

隆基绿能 (601012.SH)

强烈推荐 (维持)

Q2 环比减亏, BC 稳步推进

中游制造/电力设备及新能源
目标估值: NA
当前股价: 18.1 元

公司发布 2025 年半年报, 上半年收入同比下降 14.83% 至 382.13 亿、归母净利润-25.69 亿元、扣非归母净利润分别为-33.04 亿; Q2 单季度公司收入 191.61 亿元, 同比下降 8.12%, 环比增长 40.35%, 归母净利润-11.33 亿元, 环比减亏 3.03 亿元, 扣非归母净利润分别为-13.21 亿元。上半年公司货币资金+交易性金融资产约 496 亿元, Q2 单季度盈利减亏并实现正向经营活动现金流 12.63 亿, 随着 BC 出货占比提升, 预计公司报表有望继续改善。

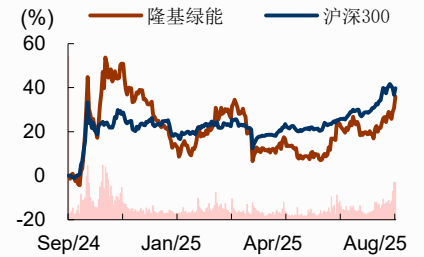
基础数据

总股本 (百万股)	7578
已上市流通股 (百万股)	7578
总市值 (十亿元)	137.2
流通市值 (十亿元)	137.2
每股净资产 (MRQ)	7.7
ROE (TTM)	-10.2
资产负债率	60.7%
主要股东	李振国
主要股东持股比例	14.08%

□ 业绩简析。公司发布 2025 年半年报, 上半年收入同比下降 14.83% 至 382.13 亿、归母净利润-25.69 亿元、扣非归母净利润分别为-33.04 亿; Q2 单季度公司收入 191.61 亿元, 同比下降 8.12%, 环比增长 40.35%, 归母净利润-11.33 亿元, 环比减亏 3.03 亿元, 扣非归母净利润分别为-13.21 亿元。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	15	4	32
相对表现	6	-10	-5



资料来源: 公司数据、招商证券

□ Q2 单季度业绩环比减亏。上半年公司硅片出货量同比增长 17% 至 52.08GW (外销 24.72GW), 其中 Q1 出货 23.46GW (外销 11.26GW)、Q2 出货 28.62GW (外销 13.46GW)。上半年公司组件出货量同比增长 26.26% 至 39.57GW (BC 出货占比超 20%), 其中 Q1 组件出货 16.93GW (BC 出货 4.32GW)、Q2 组件出货 22.64GW (按 20% 占比倒算 BC 出货约 4GW)。

相关报告

- 《隆基绿能 (601012) — 减值拖累上半年业绩, 积极扩张 BC 产能》2024-09-10
- 《隆基绿能 (601012) — 三季报业绩承压, 聚焦 BC 技术》2023-11-05

□ 报表相对稳健。自 2023 年以来, 行业整体盈利受供需影响较大, 在行业下行期, 公司计提较大规模减值, 但报表整体依然较为稳健。上半年公司货币资金+交易性金融资产约 496 亿元, Q2 单季度盈利减亏、实现正向经营活动现金流 12.63 亿。每个月产出 2.5GW 左右, 接下来会逐月提升。主流功率在 650-655W, 645-660W 占比最大, 极少量到 660W 以上或 640 以下。

□ BC 稳步推进。报告期内, 公司高 HPBC2.0 产能稳步爬坡, 量产组件转换效率率达 24.8%。自公司专注 BC 路线以来, 公司一直在持续稳步扩张 BC 产能, 包括 HPBC1.0 升级与 HPBC2.0 新建。根据公司半年报披露, 预计 2025 年末, 通过技术升级, 公司 HPBC2.0 电池高效产能占比超过 60%。

游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

赵旭 S1090519120001

zhaoxu2@cmschina.com.cn

□ 投资建议: 考虑 2025 年供需关系与后续季度行业自律情况, 预计公司 2025-2026 年归母净利润为-24.62、22.94 亿元, 对应 PE 为-56、60 倍, 维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示: 光伏装机增速下降、BC 进展不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	129498	82582	74347	86872	98089
同比增长	0%	-36%	-10%	17%	13%
营业利润(百万元)	12113	(9755)	(2563)	3191	4119
同比增长	-27%	-181%	-74%	-225%	29%
归母净利润(百万元)	10751	(8618)	(2462)	2294	3064
同比增长	-27%	-180%	-71%	-193%	34%
每股收益(元)	1.42	-1.14	-0.32	0.30	0.40
PE	12.8	-15.9	-55.7	59.8	44.8
PB	1.9	2.3	2.3	2.3	2.2

资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 业绩摘要

百万元	2022 年	2023 年	2024 年	同比变化 (%)	2024H1	2025H1	同比变化 (%)
营业收入	128998.11	129497.67	82582.27	-36.23	38528.70	32813.15	-14.83
营业成本	109164.09	105852.25	76439.85	-27.79	35579.17	33080.97	-7.02
毛利润	19834.02	23645.42	6142.43	-74.02	2949.53	-267.83	-109.08
销售税金	656.33	741.06	335.39	-54.74	162.18	136.63	-15.76
毛利润(扣除销售税金)	19177.68	22904.37	5807.04	-74.65	2787.35	-404.45	-114.51
销售费用	3282.92	2670.10	2905.82	8.83	1329.36	838.61	-36.92
管理费用	2932.84	4915.38	3430.07	-30.22	1738.40	1342.97	-22.75
经营利润	12961.92	15318.89	-528.85	-103.45	-280.41	-2586.03	822.22
资产减值损失	-2075.72	-7024.76	-8700.74	23.86	-5784.32	-1166.72	-79.83
财务费用	-1840.93	-1831.91	-237.17	-87.05	-305.38	-408.82	33.87
投资收益	4931.21	3475.86	128.66	-96.30	-4.63	451.59	-9860.99
资产处置收益	-17.53	-71.33	-146.78	105.77	-72.85	4.78	-106.56
其他收益	463.24	937.04	1258.64	34.32	527.13	809.76	53.62
营业外收入	38.49	57.09	83.58	46.42	41.12	48.33	17.54
营业外支出	291.55	181.09	534.53	195.17	177.22	203.06	14.58
利润总额	16404.59	11989.17	-10205.90	-185.13	-6402.32	-3019.52	-52.84
所得税	1641.76	1302.51	-1528.45	-217.35	-1144.93	-421.33	-63.20
税后净利润	14762.83	10686.66	-8677.45	-181.20	-5257.40	-2598.19	-50.58
少数股东损益	-48.74	-64.77	-59.92	-7.48	-14.05	-28.84	105.23
归母净利润	14811.58	10751.43	-8617.53	-180.15	-5243.34	-2569.36	-51.00
非经常性损益	397.63	-82.24	129.70	-257.71	33.27	734.78	2108.77
扣非归母净利润	14413.94	10833.67	-8747.23	-180.74	-5276.61	-3304.14	-37.38

资料来源: 公司公告、招商证券

表 2: 主要比率

(%)	2022 年	2023 年	2024 年	同比变化 (%)	2024H1	2025H1	同比变化 (%)
毛利率	15.38	18.26	7.44	-10.82	7.66	-0.82	-8.47
销售费用率	2.54	2.06	3.52	1.46	3.45	2.56	-0.89
管理费用率	2.27	3.80	4.15	0.36	4.51	4.09	-0.42
财务费用率	-1.43	-1.41	-0.29	1.13	-0.79	-1.25	-0.45
经营利润率	10.05	11.83	-0.64	-12.47	-0.73	-7.88	-7.15
所得税率	10.01	10.86	14.98	4.11	17.88	13.95	-3.93
净利率	11.48	8.30	-10.44	-18.74	-13.61	-7.83	5.78
扣非净利率	11.17	8.37	-10.59	-18.96	-13.70	-10.07	3.63

资料来源: 公司公告、招商证券

表 3: 单季度收入

百万元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q2 同比 (%)	25Q2 环比 (%)
营业收入	17674	20855	20064	23990	13652	19161	-8	40
营业成本	16103	19476	18339	22522	14223	18858	-3	33
销售费用	594	736	731	845	417	422	-43	1
管理费用	966	773	683	1008	669	674	-13	1
财务费用	-173	-132	-17	86	-150	-259	96	73

所得税	-528	-617	-146	-238	-259	-163	-74	-37
归母净利润	-2350	-2893	-1261	-2113	-1436	-1133	-61	-21.10

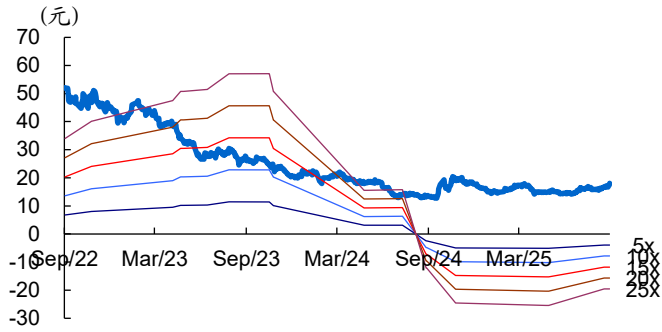
资料来源：公司公告、招商证券

表 4: 单季度财务比率

%	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q2 同比百分 点变化	25Q2 环比百 分点变化
毛利率	8.89	6.61	8.60	6.12	-4.18	1.58	-5.03	5.76
销售费用率	3.36	3.53	3.65	3.52	3.05	2.20	-1.33	-0.85
管理费用率	5.46	3.71	3.41	4.20	4.90	3.52	-0.19	-1.38
财务费用率	-0.98	-0.63	-0.09	0.36	-1.10	-1.35	-0.72	-0.26
净利率	-13.30	-13.87	-6.29	-8.81	-10.52	-5.91	7.96	4.61

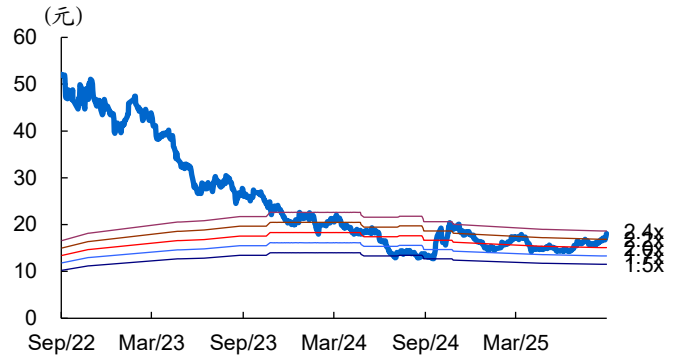
资料来源：公司公告、招商证券

图 1: 隆基绿能历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 隆基绿能历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《隆基绿能(601012)——减值拖累上半年业绩,积极扩张BC产能》2024-09-11
- 2、《隆基绿能(601012)——季报业绩承压,聚焦BC技术》2023-11-05
- 3、《隆基绿能(601012)——业绩高增长,稳步推进产能建设》2023-09-03
- 4、《隆基绿能(601012)——业绩增长稳健,进一步布局新型电池技术》2023-05-04
- 5、《隆基绿能(601012)——业绩稳健增长,布局新型电池产品》2022-11-10
- 6、《隆基绿能(601012)——业绩平稳增长,进一步扩张一体化产能》2022-08-27
- 7、《隆基股份(601012)——业绩平稳增长,扩张一体化规模并布局新型电池技术》2022-05-02
- 8、《隆基股份(601012)——深入布局高效电池环节,前瞻布局新型应用市场》2022-03-21
- 9、《隆基股份(601012)——业绩平稳增长,竞争优势巩固》2021-11-01
- 10、《隆基股份(601012)——Q2业绩环比持平,组件出货维持全球第一》2021-08-31
- 11、《隆基股份(601012)——业绩高增长,前瞻布局BIPV拓展下游应用》2021-04-25
- 12、《隆基股份(601012)——Q3业绩持续高增长,大尺寸硅片有望增强公司竞争优势》2020-11-01
- 13、《隆基股份(601012)——中报业绩超预期,硅片坚决扩产,组件战略迎来丰收》2020-08-28
- 14、《隆基股份(601012)——单晶硅片竞争优势有望进一步扩大,组件战略迎来丰收》2020-07-06
- 15、《隆基股份(601012)——业绩超预期,疫情加速竞争格局优化(更新)》2020-04-25
- 16、《隆基股份(601012)——单晶硅片保持领先优势并继续扩张,财务状况比较健康》2019-08-29

- 17、《隆基股份（601012）—2 季度业绩超预期，盈利能力提升明显》2019-07-21
- 18、《隆基股份（601012）—产能稳步扩张，成本仍在持续下降》2019-05-06
- 19、《隆基股份（601012）—产能稳步扩张，需求向好迎来提价》2019-02-27
- 20、《隆基股份（601012）—受新政影响，存货增长明显，毛利率承压》2018-08-31
- 21、《隆基股份（601012）—不只是硅片公司，组件盈利占比大幅提升》2018-04-25
- 22、《隆基股份（601012）—组件毛利率超预期，产业链延伸能力得到验证》2018-03-29
- 23、《隆基股份（601012）—坚持单晶路线不动摇，产能扩张与成本下降持续进行》2018-01-12
- 24、《隆基股份（601012）—盈利能力维持高位，单晶降价加速替代多晶》2017-10-30
- 25、《隆基股份（601012）—成本优势与产业链延伸推动公司快速增长（更新）》2017-09-08
- 26、《隆基股份（601012）—毛利率提升带动业绩高增长，成本持续领先》2017-08-30
- 27、《隆基股份（601012）—光伏平价并不遥远，龙头增长清晰》2017-07-26
- 28、《隆基股份（601012）—美国抢装与竞争格局优化，光伏高效产品将一枝独秀》2017-06-27
- 29、《隆基股份（601012）—以量补价，向产业链下游延伸》2017-06-01
- 30、《隆基股份（601012）—毛利率略有上升，先行指标保持强势增长》2017-04-28
- 31、《隆基股份（601012）—硅料价格下降，公司短期盈利能力将上台阶》2017-04-07
- 32、《隆基股份（601012）—单晶需求超预期，公司业绩持续高增长》2017-03-12
- 33、《隆基股份（601012）—领跑者需求推动单晶硅片量价齐升》2017-02-05
- 34、《隆基股份（601012）—单季度盈利略超预期，领先指标有所恢复》2016-10-31
- 35、《隆基股份（601012）—成本优势凸显，单晶业务维持高速增长》2016-08-17
- 36、《隆基股份（601012）—单晶趋势明显，业绩高增长有望持续全年》2016-07-18
- 37、《隆基股份（601012）—控费能力逐步显现，销售管理费用低于同行》2016-04-24
- 38、《隆基股份（601012）—业绩高增长验证产业链延伸能力》2016-04-12
- 39、《隆基股份（601012）—硅片成本优势奠定产业链延伸基础》2016-03-27
- 40、《隆基股份（601012）—产业链延伸推动应收高增长》2016-03-06
- 41、《隆基股份（601012）—签订百亿合作协议，单晶组件产能逐步释放》

2016-01-08

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	99861	90023	82566	89865	98673
现金	57001	53157	49216	51898	55833
交易性投资	31	20	20	20	20
应收票据	296	1389	1250	1461	1650
应收款项	10856	13941	12551	14665	16558
其它应收款	314	287	258	302	340
存货	21540	13382	12179	13405	15114
其他	9822	7847	7092	8114	9157
非流动资产	64109	62822	61653	60682	59873
长期股权投资	9293	8728	8728	8728	8728
固定资产	37059	36201	35484	34884	34381
无形资产商誉	1207	1062	956	860	774
其他	16550	16831	16486	16211	15990
资产总计	163969	152845	144220	150547	158547
流动负债	71560	60293	54148	58166	63767
短期借款	0	300	0	0	0
应付账款	41089	37073	33740	37136	41871
预收账款	10483	6344	5774	6355	7165
其他	19988	16576	14634	14675	14732
长期负债	21697	31151	31151	31151	31151
长期借款	5274	13949	13949	13949	13949
其他	16423	17202	17202	17202	17202
负债合计	93257	91444	85298	89316	94918
股本	7578	7578	7578	7578	7578
资本公积金	12997	13244	13244	13244	13244
留存收益	49917	40074	37611	39905	42281
少数股东权益	220	505	488	504	525
归属于母公司所有者权益	70492	60895	58433	60727	63103
负债及权益合计	163969	152845	144220	150547	158547

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	8117	(4725)	660	5581	7821
净利润	10687	(8677)	(2479)	2310	3085
折旧摊销	4652	6541	6367	6170	6007
财务费用	198	661	(800)	(800)	(800)
投资收益	(3476)	(129)	(2000)	(1500)	(1200)
营运资金变动	(3703)	(1259)	(428)	(598)	728
其它	(240)	(1862)	0	0	0
投资活动现金流	(5636)	(7232)	(3199)	(3699)	(3999)
资本支出	(9256)	(8013)	(5199)	(5199)	(5199)
其他投资	3619	781	2000	1500	1200
筹资活动现金流	315	8297	(1402)	800	112
借款变动	(1263)	7915	(2202)	0	0
普通股增加	(4)	0	0	0	0
资本公积增加	481	247	0	0	0
股利分配	(3033)	(1288)	0	0	(688)
其他	4133	1424	800	800	800
现金净增加额	2796	(3660)	(3941)	2683	3934

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	129498	82582	74347	86872	98089
营业成本	105852	76440	69568	76570	86332
营业税金及附加	741	335	302	353	398
营业费用	2670	2906	2082	2172	2158
管理费用	4915	3430	3123	3475	3924
研发费用	2283	1815	1636	1911	2158
财务费用	(1832)	(237)	(800)	(800)	(800)
资产减值损失	(7155)	(9025)	(3000)	(1500)	(1000)
公允价值变动收益	(13)	(11)	0	0	0
其他收益	937	1259	1400	1200	1000
投资收益	3476	129	600	300	200
营业利润	12113	(9755)	(2563)	3191	4119
营业外收入	57	84	84	2	2
营业外支出	181	535	535	535	535
利润总额	11989	(10206)	(3014)	2658	3586
所得税	1303	(1528)	(534)	349	501
少数股东损益	(65)	(60)	(17)	16	21
归属于母公司净利润	10751	(8618)	(2462)	2294	3064

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	0%	-36%	-10%	17%	13%
营业利润	-27%	-181%	-74%	-225%	29%
归母净利润	-27%	-180%	-71%	-193%	34%
获利能力					
毛利率	18.3%	7.4%	6.4%	11.9%	12.0%
净利率	8.3%	-10.4%	-3.3%	2.6%	3.1%
ROE	16.2%	-13.1%	-4.1%	3.8%	4.9%
ROIC	12.1%	-11.0%	-3.8%	2.8%	3.7%
偿债能力					
资产负债率	56.9%	59.8%	59.1%	59.3%	59.9%
净负债比率	4.1%	10.6%	9.7%	9.3%	8.8%
流动比率	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5
速动比率	1.1	1.3	1.3	1.3	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.5	0.5	0.6	0.6
存货周转率	5.2	4.4	5.4	6.0	6.1
应收账款周转率	12.7	6.2	5.1	5.8	5.7
应付账款周转率	2.8	2.0	2.0	2.2	2.2
每股资料(元)					
EPS	1.42	-1.14	-0.32	0.30	0.40
每股经营净现金	1.07	-0.62	0.09	0.74	1.03
每股净资产	9.30	8.04	7.71	8.01	8.33
每股股利	0.17	0.00	0.00	0.09	0.12
估值比率					
PE	12.8	-15.9	-55.7	59.8	44.8
PB	1.9	2.3	2.3	2.3	2.2
EV/EBITDA	11.9	-44.1	57.8	20.3	18.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。