

公司研究

内蒙基地吨现金成本已降至 2.7 万元以内，组件海外业务实现跨越式增长——通威股份（600438.SH）2024 年年报&2025 年一季报点评

要点

事件：公司发布 2024 年年报&2025 年一季报，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%；2025Q1 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，环比减亏。

硅料、电池市占率稳居行业第一，组件海外业务实现跨越式增长。2024 年公司维持了硅料/电池环节的领先优势并在组件环节实现突破，高纯晶硅销量同比增长 20.76%至 46.76 万吨，全年产销量约占全国 30%，市占率连续多年位居行业第一；太阳能电池销量同比增长 8.70%至 87.68GW（含自用），全球市占率约 14%，连续八年蝉联全球电池出货量榜首；组件销量同比增长 46.93%至 45.71GW，海外销量同比增长 98.76%，斩获沙特、波兰等多国 GW 级项目订单。2025Q1 在产业链价格持续下跌背景下公司盈利能力进一步承压，毛利率环比减少 5.33 个 pct 至-2.88%；公司于 2025 年 3 月 28 日公告拟引入战略投资者向子公司永祥股份合计增资不超过 100 亿元，截至 4 月 27 日已收到战略投资者增资款 39.46 亿元，公司在手现金情况较为充裕，为穿越周期做好全面准备。

各环节产能建设稳步推进，2024 年底“渔光一体”光伏电站累计达 56 座。（1）截至 2024 年底，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，截至 2025Q1 达茂旗一期和广元一期合计超 30 万吨绿色基材（工业硅）项目已顺利投产。（2）公司持续推进规模化“渔光一体”电站业务的打造，截至 2024 年底累计装机并网规模 4.67GW，全年结算电量同比增长 12.97%至 50.07 亿度，实现碳减排 268 万吨。

高度重视技术研发，成本控制和技术实力行业领先。公司近三年累计研发投入超 110 亿元，2024 年在行业下行周期研发人员同比上年增加 1120 人至 5277 人。在研发持续投入背景下，公司在硅料环节成本保持行业领先，单万吨投资成本已降至 5 亿元左右，截至 2025Q1 内蒙基地生产现金成本已降至 2.7 万元/吨（不含税）以内；在电池组件环节效率持续提升，通过 TNC 核心工艺革新有望在 2025 年推动 TNC 组件量产主流功率档位持续提升 25W 以上，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。

维持“买入”评级：产业链各环节价格仍持续承压，审慎起见我们下调公司盈利，预计公司 25-27 年实现归母净利润-30.34/19.30/49.42 亿元（下调 252%/下调 43%/新增）。公司作为硅料绝对龙头扩产节奏行业领先，未来市占率将进一步提升，且在电池新技术/组件环节的布局也有望给公司盈利带来额外增量，**维持“买入”评级。**

风险提示：光伏行业装机不及预期；公司产能投放、产品销售量不及预期；公司技术路线选错或产能扩张无法紧跟趋势；关税政策变化风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	139,104	91,994	91,133	104,345	117,644
营业收入增长率	-2.33%	-33.87%	-0.94%	14.50%	12.75%
归母净利润（百万元）	13,574	-7,039	-3,034	1,930	4,942
归母净利润增长率	-47.24%	-151.86%	-	-	156.06%
EPS（元）	3.02	-1.56	-0.67	0.43	1.10
ROE（归属母公司）（摊薄）	22.06%	-14.53%	-6.68%	4.08%	9.45%
P/E	5	-	-	38	15
P/B	1.2	1.5	1.6	1.6	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-30

买入（维持）

当前价：16.31 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452071

yinzs@ebsecn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haopian@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	45.02
总市值(亿元):	734.27
一年最低/最高(元):	15.79/32.05
近 3 月换手率:	59.08%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-11.95	-20.10	-25.80
绝对	-14.96	-20.75	-22.72

资料来源：Wind

相关研报

组件销量同比翻倍，预计 2024 年底推出 HJT+铜互连解决方案——通威股份（600438.SH）2024 年中报点评（2024-09-04）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	139,104	91,994	91,133	104,345	117,644
营业成本	102,328	86,117	85,093	91,714	101,125
折旧和摊销	6,249	8,493	11,056	11,807	12,567
税金及附加	745	442	547	626	706
销售费用	2,130	1,855	1,732	1,878	2,000
管理费用	4,728	4,147	4,010	4,174	4,353
研发费用	1,189	1,510	1,276	1,356	1,412
财务费用	581	2,002	2,216	2,350	2,550
投资收益	-177	87	100	100	100
营业利润	22,291	-8,418	-4,210	2,474	6,046
利润总额	22,052	-8,683	-4,210	2,474	6,046
所得税	3,805	-575	-421	247	605
净利润	18,246	-8,109	-3,789	2,227	5,441
少数股东损益	4,672	-1,070	-755	296	499
归属母公司净利润	13,574	-7,039	-3,034	1,930	4,942
EPS(元)	3.02	-1.56	-0.67	0.43	1.10

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	30,679	1,144	9,374	17,576	22,473
净利润	13,574	-7,039	-3,034	1,930	4,942
折旧摊销	6,249	8,493	11,056	11,807	12,567
净营运资金增加	-4,182	-10,815	-1,110	689	-21
其他	15,039	10,504	2,462	3,149	4,985
投资活动产生现金流	-45,039	-28,520	-10,393	-10,400	-10,400
净资本支出	-36,355	-27,780	-10,500	-10,500	-10,500
长期投资变化	377	2,307	0	0	0
其他资产变化	-9,061	-3,047	107	100	100
融资活动现金流	-6,465	27,480	906	2,914	2,716
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	14,182	36,742	3,122	5,000	5,000
无息负债变化	4,353	10,721	-2,414	2,552	3,708
净现金流	-20,825	93	-113	10,090	14,789

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	26.4%	6.4%	6.6%	12.1%	14.0%
EBITDA 率	30.1%	13.6%	12.2%	16.8%	18.4%
EBIT 率	25.5%	4.2%	0.1%	5.5%	7.7%
税前净利润率	15.9%	-9.4%	-4.6%	2.4%	5.1%
归母净利润率	9.8%	-7.7%	-3.3%	1.8%	4.2%
ROA	11.1%	-4.1%	-2.0%	1.1%	2.5%
ROE (摊薄)	22.1%	-14.5%	-6.7%	4.1%	9.5%
经营性 ROIC	27.5%	3.1%	0.1%	4.5%	7.2%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	55%	70%	72%	72%	71%
流动比率	1.61	1.17	1.20	1.35	1.54
速动比率	1.41	0.95	0.98	1.13	1.32
归母权益/有息债务	1.46	0.61	0.55	0.54	0.57
有形资产/有息债务	3.70	2.36	2.23	2.21	2.24

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	164,363	195,917	192,835	202,614	216,764
货币资金	19,418	16,448	16,336	26,426	41,215
交易性金融资产	10,064	12,869	12,869	12,869	12,869
应收账款	6,988	6,707	5,741	5,572	5,176
应收票据	848	1,465	1,452	1,662	1,874
其他应收款 (合计)	488	802	795	910	1,026
存货	7,788	12,633	11,477	11,986	13,121
其他流动资产	15,740	13,587	13,569	13,834	14,100
流动资产合计	63,244	66,193	63,670	74,756	90,972
其他权益工具	159	158	158	158	158
长期股权投资	377	2,307	2,307	2,307	2,307
固定资产	68,270	100,025	98,998	97,336	95,002
在建工程	14,087	7,026	7,519	7,889	8,167
无形资产	4,721	4,851	5,181	5,500	5,808
商誉	477	469	469	469	469
其他非流动资产	5,085	2,957	2,957	2,957	2,957
非流动资产合计	101,119	129,724	129,165	127,859	125,792
总负债	90,534	137,998	138,705	146,258	154,966
短期借款	214	1,878	0	0	0
应付账款	17,376	19,840	19,604	21,129	23,298
应付票据	10,174	15,211	13,615	14,674	16,180
预收账款	40	34	34	39	44
其他流动负债	300	1,683	1,683	1,683	1,683
流动负债合计	39,340	56,538	53,246	55,534	58,976
长期借款	28,755	51,244	56,244	61,244	66,244
应付债券	11,176	15,062	15,062	15,062	15,062
其他非流动负债	5,046	4,844	4,844	5,109	5,375
非流动负债合计	51,193	81,460	85,460	90,724	95,990
股东权益	73,829	57,919	54,130	56,357	61,798
股本	4,502	4,502	4,502	4,502	4,502
公积金	20,440	20,999	20,999	20,999	20,999
未分配利润	34,660	23,009	19,974	21,905	26,847
归属母公司权益	61,529	48,456	45,421	47,352	52,294
少数股东权益	12,301	9,463	8,709	9,005	9,504

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	1.53%	2.02%	1.90%	1.80%	1.70%
管理费用率	3.40%	4.51%	4.40%	4.00%	3.70%
财务费用率	0.42%	2.18%	2.43%	2.25%	2.17%
研发费用率	0.86%	1.64%	1.40%	1.30%	1.20%
所得税率	17%	7%	10%	10%	10%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.91	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	6.81	0.25	2.08	3.90	4.99
每股净资产	13.67	10.76	10.09	10.52	11.62
每股销售收入	30.90	20.43	20.24	23.18	26.13

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	5	-	-	38	15
PB	1.2	1.5	1.6	1.6	1.4
EV/EBITDA	3.1	12.4	13.9	8.7	6.7
股息率	5.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP