

经营韧性穿越周期，龙头静待BC技术兑现盈利弹性

核心观点

在光伏产业链深度调整期，公司 2025H1 业绩虽仍然承压，但 Q2 亏损已同环比均收窄。核心驱动力在于公司坚定推进 BC 技术作为差异化破局的关键战略，通过技术升级迭代，不断提升产品竞争力。随着下半年高效产能加速释放，产品结构优化将带动盈利能力进入修复通道。公司卓越的成本管控能力、健康的资产负债表与 Q2 转正的经营性现金流，共同构筑了其穿越周期的深厚安全垫，使其在行业周期下依然能够稳健经营。随着行业供需格局改善，公司有望凭借其差异化的 BC 技术壁垒与稳健的财务优势，实现龙头价值的重估。

事件

公司发布 2025 年半年报

公司 2025 年 H1 实现营业收入 328.13 亿元，同比-14.83%；归母净利润-25.69 亿元，同比+51.00%；扣非后归母净利润-33.04 亿元，同比+37.38%。

Q2 单季度实现营业收入 191.61 亿元，同比-8.12%，环比+40.35%；归母净利润-11.33 亿元，同比+60.83%，环比+21.10%；扣非后归母净利润-13.21 亿元，同比+53.77%，环比+33.40%。

简评

电池组件业务：2025 上半年组件出货 39.57GW，行业龙头地位稳固。公司坚定推进 BC 技术为差异化核心，报告期内 BC 产品出货占比已超 20%。目前公司 HPBC 2.0 产能为 24GW，随着年底 HPBC 2.0 产能提升至 50GW，高效产品在总出货中的结构性占比提升，将是公司盈利能力修复的关键驱动力。

硅片业务：上半年硅片对外销售 24.72GW，业务经营稳健。核心亮点在于高品质“泰睿”N 型硅片外销渗透率已高达 90%，且海外出口业务抓住全球产能分散化机遇，同比高增超 70%。该业务不仅巩固了公司在上游的话语权，也构成了其区别于其他一体化厂商的独特产业链优势。

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 09 月 17 日

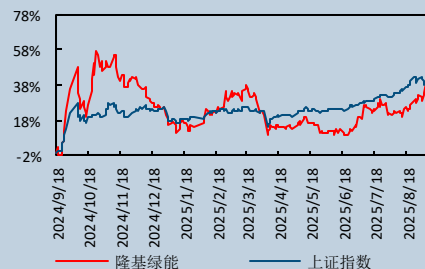
当前股价： 17.12 元

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
6.93/0.82	16.30/2.54	28.14/-14.06
12 月最高/最低价 (元)		20.46/12.73
总股本 (万股)		757,805.97
流通 A 股 (万股)		757,805.22
总市值 (亿元)		1,297.36
流通市值 (亿元)		1,297.36
近 3 月日均成交量 (万)		11416.29
主要股东		
李振国		14.08%

股价表现



技术研发：公司 BC 技术储备深厚，报告期内再度刷新晶硅单结和晶硅-钙钛矿叠层电池效率世界纪录。尤为关键的是，公司主推的 HPBC 2.0 量产良率已达 97%，证明了公司将前沿技术高效转化为大规模、低成本量产制造的卓越能力，技术能力较强。

经营亮点：公司在行业底部展现出极强的经营韧性。报告期内，Q2 亏损同环比均大幅收窄，毛利率环比有所改善。H1 期间费用率实现全面下降，Q2 经营性现金流强势转正，且资产负债率保持行业领先水平，财务安全垫深厚，穿越周期的能力凸显。

展望未来：公司未来盈利修复路径清晰，一是静待行业“反内卷”推动产业链盈利修复；二是 BC 高效产能的持续放量，带来的产品结构优化与毛利率提升。我们认为，公司凭借其稳健的财务底盘、差异化的 BC 技术路线与领先的智造能力，已为穿越周期构筑了核心壁垒，有望在行业复苏时展现出最强的盈利弹性。

盈利预测：我们预计 2025-2027 年公司分别实现归母净利润-36.93、22.59、45.38 亿元，对应当前 PE 估值分别为-35.13、57.43、28.59 倍。

风险提示：1、行业需求不及预期的风险。2、HPBC2.0 提效降本不及预期。3、项目进展不及预期的风险。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	129,497.67	82,582.27	70,013.25	80,942.32	91,424.35
YoY(%)	0.39	-36.23	-15.22	15.61	12.95
净利润(百万元)	10,751.43	-8,617.53	-3,692.95	2,258.92	4,538.02
YoY(%)	-27.41	-180.15	57.15	161.17	100.89
毛利率(%)	18.26	7.44	3.00	10.01	12.35
净利率(%)	8.30	-10.44	-5.27	2.79	4.96
ROE(%)	15.25	-14.15	-6.46	3.81	7.17
EPS(摊薄/元)	1.42	-1.14	-0.49	0.30	0.60
P/E(倍)	12.07	-15.05	-35.13	57.43	28.59
P/B(倍)	1.85	2.15	2.29	2.21	2.07

资料来源：iFinD，中信建投证券

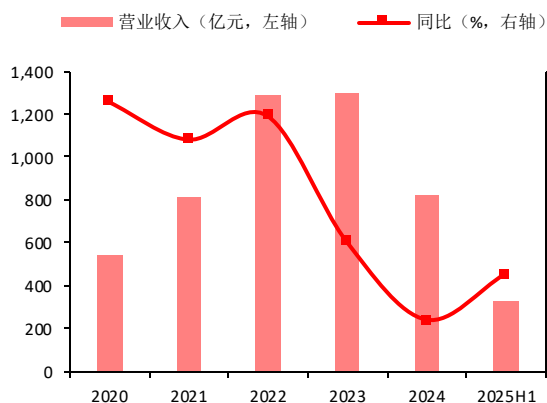
2025 年 Q2 亏损同环比收窄，关注后续盈利拐点

2025 年上半年，公司实现营业收入 328.13 亿元，同比降低 14.83%，实现归母净利润-25.69 亿元，同比增长 51%，实现扣非净利润-33.07 亿元，同比增长 37.38%，公司盈利逐步修复中。2025Q2 公司实现营业收入 191.61 亿元，同比降低 8.12%，环比增长 40.35%，实现归母净利润-11.33 亿元，同比增长 60.83%，环比增长 21.1%，实现扣非后归母净利润-13.21 亿元，同比增长 53.77%，环比增长 33.4%。

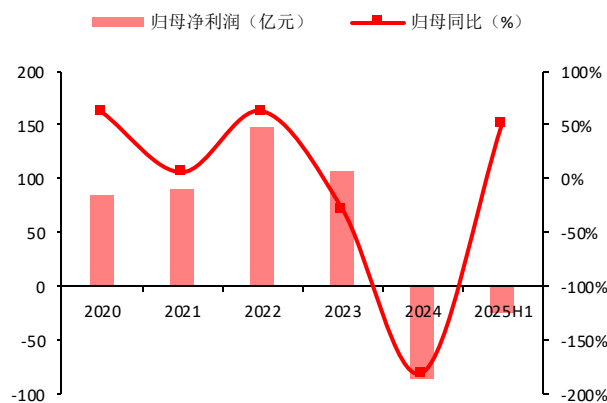
2025 年 Q2 公司亏损仍未转正，但同环比收窄。报告期内，公司受益于国内上半年光伏市场抢装需求及公司主要产品成本的下降，主营产品硅片和组件出货实现较好增长，实现硅片出货 52.08GW，其中对外销售 24.72GW，实现电池组件出货量 41.85GW，其中组件出货量 39.57GW。公司出货量继续保持行业领先地位。然而，受制于全产业链价格的非理性下跌，公司盈利能力在报告期内短期承压，面临增量但未增收的局面。展望下半年，随着行业反内卷的逐步推进与行业自律的推动，以及组件端向电站端的顺价进行，产业链价值有望回归。届时，公司的规模与技术优势将重新转化为切实的盈利能力，实现业绩修复。

公司坚定推进 BC 技术作为差异化核心，已取得显著成果。其主推的 HPBC 2.0 产品已成功推向市场并加速放量，成为改善盈利结构的关键；同时，下一代 HIBC 电池效率达 27.81%，BC 组件效率突破 26%，且布局前沿叠层电池技术，超大尺寸模式下，实现了晶硅钙钛矿叠层电池 33%的效率，保持公司技术行业领先的地位，为其技术迭代和长期竞争优势奠定了坚实基础。

图表1： 2025 年 H1 公司营业收入同比降低 14.8%



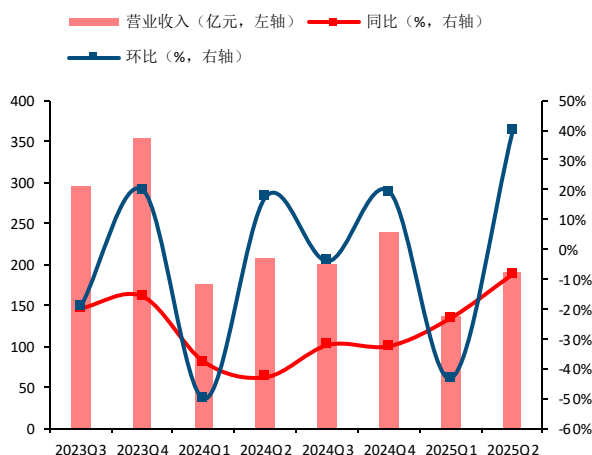
图表2： 2025 年 H1 公司归母净利润同比增长 51.0%



资料来源：公司公告，中信建投

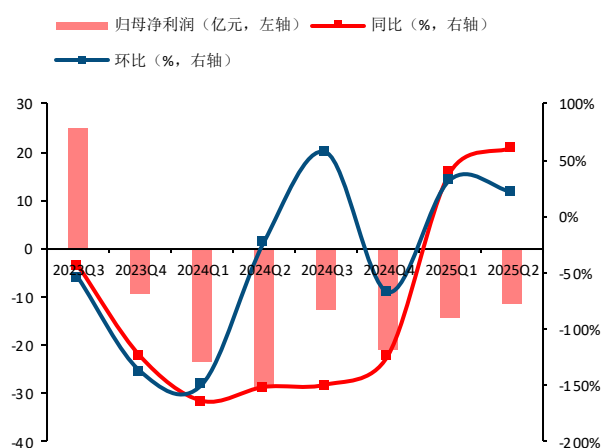
资料来源：公司公告，中信建投

图表3： 2025 年 Q2 公司营业收入同比降低 8.1%



资料来源：公司公告，中信建投

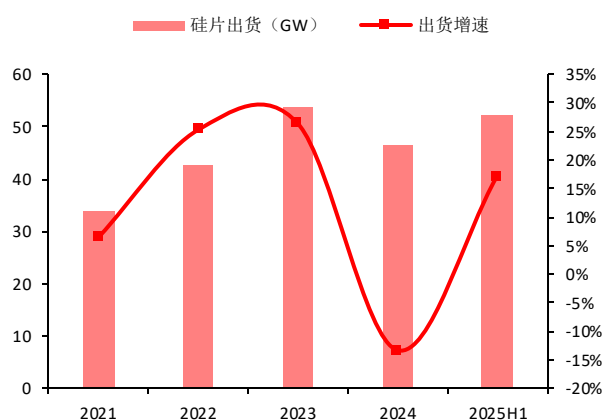
图表4： 2025 年 Q2 公司归母净利润同比增长 60.8%



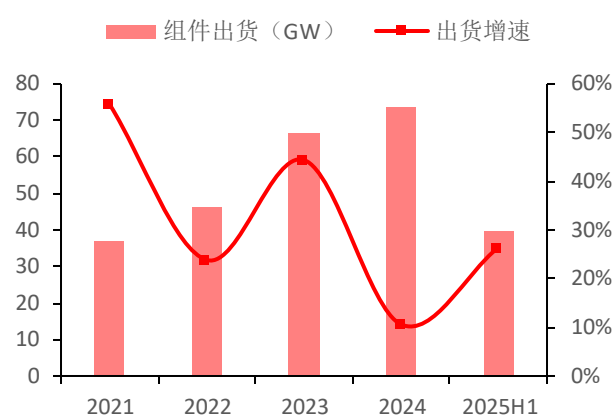
资料来源：公司公告，中信建投

- **硅片业务：技术优势稳固，全球化成果显著。**2025 年上半年，公司硅片出货 52.08GW，其中对外销售 24.72GW。业务核心亮点在于高品质“泰睿”N 型硅片的成功迭代与放量，报告期末其外销渗透率已高达 90%，显示出强大的产品竞争力。同时，公司精准把握全球电池产能分散化的趋势，海外客户拓展成果显著，带动硅片出口同比增长超 70%。我们认为，尽管硅片业务在当前阶段并非公司的主要增长点，但其在高端 N 型产品上的技术领先性和成功的全球化市场策略，不仅巩固了公司在产业链上游的话语权，也构成了其区别于其他一体化厂商的独特优势。
- **电池组件业务：BC 产品梯队成型，技术龙头地位稳固。**2025 年上半年，公司电池组件出货 41.85GW，其中组件出货 39.57GW，BC 占比超 20%。公司坚定推进 BC 技术路线作为差异化核心。报告期内，作为主力量产的 HPBC 2.0 产品产能稳步爬坡，上半年出货约 4GW，其组件效率高达 24.8%。报告期内，公司 HPBC 2.0 产能达 24GW，预计年底达 50GW，根据公司披露，其高效产能占比将在年末提升至 60%以上。我们判断，这将是公司改善产品结构、提升盈利能力的关键所在。为抢占技术制高点，公司同步推出了面向高端市场的 HIBC 组件，其功率超 700W，效率达 25.9%，形成了“HPBC 主力量产+HIBC 技术引领”的清晰产品梯队。基于领先的 BC 产品，公司进一步深化场景化解决方案，发布了隆顶等工商业屋面光伏系统以及 eHome 家庭“光储充”一站式解决方案，加速向解决方案提供商转型。我们认为，公司的 BC 技术领先优势将成为其穿越周期的核心壁垒。随着反内卷政策推动下产业链的价值回归，作为 BC 技术路线的绝对龙头，公司有望实现盈利修复，其长期增长的确定性凸显。

图表5： 2025 年 H1 公司硅片出货 52.08GW



图表6： 2025 年 H1 公司组件出货 39.57GW



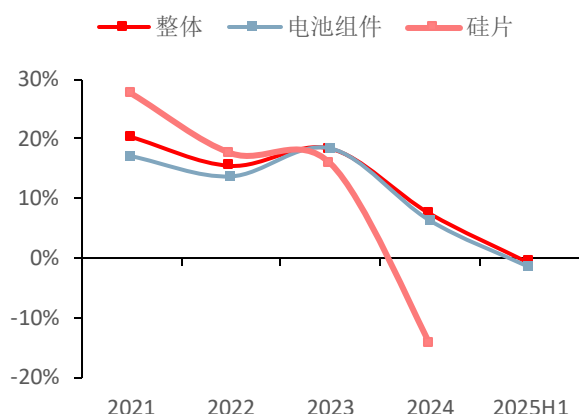
资料来源：公司公告，中信建投

资料来源：公司公告，中信建投

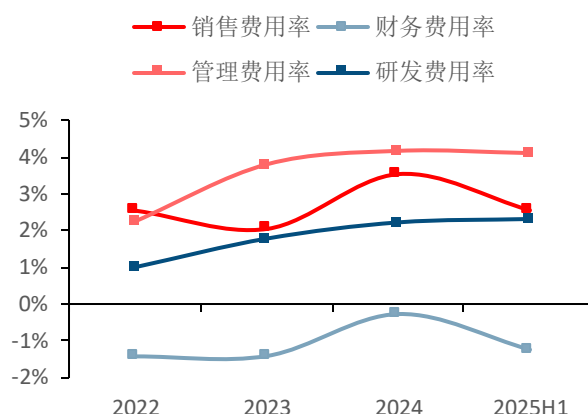
- **电池组件技术：研发制造双引领，专利壁垒高筑。**公司在电池组件技术环节的领先优势，不仅体现在研发端，更扎根于卓越的量产制造能力。报告期内，其 HPBC 2.0 电池量产良率已高达 97%，并通过应用先进激光图形化及 0BB 等工艺，持续推动降本增效。深厚的技术储备为公司形成了强大的专利壁垒，截至期末已拥有超 3500 项授权专利，其中 BC 相关专利达 480 项。在前沿探索上，公司再度刷新效率纪录，BC 电池与组件的研发效率分别突破至 27.81%和 26%。尤为关键的是，在下一代叠层技术领域，公司不仅保持着 34.85%的小尺寸电池效率世界纪录，更在可量产的大尺寸上首次实现了 33%的效率突破，为其长期技术路线的演进和领先地位的巩固，奠定了坚实基础。

盈利能力短期承压，降本增效构筑穿越周期安全垫

2025 年上半年，公司毛利率 -0.8%，同比下降 8.5pct，主因光伏产业链价格跌破成本线，导致公司毛利率承压。2025 年上半年，公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率均实现下降，分别为 3.5%/4.5%/2.3%/-0.8%，分别下降 0.89pct/0.42pct/0.01pct/0.45pct。期间费用率的全面下降，反映出公司在行业下行期卓越的成本管控能力与经营韧性。**我们认为，随着后续产业链价格回暖、毛利率修复，公司当前降本增效的成果将转化为更强的盈利弹性。**

图表7： 2025 年 H1 公司毛利率承压


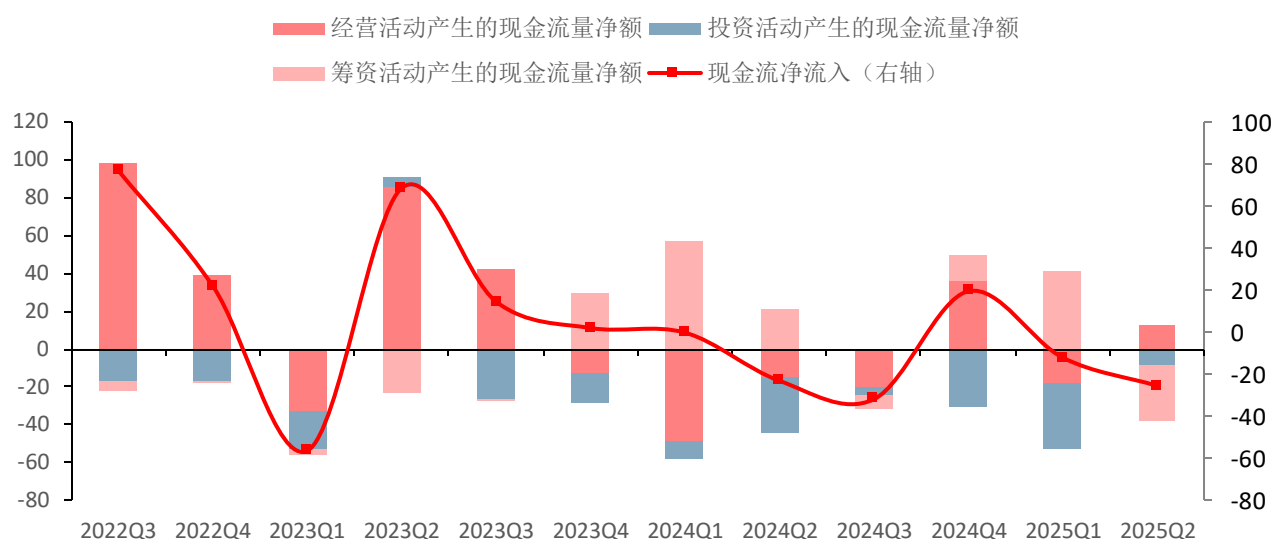
资料来源：公司公告，中信建投

图表8： 2025 年 H1 公司费用率下降


资料来源：公司公告，中信建投

2025 年 H1 经营性现金流修复情况显著。2025 年 H1 公司经营性现金流量净额 -4.84 亿元，同比增长 92.45%，Q2 公司经营性现金流量净额 12.63 亿元，环比改善显著。报告期末，公司资产负债率 60.72%，有息负债率 21.45%，财务健康水平继续行业领先，彰显穿越周期的经营韧性和抗风险能力。

我们认为，健康的资产负债表与经营性现金流的快速修复相辅相成，共同构筑了公司在行业下行期区别于高杠杆同业的核心竞争优势。这种财务上的稳健，为公司持续进行高强度的技术研发和全球化市场布局提供了坚实的安全垫。**展望未来，公司凭借其财务优势，有望在行业复苏时展现出更强的业绩弹性。**

图表9： 2025 年 Q2 公司现金流同比修复（亿元）


资料来源：公司公告，中信建投

风险分析

- 1、行业需求不及预期的风险。**公司业务覆盖光伏产业链众多环节，倘若行业增速不及预期，将会对公司光伏组件、硅片、电站、委托加工等业务都造成较大的负面影响。
- 2、HPBC2.0 提效降本不及预期。**HPBC2.0 是公司的一大差异化产品，在盈利能力上具有一定优势。倘若公司 HPBC2.0 提效降本不及预期，那么公司的盈利能力以及产品竞争力上将受到负面影响。
- 3、项目进展不及预期的风险。**公司扩产项目较多，公司计划 25 年底实现 HPBC 2.0 产能 50GW，明年放量后能为公司带来较大盈利能力改善。倘若公司项目进展不及预期，那么公司的出货量及盈利能力将受到较大的影响。

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