

业绩阶段性承压，多晶硅成本优势显著

事件：2025 年 4 月 29 日，公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。2024 年公司实现营业收入 919.94 亿元，同比 -33.87%；实现归母净亏损 70.39 亿元，同比 -151.86%；实现扣非净亏损 70.57 亿元，同比 -151.84%。2024 年公司业绩承压，主要原因是受到光伏产业链市场价格大幅下降、甚至低于行业现金成本的冲击，叠加公司长期资产减值报废 10.65 亿元影响。

25Q1 公司实现营业收入 159.33 亿元，同比 -18.58%，环比 -32.83%；实现归母净亏损 25.93 亿元，同比 -229.56%，环比 +15.42%；实现扣非净亏损 26.08 亿元，同比 -230.01%，环比 +13.64%。

➤ **多晶硅市占率位居第一，持续降本增效。**2024 年，公司高纯晶硅销量为 46.76 万吨，同比 +20.76%，全年产销量约占全国 30%，市占率位居全球第一；多晶硅业务实现收入 198.97 亿元，同比 -55.59%；毛利率为 2.00%，同比 -51.26pct。2024 年多晶硅业务收入和利润承压，主要因为产业链供需失衡，全年多晶硅产品价格与成本倒挂，行业库存高企。公司积极推进 N 型硅料迭代，24 年 N 型产出占比超 90%；同时继续深入降本增效，24 年底综合电耗、硅耗已分别降至 46 度、1.04Kg 以内，成本保持行业领先，内蒙基地生产现金成本已降至 2.7 万元/吨（不含税）以内。

➤ **电池蝉联出货榜首，组件出货大幅增长。**2024 年，公司电池组件业务实现收入 414.23 亿元，同比 -40.29%；毛利率为 1.22%，同比 -11.55pct。2024 年，公司太阳能电池销量为 87.68GW（含自用），同比 +8.70%，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%。公司把握 N 型技术迭代节奏，加速产能结构调整，截至 24 年底 TNC 电池产能达到 150GW；同时，公司持续提效降本，革新 TNC 核心工艺，有望在 25 年推动 TNC 组件量产主流功率档位继续提升 25W 以上；此外，公司保持多技术路线并行研发策略，1GW-HJT 中试线于 24 年 6 月顺利下线，HJT 210-66 版型最高组件功率已达 790.8W，TBC 中试线 210R-66 版型批次功率达 660W，钙钛矿叠层电池效率已达 34.17%。2024 年，公司组件销量为 45.71GW，同比 +46.93%，市场份额稳步提升；公司持续拓展国内外渠道，覆盖国家扩至 70 余个，全年海外销量同比增长 98.76%。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 908.33、1048.62、1181.59 亿元，对应增速分别为 -1.3%、15.4%、12.7%；归母净利润分别为 -32.63、19.76、44.47 亿元，对应增速分别为 53.6%、160.5%、125.1%，以 4 月 30 日收盘价为基准，对应 2026-2027 年 PE 为 37X、17X，公司硅料和电池出货量行业第一，组件业务稳步发展，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期，市场竞争加剧等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	91,994	90,833	104,862	118,159
增长率（%）	-33.9	-1.3	15.4	12.7
归属母公司股东净利润（百万元）	-7,039	-3,263	1,976	4,447
增长率（%）	-151.9	53.6	160.5	125.1
每股收益（元）	-1.56	-0.72	0.44	0.99
PE	/	/	37	17
PB	1.5	1.6	1.6	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2025 年 4 月 30 日收盘价)

推荐
维持评级
当前价格：
16.31 元

分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

邮箱：zhubiye@mszq.com

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

邮箱：wangyiru_jy@mszq.com

分析师 林誉韬

执业证书：S0100524070001

邮箱：linyutao@mszq.com

相关研究

1. 通威股份 (600438.SH) 2024 年三季报点评：多晶硅成本下降，24Q3 亏损环比收窄-2024/11/03

2. 通威股份 (600438.SH) 2024 年半年报点评：业绩阶段性承压，收购润阳完善产业链布局-2024/09/02

3. 通威股份 (600438.SH) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：业绩阶段性承压，硅料成本优势显著-2024/04/30

4. 通威股份 (600438.SH) 2023 年三季报点评：硅料成本优势显著，N 型一体化产能稳步推进扩张-2023/10/27

5. 通威股份 (600438.SH) 2023 年半年报点评：出货量稳步提升，加码一体化产能夯实竞争力-2023/08/22

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	91,994	90,833	104,862	118,159
营业成本	86,117	84,995	92,850	101,596
营业税金及附加	442	391	419	473
销售费用	1,855	1,817	1,888	2,127
管理费用	4,147	3,633	3,670	4,136
研发费用	1,510	1,181	839	945
EBIT	-6,086	-567	5,909	9,217
财务费用	2,002	2,575	2,724	2,762
资产减值损失	-5,327	-1,200	-700	-700
投资收益	87	91	105	59
营业利润	-8,418	-4,206	2,642	5,873
营业外收支	-265	-60	-60	-60
利润总额	-8,683	-4,266	2,582	5,813
所得税	-575	-427	258	581
净利润	-8,109	-3,839	2,324	5,231
归属于母公司净利润	-7,039	-3,263	1,976	4,447
EBITDA	3,195	8,660	15,764	19,691
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	16,448	17,949	21,391	27,676
应收账款及票据	8,172	4,799	5,223	5,724
预付款项	1,086	1,105	1,207	1,321
存货	12,633	8,126	9,412	10,631
其他流动资产	27,853	27,236	28,702	30,091
流动资产合计	66,193	59,216	65,935	75,443
长期股权投资	2,307	2,307	2,307	2,307
固定资产	100,025	102,278	103,364	103,365
无形资产	4,851	4,971	5,091	5,211
非流动资产合计	129,724	128,307	128,252	127,977
资产合计	195,917	187,522	194,187	203,420
短期借款	1,878	1,878	1,878	1,878
应付账款及票据	35,051	21,194	25,342	29,540
其他流动负债	19,609	23,417	24,361	25,366
流动负债合计	56,538	46,489	51,581	56,784
长期借款	51,244	56,244	57,244	58,244
其他长期负债	30,215	30,715	31,215	31,715
非流动负债合计	81,460	86,960	88,460	89,960
负债合计	137,998	133,449	140,041	146,743
股本	4,502	4,502	4,502	4,502
少数股东权益	9,463	8,887	9,236	10,021
股东权益合计	57,919	54,073	54,146	56,677
负债和股东权益合计	195,917	187,522	194,187	203,420

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	-33.87	-1.26	15.44	12.68
EBIT 增长率	-121.90	90.68	1141.53	55.98
净利润增长率	-151.86	53.64	160.54	125.09
盈利能力 (%)				
毛利率	6.39	6.43	11.45	14.02
净利润率	-7.65	-3.59	1.88	3.76
总资产收益率 ROA	-3.59	-1.74	1.02	2.19
净资产收益率 ROE	-14.53	-7.22	4.40	9.53
偿债能力				
流动比率	1.17	1.27	1.28	1.33
速动比率	0.81	0.91	0.92	0.98
现金比率	0.29	0.39	0.41	0.49
资产负债率 (%)	70.44	71.16	72.12	72.14
经营效率				
应收账款周转天数	26.80	14.80	14.00	13.50
存货周转天数	42.68	33.00	33.00	33.00
总资产周转率	0.51	0.47	0.55	0.59
每股指标 (元)				
每股收益	-1.56	-0.72	0.44	0.99
每股净资产	10.76	10.04	9.98	10.36
每股经营现金流	0.25	1.11	3.85	4.70
每股股利	0.00	0.00	0.50	0.60
估值分析				
PE	/	/	37	17
PB	1.5	1.6	1.6	1.6
EV/EBITDA	42.66	15.74	8.65	6.92
股息收益率 (%)	0.00	0.00	3.07	3.68
现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-8,109	-3,839	2,324	5,231
折旧和摊销	9,281	9,228	9,855	10,474
营运资金变动	-6,200	-4,325	1,594	1,760
经营活动现金流	1,144	4,979	17,335	21,147
资本开支	-27,780	-8,815	-10,308	-10,701
投资	-651	2,520	0	0
投资活动现金流	-28,520	-6,214	-10,203	-10,642
股权募资	737	0	0	0
债务募资	35,996	5,514	1,500	1,500
筹资活动现金流	27,480	2,735	-3,691	-4,220
现金净流量	93	1,500	3,442	6,285

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受到任何形式的补偿。

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。	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：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

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