

25Q3 环比减亏，坚定 BC 技术领先

2025 年 11 月 04 日

事件：2025 年 10 月 30 日，公司发布 2025 年三季报。2025 年前三季度，公司实现营业收入 509.15 亿元，同比-13.10%；归母净亏损为 34.03 亿元，较上年同期减亏；扣非净亏损为 44.54 亿元，较上年同期减亏。

2025Q3 公司实现营业收入 181.01 亿元，同比-9.78%，环比-5.53%；归母净亏损为 8.34 亿元，亏损同环比收窄；扣非净亏损为 11.50 亿元，亏损同环比收窄。2025Q3 计提资产减值准备 8.94 亿元，影响当期利润。

► **25Q3 环比减亏，静待“反内卷”下价格修复。**受光伏行业主要产品市场价格跌破行业成本线的竞争环境影响，2025 年前三季度公司面临经营亏损。25 年 7 月初以来，随着光伏“反内卷”推进，为符合“不低于成本销售”的价格法规要求，硅料企业持续提价至综合成本线之上，根据硅业分会，9 月底 N 型复投料、颗粒硅均价分别为 5.32、5.05 万元/吨，相比 6 月底均价分别上涨 55%、51%。硅片随之涨价，根据 Infolink，25 年 9 月底 182*210mm N 型硅片均价 1.40 元/片，相比 6 月底均价提升 36%，促进公司 25Q3 硅片业务盈利好转。下游组件价格涨幅则略显滞后，9 月底 TOPCon 组件均价为 0.693 元/W，相比 6 月底均价提升 2%，25Q3 公司组件业务的盈利依然承压。25 年 10 月，国家发展改革委、市场监管总局发布《关于治理价格无序竞争，维护良好市场价格秩序的公告》，再次强调治理企业无序竞争，随着“反内卷”持续推进，硅片和组件环节有望迎来价格持续修复和盈利改善。

► **坚定 BC 技术领先布局，持续推进 BC 效率提升和产能建设。**公司持续推进 BC 产品效率提升，2025 年上半年，公司 BC 电池研发效率达到 27.81%，BC 组件研发效率突破 26%，再度刷新全球晶硅电池和组件效率纪录。基于 BC 产品技术的先进性，公司形成了差异化竞争优势，BC 渗透率加速提升，引领行业高价值市场布局。公司持续扩张先进产能，通过技术升级，公司预计 2025 年末 HPBC2.0 电池高效产能占比将超过 60%，有望率先完成产品结构升级。

► **投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 701.99、825.76、900.24 亿元，归母净利润分别为-40.19、25.77、49.04 亿元，以 11 月 3 日收盘价为基准，对应 2026-2027 年 PE 为 64X、34X，公司坚持 BC 技术领先布局，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**下游需求不及预期，市场竞争加剧、国际贸易风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	82,582	70,199	82,576	90,024
增长率 (%)	-36.2	-15.0	17.6	9.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	-8,618	-4,019	2,577	4,904
增长率 (%)	-180.2	53.4	164.1	90.3
每股收益 (元)	-1.14	-0.53	0.34	0.65
PE	/	/	64	34
PB	2.7	2.9	2.8	2.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 11 月 3 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

21.76 元

**分析师 邓永康**

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@glms.com.cn

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

邮箱：zhubiye@glms.com.cn

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

邮箱：wangyiru_yj@glms.com.cn

分析师 林誉韬

执业证书：S0100524070001

邮箱：linyutao@glms.com.cn

相关研究

- 1.隆基绿能 (601012.SH) 2025 年半年报点评：盈利阶段性承压，坚定 BC 产品领先布局-2025/08/25
- 2.隆基绿能 (601012.SH) 2024 年年报及 2025 年一季报点评：盈利阶段性承压，BC 2.0 产品优势显著-2025/05/03
- 3.隆基绿能 (601012.SH) 2024 年三季报点评：24Q3 亏损环比收窄，坚定 BC 技术领先布局-2024/11/02
- 4.隆基绿能 (601012.SH) 2024 年半年报点评：大额减值拖累利润，关注 HPBC 2.0 量产-2024/09/02
- 5.隆基绿能 (601012.SH) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：业绩阶段性承压，差异化竞争巩固长期优势-2024/05/04

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	82,582	70,199	82,576	90,024
营业成本	76,440	67,481	71,661	75,755
营业税金及附加	335	295	347	378
销售费用	2,906	1,895	2,230	2,431
管理费用	3,430	2,668	3,055	3,331
研发费用	1,815	1,544	1,817	1,981
EBIT	-7,391	-2,551	4,242	6,569
财务费用	-237	229	274	172
资产减值损失	-8,701	-2,500	-1,000	-700
投资收益	129	702	165	180
营业利润	-9,755	-4,543	3,141	5,886
营业外收支	-451	-200	-100	-100
利润总额	-10,206	-4,743	3,041	5,786
所得税	-1,528	-711	456	868
净利润	-8,677	-4,031	2,585	4,918
归属于母公司净利润	-8,618	-4,019	2,577	4,904
EBITDA	-401	4,645	11,623	14,013

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	53,157	57,153	66,590	77,854
应收账款及票据	15,330	6,882	8,116	8,872
预付款项	2,802	1,889	2,007	2,121
存货	13,382	12,235	16,911	17,162
其他流动资产	5,352	3,168	3,498	3,350
流动资产合计	90,023	81,327	97,121	109,360
长期股权投资	8,728	8,428	8,228	8,028
固定资产	36,201	35,786	32,537	28,899
无形资产	1,062	1,092	1,122	1,152
非流动资产合计	62,822	62,855	59,365	55,811
资产合计	152,845	144,182	156,486	165,171
短期借款	300	300	300	300
应付账款及票据	37,073	35,193	42,812	44,924
其他流动负债	22,920	15,669	16,575	17,415
流动负债合计	60,293	51,162	59,687	62,639
长期借款	13,949	17,449	18,249	19,049
其他长期负债	17,202	18,202	19,202	20,202
非流动负债合计	31,151	35,651	37,451	39,251
负债合计	91,444	86,813	97,138	101,890
股本	7,578	7,578	7,578	7,578
少数股东权益	505	493	501	516
股东权益合计	61,401	57,369	59,348	63,281
负债和股东权益合计	152,845	144,182	156,486	165,171

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-36.23	-15.00	17.63	9.02
EBIT 增长率	-184.53	65.49	266.30	54.86
净利润增长率	-180.15	53.36	164.12	90.27
盈利能力 (%)				
毛利率	7.44	3.87	13.22	15.85
净利率	-10.44	-5.73	3.12	5.45
总资产收益率 ROA	-5.64	-2.79	1.65	2.97
净资产收益率 ROE	-14.15	-7.07	4.38	7.81
偿债能力				
流动比率	1.49	1.59	1.63	1.75
速动比率	1.15	1.26	1.27	1.40
现金比率	0.88	1.12	1.12	1.24
资产负债率 (%)	59.83	60.21	62.07	61.69
经营效率				
应收账款周转天数	54.05	35.00	35.00	35.00
存货周转天数	82.23	75.00	82.00	85.00
总资产周转率	0.52	0.47	0.55	0.56
每股指标 (元)				
每股收益	-1.14	-0.53	0.34	0.65
每股净资产	8.04	7.51	7.77	8.28
每股经营现金流	-0.62	0.95	1.74	2.03
每股股利	0.00	0.00	0.08	0.13
估值分析				
PE	/	/	64	34
PB	2.7	2.9	2.8	2.6
EV/EBITDA	/	30.36	12.14	10.07
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.37	0.60

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-8,677	-4,031	2,585	4,918
折旧和摊销	6,990	7,196	7,381	7,444
营运资金变动	-10,892	1,002	1,117	1,247
经营活动现金流	-4,725	7,216	13,191	15,421
资本开支	-7,897	-7,815	-4,242	-4,241
投资	-593	320	210	210
投资活动现金流	-7,232	-6,693	-3,817	-3,801
股权募资	683	0	0	0
债务募资	9,491	4,500	1,800	1,800
筹资活动现金流	8,297	3,474	62	-356
现金净流量	-3,474	3,997	9,437	11,264

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层；200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室；518048