

# 通威股份 (600438)

## 2023 年三季度报点评：价格持续探底，龙头盈利坚挺

买入 (维持)

2023 年 10 月 26 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001  
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书：S0600520070006  
chenyao@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	142,423	159,292	166,950	205,007
同比	120%	12%	5%	23%
归属母公司净利润 (百万元)	25,726	19,568	14,018	18,425
同比	217%	-24%	-28%	31%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	5.71	4.35	3.11	4.09
P/E (现价&最新股本摊薄)	5.07	6.66	9.30	7.08

关键词：#业绩符合预期

### 投资要点

- **事件**：公司发布 23Q3 报，23Q1-3 营收 1114 亿，同增 9.15%；归母 163 亿，同降 24.98%；扣非 156 亿，同降 28.84%。其中 23Q3 营收 374 亿，同环降 10.52%/8.3%；归母 30.3 亿，同环降 68.11%/35.11%；扣非 30.2 亿，同环降 68.16%/26.70%；业绩符合预期。
- **硅料盈利坚挺、龙头优势显著**。公司 23Q1-3 硅料出货约 27-28 万吨（权益约 21-22 万吨，同增约 44%）；23Q3 出货约 10 万吨（权益约 7.7 万吨），硅价下行周期公司盈利坚挺、成本优势逐步显现；预计 Q4 出货 9-10 万吨（权益约 7 万吨）。公司 2023Q3 已形成硅料产能超 42 万吨，后续随保山、包头逐步投产，24-26 年将扩展至 80-100 万吨；布局 30+40 万吨工业硅项目，一期拟于 24 年底前投产，成本优势进一步增强。23 年预计公司硅料出货 30 万吨+（权益 25-26 万吨），24 年权益出货 40 万吨；硅料成本优势逐步显现，龙头地位稳固。
- **电池盈利坚挺、N 型持续提升**。公司 23Q1-3 电池销约 56GW+，同增 76%；23Q3 出货约 21-22GW（权益出货约 20GW），受益于 Q3 整体硅片降价、电池盈利环比提升；其中 TOPCon 约 2.5GW。TOPCon 上，公司当前产能达 25GW，效率达 25.7%（未叠加 SE）、良率超 98%；后续规划双流 25GW+眉山 16GW 项目，预计将于 24H1 建成投产，届时产能至 66GW，跃升行业前列。预计公司 Q4 出货 20GW+，全年电池出货将达 76GW+，其中 TNC 约 10GW；后续随峨眉山+乐山各 16GW 拉棒/切片/电池投产，一体化降低成本、盈利能力坚挺。
- **组件持续增长、打开长期空间**。公司 23Q1-3 组件销约 18GW，其中 Q3 出货约 9-10GW，增长迅速。公司 2023Q3 组件产能已达 55GW，预计年底硅料/硅片/电池/组件一体化产能达 42 万吨+/15/90/80GW。全年看，预计公司组件出货可达 30GW，24 年进一步提升至 50GW+。组件业务持续增长，贡献进一步成长空间。
- **盈利预测与投资评级**：我们维持 2023-2025 年归母净利润预测 196/140/184 亿元，同比-24%/-28%/+31%，基于公司硅料龙头地位、组件一体化发展，我们给予 2024 年 15xPE，目标价 47 元，维持“买入”评级。
- **风险提示**：政策不及预期，竞争加剧。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	28.96
一年最低/最高价	28.33/48.97
市净率(倍)	2.09
流通 A 股市值(百万元)	130,377.04
总市值(百万元)	130,377.04

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	13.83
资产负债率(% ,LF)	54.52
总股本(百万股)	4,501.97
流通 A 股(百万股)	4,501.97

### 相关研究

《通威股份(600438)：2023 年中报点评：硅料盈利逐渐下行，N 型电池加速投产》

2023-08-22

《通威股份(600438)：2022 年 & 2023Q1 业绩点评：硅料量利双超，电池技术持续迭代》

2023-04-25

## 图表目录

图 1: 2023Q1-3 营业收入 1114.21 亿元, 同比+9.15% (亿元, %)	3
图 2: 2023Q1-3 归母净利润 163.02 亿元, 同比-24.98% (亿元, %)	3
图 3: 2023Q3 营业收入 373.52 亿元, 同比-10.52%, 环比-8.50% (亿元, %)	4
图 4: 2023Q3 归母净利润 30.31 亿元, 同比-68.11%, 环比-35.07% (亿元, %)	4
图 5: 2023Q1-3 毛利率、归母净利率分别为 29.32%、14.63% (%)	4
图 6: 2023Q3 毛利率、归母净利率分别为 19.77%、8.12% (%)	4
图 7: 2023Q1-3 期间费用 60.18 亿元, 同比-16.69% (亿元, %)	5
图 8: 2023Q3 期间费用 22.96 亿元, 同比-41.54%, 环比+4.08% (亿元, %)	5
图 9: 2023Q1-3 期间费用率 7.08%, 同比-1.67pct (%)	5
图 10: 2023Q3 期间费用率 6.15%, 同比-3.26pct, 环比+0.74pct (%)	5
图 11: 2023Q3 经营活动现金净流出-1.31 亿元, 同比-100.85%, 环比-100.69% (亿元, %)	6
图 12: 2023Q3 期末合同负债 57.29 亿元, 同比-30.51%, 环比-14.85% (亿元, %)	6
图 13: 2023Q3 期末存货 89.39 亿元, 同比-9.57%, 环比-13.17% (亿元, %)	6
图 14: 2023Q3 期末应收账款 72.47 亿元, 同比+102.95%, 环比+28.35% (亿元, %)	6
表 1: 2023Q1-3 收入 1114.21 亿元, 同比增长 9.15%; 归母净利润 163.02 亿元, 同比下降 24.98% (单位: 亿元)	3

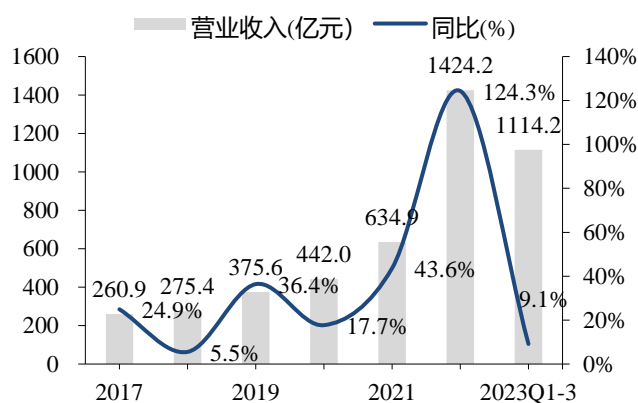
**事件：**公司发布 2023 年三季报，2023Q1-3 实现营业收入 1114.21 亿元，同比增长 9.15%；实现利润总额 247.32 亿元，同比下降 19.92%；实现归属母公司净利润 163.02 亿元，同比下降 24.98%；实现扣非归母净利润 156.42 亿元，同比下降 28.84%。2023Q1-3 毛利率为 29.32%，同比下降 9.26pct，2023Q1-3 归母净利率为 14.63%，同比下降 6.66pct；2023Q1-3 扣非归母净利率 14.04%，同比下降 7.49pct。2023Q3 实现营业收入 373.52 亿元，同比下降 10.52%，环比下降 8.50%；实现利润总额 43.57 亿元，同比下降 69.06%，环比下降 43.46%；实现归属母公司净利润 30.31 亿元，同比下降 68.11%，环比下降 35.07%；实现扣非归母净利润 115.25 亿元，同比增长 21.48%，环比增长 180.01%。2023Q3 毛利率为 19.77%，同比下降 23.91pct，环比下降 7.04pct；2023Q3 归母净利率为 8.12%，同比下降 14.66pct，环比下降 3.32pct；2023Q3 扣非归母净利率 30.86%，同比上升 8.13pct，环比上升 20.77pct。

**表1：2023Q1-3 收入 1114.21 亿元，同比增长 9.15%；归母净利润 163.02 亿元，同比下降 24.98%（单位：亿元）**

通威股份	2023Q1-3	2022Q1-3	同比	2023Q3	2022Q3	同比	2023Q2	环比
营业收入	1114.21	1020.84	9.15%	373.52	417.45	-10.52%	408.24	-8.50%
营业成本	787.49	626.94	25.61%	299.68	235.09	27.47%	298.80	0.29%
毛利率	29.3%	38.6%	-9.3pct	19.8%	43.7%	-23.9pct	26.8%	-7.0pct
营业利润	247.74	313.87	-21.07%	43.84	141.27	-68.96%	77.19	-43.20%
利润总额	247.32	308.83	-19.92%	43.57	140.83	-69.06%	77.06	-43.46%
归属母公司净利润	163.02	217.30	-24.98%	30.31	95.07	-68.11%	46.69	-35.07%
扣非归母净利润	156.42	219.81	-28.84%	115.25	94.88	21.48%	41.16	180.01%
归母净利率	14.6%	21.3%	-6.7pct	8.1%	22.8%	-14.7pct	11.4%	-3.3pct
扣非归母净利率	14.0%	21.5%	-7.5pct	30.9%	22.7%	8.1pct	10.1%	20.8pct
股本	45.02	45.02	-	45.02	45.02	-	45.02	-

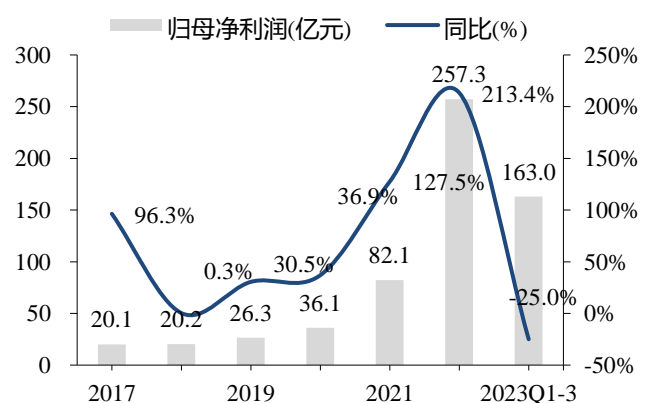
数据来源：Wind，东吴证券研究所

**图1：2023Q1-3 营业收入 1114.21 亿元，同比+9.15%（亿元，%）**



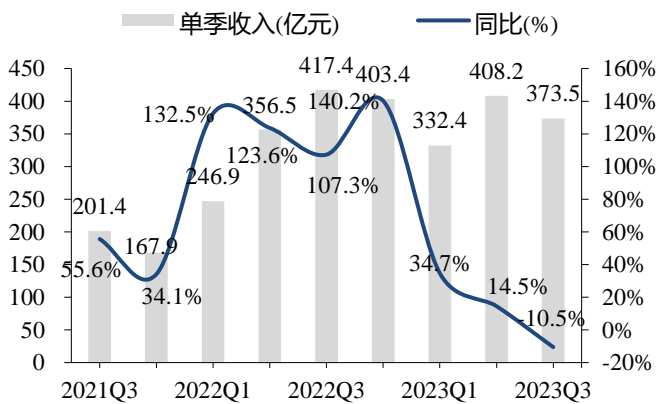
数据来源：Wind，东吴证券研究所

**图2：2023Q1-3 归母净利润 163.02 亿元，同比-24.98%（亿元，%）**



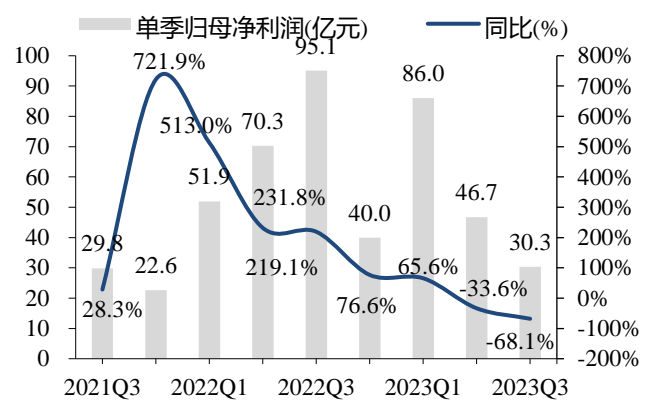
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3: 2023Q3 营业收入 373.52 亿元, 同比-10.52%, 环比-8.50% (亿元, %)



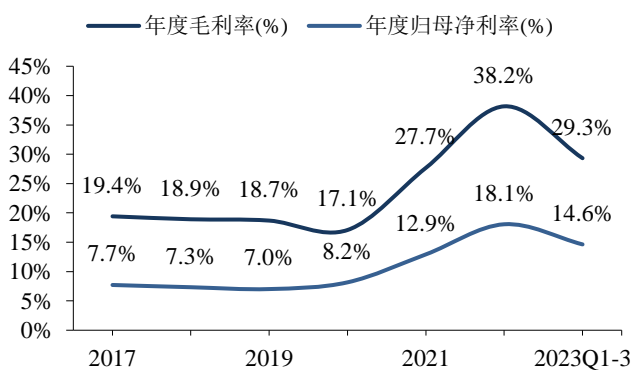
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2023Q3 归母净利润 30.31 亿元, 同比-68.11%, 环比-35.07% (亿元, %)



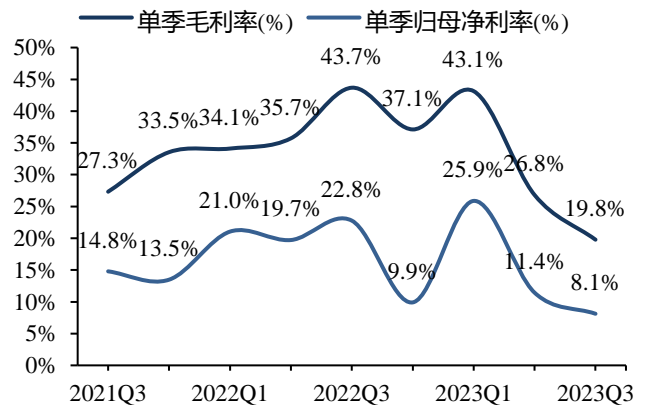
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2023Q1-3 毛利率、归母净利率分别为 29.32%、14.63% (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2023Q3 毛利率、归母净利率分别为 19.77%、8.12% (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**硅料盈利坚挺、龙头优势显著。**公司 2023Q1-3 硅料出货约 27-28 万吨 (权益约 21-22 万吨, 同增约 44%); 2023Q3 出货约 10 万吨 (权益约 7.7 万吨), 硅价下行周期公司盈利坚挺、成本优势逐步显现; 预计 Q4 出货 9-10 万吨 (权益约 7 万吨)。公司 2023Q3 已形成硅料产能超 42 万吨, 后续随保山、包头逐步投产, 2024-2026 年将扩展至 80-100 万吨; 布局 30+40 万吨工业硅项目, 一期拟于 2024 年底前投产, 成本优势进一步增强。2023 年预计公司硅料出货 30 万吨+ (权益 25-26 万吨), 2024 年权益出货 40 万吨; 硅料成本优势逐步显现, 龙头地位稳固。

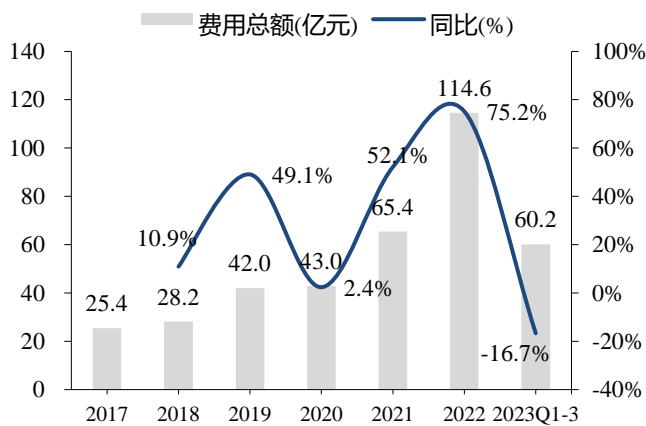
**电池盈利坚挺、N 型持续提升。**公司 2023Q1-3 电池销量约 56GW+, 同增 76%; 2023Q3 出货量约 21-22GW (权益出货量约 20GW), 受益于 Q3 整体硅片降价、电池盈利环比提升; 其中 TOPCon 约 2.5GW。TOPCon 上, 公司当前产能达 25GW, 效率达 25.7%(未

叠加 SE)、良率超 98%; 后续规划双流 25GW+眉山 16GW 项目, 预计将于 2024H1 建成投产, 届时产能至 66GW, 跃升行业前列。预计公司 Q4 出货 20GW+, 全年电池出货将达 76GW+, 其中 TNC 约 10GW; 后续随峨眉山+乐山各 16GW 拉棒/切片/电池投产, 一体化降低成本、盈利能力坚挺。

**组件持续增长、打开长期空间。**公司 2023Q1-3 组件销约 18GW, 其中 Q3 出货约 9-10GW, 增长迅速。公司 2023Q3 组件产能已达 55GW, 预计年底硅料/硅片/电池/组件一体化产能达 42 万吨+/15/90/80GW。全年看, 预计公司组件出货可达 30GW, 2024 年进一步提升至 50GW+。组件业务持续增长, 贡献进一步成长空间。

**组件规模扩大, 销售费用提升。**公司 2023Q1-3 期间费用合计 60.18 亿元, 同比下降 16.69%; 期间费用率为 7.08%, 同比下降 1.67pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 49.96%、下降 28.02%、上升 6.55%、下降 56.58%至 13.89 亿元、32.05 亿元、10.52 亿元、3.72 亿元; 费用率分别同比上升 0.34、下降 1.49、下降 0.02、下降 0.51 个百分点至 1.25%、2.88%、0.94%、0.33%。公司 2023Q3 期间费用合计 22.96 亿元, 同比下降 41.54%, 环比增长 4.08%; 期间费用率为 6.15%, 同比下降 3.26pct, 环比增长 0.74pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 39.33%、下降 60.22%、上升 19.11%、下降 44.54%至 6.05 亿元、11.49 亿元、3.86 亿元、1.57 亿元; 费用率分别同比上升 0.58、下降 3.85、上升 0.26、下降 0.26 个百分点至 1.62%、3.07%、1.03%、0.42%。

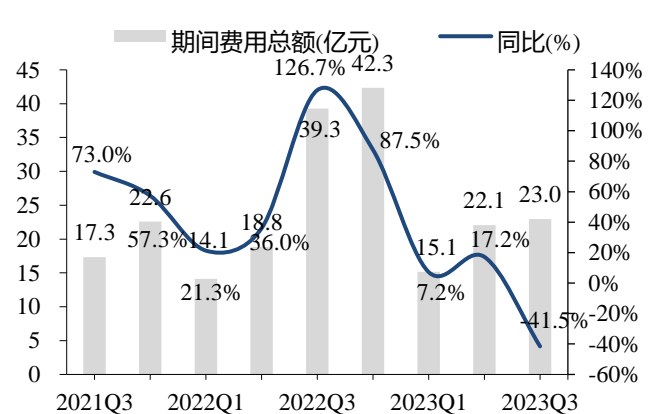
图7: 2023Q1-3 期间费用 60.18 亿元, 同比-16.69% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 2023Q1-3 期间费用率 7.08%, 同比-1.67pct (%)

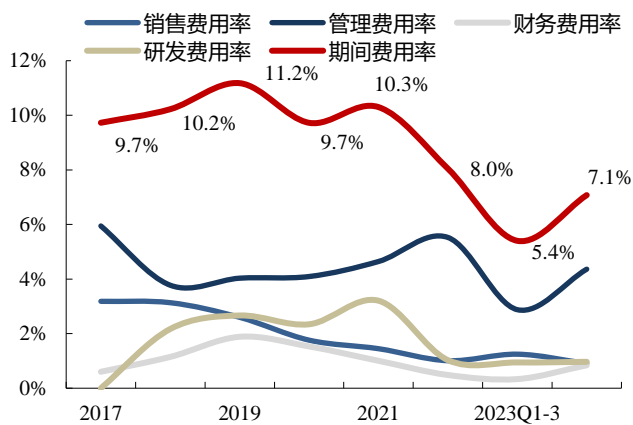
图8: 2023Q3 期间费用 22.96 亿元, 同比-41.54%, 环比+4.08% (亿元, %)



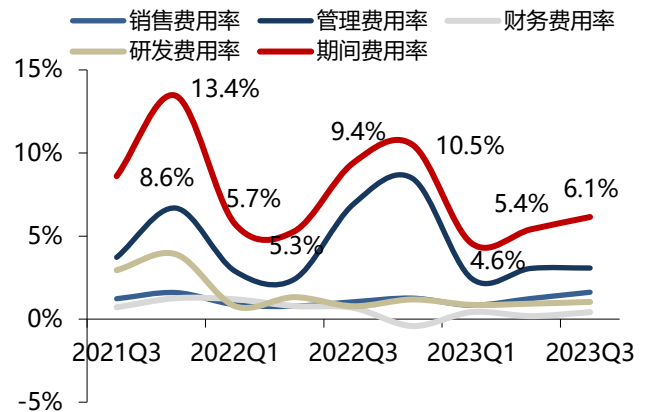
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 2023Q3 期间费用率 6.15%, 同比-3.26pct, 环比+0.74pct (%)





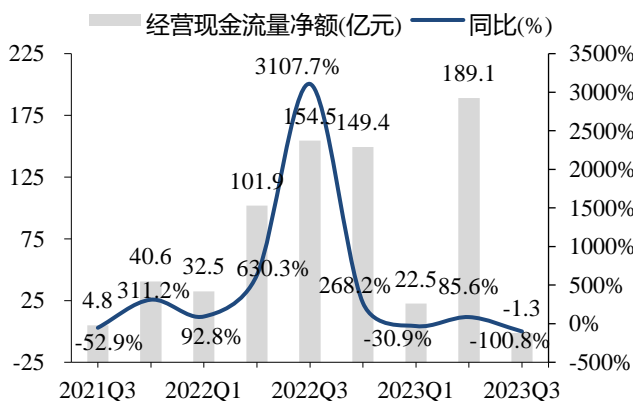
数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

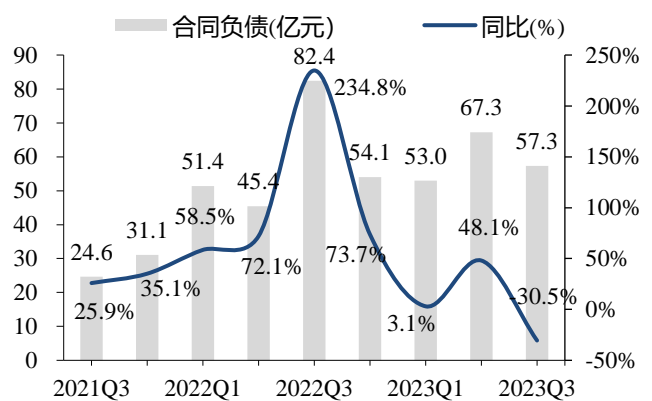
**存货环比下降, 现金流入减少。**2023Q1-3 经营活动现金流量净流入 210.25 亿元, 同比下降 27.21%。销售商品取得现金 1118.62 亿元, 同比增长 0.34%。应收账款周转天数同比上升 5.66 天至 14.23 天。存货周转天数同比下降 0.61 天至 36.17 天。2023Q3 经营活动现金流量净流出 1.31 亿元, 同比下降 100.85%, 环比下降 100.69%。销售商品取得现金 254.97 亿元, 同比下降 52.21%, 环比下降 52.68%。期末合同负债 57.29 亿元, 同比下降 30.51%, 环比下降 14.85%。期末应收账款 72.47 亿元, 同比增长 102.95%, 环比增长 28.35%。期末存货 89.39 亿元, 同比下降 9.57%, 环比下降 13.17%。

图11: 2023Q3 经营活动现金净流出-1.31 亿元, 同比-100.85%, 环比-100.69% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

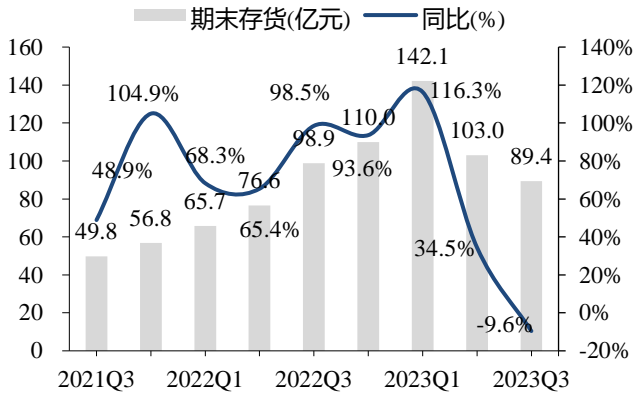
图12: 2023Q3 期末合同负债 57.29 亿元, 同比-30.51%, 环比-14.85% (亿元, %)



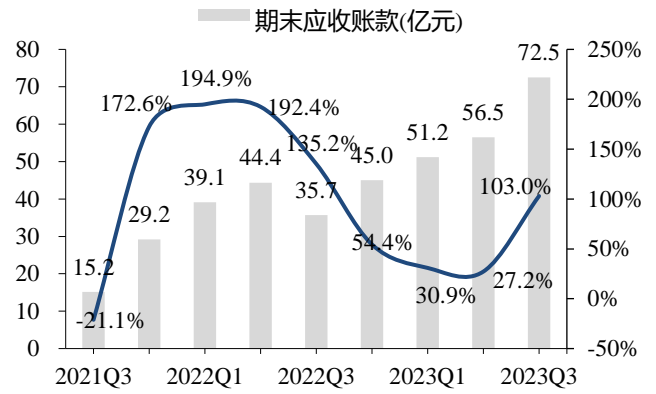
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 2023Q3 期末存货 89.39 亿元, 同比-9.57%, 环比-13.17% (亿元, %)

图14: 2023Q3 期末应收账款 72.47 亿元, 同比+102.95%, 环比+28.35% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**盈利预测与投资评级:**我们维持 2023-2025 年归母净利润预测 196/140/184 亿元, 同比-24%/-28%/+31%, 基于公司硅料龙头地位、组件一体化发展, 我们给予 2024 年 15xPE, 目标价 47 元, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 政策不及预期, 竞争加剧。

通威股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>75,511</b>	<b>107,985</b>	<b>118,643</b>	<b>139,384</b>	<b>营业总收入</b>	<b>142,423</b>	<b>159,292</b>	<b>166,950</b>	<b>205,007</b>
货币资金及交易性金融资产	41,140	67,571	74,392	84,916	营业成本(含金融类)	88,060	116,876	135,584	166,262
经营性应收款项	21,506	24,234	25,656	31,523	税金及附加	911	1,035	918	1,128
存货	11,003	14,203	16,541	20,374	销售费用	1,435	1,752	1,670	1,948
合同资产	598	669	701	861	管理费用	7,868	6,850	6,595	7,934
其他流动资产	1,264	1,308	1,353	1,710	研发费用	1,464	1,593	1,836	2,050
<b>非流动资产</b>	<b>69,733</b>	<b>77,048</b>	<b>88,282</b>	<b>97,019</b>	财务费用	689	1,358	1,662	1,557
长期股权投资	391	391	391	391	加:其他收益	397	637	751	820
固定资产及使用权资产	57,355	58,649	64,198	67,386	投资净收益	(421)	127	134	205
在建工程	3,997	9,919	15,604	21,153	公允价值变动	(36)	0	0	0
无形资产	2,456	2,556	2,556	2,556	减值损失	(2,348)	(2,924)	(1,058)	(1,002)
商誉	603	603	603	603	资产处置收益	(13)	(16)	(17)	(21)
长期待摊费用	360	360	360	360	<b>营业利润</b>	<b>39,574</b>	<b>27,654</b>	<b>18,496</b>	<b>24,132</b>
其他非流动资产	4,571	4,571	4,571	4,571	营业外净收支	(1,235)	(570)	(570)	(570)
<b>资产总计</b>	<b>145,244</b>	<b>185,033</b>	<b>206,925</b>	<b>236,403</b>	<b>利润总额</b>	<b>38,339</b>	<b>27,084</b>	<b>17,926</b>	<b>23,562</b>
<b>流动负债</b>	<b>36,357</b>	<b>46,626</b>	<b>53,280</b>	<b>64,731</b>	减:所得税	5,966	4,063	2,689	3,534
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,300	2,212	2,212	2,212	<b>净利润</b>	<b>32,373</b>	<b>23,021</b>	<b>15,237</b>	<b>20,028</b>
经营性应付款项	19,906	26,412	30,635	37,567	减:少数股东损益	6,646	3,453	1,219	1,602
合同负债	5,406	7,175	8,323	10,207	<b>归属母公司净利润</b>	<b>25,726</b>	<b>19,568</b>	<b>14,018</b>	<b>18,425</b>
其他流动负债	8,746	10,827	12,109	14,745	每股收益-最新股本摊薄(元)	5.71	4.35	3.11	4.09
非流动负债	35,641	41,141	41,141	39,141	EBIT	42,477	31,187	20,348	25,686
长期借款	15,409	20,909	20,909	18,909	EBITDA	48,058	39,047	29,532	36,090
应付债券	10,277	10,277	10,277	10,277	毛利率(%)	38.17	26.63	18.79	18.90
租赁负债	2,907	2,907	2,907	2,907	归母净利率(%)	18.06	12.28	8.40	8.99
其他非流动负债	7,048	7,048	7,048	7,048	收入增长率(%)	119.69	11.84	4.81	22.80
<b>负债合计</b>	<b>71,999</b>	<b>87,767</b>	<b>94,421</b>	<b>103,872</b>	归母净利润增长率(%)	217.25	(23.94)	(28.36)	31.44
归属母公司股东权益	60,797	81,365	95,383	113,809					
少数股东权益	12,448	15,901	17,120	18,722					
<b>所有者权益合计</b>	<b>73,245</b>	<b>97,266</b>	<b>112,503</b>	<b>132,531</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>145,244</b>	<b>185,033</b>	<b>206,925</b>	<b>236,403</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	43,818	39,573	29,908	34,163	每股净资产(元)	13.07	17.64	20.75	24.84
投资活动现金流	(20,806)	(17,027)	(21,429)	(20,029)	最新发行在外股份(百万股)	4,502	4,502	4,502	4,502
筹资活动现金流	9,246	3,886	(1,659)	(3,610)	ROIC(%)	43.83	22.30	12.25	13.83
现金净增加额	32,291	26,431	6,821	10,524	ROE-摊薄(%)	42.32	24.05	14.70	16.19
折旧和摊销	5,581	7,860	9,184	10,404	资产负债率(%)	49.57	47.43	45.63	43.94
资本开支	(15,185)	(17,155)	(21,562)	(20,234)	P/E(现价&最新股本摊薄)	5.07	6.66	9.30	7.08
营运资本变动	1,192	1,746	1,080	(1,545)	P/B(现价)	2.22	1.64	1.40	1.17

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。



## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(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,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>