61,580	财务费用	(1,841)	126	107	16
长期股权投资	9,698	12,698	16,835	20,403	加:其他收益	463	466	452	452
固定资产及使用权资产	27,804	27,092	26,513	25,756	投资净收益	4,931	3,993	1,032	542
在建工程	5,368	6,509	8,222	9,534	公允价值变动	116	0	0	0
无形资产	566	550	600	618	减值损失	(2,356)	(3,334)	(967)	(1,080)
商誉	176	176	176	176	资产处置收益	(18)	0	0	0
长期待摊费用	1,143	1,143	1,143	1,143	营业利润	16,658	16,441	14,855	17,216
其他非流动资产	3,983	3,974	3,961	3,949	营业外净收支	(253)	(87)	4	3
资产总计	139,556	186,973	186,656	221,178	利润总额	16,405	16,354	14,858	17,219
流动负债	60,529	86,760	72,271	90,646	减:所得税	1,642	1,881	1,486	1,722
短期借款及一年内到期的非流动负债	758	3,679	2,378	2,208	净利润	14,763	14,474	13,373	15,498
经营性应付款项	33,588	52,368	41,841	54,400	减:少数股东损益	(49)	463	337	425
合同负债	14,691	12,875	13,385	15,183	归属母公司净利润	14,812	14,011	13,036	15,073
其他流动负债	11,493	17,838	14,667	18,855	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.95	1.85	1.72	1.99
非流动负债	16,772	20,891	20,891	20,891	EBIT	10,816	15,442	14,445	17,318
长期借款	2,912	4,344	4,344	4,344	EBITDA	14,503	18,921	17,241	20,680
应付债券	6,614	6,614	6,614	6,614	毛利率(%)	15.38	19.40	18.50	18.49
租赁负债	2,888	5,575	5,575	5,575	归母净利率(%)	11.48	10.53	10.10	10.00
其他非流动负债	4,358	4,358	4,358	4,358	收入增长率(%)	60.03	3.19	(3.07)	16.77
负债合计	77,301	107,651	93,162	111,537	归母净利润增长率(%)	63.02	(5.41)	(6.96)	15.63
归属母公司股东权益	62,147	78,751	92,586	108,309					
少数股东权益	108	571	908	1,332					
所有者权益合计	62,254	79,321	93,494	109,641					
负债和股东权益	139,556	186,973	186,656	221,178					

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	24,370	16,370	10,078	26,205	每股净资产(元)	8.12	8.54	10.04	11.74
投资活动现金流	(5,051)	(3,725)	(7,269)	(7,422)	最新发行在外股份(百万股)	7,581	7,581	7,581	7,581
筹资活动现金流	4,300	7,390	(2,187)	(1,011)	ROIC(%)	14.78	15.62	12.27	12.95
现金净增加额	24,620	20,035	622	17,773	ROE-摊薄(%)	23.83	17.79	14.08	13.92
折旧和摊销	3,688	3,479	2,796	3,362	资产负债率(%)	55.39	57.58	49.91	50.43
资本开支	(4,728)	(4,720)	(4,167)	(4,398)	P/E(现价&最新股本摊薄)	13.74	14.53	15.62	13.51
营运资本变动	8,826	(7,564)	(3,561)	2,135	P/B(现价)	3.30	3.14	2.67	2.29

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。

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）），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>