

通威股份（600438.SH）：硅料龙头地位稳固，静待反内卷供给侧优化

2025 年 7 月 31 日

推荐/首次

通威股份

公司报告

饲料业务起家，硅料+电池片双领域龙头。通威股份成立于 1995 年，公司以新能源及农业为主业，形成了“光伏+农业（渔业）”资源整合、协同发展的经营模式。截至 2024 年 12 月，公司拥有年饲料生产能力超过 1000 万吨，高纯晶硅年产能超 90 万吨，太阳能电池产能超 150GW；组件产能超 90GW。

政策密集发声反内卷，落后产能淘汰有望提速。从 3 月政府工作报告首提整治内卷式竞争，到 6 月新版《反不正当竞争法》修订出台，再到 7 月中央财经委员会首提统一政府行为尺度，今年以来高频次的政策发声，将反内卷提升至战略高度，表明了政府对于治理反内卷问题的决心，7 月以来，反内卷政策推动产业链参考全成本抬升报价，硅料、硅片报价随之大幅上涨。未来反内卷自上而下推动，光伏行业供给侧改革有望提速。而硅料生产高启停成本，叠加头部企业易达成减产共识，有望成为行业反内卷的主要抓手。

规模、成本优势显著领先行业。硅料方面，2024 年实现高纯晶硅销量 46.76 万吨，同比增长 20.76%，全年产销量约占全国 30%，市占率位居全球第一。公司不断优化产线及生产工艺，较大的生产规模，领先的生产工艺，奠定了较低的生产成本。2024 年公司综合电耗、硅耗最新已分别降至 46 度、1.04Kg 以内。单万吨投资成本已降至 5 亿元左右。电池片方面，全年实现太阳能电池销量 87.68GW（含自用），同比增长 8.70%，据 InfoLink Consulting 数据显示，公司已连续八年蝉联全球电池出货量榜首，2024 年电池全球市占率约 14%。公司已形成超 90 万吨高纯晶硅产能、超 150GW 太阳能电池产能以及 90GW 组件产能，产品成本、质量、效率世界领先。

一体化赋能研发协同，电池新技术布局全覆盖。公司不断完善一体化布局，于 2022 年进军组件环节，2024 年公司组件销量达 45.71GW，同比增长 46.93%，出货量已位列全球第五。公司布局下游一体化，有利于电池新技术的研发协同，且公司在上一轮硅料上涨周期积累了充足的现金流，为全面布局各项技术提供了坚实支持。目前，公司 TOPCon、HJT、XBC、钙钛矿电池等各技术路线全覆盖。公司 TOPCon 技术领先性进一步巩固；HJT 电池研发转换效率达到 26.87%，HJT 210-66 版型组件功率连续 9 次打破世界纪录，组件最高输出功率达到 790.8 瓦；N 型 TBC 电池研发效率达到 26.87%，钙钛矿/晶硅叠层电池研发效率达到 34.17%，均处于行业领先地位。公司研究方向全面涵盖未来光伏重要技术，如 TNC、THC、TBC 电池及组件，钙钛矿/硅叠层太阳能电池/组件、铜互连金属化技术等，为公司未来发展提供技术保障和牵引力。

盈利预测与估值分析：预测公司 25-27 年营业收入 909.82/1062.57/1168.35 亿元，净利润-57.69/10.38/39.10 亿元，净利增速 18.03%/118.00%/276.59%，EPS 分别为-1.28/0.23/0.87 元，对应 PE 分别为-17/95/25。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：反内卷政策落地不及预期；海外政策变动风险；同业竞争加剧；产业链价格大幅波动。

公司简介：

通威股份有限公司由通威集团控股，是以农业、新能源双主业为核心的大型民营科技型上市公司。历经多年跨越式发展，通威股份已成为农业产业化国家重点龙头企业、全球领先的水产饲料生产企业、重要的畜禽饲料生产企业、全球高纯晶硅龙头企业及全球太阳能电池龙头企业。

资料来源：公司公告、iFinD

未来 3-6 个月重大事项提示：

2025-08-30 2025 年中报预计披露

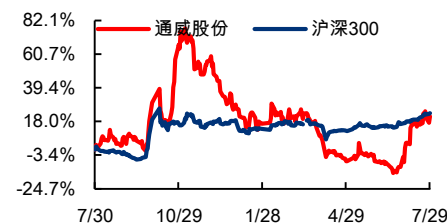
资料来源：公司公告、iFinD

交易数据

52 周股价区间（元）	31.12-14.98
总市值（亿元）	959.37
流通市值（亿元）	959.37
总股本/流通 A 股（万股）	450,199/450,199
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	2.29

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：洪一

0755-82832082

hongyi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110001

分析师：侯河清

010-66554108

houhq@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480524040001

分析师：吴征洋

010-66554045

wuzhy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480525020001

研究助理：曹泽宇

17512502830

caozoyjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480124040003

财务指标预测

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	139,104.06	91,994.40	90,982.33	106,256.81	116,835.45
增长率（%）	-2.33%	-33.87%	-1.10%	16.79%	9.96%
归母净利润（百万元）	13,573.90	-7,038.76	-5,769.39	1,038.31	3,910.18
增长率（%）	-47.24%	-151.86%	18.03%	118.00%	276.59%
净资产收益率（%）	22.06%	-14.53%	-13.52%	2.39%	8.44%
每股收益（元）	3.02	-1.56	-1.28	0.23	0.87
PE	7.25	-13.98	-17.05	94.74	25.16
PB	1.65	2.12	2.42	2.37	2.22

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 饲料业务起家，硅料+电池片双领域龙头	5
2. 光伏发力反内卷，硅料、电池片环节成供给侧优化核心抓手	7
3. 规模、成本优势显著领先行业，电池新技术布局全覆盖	10
4. 盈利预测与估值分析	11
5. 风险提示	12
相关报告汇总	14

插图目录

图 1： 公司发展历程	5
图 2： 公司股权结构	5
图 3： 公司营收及同比增速（亿元）	6
图 4： 公司归母净利润及同比增速（亿元）	6
图 5： 通威股份主要业务及相关产业链	6
图 6： 公司营收结构	6
图 7： 公司光伏相关产品营收及增速	7
图 8： 公司饲料业务营收及增速 单位：亿元	7
图 9： 公司毛利率与净利率	7
图 10： 公司期间费用率	7
图 11： 全球光伏新增装机预测(GW)	8
图 12： 我国光伏新增装机预测（GW）	8
图 13： 多晶硅料价格变化（元/kg）	8
图 14： 硅片价格变化（元/片）	8
图 15： 电池片价格变化（元/w）	8
图 16： 组件价格变化（元/w）	8
图 17： 不同硅料企业现金成本（单位：元/kg）	9
图 18： 2024-2030 年各种电池技术平均转换效率变化趋势	10
图 19： 2024-2030 年不同电池技术路线市场占比变化趋势	10
图 20： 通威股份硅料生产硅耗（kg/kg-Si）	10
图 21： 通威股份硅料生产综合电耗（kWh/kg-Si）	10
图 22： 通威股份硅料生产线投资成本（亿元/万吨）	11
图 23： 通威股份电池片转换效率（%）	11
图 24： 通威股份研发组件最高功率（w）	11

表格目录



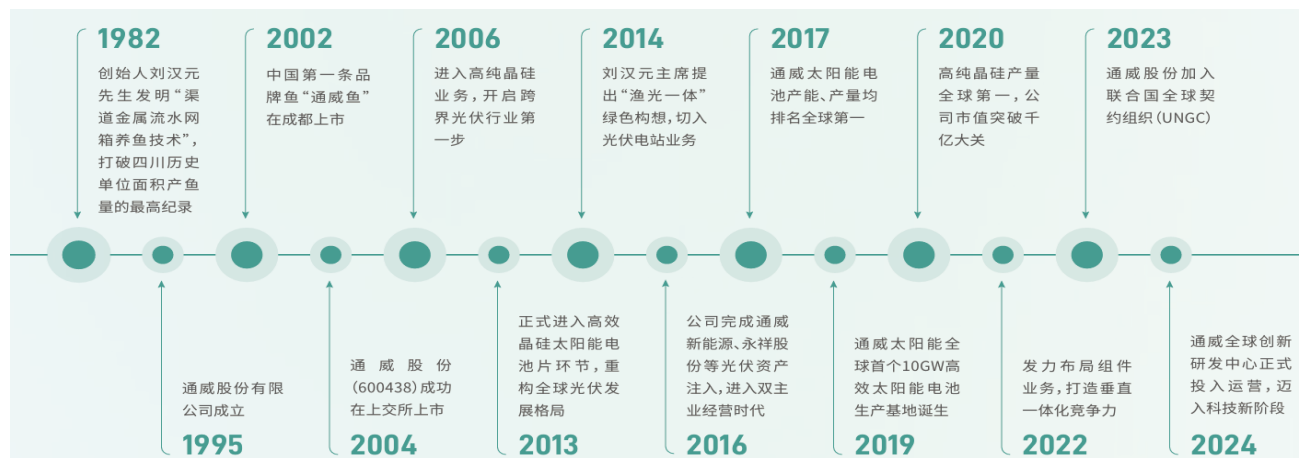
表 1： 主要财务指标预测..... 12

附表： 公司盈利预测表 13

1. 饲料业务起家, 硅料+电池片双领域龙头

饲料业务起家, 硅料+电池片双领域龙头。通威股份有限公司创立于1995年, 于2004年在上交所上市, 是深耕绿色农业、绿色能源的大型民营科技型上市公司。公司以新能源及农业为主业, 形成了“光伏+农业(渔业)”资源整合、协同发展的经营模式。截至2024年12月, 公司拥有遍布全国及海外的200余家分、子公司, 员工近6万人, 年饲料生产能力超过1000万吨, 高纯晶硅年产能超90万吨, 太阳能电池产能超150GW; 组件产能超90GW; 在全国多个省市开发建设56座以“渔光一体”为主的光伏电站, 累计装机并网规模4.67GW。经过多年跨越式发展, 公司已成为农业产业化国家重点龙头企业、全球领先的水产饲料生产企业、重要的畜禽饲料生产企业、全球高纯晶硅龙头企业及全球太阳能电池龙头企业。

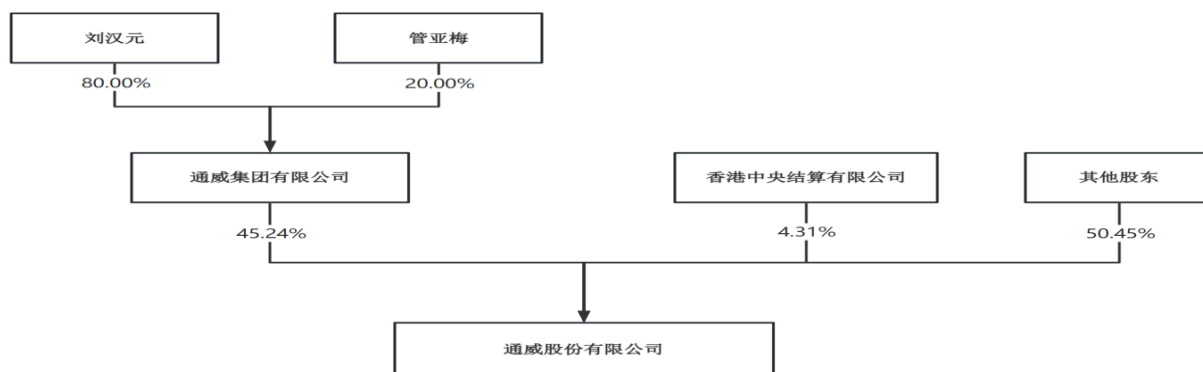
图1: 公司发展历程



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

股权结构集中, 管理层结构稳定。公司第一大股东及控股股东为通威集团有限公司, 持有公司45.24%, 公司创始人刘汉元、管亚梅夫妇通过通威集团有限公司实现对公司的控股, 其余股东持股比例均未超过5%。公司董事长刘舒淇女士与刘汉元为父女关系, 稳定的治理结构为公司战略决策提供坚实基础。

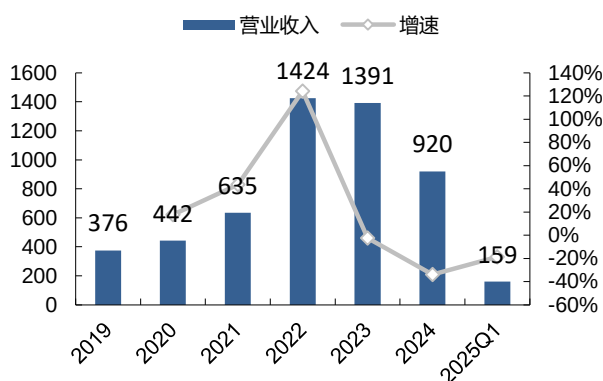
图2: 公司股权结构



资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

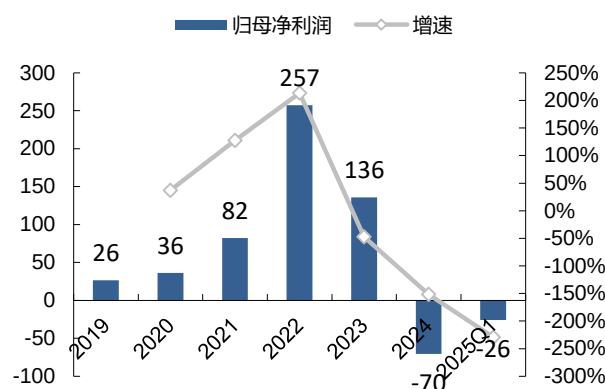
光伏行业供需失衡，公司业绩承压。公司 2024 年营收 919.9 亿元，同比-33.9%；2025Q1 营收 159.3 亿元，同比-18.6%。公司 2024 年归母净利润-70.4 亿元，同比-151.9%，2025Q1 归母净利润-25.9 亿元，同比-229.6%。光伏阶段性供需失衡带来产品“量增价减”，虽国内外光伏新增装机规模持续增长，但行业供需失衡状况仍未显著改善，各环节产品价格持续低迷，受此影响，公司报告期内经营录得亏损。此外，公司分别在 2024Q4 与 2025Q1 计提 19.98 亿元与 7.96 亿元资产减值损失，对业绩造成较大影响。

图3：公司营收及同比增速（亿元）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图4：归母净利润及同比增速（亿元）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

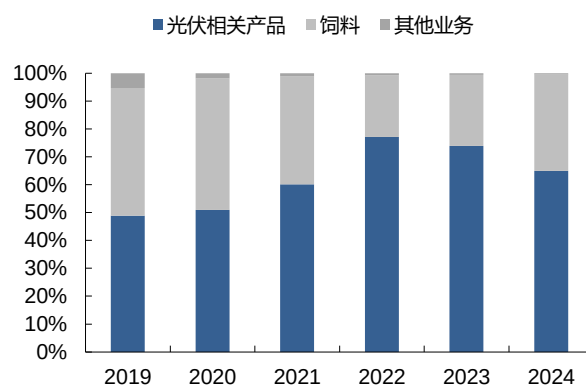
分业务看，公司业务为光伏与饲料两大板块，2024 年光伏相关业务在营收中占比 65%，为公司最大收入业务，但占比有所下降。公司光伏相关业务主要包括太阳能电池、组件、高纯晶硅和光伏电力，因供给端的增长导致市场竞争加剧，2024 年收入 597.9 亿元，同比减少 42%。饲料业务在营收中占比 34.5%，2024 年收入 317.4 亿元，同比减少 11%。2024 年，公司毛利率为 6.4%，净利率-8.8%；2025Q1，公司毛利率为-2.9%，净利率为-19.1%，毛利率由正转负。期间费用率从 2023 年低点大幅上升，2025Q1 为 13.4%，其中财务费用率上升较多，主要因公司销售规模扩大及借款利息支出增加。

图5：通威股份主要业务及相关产业链



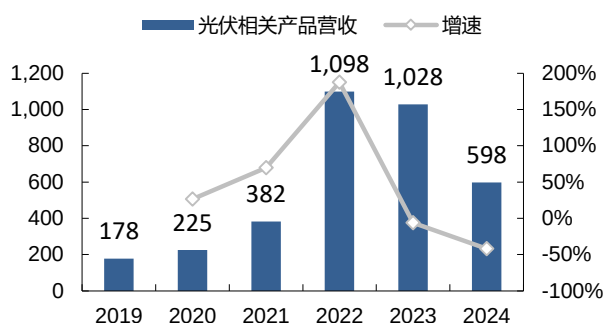
资料来源：公司公告，东兴证券研究所 注：虚线框内的为公司的核心主营业务

图6：公司营收结构



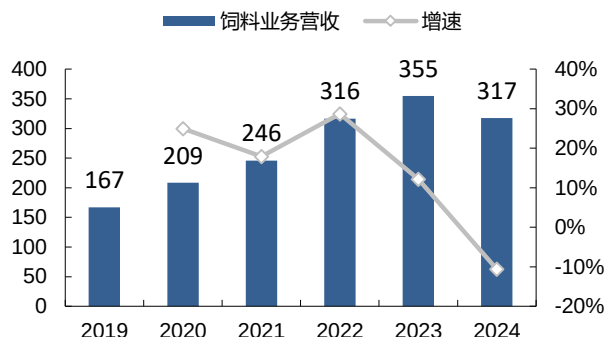
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图7: 公司光伏相关产品营收及增速 单位: 亿元



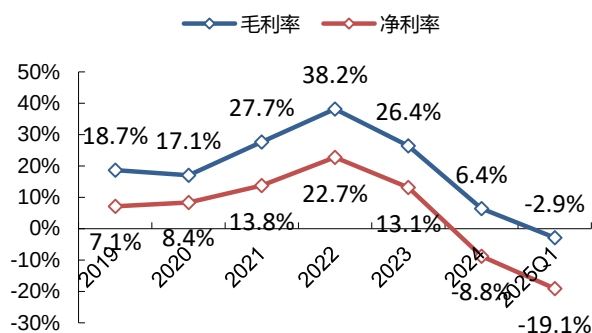
资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

图8: 公司饲料业务营收及增速 单位: 亿元



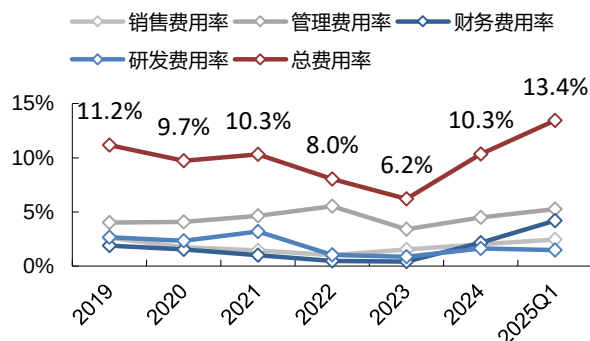
资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

图9: 公司毛利率与净利率



资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

图10: 公司期间费用率



资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

2. 光伏发力反内卷, 硅料、电池片环节成供给侧优化核心抓手

光伏装机进入平稳增长期, 各环节过剩产能出清进行时。需求侧, 受益于光伏平价及双碳目标的推动, 过去几年全球光伏装机量呈爆发式增长, 光伏发电渗透率也快速提升, 而随着大量优质区域光伏项目的集中建设, 一方面易开发的优质资源逐渐减少, 另一方面电网消纳并网压力逐渐增加, 部分地区的弃电率已出现提升, 多重影响将使行业的新增装机增长有所放缓, 光伏行业将进入新的平稳增长时期, 根据 CPIA 预计, 2025 年全球及国内新增装机分别为 750-630GW、270-300GW, 增速中值为 13.2%、2.7%。供给侧, 由于此前大量资本涌入行业, 促使行业产能规模急剧扩张, 自 23 年底始, 光伏行业各环节全面陷入产能过剩困境。供需失衡刺激行业内企业进行现金成本的比拼, 产业链价格加速跌破成本底线, 2024 年全年, 多晶硅、硅片、电池片、组件价格较年初降幅分别达 39%、43%、24%、28%, 在此背景下, 即便行业领军企业也纷纷陷入亏损泥潭。当前产能出清进程仍在持续, 行业供给侧的优化改善已迫在眉睫。

图11：全球光伏新增装机预测(GW)



资料来源：CPIA、东兴证券研究所

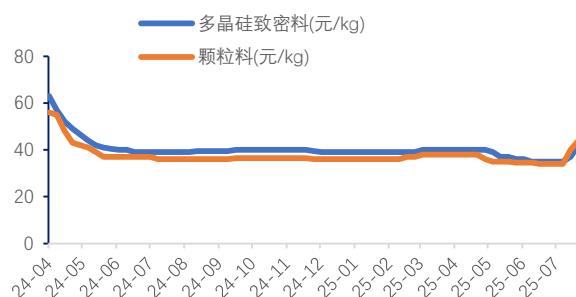
图12：我国光伏新增装机预测（GW）



资料来源：CPIA、东兴证券研究所

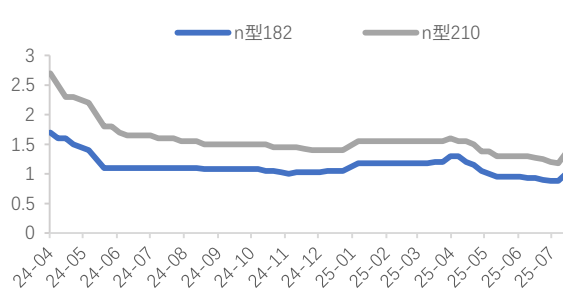
政策密集发声反内卷，落后产能淘汰有望提速。从3月政府工作报告首提整治内卷式竞争，到6月新版《反不正当竞争法》修订出台，再到7月中央财经委员会会议首提统一政府行为尺度，政策层面层层递进，直指产业痛点。尤其光伏行业当前内卷问题突出，产能过剩供需错配，产品同质化竞争，导致企业纷纷陷入低价竞争，产业链价格大幅下挫。7月3日，工业和信息化部党组书记、部长李乐成主持召开第十五次制造业企业座谈会，再次明确将综合治理光伏行业低价无序竞争，引导光伏企业推动落后产能有序退出。7月25日，光伏行业半年度会议中，再次强调要从竞争走向竞合，加强行业自律。我们认为，今年以来高频次的政策发声，将反内卷提升至战略高度，表明了政府对于治理反内卷问题的决心，7月以来，反内卷政策推动产业链参考全成本抬升报价，硅料、硅片随之大幅上涨。未来随着自上而下推动，光伏行业供给侧改革有望提速。

图13：多晶硅料价格变化（元/kg）



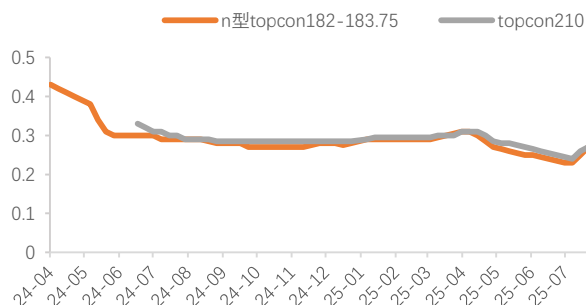
资料来源：infoLink、东兴证券研究所

图14：硅片价格变化（元/片）



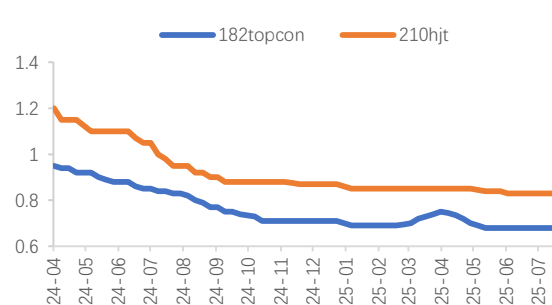
资料来源：infoLink、东兴证券研究所

图15：电池片价格变化（元/w）



资料来源：infoLink、东兴证券研究所

图16：组件价格变化（元/w）

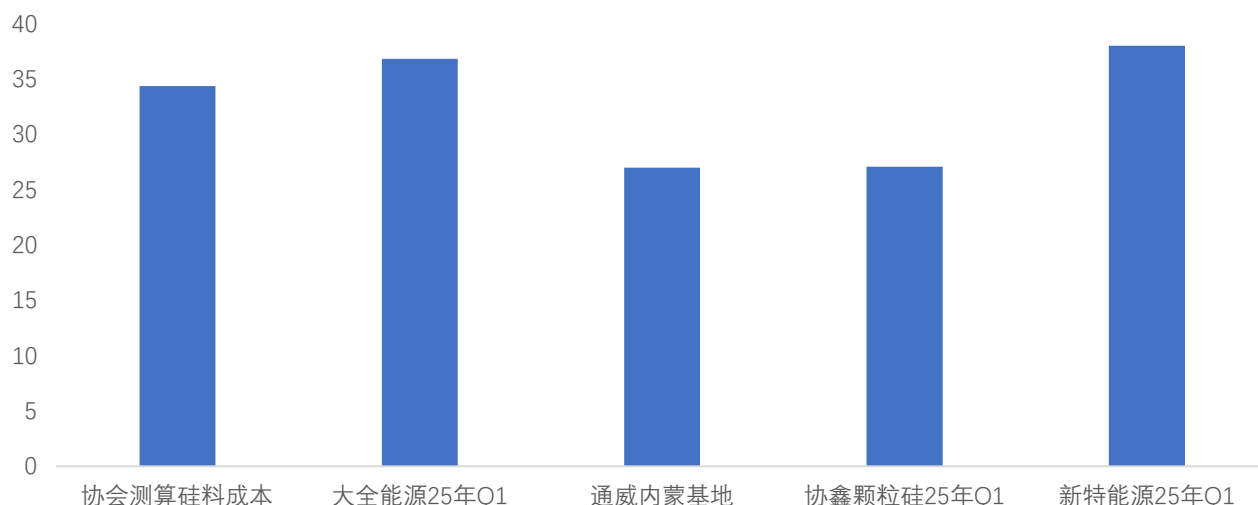


资料来源：infoLink、东兴证券研究所

硅料生产高启停成本，叠加头部企业易达成减产共识，助力尾部产能出清。硅料产能相比其他环节，生产流程复杂，启停成本高昂，还原炉启停需经过高温冷却、气体置换等一系列操作，若停产时间长，还需进行吹扫排空、氮气保护等维护措施，进一步增加成本。另一方面，硅料行业头部厂商集中，2024 全年硅料产量为 184.3 万吨，多晶硅总产能约 286.8 万吨，协鑫科技、通威股份、大全能源、新特能源四家企业多晶硅产能合计达到 200.5 万吨/年，占据绝大部分的市场份额。这些头部企业技术实力强、规模大，有定价权和话语权的同时，一体化程度相对低，利益相对一致，面临困境时，头部企业也更容易达成减产协议。

此外，据 CPIA《2024 年 12 月光伏主产业链各环节成本情况》测算，硅料环节的现金成本为 34 元/kg，由于该测算是为了确定组件的最低成本，遏制企业以低于成本价销售产品的恶性竞争行为，可认为 34 元/kg 的水平代表着当前领先企业的现金成本，而根据各公司公告，通威内蒙基地现金成本已降至 27 元/kg 以下，大全能源 25 年 Q1 现金成本为 37 元/kg，新特能源 25 年 Q1 为 38 元/kg，考虑到未上市三线企业成本应该更高，可见硅料环节不同企业间现金成本差距明显。因此，在供给侧优化的背景下，我们看好硅料环节率先实现产能出清。

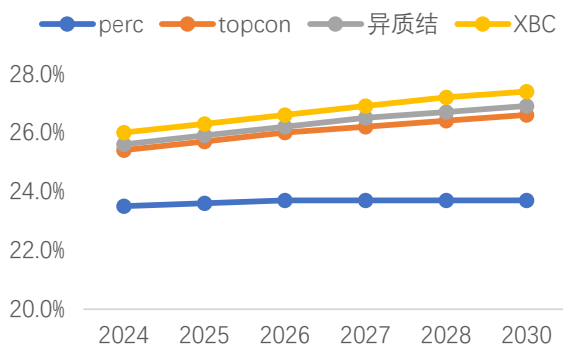
图17：不同硅料企业现金成本（单位：元/kg）



资料来源：公司年报、CPIA，东兴证券研究所

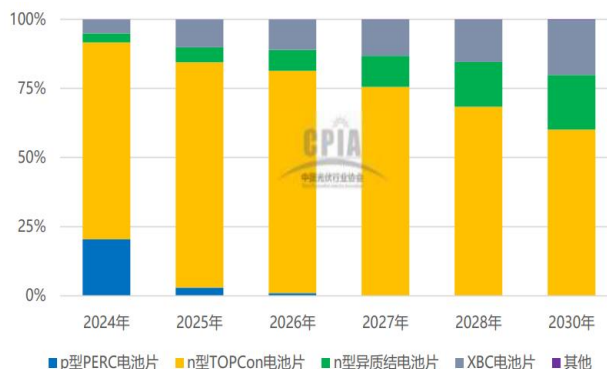
电池片技术持续迭代，推动电池片环节供需优化。当前电池片承担着光伏技术进步的重任，新技术不断涌现，各技术路线均需要持续技术迭代以维持自身产线竞争力。2023 年末至今，随着去产能进程开始，头部企业对 TOPCon 电池技术迭代也加速进行，正面激光诱导烧结、背面选择性 poly 减薄等方案推动了电池片提效，今年 Ico 优化、半片钝化、Obb 等技术也将持续导入，要求电池片环节持续新增固定资产投资。我们认为，头部企业持续进行资本投入产线升级，推动电池效率提升，但二三线厂商在当前电池片亏损的条件下，继续进行固定资产投资的意愿有限，倒逼电池片环节落后产能逐步出清，看好电池片环节未来的供需格局优化。

图18：2024-2030 年各种电池技术平均转换效率变化趋势



资料来源：光伏产业发展路线图，东兴证券研究所

图19：2024-2030 年不同电池技术路线市场占比变化趋势

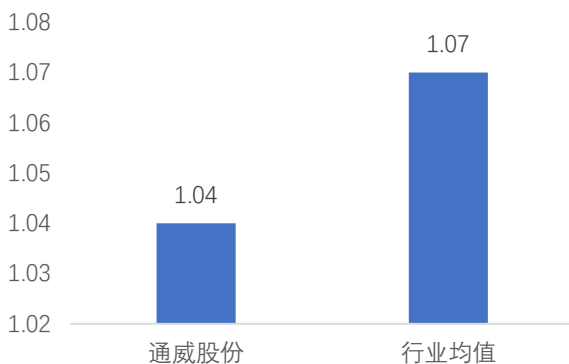


资料来源：光伏产业发展路线图，东兴证券研究所

3. 规模、成本优势显著领先行业，电池新技术布局全覆盖

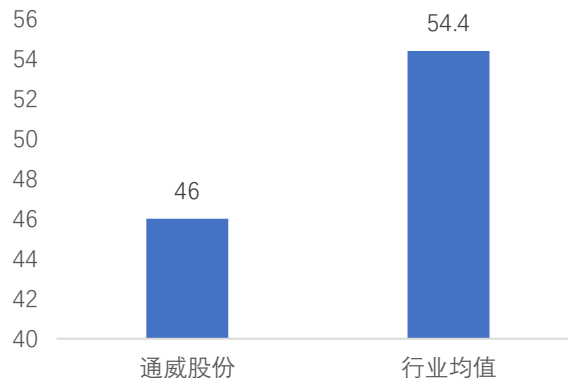
硅料电池双龙头，规模、成本领先行业。硅料方面，2024 年实现高纯晶硅销量 46.76 万吨，同比增长 20.76%，全年产销量约占全国 30%，市占率位居全球第一。公司不断优化产线及生产工艺，较大的生产规模，领先的生产工艺，奠定了较低的生产成本。2024 年公司综合电耗、硅耗最新已分别降至 46 度、1.04Kg 以内。单万吨投资成本已降至 5 亿元左右。电池片方面，全年实现太阳能电池销量 87.68GW(含自用)，同比增长 8.70%，据 InfoLink Consulting 数据显示，公司已连续八年蝉联全球电池出货量榜首，2024 年电池全球市占率约 14%。公司硅料和电池片销量规模稳居全球第一。公司已形成超 90 万吨高纯晶硅产能、超 150GW 太阳能电池产能以及 90GW 组件产能，产品成本、质量、效率世界领先。

图20：通威股份硅料生产硅耗（kg/kg-Si）



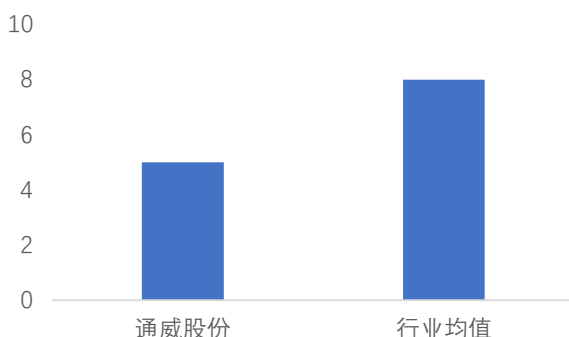
资料来源：公司公告、CPIA，东兴证券研究所

图21：通威股份硅料生产综合电耗（kWh/kg-Si）



资料来源：公司公告、CPIA，东兴证券研究所

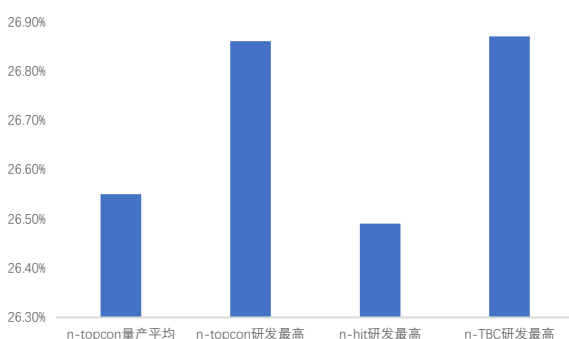
图22: 通威股份硅料生产线投资成本 (亿元/万吨)



资料来源: 公司公告、CPIA, 东兴证券研究所

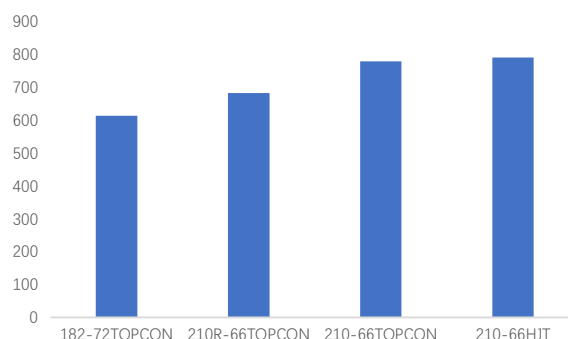
一体化赋能研发协同, 电池新技术布局全覆盖。公司不断完善一体化布局, 于 2022 年进军组件环节, 23-24 年组件销量快速增长, 2024 年公司组件销量达 45.71GW, 同比增长 46.93%, 出货量已位列全球前五。公司布局下游一体化, 有利于电池新技术的研发协同, 且公司在上一轮硅料上涨周期积累了充足的现金流, 为全面布局各项技术提供了坚实支持。目前, 公司 TOPCon、HJT、TBC、钙钛矿电池等各技术路线全覆盖。公司 TOPCon 技术领先性进一步巩固; HJT 电池研发转换效率达到 26.49%, HJT 210-66 版型组件功率连续 9 次打破世界纪录, 组件最高输出功率达到 790.8 瓦; 公司还在 BC、钙钛矿/晶硅叠层等电池新技术研发上取得积极进展, N 型 TBC 电池研发效率达到 26.87%, 钙钛矿/晶硅叠层电池研发效率达到 34.17%, 均处于行业领先地位。同时根据公司公众号, 24 年 6 月 6 日, 通威全球创新研发中心首片电池顺利下线, 技术源自吉瓦级铜互连中试技术叠加异质结中试线。公司研究方向全面涵盖未来光伏重要技术, 如 TNC、THC、TBC 电池及组件, 钙钛矿/硅叠层太阳能电池/组件、铜互连金属化技术等, 为公司未来发展提供技术保障和牵引力。

图23: 通威股份电池片转换效率 (%)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图24: 通威股份研发组件最高功率 (w)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

4. 盈利预测与估值分析

预测公司 25-27 年营业收入 909.82/1062.57/1168.35 亿元，净利润-57.69/10.38/39.10 亿元，净利增速分别为 18.03%/118.00%/276.59%，EPS 分别为-1.28/0.23/0.87 元，对应 PE 分别为-17/95/25。公司主要财务指标预测摘要如表 1 所示。我们认为，通威股份作为光伏的龙头企业，依托在光伏硅料、电池片环节的成本、规模、技术领先优势，叠加产业链一体化布局的深耕，在全球新能源产业持续发展趋势下，将穿越行业周期，持续巩固其市场地位。同时，随着未来反内卷的政策逐步落地，硅料和电池片环节的低效产能有望加速出清，公司盈利修复空间值得期待。首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

表1：主要财务指标预测

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	139,104.06	91,994.40	90,982.33	106,256.81	116,835.45
增长率 (%)	-2.33%	-33.87%	-1.10%	16.79%	9.96%
归母净利润(百万元)	13,573.90	-7,038.76	-5,769.39	1,038.31	3,910.18
增长率 (%)	-47.24%	-151.86%	18.03%	118.00%	276.59%
净资产收益率 (%)	22.06%	-14.53%	-13.52%	2.39%	8.44%
每股收益(元)	3.02	-1.56	-1.28	0.23	0.87
PE	7.25	-13.98	-17.05	94.74	25.16
PB	1.65	2.12	2.42	2.37	2.22

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

5. 风险提示

反内卷政策落地不及预期；海外政策变动风险；同业竞争加剧；产业链价格大幅波动。

附表：公司盈利预测表

资产负债表		单位:百万元					利润表		单位:百万元				
		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E			2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计		63,244.17	66,192.92	37,894.19	36,533.44	37,691.26	营业收入	139,104.06	91,994.40	90,982.33	106,256.81	116,835.45	
货币资金		19,418.44	16,448.45	-5,690.86	-11,423.42	-13,396.59	营业成本	102,327.94	86,117.21	86,784.28	94,605.03	100,911.76	
应收账款		21,721.30	16,455.99	16,015.49	18,704.24	20,566.38	营业税金及附加	745.46	442.45	502.45	586.81	645.23	
其他应收款		477.51	488.20	802.48	472.67	552.02	营业费用	2,130.04	1,854.77	1,817.67	1,908.55	2,003.98	
预付款项		1,346.33	1,085.75	968.14	1,130.68	1,243.24	管理费用	4,727.51	4,147.41	4,064.46	4,267.69	4,481.07	
存货		7,788.39	12,633.29	10,059.91	10,966.48	11,697.55	财务费用	580.85	2,002.48	2,292.50	2,116.69	1,890.50	
其他流动资产		12,481.52	18,766.96	16,068.83	16,603.44	16,973.69	研发费用	1,189.48	1,510.11	1,661.13	1,744.18	1,831.39	
非流动资产合计		101,118.99	129,723.84	130,077.44	129,286.37	127,613.59	资产减值损失	-6,365.63	-5,416.18	-1,600.00	-300.00	-300.00	
长期股权投资		377.32	2,306.70	2,274.10	2,241.50	2,208.91	公允价值变动收益	169.78	217.85	217.85	217.85	217.85	
固定资产		72,262.61	107,077.21	102,447.95	102,690.70	101,805.44	投资净收益	-177.14	87.49	-62.60	-2.60	-2.60	
无形资产		4,721.31	4,851.08	4,125.90	3,384.05	2,642.20	加：其他收益	1,261.04	772.69	756.56	827.50	905.53	
其他非流动资产		8,660.92	7,745.18	7,732.10	7,719.01	7,705.93	营业利润	22,290.84	-8,418.17	-6,828.34	1,770.61	5,892.30	
资产总计		164,363.16	195,916.76	167,971.63	165,819.81	165,304.85	营业外收入	49.08	63.18	47.89	47.89	47.89	
流动负债合计		39,340.47	56,538.08	42,776.36	47,135.06	50,693.95	营业外支出	288.31	328.32	328.32	328.32	328.32	
短期借款		214.02	1,878.22	2,378.22	2,878.22	3,378.22	利润总额	22,051.62	-8,683.32	-7,108.77	1,490.18	5,611.87	
应付账款		27,549.41	35,050.77	26,089.55	28,440.67	30,336.63	所得税	3,805.46	-574.53	83.00	195.88	737.67	
其他流动负债		11,577.04	19,609.08	14,308.58	15,816.16	16,979.10	净利润	18,246.16	-8,108.78	-7,191.76	1,294.30	4,874.20	
非流动负债合计		51,193.30	81,459.54	74,467.89	66,939.59	59,032.88	少数股东损益	4,672.26	-1,070.03	-1,422.38	255.98	964.01	
长期借款		43,146.70	71,601.19	64,609.54	57,081.25	49,174.54	归属母公司净利润	13,573.90	-7,038.76	-5,769.39	1,038.31	3,910.18	
其他非流动负债		8,046.60	9,858.34	9,858.34	9,858.34	9,858.34	主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
负债合计		90,533.78	137,997.61	117,244.24	114,074.65	109,726.83							
少数股东权益		12,300.55	9,463.28	8,040.90	8,296.89	9,260.90	成长能力						
实收资本（或股本）		4,501.97	4,501.98	4,501.98	4,501.98	4,501.98	营业收入增长	-2.33%	-33.87%	-1.10%	16.79%	9.96%	
资本公积		16,135.93	16,138.48	16,138.48	16,138.48	16,138.48	营业利润增长	-43.67%	-137.77%	18.89%	125.93%	232.78%	
未分配利润		40,890.93	27,815.40	22,046.02	22,807.81	25,676.65	归属于母公司净利润增长	-47.24%	-151.86%	18.03%	118.00%	276.59%	
归属母公司股东权益合计		61,528.84	48,455.87	42,686.48	43,448.28	46,317.12	获利能力						
负债和所有者权益		164,363.16	195,916.76	167,971.63	165,819.81	165,304.85	毛利率(%)	26.44%	6.39%	4.61%	10.97%	13.63%	
现金流量表		单位:百万元					净利率(%)	13.12%	-8.81%	-7.90%	1.22%	4.17%	
		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产净利润（%）	8.26%	-3.59%	-3.43%	0.63%	2.37%	
经营活动现金流		30,360.83	515.33	-1,407.24	15,594.09	20,300.79	ROE(%)	22.06%	-14.53%	-13.52%	2.39%	8.44%	
净利润		18,246.16	-8,108.78	-7,740.16	632.18	4,144.31	偿债能力						
折旧摊销		6,373.97	8,652.56	11,713.81	12,858.47	13,760.18	资产负债率(%)	55%	70%	70%	69%	66%	
财务费用		580.85	2,002.48	2,292.50	2,116.69	1,890.50	流动比率	1.61	1.17	0.89	0.78	0.74	
投资损失		177.14	-87.49	62.60	2.60	2.60	速动比率	1.31	0.82	0.55	0.44	0.41	
营运资金变动		-1,547.48	-6,199.55	-8,102.30	-513.11	-72.09	营运能力						
其他经营现金流		6,530.18	4,256.12	366.32	497.26	575.28	总资产周转率	0.85	0.47	0.54	0.64	0.71	
投资活动现金流		-45,039.02	-28,520.42	-11,947.93	-11,905.14	-11,935.40	应收账款周转率	6.66	6.14	6.14	6.14	6.14	
资本支出		35,453.84	26,576.44	12,100.00	12,100.00	12,120.00	应付账款周转率	5.89	4.34	5.71	5.71	5.71	
长期投资		-9,107.08	-650.99	0.00	0.00	0.00	每股指标（元）						
其他投资现金流		-71,385.78	-54,445.87	-24,047.93	-24,005.14	-24,055.40	每股收益(最新摊薄)	3.02	-1.56	-1.28	0.23	0.87	
筹资活动现金流		-6,465.14	27,479.98	-8,784.15	-9,421.51	-10,338.56	每股净现金流(最新摊薄)	1.72	4.70	-4.90	-1.56	-0.45	
短期借款增加		126.25	1,664.21	500.00	500.00	500.00	每股净资产(最新摊薄)	13.23	10.33	9.05	9.21	9.85	
长期借款增加		14,553.71	28,454.49	-6,991.65	-7,528.29	-7,906.71	估值比率						
普通股增加		0.03	0.01	0.00	0.00	0.00	P/E	7.25	-13.98	-17.05	94.74	25.16	
资本公积增加		-8.37	2.55	0.00	0.00	0.00	P/B	1.65	2.12	2.42	2.37	2.22	
现金净增加额		-21,143.70	-535.89	-22,139.31	-5,732.56	-1,973.17	EV/EBITDA	5.26	82.26	23.25	9.33	6.92	

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	光伏行业：反内卷落地推动供给侧改革提速，市场化出清或为主旋律—反内卷系列点评报告	2025-07-09
行业普通报告	电力设备及新能源行业：固态电池产业化提速，关注产业链投资机遇	2025-07-04
行业深度报告	光伏行业：静待供给侧优化，关注降银金属化新技术—光伏行业 2025 年中期策略	2025-06-12
行业深度报告	锂电行业 2025 年中期投资策略：板块景气度回暖，固态电池、钠电有望迎来规模化应用节点	2025-06-12
行业深度报告	电力设备及新能源行业：锂电行业 2024 年报综述——产业链扩张放缓，关注电池环节与新技术需求	2025-05-26
行业普通报告	光伏行业：24 年全行业盈利能力下滑，抢装带动 25 年 Q1 业绩回暖—24 年年报及 25 年一季报业绩综述	2025-05-20
行业普通报告	电力设备及新能源行业：储能电池受加征关税政策影响，产业链主导+出海有望维持我国企业竞争优势	2025-04-08
行业普通报告	光伏行业对等关税征收点评：贸易壁垒高悬，全球竞争加剧—光伏行业事件点评	2025-04-08

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

洪一

中山大学金融学硕士，CPA、CIIA，2016年加盟东兴证券研究所，主要覆盖电力设备新能源等研究领域，从业期间获得2017年水晶球公募榜入围，2020年wind金牌分析师第5。

侯河清

金融学硕士，3年产业投资经验，2022年加盟东兴证券研究所，主要覆盖电新行业的研究。

吴征洋

美国密歇根大学金融工程硕士，4年投资研究经验，2022年加盟东兴证券研究所，主要覆盖电力设备新能源等研究领域。

研究助理简介

曹泽宇

美国约翰霍普金斯大学金融学硕士，马里兰大学帕克分校经济学学士，2024年4月加入东兴证券研究所，主要覆盖汽车及零部件行业。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526