



通威股份（600438.SH）： 硅料龙头地位稳固，成本低至2.7万元以内 ——24年报&25Q1业绩点评

分析师

梁晨

执业证书编号：S1380518120001

联系电话：010-88300853

邮箱：liangchen@gkzq.com.cn

公司评级

当前价格（元）：16.63

本次评级：推荐

公司基本数据

总股本（亿股）：45.02

流通股本（亿股）：45.02

流通A股市值（亿元）：748.68

每股净资产（元）：9.85

资产负债率（%）：72.25

通威股份与沪深300走势比较



资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

内容摘要：

2025年5月6日

- **事件：**公司发布2024年报及2025年一季报，24年实现营业收入919.94亿元，同比-33.87%；归母净利润-70.39亿元，同比-151.86%；2025Q1实现营收159.33亿元，同比-18.58%，环比-32.83%，归母净利润-25.93亿元，同比-229.56%，环比减亏。
- **硅料市占率全球第一，生产现金成本持续下降。**2024年公司实现高纯晶硅销量46.76万吨，同比+20.76%，市占率30%，位居全球第一。成本持续保持行业领先，目前内蒙古基地生产现金成本已降至2.7万元/吨以内。
- **蝉联全球电池出货量榜首，HJT组件功率达790.8W。**2024年公司实现太阳能电池销量87.68GW（含自用），同比+8.70%。HJT 210-66版型组件功率连续9次打破世界纪录，最高组件功率已达790.8W（对应组件效率25.46%）。
- **组件销量持续扩展，海外销量同比+98.76%。**2024年公司组件全年销量45.71GW，同比+46.93%。公司持续深耕欧洲、亚太、中东非等核心市场，海外销量同比+98.76%。
- **饲料销量收入均增长，“渔光一体”电站健康发展。**2024年公司实现饲料总销量686.86万吨，同比+10.44%，销售收入同比+22.43%。以“渔光一体”为主的光伏电站已达56座，累计装机并网规模达4.67GW，全年结算电量50.07亿度。
- **盈利预测及投资建议。**截至2024年底，公司已具备90万吨高纯晶硅产能、150GW太阳能电池产能、90GW组件产能，行业地位稳固，成本优势显著。预计公司2025-2027年归母净利润分别为-27.46、19.13和38.91亿元，EPS分别为-0.61、0.42和0.86元，以2025年5月6日收盘价16.36元计算，对应PE为-27.26、39.14和19.24倍，给予公司“推荐”的投资评级。
- **风险提示。**硅料价格波动风险，业务拓展不及预期，光伏装机不及预期，产能出清不及预期，新技术研发不及预期。

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	91994	96912	113665	123140
(+/-)%	-33.87%	5.35%	17.29%	8.34%
营业利润（百万元）	-9191	-4116	2406	4968
(+/-)%	-43.67%	-55.21%	-158.44%	106.52%
归母净利润（百万元）	-7039	-2746	1913	3891
(+/-)%	-155.21%	60.99%	-	103.42%
每股收益（元）	-1.56	-0.61	0.42	0.86
市盈率（倍）	-10.64	-27.26	39.14	19.24

备注：2024年数据系公司公告，2025-2027年数据系作者预测值，其中2025-2026PE根据2025年5月6日收盘价预测

资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

事件：公司发布2024年报及2025年一季报，24年实现营业收入919.94亿元，同比-33.87%；归母净利润-70.39亿元，同比-151.86%，其中，2024Q4实现营收237.22亿元，同比-14.31%，环比-3.08%，归母净利润-30.66亿元，同比-12.39%，环比-263.29%；2025Q1实现营收159.33亿元，同比-18.58%，环比-32.83%，归母净利润-25.93亿元，同比-229.56%，环比减亏。

资产减值拖累业绩，25Q1逐步改善。24年公司计提资产减值损失53.27亿元，25Q1资产减值损失7.96亿元，环比减少，主要为存货跌价所致；24年财务费用20.02亿元，同比+244.75%，主要为融资规模增加所致，25Q1财务费用6.71亿元，环比持平；24年公司毛利率6.39%，同比下滑20.05pct，25Q1毛利率-2.88%，环比下滑5.33pct，主要受产业链价格下滑影响；2024年公司经营性现金为11.44亿元，同比-96.27%，2025Q1经营性现金为-14.57亿元，同比持平，环比改善。

硅料市占率全球第一，生产现金成本持续下降。2024年公司实现高纯晶硅销量46.76万吨，同比+20.76%，市占率30%，位居全球第一。成本持续保持行业领先，目前内蒙基地生产现金成本已降至2.7万元/吨以内。报告期内，包头二期20万吨和云南二期20万吨高纯晶硅项目已建成投产，同时达茂旗一期和广元一期合计超30万吨绿色基材项目也已顺利投产。

蝉联全球电池出货量榜首，HJT组件功率达790.8W。2024年公司实现太阳能电池销量87.68GW（含自用），同比+8.70%，据InfoLink Consulting数据，2024年公司电池全球市占率约14%，已连续八年蝉联全球电池出货量榜首。公司推动PECVD技术成为行业主流选择，市占率超50%。HJT 210-66版型组件功率连续9次打破世界纪录，最高组件功率已达790.8W（对应组件效率25.46%），钙钛矿叠层电池效率已达34.17%。

组件销量持续扩展，海外销量同比+98.76%。2024年公司组件全年销量45.71GW，同比+46.93%。公司持续深耕欧洲、亚太、中东非等核心市场，并斩获沙特、波兰等多国GW级项目订单，突破欧洲大型能源集团合作壁垒，海外销量同比+98.76%。

饲料销量收入均增长，“渔光一体”电站健康发展。2024年公司实现饲料总销量686.86万吨，同比+10.44%，销售收入同比+22.43%。公司2024年新增并网河北唐山、山东聊城等地“渔光一体”项目共计596.81MW，截至2024年末，以“渔光一体”为主的光伏电站已达56座，累计装机并网规模达4.67GW，全年结算电量50.07亿度。

盈利预测及投资建议。截至2024年底，公司已具备90万吨高纯晶硅产能、150GW太阳能电池产能、90GW组件产能，行业地位稳固，成本优势显著。预计公司2025-2027年归母净利润分别为-27.46、19.13和38.91亿元，EPS分别为-0.61、0.42和0.86元，以2025年5月6日收盘价16.36元计算，对应PE为-27.26、39.14和19.24倍，给予公司“推荐”的投资评级。

风险提示。硅料价格波动风险，业务拓展不及预期，光伏装机不及预期，产能出清不及预期，新技术研发不及预期，公司业绩不达预期，政策不及预期风险，市场恶性竞争，国内外二级市场系统性风险，国内外经济复苏低于预期。

表1：公司盈利预测情况

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	91994	96912	113665	123140
(+/-)%	-33.87%	5.35%	17.29%	8.34%
营业利润（百万元）	-9191	-4116	2406	4968
(+/-)%	-43.67%	-55.21%	-158.44%	106.52%
归母净利润（百万元）	-7039	-2746	1913	3891
(+/-)%	-155.21%	60.99%	-	103.42%
每股收益（元）	-1.56	-0.61	0.42	0.86
市盈率（倍）	-10.64	-27.26	39.14	19.24

备注：2024年数据系公司公告，2025-2027年数据系作者预测值，其中2025-2026PE根据2025年5月6日收盘价预测

资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

表2：通威股份财务预测表（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	16448	16475	19323	20934	营业收入	91994	96912	113665	123140
应收和预付款项	10060	9382	11004	11922	营业成本	86117	90647	106118	113919
存货	12633	16481	19294	20935	营业税金及附加	442	466	547	592
其他流动资产	27051	34869	37269	40969	销售费用	1855	1744	1875	1970
长期股权投资	2307	2307	2307	2307	管理+研发费用	4147	4070	4319	4679
固定资产和在建工程	107280	97718	101157	103896	财务费用	2002	2199	2406	2100
无形资产和开发支出	5320	5129	5228	5316	资产减值损失	(5327)	(4000)	(5000)	(5500)
其他非流动资产	14718	9160	9104	9264	投资收益	87	0	0	0
资产总计	195917	191620	204782	215634	公允价值变动	218	100	100	100
短期借款	1878	7288	9594	11895	其他经营损益	(12254)	(6001)	(1093)	(510)
应付和预收款项	36755	40513	47223	51017	营业利润	(9191)	(4116)	2406	4968
长期借款	66307	69560	69085	67064	其他非经营损益	(265)	180	180	180
其他负债	33058	20109	21517	22904	利润总额	(9456)	(3936)	2586	5148
负债合计	137998	137471	147420	152880	所得税	(677)	(590)	373	757
股本	4502	4502	4502	4502	净利润	(8779)	(3346)	2213	4391
资本公积	16138	20138	20138	20138	少数股东损益	(1070)	(600)	300	500
留存收益	23009	20646	23559	28450	归属母公司净利润	(7039)	(2746)	1913	3891
少数股东权益	9463	8863	9163	9663	财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
股东权益合计	57919	54149	57362	62753	销售毛利率	6.39%	6.46%	6.64%	7.49%
负债及权益合计	195917	191620	204782	215634	销售净利率	-8.81%	-4.09%	1.95%	3.57%
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	ROE	-14.53%	-6.06%	3.97%	7.33%
经营活动现金流	1144	8899	15580	15859	EPS（元/股）	(1.56)	(0.61)	0.42	0.86
投资活动现金流	(28520)	(15380)	(12257)	(12227)	PE（倍）	(10.64)	(27.26)	39.14	19.24
融资活动现金流	27480	6508	(475)	(2021)	PB（倍）	1.55	1.65	1.55	1.41
现金流量净额	93	27	2848	1611	EV/EBITDA（倍）	166.15	11.12	7.48	6.40

备注：2024年数据系公司公告，2025-2027年数据系作者预测值，其中PE、PB、EV/EBITDA根据2025年5月6日收盘价计算。

资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

分析师简介承诺

梁晨，新能源环保行业研究员，2011年毕业于英国圣安德鲁斯大学，硕士，2011年至今就职于国开证券股份有限公司。

本人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登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大势：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大势：相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，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。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。

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或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层