

2025 年 09 月 14 日

证券研究报告·2025 年半年报点评

隆基绿能（601012）电力设备

当前价：17.12 元

目标价：——元（6 个月）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

BC 产能稳步推进，Q4 有望实现扭亏

投资要点

- **事件：**公司 2025 年上半年实现营收 328.13 亿元，同比变化-14.8%；实现归母净利润-25.69 亿元，同比减亏 50.9%；扣非归母净利润-33.04 亿元，同比减亏 37.4%。公司 2025 年 Q2 实现营收 191.61 亿元，同比变化-8.1%，环比增长 40.3%；实现归母净利润-11.33 亿元，同比减亏 60.7%，环比减亏 21.1%；扣非归母净利润-13.21 亿元，同比减亏 53.8%，环比减亏 33.4%。业绩逐季改善。
- **出货同比上升，BC 组件销量符合预期。**2025 年上半年，公司以客户为中心加大一线资源与服务能力投入，实现硅片出货量 52.08GW（对外销售 24.72GW），电池组件出货量 41.85GW（其中组件出货量 39.57GW，BC 组件上半年出货约 4GW），但受光伏行业主要产品市场销售价格跌破行业成本线的竞争环境影响，导致经营亏损、增量不增收。
- **稳步推进 BC 二代产能建设，逆势扩张打造差异化竞争优势。**面对行业严峻挑战，公司以底线思维前瞻布局，聚焦全生命周期客户价值最优，坚定推进 BC 战略落地，成功打造出以 HPBC2.0 技术产品和深度场景化解决方案为核心的差异化竞争力。基于高品质泰睿硅片和 HPBC 2.0 电池技术，公司已陆续推出集中式 Hi-MO 9 组件和分布式 Hi-MO X10 组件产品，组件量产效率最高达 24.8%。目前 BC 组件已被纳入国内大容量集采招标，公司 HPBC 2.0 产品的高效可靠价值凸显，场景产品矩阵不断完善。公司将稳步推进 HPBC 二代产能建设，加大市场开发力度，推动 BC 产品市场渗透率快速提升。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%，将率先完成产品结构升级。截至报告期末，公司 HPBC2.0 自有电池产能达 24GW，陕西西咸新区、铜川 HPBC2.0 电池产能已开始逐步投产，渭北项目稳步推进中，与英发德睿、平煤隆基协作产能已经开始逐步投产。
- **首创 HIBC 技术，面向高端分布式市场。**公司融合 HIT 高质量钝化和 BC 工艺，创新开发并成功量产 HIBC（高低温复合钝化背接触技术）组件，首次依托 2382mm×1134mm 黄金尺寸实现组件功率 700W+，效率达到 25.9%。
- **盈利预测。**25Q2 公司业绩亏损大幅收窄，毛利率环比提升，盈利能力显示环比改善迹象。随着 BC 二代电池产能建设，产品差异化优势凸显，公司有望率先走出行业低谷。预计公司 2025~2027 年归母净利润分别为-26.87、27.52、50.88 亿元。
- **风险提示：**美国政策制裁风险，新技术投产不及预期风险，汇率、海外经营风险，投资收益变动对公司业绩造成波动性影响的风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	82582.27	75989.79	87256.41	96387.20
增长率	-36.23%	-7.98%	14.83%	10.46%
归属母公司净利润（百万元）	-8617.53	-2687.28	2751.90	5088.39
增长率	-180.15%	68.82%	202.40%	84.90%
每股收益 EPS（元）	-1.14	-0.35	0.36	0.67
净资产收益率 ROE	-14.13%	-4.59%	4.30%	7.48%
PE	-15	-48	47	25
PB	2.13	2.19	2.08	1.94

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：韩晨

执业证号：S1250520100002

电话：021-58351923

邮箱：hch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	75.78
流通 A 股(亿股)	75.78
52 周内股价区间(元)	12.73-20.46
总市值(亿元)	1,297.36
总资产(亿元)	1,496.04
每股净资产(元)	7.63

相关研究

1. 隆基绿能(601012):计提大额资产减值, BC 组件出货顺利 (2024-09-09)

盈利预测

关键假设：

假设 1：公司组件业务随光伏需求稳步增长，市占率持续提升，假设 2025~2027 年组件出货量分别为 100GW、110GW、120GW，组件销售均价分别为 0.63、0.65、0.66 元/W。随着新产品推出功率提升，成本稳步下降，假设 2025~2027 年毛利率分别为 7.1%、12.6%、14.8%；

假设 2：公司单晶硅片 2025~2027 年销量分别为 50GW、60GW、70GW，硅片价格分别为 0.14、0.15、0.15 元/W，随着反内卷行业价格恢复正常，毛利率逐年提升，分别为 -1.7%、12.9%、17.4%；

假设 3：其他业务保持平稳发展，毛利率相对稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2025~2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
太阳能组件及电池	收入	66334.07	62831.86	72035.40	79646.02
	增速	-33.13%	-5.28%	14.65%	10.57%
	毛利率	6.27%	7.13%	12.60%	14.80%
硅片及硅棒	收入	8207.38	7057.93	9121.02	10641.19
	增速	-66.53%	-14.01%	29.23%	16.67%
	毛利率	-14.31%	-1.68%	12.93%	17.44%
电站建设及服务	收入	6343.37	3500.00	3500.00	3500.00
	增速	92.79%	-44.82%	0.00%	0.00%
	毛利率	35.11%	15.00%	15.00%	15.00%
电力	收入	-	600.00	600.00	600.00
	增速	-	-	0.00%	0.00%
	毛利率	-	55.00%	55.00%	55.00%
其他	收入	1697.45	2000.00	2000.00	2000.00
	增速	-14.75%	17.82%	0.00%	0.00%
	毛利率	54.97%	40.00%	40.00%	40.00%
合计	收入	82582.27	75989.79	87256.41	96387.20
	增速	-36.23%	-7.98%	14.83%	10.46%
	毛利率	7.44%	7.92%	13.65%	15.87%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	82582.27	75989.79	87256.41	96387.20	净利润	-8677.45	-2737.28	2701.90	5038.39
营业成本	76439.85	69975.07	75347.27	81090.25	折旧与摊销	6541.12	3948.31	4529.11	4999.94
营业税金及附加	335.39	303.96	349.03	385.55	财务费用	-237.17	52.27	86.70	-38.89
销售费用	2905.82	2659.64	2617.69	2891.62	资产减值损失	-8700.74	-1500.00	-500.00	-500.00
管理费用	5245.42	4559.39	5235.38	5783.23	经营营运资本变动	-5053.08	178.82	-1929.47	-4296.00
财务费用	-237.17	52.27	86.70	-38.89	其他	11402.34	1344.40	-1172.16	1086.09
资产减值损失	-8700.74	-1500.00	-500.00	-500.00	经营活动现金流净额	-4724.98	1286.52	3716.09	6289.53
投资收益	128.66	0.00	0.00	0.00	资本支出	2347.31	-8000.00	-8000.00	-6000.00
公允价值变动损益	-10.56	0.00	0.00	0.00	其他	-9579.24	54.96	-1.69	0.87
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-7231.93	-7945.04	-8001.69	-5999.13
营业利润	-9754.96	-3060.55	3120.34	5775.45	短期借款	300.22	-100.22	0.00	0.00
其他非经营损益	-450.94	-50.00	-50.00	-50.00	长期借款	8674.93	5000.00	100.00	100.00
利润总额	-10205.90	-3110.55	3070.34	5725.45	股权融资	549.55	0.00	0.00	0.00
所得税	-1528.45	-373.27	368.44	687.05	支付股利	-1287.31	1723.51	537.46	-550.38
净利润	-8677.45	-2737.28	2701.90	5038.39	其他	59.76	-2732.93	-86.70	38.89
少数股东损益	-59.92	-50.00	-50.00	-50.00	筹资活动现金流净额	8297.15	3890.36	550.76	-411.49
归属母公司股东净利润	-8617.53	-2687.28	2751.90	5088.39	现金流量净额	-3474.10	-2768.16	-3734.84	-121.09
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	53156.78	50388.62	46653.78	46532.68	成长能力				
应收和预付款项	18348.94	7417.00	9587.15	13502.52	销售收入增长率	-36.23%	-7.98%	14.83%	10.46%
存货	13382.21	8730.69	11277.09	12138.54	营业利润增长率	-180.53%	68.63%	201.95%	85.09%
其他流动资产	5135.08	2300.12	3512.37	4840.61	净利润增长率	-181.20%	68.46%	198.71%	86.48%
长期股权投资	8727.55	8727.55	8727.55	8727.55	EBITDA 增长率	-123.11%	127.24%	722.97%	38.78%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	40603.96	44969.87	48754.97	50069.24	毛利率	7.44%	7.92%	13.65%	15.87%
无形资产和开发支出	1062.15	920.17	778.20	636.23	三费率	9.58%	9.57%	9.10%	8.96%
其他非流动资产	12427.93	12255.69	12083.45	11911.21	净利率	-10.51%	-3.60%	3.10%	5.23%
资产总计	152844.60	135709.71	141374.56	148358.58	ROE	-14.13%	-4.59%	4.30%	7.48%
短期借款	300.22	200.00	200.00	200.00	ROA	-5.68%	-2.02%	1.91%	3.40%
应付和预收款项	39134.57	29954.11	32280.97	34741.29	ROIC	-39.92%	-12.09%	10.14%	14.45%
长期借款	13949.13	18949.13	19049.13	19149.13	EBITDA/销售收入	-4.18%	1.24%	8.87%	11.14%
其他负债	38060.00	26998.22	26996.85	26932.54	营运能力				
负债合计	91443.92	76101.46	78526.95	81022.96	总资产周转率	0.52	0.53	0.63	0.67
股本	7578.05	7578.06	7578.06	7578.06	固定资产周转率	2.25	1.93	1.96	2.03
资本公积	12998.92	12998.92	12998.92	12998.92	应收账款周转率	6.40	7.66	14.19	12.31
留存收益	39842.64	38878.86	42168.22	46706.23	存货周转率	3.93	5.51	6.91	6.91
归属母公司股东权益	60895.31	59152.89	62442.24	66980.26	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	77.79%	—	—	—
少数股东权益	505.37	455.37	405.37	355.37	资本结构				
股东权益合计	61400.68	59608.25	62847.61	67335.62	资产负债率	59.83%	56.08%	55.55%	54.61%
负债和股东权益合计	152844.60	135709.71	141374.56	148358.58	带息债务/总负债	23.21%	34.33%	33.39%	32.49%
					流动比率	1.49	1.72	1.68	1.72
					速动比率	1.27	1.50	1.41	1.45
					股利支付率	-14.94%	64.14%	-19.53%	10.82%
					每股指标				
					每股收益	-1.14	-0.35	0.36	0.67
					每股净资产	8.04	7.81	8.24	8.84
					每股经营现金	-0.62	0.17	0.49	0.83
					每股股利	0.17	-0.23	-0.07	0.07
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	-3451.01	940.03	7736.16	10736.49					
PE	-15.05	-48.28	47.14	25.50					
PB	2.13	2.19	2.08	1.94					
PS	1.57	1.71	1.49	1.35					
EV/EBITDA	-25.78	100.79	12.74	9.20					
股息率	0.99%	—	—	0.42%					

数据来源：Wind，西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn