



# 隆基绿能 (601012.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 提效降费显著减亏，BC 产品加速渗透

### 业绩简评

8月22日公司发布2025年中报，上半年公司实现收入328亿元，同比-15%；归母净利润-25.69亿元，同比大幅减亏。其中Q2实现收入192亿元，同比-8%，环比+40%；归母净利润-11.33亿元，同比(24Q2为-28.93亿元)、环比(25Q1为-14.36亿元)均减亏。

### 经营分析

期间费用下降、减值减少带动亏损显著收窄。上半年公司实现硅片出货量52.08GW(对外销售24.72GW)、同增17%，电池组件出货量41.85GW(其中组件出货量39.57GW)、同增23%。受光伏产业链价格跌破成本的影响，公司毛利率仍处亏损状态，但公司凭借运营提效带动销售/管理费用分别同比大幅下降37%/23%，同时资产减值大幅减少，上半年亏损较去年同期显著收窄。Q2产业链抢装带动价格回升，测算公司硅片、电池组件业务单位亏损收窄，公司销售毛利率环比修复3.4PCT至-0.8%。

**领先 BC 技术加速渗透，海外硅片销量占比提升。**上半年公司HPBC 2.0先进产能稳步爬坡，电池量产良率达97%、量产组件转换效率达24.8%，BC技术加速市场渗透，签单量快速增长，上半年HPBC 2.0出货约4GW。截至报告期末公司HPBC 2.0自有电池产能达24GW，西咸、铜川HPBC 2.0电池产能开始逐步投产，渭北项目稳步推进中，与英发德睿、平煤隆基协作产能开始逐步投产，预计2025年末HPBC 2.0高效电池产能占比超过60%。此外，公司高品质泰睿硅片快速实现全面推广，外销N型硅片泰睿渗透率达90%；公司敏锐把握行业内电池制造的分散化趋势，海外硅片客户拓展卓有成效，上半年硅片海外销量同比大幅增长70%以上。

**“反内卷”有望推动产业链价格及盈利修复，财务稳健保障穿越周期。**6月底以来光伏行业“反内卷”扎实推进，多晶硅、硅片、电池片等多个环节价格已上涨，8月19日六部委联合召开光伏产业座谈会，相关光伏制造企业及发电企业参会，预计后续组件价格有望传导上游涨幅、逐步覆盖成本，带动行业盈利修复。截至Q2末公司在手现金近500亿元，资产负债率60.72%、有息负债率21.45%，债务压力处于行业较低水平，保障公司穿越周期。

### 盈利预测、估值与评级

根据我们对行业的最新判断，调整公司2025-2027年归母净利润预测至-30.7、39.3、60.8亿元，公司BC产品加速渗透，光伏“反内卷”推进下盈利有望逐步改善，维持“买入”评级。

### 风险提示

国际贸易环境恶化；技术研发不及预期；行业需求不及预期。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

分析师：张嘉文 (执业S1130523090006)

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：16.52 元

相关报告：

- 《隆基绿能公司点评：BC 占比持续提升，财务稳健穿越周期》，2025.4.30
- 《隆基绿能公司点评：亏损显著收窄，BC 技术持续领先》，2024.10.31
- 《隆基绿能公司点评：大额减值拖累业绩，财务状况保持稳健》，2024.8.31



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	129,498	82,582	64,475	81,733	91,977
营业收入增长率	0.39%	-36.23%	-21.93%	26.77%	12.53%
归母净利润(百万元)	10,751	-8,618	-3,067	3,927	6,083
归母净利润增长率	-27.41%	-180.15%	-64.41%	N/A	54.90%
摊薄每股收益(元)	1.42	-1.14	-0.40	0.52	0.80
每股经营性现金流净额	1.07	-0.62	-0.12	1.46	1.82
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.25%	-14.15%	-5.31%	6.45%	9.20%
P/E	16.14	-13.81	-40.82	31.88	20.58
P/B	2.46	1.96	2.17	2.05	1.89

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	128,998	129,498	82,582	64,475	81,733	91,977
增长率		0.4%	-36.2%	-21.9%	26.8%	12.5%
主营业务成本	-109,164	-105,852	-76,440	-62,895	-70,474	-77,059
%销售收入	84.6%	81.7%	92.6%	97.5%	86.2%	83.8%
毛利	19,834	23,645	6,142	1,580	11,258	14,918
%销售收入	15.4%	18.3%	7.4%	2.5%	13.8%	16.2%
营业税金及附加	-656	-741	-335	-271	-343	-386
%销售收入	0.5%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-3,283	-2,670	-2,906	-1,805	-2,289	-2,575
%销售收入	2.5%	2.1%	3.5%	2.8%	2.8%	2.8%
管理费用	-2,933	-4,915	-3,430	-2,676	-3,269	-3,679
%销售收入	2.3%	3.8%	4.2%	4.2%	4.0%	4.0%
研发费用	-1,282	-2,283	-1,815	-1,483	-1,880	-2,115
%销售收入	1.0%	1.8%	2.2%	2.3%	2.3%	2.3%
息税前利润 (EBIT)	11,680	13,036	-2,344	-4,655	3,477	6,162
%销售收入	9.1%	10.1%	n.a	n.a	4.3%	6.7%
财务费用	1,841	1,832	237	278	-435	-360
%销售收入	-1.4%	-1.4%	-0.3%	-0.4%	0.5%	0.4%
资产减值损失	-2,356	-7,083	-8,878	-1,352	-254	-289
公允价值变动收益	116	-13	-11	100	0	0
投资收益	4,931	3,476	116	600	600	600
%税前利润	30.1%	29.0%	-1.1%	-16.3%	13.2%	8.5%
营业利润	16,658	12,113	-9,755	-3,479	4,638	7,162
营业利润率	12.9%	9.4%	n.a	n.a	5.7%	7.8%
营业外收支	-253	-124	-451	-200	-100	-100
税前利润	16,405	11,989	-10,206	-3,679	4,538	7,062
利润率	12.7%	9.3%	n.a	n.a	5.6%	7.7%
所得税	-1,642	-1,303	1,528	552	-681	-1,059
所得税率	10.0%	10.9%	n.a	n.a	15.0%	15.0%
净利润	14,763	10,687	-8,677	-3,127	3,857	6,003
少数股东损益	-49	-65	-60	-60	-70	-80
归属于母公司的净利润	14,812	10,751	-8,618	-3,067	3,927	6,083
净利率	11.5%	8.3%	n.a	n.a	4.8%	6.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	14,763	10,687	-8,677	-3,127	3,857	6,003
少数股东损益	-49	-65	-60	-60	-70	-80
非现金支出	6,043	12,062	15,868	7,739	7,639	8,434
非经营收益	-5,541	-3,315	-1,023	-140	231	193
营运资金变动	9,105	-11,317	-10,892	-5,344	-626	-831
经营活动现金净流	24,370	8,117	-4,725	-873	11,102	13,799
资本开支	-4,728	-9,188	-7,897	-8,781	-6,150	-6,150
投资	-847	-1,254	-593	0	0	0
其他	524	4,806	1,257	600	600	600
投资活动现金净流	-5,051	-5,636	-7,232	-8,181	-5,550	-5,550
股权募资	98	55	683	0	0	0
债权募资	6,058	3,254	9,491	2,095	632	-615
其他	-1,856	-2,994	-1,877	-859	-1,539	-1,653
筹资活动现金净流	4,300	315	8,297	1,237	-907	-2,267
现金净流量	24,620	3,319	-3,474	-7,817	4,644	5,982

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	54,372	57,001	53,157	43,131	46,009	50,609
应收款项	11,246	12,253	16,237	14,764	16,942	19,066
存货	19,318	21,540	13,382	13,914	14,674	16,045
其他流动资产	5,881	9,067	7,247	6,724	7,481	8,034
流动资产	90,817	99,861	90,023	78,534	85,106	93,754
%总资产	65.1%	60.9%	58.9%	54.4%	56.7%	59.8%
长期投资	10,093	9,520	8,913	8,913	8,913	8,913
固定资产	30,515	43,337	40,608	42,577	41,372	39,417
%总资产	21.9%	26.4%	26.6%	29.5%	27.6%	25.1%
无形资产	1,885	3,050	2,785	2,846	2,905	2,961
非流动资产	48,739	64,109	62,822	65,859	64,874	63,129
%总资产	34.9%	39.1%	41.1%	45.6%	43.3%	40.2%
资产总计	139,556	163,969	152,845	144,394	149,981	156,883
短期借款	758	1,502	2,202	2,298	2,930	2,315
应付款项	41,292	55,323	49,272	42,594	43,983	46,018
其他流动负债	18,479	14,736	8,819	9,272	10,574	11,588
流动负债	60,529	71,560	60,293	54,164	57,487	59,922
长期贷款	2,912	5,274	13,949	15,949	15,949	15,949
其他长期负债	13,860	16,423	17,202	16,083	15,248	14,622
负债	77,301	93,257	91,444	86,196	88,684	90,492
普通股股东权益	62,147	70,492	60,895	57,753	60,922	66,096
其中：股本	7,582	7,578	7,578	7,578	7,578	7,578
未分配利润	39,442	45,958	36,054	32,911	36,080	41,254
少数股东权益	108	220	505	445	375	295
负债股东权益合计	139,556	163,969	152,845	144,394	149,981	156,883

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.95	1.42	-1.14	-0.40	0.52	0.80
每股净资产	8.20	9.30	8.04	7.62	8.04	8.72
每股经营现金净流	3.21	1.07	-0.62	-0.12	1.46	1.82
每股股利	0.26	0.40	0.17	0.01	0.10	0.12
回报率						
净资产收益率	23.83%	15.25%	-14.15%	-5.31%	6.45%	9.20%
总资产收益率	10.61%	6.56%	-5.64%	-2.12%	2.62%	3.88%
投入资本收益率	14.27%	13.56%	-2.33%	-4.69%	3.36%	5.66%
增长率						
主营业务收入增长率	59.39%	0.39%	-36.23%	-21.93%	26.77%	12.53%
EBIT增长率	1.83%	11.61%	-117.98%	98.56%	-174.71%	77.19%
净利润增长率	63.02%	-27.41%	-180.15%	-64.41%	N/A	54.90%
总资产增长率	42.79%	17.49%	-6.78%	-5.53%	3.87%	4.60%
资产管理能力						
应收账款周转天数	24.0	28.1	54.8	68.0	60.0	60.0
存货周转天数	55.9	70.4	83.4	85.0	80.0	80.0
应付账款周转天数	39.7	59.1	96.9	130.0	110.0	100.0
固定资产周转天数	71.2	104.5	160.0	216.1	161.5	132.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-70.82%	-61.45%	-48.94%	-30.98%	-33.08%	-38.40%
EBIT利息保障倍数	-6.3	-7.1	9.9	16.7	8.0	17.1
资产负债率	55.39%	56.87%	59.83%	59.69%	59.13%	57.68%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	7	12	28
增持	0	1	3	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.25	1.30	1.29	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，**国金证券股份有限公司**客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究