

业绩阶段性承压，差异化竞争巩固长期龙头地位

➤ **事件：**2023 年 10 月 30 日，公司发布 2023 年三季报。2023 年前三季度公司实现营收 941 亿元，同比+8.55%；实现归母净利润 116.94 亿元，同比+6.54%；实现扣非归母净利润 115.14 亿元，同比+8.07%。

分季度来看，公司 23Q3 实现营收 294.48 亿元，同比-18.92%，环比-18.95%；实现归母净利润 25.15 亿元，同比-44.05%，环比-54.60%；实现扣非归母净利润 24.54 亿元，同比-42.24%，环比-55.12%。

➤ **出货稳健增长，净利阶段性承压。**2023 年前三季度，公司出货稳健增长，实现硅片销售 37.45GW；实现电池销售 4.71GW；实现组件出货量 43.53GW，其中对外销售 43.12GW，自用 0.41GW。从盈利能力来看，23Q3 公司毛利率为 20.77%，环比增加 0.77pct；但净利率为 8.49%，环比-6.71pct。23Q3 公司净利承压的主要原因包括费用增加、计提资产减值以及投资收益下降，23Q3 公司销售费用/管理费用/研发费用/财务费用分别环比增加 9.4/3.6/1.1/12.1 亿元；计提资产减值损失 11 亿元，主要由于 Q3 组件价格快速下跌，公司计提存货跌价损失；投资净收益环比下降 6.6 亿元，主要由于 Q3 硅料价格处于底部，公司参股的硅料产能盈利大幅减少。

➤ **坚定布局 BC 技术路线，差异化竞争构建长期优势。**公司聚焦高效 BC 技术迭代升级与产业化，持续提升 HPBC 产品的量产良率和转换效率；新建产能除了鄂尔多斯 30GW 为 TOPCon 电池技术路线，其他项目均为 BC 技术路线。23 年 9 月，公司公告将在陕西铜川投资建设年产 12GW 的高效单晶电池项目，该项目将采用更高性能的 HPBC pro 电池技术，预计于 2024 年底 11 月投产、2025 年 11 月达产。公司差异化的技术路线选择和持续的研发投入，有助于构建公司长期竞争优势。

➤ **董事长增持，彰显长期发展信心。**2023 年 10 月 30 日，公司宣布公司董事长拟在 12 个月内通过上海证券交易所系统允许的方式增持公司股份，增持金额 1-1.5 亿元，此次增持计划彰显了公司管理层对公司未来长期发展的信心以及对公司投资价值的认可。

➤ **投资建议：**我们预计 23-25 年公司营收为 1238.37/1393.58/1755.79 亿元，归母净利润为 153.40/170.00/205.95 亿元，对 PE 为 12X/11X/9X，公司为光伏硅片与组件双龙头企业，坚定 BC 的差异化技术路线，一体化产能持续扩张，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**国际贸易风险、产能扩张不及预期、下游需求不及预期等风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	128,998	123,837	139,358	175,579
增长率（%）	60.0	-4.0	12.5	26.0
归属母公司股东净利润（百万元）	14,812	15,340	17,000	20,595
增长率（%）	63.0	3.6	10.8	21.2
每股收益（元）	1.95	2.02	2.24	2.72
PE	12	12	11	9
PB	2.9	2.5	2.0	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 31 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

24.13 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

电话：021-60876734

邮箱：zhubiye@mszq.com

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

电话：021-60876734

邮箱：wangyiru_yj@mszq.com

研究助理 林誉韬

执业证书：S0100122060013

电话：021-60876734

邮箱：linyutao@mszq.com

相关研究

1.隆基绿能 (601012.SH) 2023 年半年报点评：业绩符合预期，差异化竞争构建长期优势 -2023/09/04

2.隆基绿能 (601012.SH) 22 年年报及 23 年一季报点评：一体化产能同步扩张，布局氢能着眼未来-2023/04/30

3.隆基绿能 (601012.SH) 2022 年三季报点评：业绩符合预期，龙头地位稳固-2022/10/31

4.隆基绿能 (601012.SH) 2022 年半年报点评：组件硅片双龙头地位稳固，产能扩张有序推进-2022/08/25

5.隆基股份 (601012.SH) 2021 年报及 22 年一季报点评：组件龙头 21 年营收高增，看好新技术带来高弹性-2022/04/28

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	128,998	123,837	139,358	175,579
营业成本	109,164	99,335	115,142	146,727
营业税金及附加	656	630	709	894
销售费用	3,283	2,229	2,369	2,809
管理费用	2,933	4,210	4,599	5,619
研发费用	1,282	1,981	1,812	2,283
EBIT	10,816	15,757	15,115	17,744
财务费用	-1,841	-640	-611	-895
资产减值损失	-2,076	-2,232	-1,000	-1,000
投资收益	4,931	3,096	4,181	5,267
营业利润	16,658	17,162	18,907	22,906
营业外收支	-253	-100	0	0
利润总额	16,405	17,062	18,907	22,906
所得税	1,642	1,706	1,891	2,291
净利润	14,763	15,355	17,017	20,616
归属于母公司净利润	14,812	15,340	17,000	20,595
EBITDA	14,503	19,764	19,498	22,474

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	54,372	65,698	84,627	116,853
应收账款及票据	9,220	8,123	9,183	11,578
预付款项	3,303	4,569	5,297	6,749
存货	19,318	9,355	18,118	12,488
其他流动资产	4,604	3,223	3,598	4,078
流动资产合计	90,817	90,967	120,823	151,747
长期股权投资	9,698	11,698	13,198	14,198
固定资产	25,147	24,851	24,530	23,536
无形资产	566	666	766	866
非流动资产合计	48,739	51,113	52,610	53,260
资产合计	139,556	142,080	173,433	205,007
短期借款	79	0	0	0
应付账款及票据	33,588	26,427	37,177	40,919
其他流动负债	26,863	24,400	27,985	35,202
流动负债合计	60,529	50,827	65,163	76,121
长期借款	2,912	2,912	2,912	2,912
其他长期负债	13,860	13,860	13,860	13,860
非流动负债合计	16,772	16,772	16,772	16,772
负债合计	77,301	67,599	81,935	92,893
股本	7,582	7,578	7,578	7,578
少数股东权益	108	123	140	161
股东权益合计	62,254	74,481	91,498	112,113
负债和股东权益合计	139,556	142,080	173,433	205,007

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	60.03	-4.00	12.53	25.99
EBIT 增长率	-5.74	45.69	-4.07	17.39
净利润增长率	63.02	3.57	10.82	21.15
盈利能力 (%)				
毛利率	15.38	19.79	17.38	16.43
净利润率	11.48	12.39	12.20	11.73
总资产收益率 ROA	10.61	10.80	9.80	10.05
净资产收益率 ROE	23.83	20.63	18.61	18.40
偿债能力				
流动比率	1.50	1.79	1.85	1.99
速动比率	1.08	1.49	1.48	1.72
现金比率	0.90	1.29	1.30	1.54
资产负债率 (%)	55.39	47.58	47.24	45.31
经营效率				
应收账款周转天数	23.62	23.00	23.00	23.00
存货周转天数	55.06	56.00	48.00	40.00
总资产周转率	1.09	0.88	0.88	0.93
每股指标 (元)				
每股收益	1.95	2.02	2.24	2.72
每股净资产	8.20	9.81	12.06	14.77
每股经营现金流	3.22	2.43	2.77	4.32
每股股利	0.40	0.25	0.25	0.25
估值分析				
PE	12	12	11	9
PB	2.9	2.5	2.0	1.6
EV/EBITDA	9.73	7.14	7.24	6.28
股息收益率 (%)	1.66	1.04	1.04	1.04
现金流量表 (百万元)				
净利润	14,763	15,355	17,017	20,616
折旧和摊销	3,688	4,006	4,383	4,730
营运资金变动	9,105	-745	2,380	11,230
经营活动现金流	24,370	18,392	21,003	32,712
资本开支	-4,728	-4,579	-4,380	-4,380
投资	-847	-2,000	-1,500	-1,000
投资活动现金流	-5,051	-3,483	-1,699	-113
股权募资	98	-96	0	0
债务募资	6,058	-79	0	0
筹资活动现金流	4,300	-3,583	-374	-374
现金净流量	24,620	11,326	18,930	32,226

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026