



隆基绿能 (601012.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

盈利能力改善，BC 2.0 产销量快速增长

业绩简评

10 月 30 日公司发布 2025 年三季报，前三季度公司实现收入 509 亿元，同比-13%；归母净利润-34 亿元，同比减亏 48%。其中 Q3 实现收入 181 亿元，同比-10%，环比-6%；归母净利润-8.34 亿元，同比减亏 34%、环比减亏 26%。

经营分析

“反内卷”带动产业链价格上涨，盈利能力修复。前三季度公司实现硅片外售 38.15GW，其中 Q3 外售 13.43GW，环比基本持平。前三季度公司电池组件对外销量 63.43GW，测算 Q3 外售 21-22GW，环比略降，主要因二季度国内抢装导致出货量较高。6 月以来光伏行业反内卷推进，产业链上游价格上涨，据 InfoLink，Q3 光伏硅片价格上涨约 50%，测算公司硅片业务亏损收窄，在此带动下公司 Q3 销售毛利率环比上升 3.3 PCT 至 4.89%。

BC 2.0 产销量快速增长，差异化产品加速渗透有望带动盈利能力持续改善。凭借优异的产品性能和全球化渠道、品牌优势，前三季度公司 BC 组件累计销量 14.48GW，其中 HPBC 2.0 产品产销量实现环比快速增长，进一步构筑了以高价值、场景化解决方案为核心的差异化竞争优势。6 月末公司 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、平煤隆基协作产能逐步投产，预计 2025 年末 HPBC 2.0 高效电池产能占比超过 60%。随着 HPBC 2.0 产品销售放量，公司电池组件业务盈利能力有望进一步改善。

经营活动现金流持续改善，财务稳健保障穿越周期。公司持续加强费用管控和精细化现金流管理，Q3 实现经营活动现金净额 23 亿元，连续两个季度转正且持续改善。公司财务稳健、在手资金充足，Q3 末公司在手现金 517 亿元，资产负债率 62.43%，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

根据我们对行业价格的最新判断，调整公司 2025-2027 年归母净利润预测至-37、44、62 亿元，光伏“反内卷”推动基本面改善，公司 BC 产品加速渗透提升竞争力，维持“买入”评级。

风险提示

技术研发不及预期；国际贸易环境恶化；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

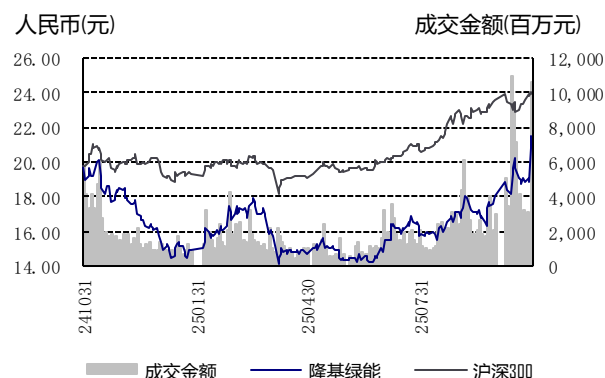
分析师：张嘉文 (执业 S1130523090006)

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：21.51 元

相关报告：

- 1.《隆基绿能公司点评：提效降费显著减亏，BC 产品加速渗透》，2025.8.24
- 2.《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
- 3.《隆基绿能公司点评：亏损显著收窄，BC 技术持续领先》，2024.10.31



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	-3,739	4,400	6,181
归母净利润增长率	-27.41%	-180.15%	-56.61%	N/A	40.48%
摊薄每股收益(元)	1.42	-1.14	-0.49	0.58	0.82
每股经营性现金流净额	1.07	-0.62	0.76	1.73	1.96
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.25%	-14.15%	-6.56%	7.25%	9.37%
P/E	16.14	-13.81	-43.59	37.05	26.37
P/B	2.46	1.96	2.86	2.68	2.47

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	-2,739	-3,679	-3,679
%销售收入	2.3%	3.8%	4.2%	4.0%	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	-4,558	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	280	-419	-346
%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	-2,292	185	-289
公允价值变动收益	116	-13	-11	0	0	0
投资收益	4,931	3,476	116	700	700	700
%税前利润	30.1%	29.0%	-1.1%	-15.7%	13.7%	9.8%
营业利润	16,658	12,113	-9,755	-4,320	5,194	7,277
营业利润率	12.9%	9.4%	n.a	n.a	6.4%	7.9%
营业外收支	-253	-124	-451	-150	-100	-100
税前利润	16,405	11,989	-10,206	-4,470	5,094	7,177
利润率	12.7%	9.3%	n.a	n.a	6.2%	7.8%
所得税	-1,642	-1,303	1,528	670	-764	-1,077
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	-3,799	4,330	6,101
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	-3,739	4,400	6,181
净利率	11.5%	8.3%	n.a	n.a	5.4%	6.7%

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	-3,799	4,330	6,101
少数股东损益	-49	-65	-60	-60	-70	-80
非现金支出	6,043	12,062	15,868	8,728	7,335	8,637
非经营收益	-5,541	-3,315	-1,023	-159	179	143
营运资金变动	9,105	-11,317	-10,892	1,009	1,245	-41
经营活动现金净流	24,370	8,117	-4,725	5,779	13,088	14,840
资本开支	-4,728	-9,188	-7,897	-8,731	-6,150	-6,150
投资	-847	-1,254	-593	-300	0	0
其他	524	4,806	1,257	780	700	700
投资活动现金净流	-5,051	-5,636	-7,232	-8,251	-5,450	-5,450
股权募资	98	55	683	-82	82	0
债权募资	6,058	3,254	9,491	2,635	-1,337	0
其他	-1,856	-2,994	-1,877	-891	-1,587	-1,703
筹资活动现金净流	4,300	315	8,297	1,662	-2,841	-1,703
现金净流量	24,620	3,319	-3,474	-810	4,797	7,687

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
应收款项	54,372	57,001	53,157	49,835	52,123	57,456
存货	11,246	12,253	16,237	14,764	16,942	19,066
其他流动资产	19,318	21,540	13,382	13,475	14,674	16,045
流动资产	5,881	9,067	7,247	6,924	7,681	8,234
流动资产	90,817	99,861	90,023	84,998	91,420	100,801
%总资产	65.1%	60.9%	58.9%	55.8%	57.5%	60.0%
长期投资	10,093	9,520	8,913	8,833	8,833	8,833
固定资产	30,515	43,337	40,608	42,077	40,872	38,917
%总资产	21.9%	26.4%	26.6%	27.6%	25.7%	23.2%
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	67,229	67,609	67,161
%总资产	34.9%	39.1%	41.1%	44.2%	42.5%	40.0%
资产总计	139,556	163,969	152,845	152,228	159,030	167,962
短期借款	758	1,502	2,202	3,337	2,000	2,000
应付款项	41,292	55,323	49,272	48,679	52,044	54,833
其他流动负债	18,479	14,736	8,819	9,540	10,737	11,788
流动负债	60,529	71,560	60,293	61,556	64,781	68,620
长期贷款	2,912	5,274	13,949	15,449	15,449	15,449
其他长期负债	13,860	16,423	17,202	17,779	17,702	17,604
负债	77,301	93,257	91,444	94,784	97,932	101,674
普通股股东权益	62,147	70,492	60,895	56,998	60,722	65,993
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	32,239	35,880	41,152
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	152,228	159,030	167,962

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.95	1.42	-1.14	-0.49	0.58	0.82
每股净资产	8.20	9.30	8.04	7.52	8.01	8.71
每股经营现金净流	3.21	1.07	-0.62	0.76	1.73	1.96
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%	-6.56%	7.25%	9.37%
总资产收益率	10.61%	6.56%	-5.64%	-2.46%	2.77%	3.68%
投入资本收益率	14.27%	13.56%	-2.33%	-4.61%	3.42%	5.72%
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%	94.44%	-176.29%	77.19%
净利润增长率	63.02%	-27.41%	-180.15%	-56.61%	N/A	40.48%
总资产增长率	42.79%	17.49%	-6.78%	-0.40%	4.47%	5.62%
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	180.0	170.0	160.0
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%	-42.47%	-45.86%	-50.32%
EBIT 利息保障倍数	-6.3	-7.1	9.9	16.3	8.3	17.8
资产负债率	55.39%	56.87%	59.83%	62.26%	61.58%	60.53%

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	11	21	40
增持	0	0	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.08	1.09	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》，本报告仅供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