



通威股份 (600438.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

在手现金充足，创新驱动新一轮成长

业绩简评

4 月 30 日公司披露 2024 年报及 2025 年一季报，公司 2024 年实现营业收入 919.94 亿元，同比-33.87%，实现归母净利润-70.39 亿元，同比-151.86%；其中 24Q4 实现营业收入 237.22 亿元，同比-14.31%，实现归母净利润-30.66 亿元，同比-12.39%。

25Q1 公司实现营业收入 159.33 亿元，同比-18.58%，实现归母净利润-25.93 亿元，同比-229.56%。

经营分析

减值压力充分释放，充足现金助力公司穿越周期。公司 2024 年计提资产减值损失 53.27 亿元，对公司业绩造成了较大影响，主要系两方面原因：一是 2024 年光伏产业链价格发生大幅波动，公司光伏产品市场价格有所下降，因此计提较大规模存货跌价准备；二是公司计提了部分无法改造的 PERC 生产线，全年长期资产减值报废 10.65 亿元，截至 2024 年底公司已无 PERC 产能，随着光伏产业链价格逐步企稳，公司业绩有望大幅改善。截至 25Q1，公司货币资金约 291 亿元，交易性金融资产约 109 亿元，在手资金充足。同时公司未雨绸缪强化风险控制意识，一方面暂缓大额资本开支，终止收购润阳，另一方面子公司永祥股份拟引入战投实施增资扩股不超过 100 亿元，进一步保障公司经营。

主营业务持续提质增效，创新研发体系持续加深公司护城河。2024 年公司聚焦主营业务，提升经营质效：多晶硅环节全年实现销量 46.76 万吨，同比增长 20.76%，目前内蒙基地现金成本已降至 2.7 万元/吨（不含税）以内，规模、成本、品质继续引领行业。组件环节实现销量 45.71GW，同比增长 46.93%，海外市场快速开拓，成功斩获沙特、波兰等多国 GW 级项目订单，2024 年海外销量同比增长 98.76%；电池业务环节实现销量 87.68GW（含自用），同比增长 8.70%，多技术路线研发取得重大突破，其中 TNC 组件量产主流功率档位 2025 年内有望继续提升 25W，TBC 产品中试线 210R-66 版型批次功率达成 660W，HJT210-66 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，全方位领先行业。

盈利预测、估值与评级

根据最新的产业链价格预测，下调公司 2025-2026 年归母净利润预测至-6.2、29.7 亿元，新增 2027 年归母净利润预测 57.8 亿元。考虑到公司在硅料、电池环节的竞争优势及在组件环节的成长性，维持“买入”评级。

风险提示

行业需求不及预期，市场开拓不及预期，技术研发不及预期。

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)：16.31 元

相关报告：

- 《通威股份公司点评：多晶硅成本下降，一体化稳步推进》，2024.10.31
- 《通威股份公司点评：双龙头地位稳固，收购润阳完善一体化》，2024.8.31
- 《通威股份公司点评：价格承压放大龙头优势，看好长期成长性》，2024.4.30



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	139,104	91,994	102,157	112,717	122,498
营业收入增长率	-2.33%	-33.87%	11.05%	10.34%	8.68%
归母净利润(百万元)	13,574	-7,039	-620	2,971	5,775
归母净利润增长率	-47.24%	-151.86%	-91.19%	N/A	94.37%
摊薄每股收益(元)	3.015	-1.563	-0.138	0.660	1.283
每股经营性现金流净额	6.81	0.25	1.95	4.01	4.68
ROE(归属母公司)(摊薄)	22.06%	-14.53%	-1.29%	5.93%	10.67%
P/E	8.30	-14.14	-118.47	24.71	12.72
P/B	1.83	2.05	1.53	1.47	1.36

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	142,423	139,104	91,994	102,157	112,717	122,498
增长率		-2.3%	-33.9%	11.0%	10.3%	8.7%
主营业务成本	-88,060	-102,328	-86,117	-92,351	-98,052	-103,258
%销售收入	61.8%	73.6%	93.6%	90.4%	87.0%	84.3%
毛利	54,363	36,776	5,877	9,806	14,664	19,240
%销售收入	38.2%	26.4%	6.4%	9.6%	13.0%	15.7%
营业税金及附加	-911	-745	-442	-511	-564	-612
%销售收入	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-1,435	-2,130	-1,855	-2,043	-2,254	-2,450
%销售收入	1.0%	1.5%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
管理费用	-7,868	-4,728	-4,147	-4,291	-4,734	-5,145
%销售收入	5.5%	3.4%	4.5%	4.2%	4.2%	4.2%
研发费用	-1,464	-1,189	-1,510	-1,328	-1,465	-1,592
%销售收入	1.0%	0.9%	1.6%	1.3%	1.3%	1.3%
息税前利润 (EBIT)	42,684	27,984	-2,078	1,633	5,647	9,440
%销售收入	30.0%	20.1%	n.a	1.6%	5.0%	7.7%
财务费用	-689	-581	-2,002	-2,354	-2,349	-2,281
%销售收入	0.5%	0.4%	2.2%	2.3%	2.1%	1.9%
资产减值损失	-2,348	-6,366	-5,416	-902	16	-73
公允价值变动收益	-36	170	218	50	50	50
投资收益	-421	-177	62	70	70	70
%税前利润	n.a	n.a	-0.7%	-6.4%	1.8%	0.9%
营业利润	39,574	22,291	-8,418	-893	4,045	7,816
营业利润率	27.8%	16.0%	n.a	n.a	3.6%	6.4%
营业外收支	-1,235	-239	-265	-200	-50	-50
税前利润	38,339	22,052	-8,683	-1,093	3,995	7,766
利润率	26.9%	15.9%	n.a	n.a	3.5%	6.3%
所得税	-5,966	-3,805	575	273	-999	-1,942
所得税率	15.6%	17.3%	n.a	n.a	25.0%	25.0%
净利润	32,373	18,246	-8,109	-820	2,996	5,825
少数股东损益	6,646	4,672	-1,070	-200	25	50
归属于母公司的净利润	25,726	13,574	-7,039	-620	2,971	5,775
净利率	18.1%	9.8%	n.a	n.a	2.6%	4.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	32,373	18,246	-8,109	-820	2,996	5,825
少数股东损益	6,646	4,672	-1,070	-200	25	50
非现金支出	7,929	13,058	14,697	11,964	11,999	13,112
非经营收益	2,324	923	755	2,179	2,498	2,458
营运资金变动	1,192	-1,547	-6,200	-4,524	574	-315
经营活动现金净流	43,818	30,679	1,144	8,800	18,067	21,080
资本开支	-15,185	-36,355	-27,780	-7,033	-10,820	-10,820
投资	-5,906	-9,090	-651	2,100	100	100
其他	285	407	-90	70	70	70
投资活动现金净流	-20,806	-45,039	-28,520	-4,863	-10,650	-10,650
股权募资	2,032	1,092	737	-7	0	0
债权募资	14,369	14,002	35,996	6,292	-1,079	0
其他	-7,155	-21,559	-9,253	-2,363	-3,469	-4,271
筹资活动现金净流	9,246	-6,465	27,480	3,922	-4,548	-4,271
现金净流量	32,291	-20,825	93	7,859	2,868	6,159

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	36,842	19,418	16,448	22,398	23,481	28,093
应收款项	20,496	21,652	16,679	17,544	19,278	20,951
存货	11,003	7,788	12,633	16,117	17,287	18,205
其他流动资产	7,170	14,386	20,432	19,290	19,433	19,565
流动资产	75,511	63,244	66,193	75,350	79,479	86,813
%总资产	52.0%	38.5%	33.8%	37.2%	38.5%	40.8%
长期投资	656	645	2,570	2,520	2,470	2,420
固定资产	57,298	83,088	107,280	103,377	102,524	100,671
%总资产	39.4%	50.6%	54.8%	51.0%	49.6%	47.4%
无形资产	3,418	5,479	5,813	5,856	5,881	5,910
非流动资产	69,733	101,119	129,724	127,399	127,064	125,705
%总资产	48.0%	61.5%	66.2%	62.8%	61.5%	59.2%
资产总计	145,244	164,363	195,917	202,748	206,542	212,518
短期借款	2,300	2,238	12,604	11,079	10,000	10,000
应付款项	22,012	29,512	36,721	36,034	38,265	40,302
其他流动负债	12,045	7,591	7,213	9,119	10,352	10,663
长期借款	36,357	39,340	56,538	56,232	58,617	60,964
其他长期负债	15,409	28,755	51,244	55,244	55,244	55,244
负债	71,999	90,534	137,998	145,470	147,159	149,042
普通股股东权益	60,797	61,529	48,456	48,015	50,095	54,137
其中：股本	4,502	4,502	4,502	4,502	4,502	4,502
未分配利润	35,854	34,660	23,009	22,575	24,655	28,697
少数股东权益	12,448	12,301	9,463	9,263	9,288	9,338
负债股东权益合计	145,244	164,363	195,917	202,748	206,542	212,518

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	5.715	3.015	-1.563	-0.138	0.660	1.283
每股净资产	13.505	13.667	10.763	10.665	11.127	12.025
每股经营现金净流	9.733	6.815	0.254	1.955	4.013	4.682
每股股利	0.000	0.000	0.224	-0.041	0.198	0.385
回报率						
净资产收益率	42.32%	22.06%	-14.53%	-1.29%	5.93%	10.67%
总资产收益率	17.71%	8.26%	-3.59%	-0.31%	1.44%	2.72%
投入资本收益率	35.18%	19.62%	-1.40%	0.87%	2.99%	4.85%
增长率						
主营业务收入增长率	124.32%	-2.33%	-33.87%	11.05%	10.34%	8.68%
EBIT 增长率	274.60%	-34.44%	-107.42%	-178.60%	245.80%	67.17%
净利润增长率	213.43%	-47.24%	-151.86%	-91.19%	N/A	94.37%
总资产增长率	64.58%	13.16%	19.20%	3.49%	1.87%	2.89%
资产管理能力						
应收账款周转天数	9.5	15.1	27.2	26.0	26.0	26.0
存货周转天数	34.6	33.5	43.3	65.0	65.0	65.0
应付账款周转天数	39.7	50.6	78.9	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	136.6	179.1	396.9	348.8	311.9	280.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-17.96%	17.17%	85.60%	83.98%	77.36%	65.11%
EBIT 利息保障倍数	61.9	48.2	-1.0	0.7	2.4	4.1
资产负债率	49.57%	55.08%	70.44%	71.75%	71.25%	70.13%

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	1	3	6	38
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	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

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

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