

# 产业链降价致使盈利承压，BC 组件出货明显提升

## 核心观点

行业供需错配下产业链价格大幅下滑，致使公司 2024 年及 2025 年一季度盈利能力承压。但公司 HPBC2.0 产品一季度出货明显提升，Q1 出货 4.32GW 占比达 25%且订单饱满，公司规划年底 HPBC2.0 产能达到 50GW，预计 2026 年出货规模进一步提升。HPBC 2.0 量产效率领先，规模化量产效率达到 24.8%，已投产电池良率达到 97%左右。公司在手现金规模较大，资产负债率处于较低水平，行业周期底部下经营韧性较强。

## 事件

### 公司发布 2024 年报&2025 一季报

公司 2024 年度实现收入 825.82 亿元，同比-36.23%；归母净利润-86.18 亿，同比-180.15%；扣非后归母净利润-87.47 亿，同比-180.74%。Q4 单季度收入 239.9 亿元，同比-32.23%，环比+19.57%；归母净利润-21.13 亿元；扣非后归母净利润-22.59 亿元。2025Q1，公司实现收入 136.52 亿元（同比-22.75%，环比-43.09%）；归母净利润-14.36 亿元，扣非后归母净利润-19.83 亿元。

## 简评

### 产业链降价对公司 2024 年毛利率造成较大压力

2024 年光伏行业受供需失衡问题影响，产业链价格大幅下降，组件及硅片毛利率均大幅下滑。2024 年，公司组件及电池业务收入 663.34 亿元，同比减少 33.13%，电池及组件出货 82.32GW，毛利率 6.27%，同比下滑 12.11pct。硅片及硅棒业务实现收入 82.07 亿元，同比减少 66.53%，硅片出货 108.46GW（外销 46.55GW），毛利率-14.31%，同比下滑 30.19pct。

### PERC 设备减值接近尾声，Q1 美国市场承压

2024 年，公司计提资产减值损失 87 亿元，其中 Q4 单季 21.43 亿元（以固定资产为主）。从全年减值计提情况来看，存货跌价损失及合同履约成本减值损失计提 61.28 亿元，主要系产业链降价过程中公司存货发生减值；固定资产减值计提 22.99 亿元，主要系 PERC 电池设备等减值。2025Q1 公司亏损环比有所收窄，主因资产减值下降及费用管控，但由于上游硅料价格上涨以及组件确收价格下降，毛利率进一步回落至-4.18%。

## 隆基绿能 (601012.SH)

维持

增持

朱玥

zhuyue@csc.com.cn

010-56135232

SAC 编号:S1440521100008

SFC 编号:BTM546

任佳玮

renjiawei@csc.com.cn

021-68821600

SAC 编号:S1440520070012

发布日期：2025 年 05 月 23 日

当前股价：15.01 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
0.94/-1.76	-7.06/-7.09	-17.98/-25.02
12 月最高/最低价 (元)		20.46/12.73
总股本 (万股)		757,804.97
流通 A 股 (万股)		757,804.22
总市值 (亿元)		1,137.47
流通市值 (亿元)		1,137.46
近 3 月日均成交量 (万)		8209.63
主要股东		
李振国		14.08%

### 股价表现



### BC 技术转型加速，海外布局对冲部分风险

公司以 BC 技术为核心产品突围，一季度公司电池组件出货 16.93GW，其中 BC 组件出货 4.32GW（占组件总出货 25.5%），HPBC 2.0 量产效率达 24.8%，全年目标 BC 出货占比超 25%，2025 年底 HPBC 2.0 产能将扩至 50GW。国内及欧洲分销市场需求旺盛，订单饱满度高，BC 溢价或成未来盈利关键变量。针对美国市场壁垒，公司加速海外产能落地，公司 5GW 美国组件合资工厂已投产，后续将针对美国高价市场，预计盈利能力较强。

### 在手现金充足及资产负债率较低，周期底部公司经营稳健

尽管业绩承压，但公司现金流情况在行业中处于靠前水平。一季度末，公司存货周转天数同比缩短 12 天至 98 天，显示库存去化初现成效。货币资金 514.83 亿元，现金及现金等价物 499.93 亿元，资产负债率 59.8%，明显低于其他头部企业。目前公司在手资金量充足，能够支撑公司顺利度过行业低谷期。

**盈利预测：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 808.32/934.49/1055.51 亿元，归母净利润-27.68/10.75/38.34 亿元。维持“增持”评级。

### 重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	129,497.67	82,582.27	80,831.53	93,449.33	105,551.02
YoY(%)	0.39	-36.23	-2.12	15.61	12.95
净利润(百万元)	10,751.43	-8,617.53	-2,767.86	1,074.66	3,834.07
YoY(%)	-27.41	-180.15	67.88	138.83	256.77
毛利率(%)	18.26	7.44	3.21	8.98	11.69
净利率(%)	8.30	-10.44	-3.42	1.15	3.63
ROE(%)	15.25	-14.15	-4.76	1.82	6.13
EPS(摊薄/元)	1.42	-1.14	-0.37	0.14	0.51
P/E(倍)	10.58	-13.20	-41.10	105.84	29.67
P/B(倍)	1.63	1.88	1.98	1.94	1.84

资料来源: iFinD, 中信建投证券

## 风险分析

1、全球贸易战进一步加剧，叠加美国取消东南亚关税豁免并启动“双反”调查，导致隆基越南基地产能利用率下降，尽管通过参股美国本土工厂规避关税，但地缘政治及政策不确定性仍可能影响出货稳定性。2、行业需求不及预期导致下半年盈利能力回落的风险。近期组件涨价主要原因在于国内分布式抢装，若 2025 年下半年行业需求明显回落，则公司毛利率会有再次下降风险。3、海外其他区域针对中国加征关税导致行业格局进一步恶化。若后续欧洲等地针对中国加征关税，则会对存量市场的盈利能力形成进一步压力。4、人民币汇率波动风险：2025 年人民币汇率波动具有较大的不确定性，可能影响公司营收和盈利能力。5、公司押注 BC 技术路线，但当前 BC 组件成本仍高于主流 TOPCon 技术，若降本速度不及预期或市场接受度不足，可能影响其市占率目标。

## 分析师介绍

### 朱玥

中信建投证券电力设备新能源行业首席分析师。2021 年加入中信建投证券研究发展部，8 年证券行业研究经验，曾就职于兴业证券、方正证券，《财经》杂志，专注于新能源产业链研究和国家政策解读跟踪，在 2019 至 2022 年期间带领团队多次在新财富、金麒麟，水晶球等行业权威评选中名列前茅。

### 任佳玮

中信建投证券电力设备及新能源分析师，南京大学经济学学士，复旦大学金融硕士，研究方向为光伏。2022 年所在团队荣获新财富最佳分析师评选第四名，2022 年上证报最佳电力设备新能源分析师第二名，金麒麟评选光伏设备第二名，水晶球新能源行业第三名，水晶球电力设备行业第五名。

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因,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收到任何形式的补偿。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话: (8610) 56135088  
 联系人: 李祉瑶  
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话: (8621) 6882-1600  
 联系人: 翁起帆  
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话: (86755) 8252-1369  
 联系人: 曹莹  
 邮箱: caoying@csc.com.cn

**中信建投(国际)**

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话: (852) 3465-5600  
 联系人: 刘泓麟  
 邮箱: charleneliu@csci.hk