

通威股份(600438.SH)

持续推动降本和技术研发以应对行业低谷

推荐（维持）

股价：16.31 元

主要数据

行业	电力设备及新能源
公司网址	www.tongwei.cn
大股东/持股	通威集团有限公司/45.24%
实际控制人	刘汉元
总股本(百万股)	4,502
流通 A 股(百万股)	4,502
流通 B/H 股(百万股)	
总市值(亿元)	734
流通 A 股市值(亿元)	734
每股净资产(元)	9.85
资产负债率(%)	72.3

行情走势图



证券分析师

皮秀	投资咨询资格编号 S1060517070004 PIXIU809@pingan.com.cn
苏可	投资咨询资格编号 S1060524050002 suke904@pingan.com.cn

事项：

公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报，2024 年实现营收 919.94 亿元，同比减少 33.87%，归母净利润-70.39 亿元，同比减少 151.86%，扣非后净利润-70.57 亿元，同比减少 151.84%。2025 年一季度实现营收 159.33 亿元，同比减少 18.58%，归母净利润-25.93 亿元，同比减少 229.56%。

平安观点：

- 产品价格下降导致光伏制造业务收入和盈利水平下滑，拖累公司业绩。受行业周期下行和竞争加剧的影响，2024 年公司光伏制造相关业务产品价格大幅下降，导致收入规模和毛利率均明显下滑，是公司业绩亏损的主因。2024 年公司实现高纯晶硅销量 46.76 万吨，同比增长 20.76%，相关收入约 199 亿元，同比下降 55.29%，毛利率 2%，同比下降 51.26 个百分点；电池销量 87.68GW（含自用），同比增长 8.70%，组件销量 45.71GW，同比增长 46.93%，电池组件业务收入 414.2 亿元，同比减少 40.29%，毛利率 1.22%，同比下降 11.55 个百分点。
- 多晶硅产能超 90 万吨，向上游硅粉延伸。2024 年，包头二期 20 万吨和云南二期 20 万吨高纯晶硅项目建成投产，并在次月达产达标，截至 2024 年底已形成高纯晶硅产能超 90 万吨；目前，公司单万吨投资成本已降至 5 亿元左右，内蒙基地生产现金成本已降至 2.7 万元/吨（不含税）以内。达茂旗一期和广元一期合计超 30 万吨绿色基材项目顺利投产，助力公司向多晶硅上游延伸并强化成本优势。
- TOPCon 电池持续扩产提效，HJT 铜互连技术领先。截至 2024 年底，公司 TNC 电池产能已达 150GW。公司持续革新 TNC 核心工艺，已规划 TPE 边缘钝化、钢网印刷、背面多晶硅栅、0BB、全面屏等电池、组件一体化提效方案，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。此外，公司 1GW-HJT 中试线于 2024 年 6 月顺利下线，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（对应组件效率 25.46%），并已明确铜互连 2.0 技术路线，形成了行业领先的

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	139,104	91,994	94,638	103,552	112,773
YOY(%)	-2.3	-33.9	2.9	9.4	8.9
净利润(百万元)	13,574	-7,039	-5,072	-899	1,319
YOY(%)	-47.2	-151.9	27.9	82.3	246.8
毛利率(%)	26.4	6.4	5.2	8.0	9.8
净利率(%)	9.8	-7.7	-5.4	-0.9	1.2
ROE(%)	22.1	-14.5	-11.7	-2.1	3.0
EPS(摊薄/元)	3.02	-1.56	-1.13	-0.20	0.29
P/E(倍)	5.4	-10.4	-14.5	-81.7	55.7
P/B(倍)	1.2	1.6	1.8	1.8	1.8

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

无银化 HJT 方案。

- **农牧和光伏电站业务整体平稳。**2024 年公司实现饲料总销量 686.86 万吨，饲料、食品及相关业务收入 317.4 亿元，同比减少 10.56%，毛利率 9.38%，同比提升 1.57 个百分点。新增并网“渔光一体”项目共计 596.81MW，截至 2024 年底累计装机并网规模达 4.67GW；2024 年光伏电力及相关业务收入 20.4 亿元，同比增长 3.74%，毛利率 50.26%，同比减少 3.69 个百分点。
- **投资建议。**考虑多晶硅供需形势持续宽松等因素，调整公司盈利预测，预计 2025-2026 年归母净利润分别为-50.72、-8.99 亿元（原预测值 12.11、37.82 亿元），新增 2027 年盈利预测 13.19 亿元，当前股价对应的动态 PE 分别为-14.5、-81.7、55.7 倍。当前光伏行业周期下行，整体盈利水平持续承压，公司作为光伏硅料和电池组件头部企业，规模、技术和成本优势突出，具有较强的竞争力；随着后续光伏需求回暖和国内“反内卷”的推进，光伏组件产业链供需格局逐步优化，公司有望实现盈利水平回升并巩固竞争优势，维持公司“推荐”评级。
- **风险提示。**（1）国内外光伏需求不及预期风险。（2）行业竞争加剧和盈利水平不及预期风险。（3）异质结等新技术、新产品进展不及预期风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	66,193	52,122	55,483	59,032
现金	16,448	9,464	10,355	11,277
应收票据及应收账款	16,456	15,135	16,561	18,036
其他应收款	802	492	538	586
预付账款	1,086	1,007	1,102	1,200
存货	12,633	10,402	11,046	11,786
其他流动资产	18,767	15,623	15,881	16,147
非流动资产	129,724	125,321	120,711	116,141
长期投资	2,307	2,274	2,242	2,209
固定资产	107,077	108,570	104,123	99,489
无形资产	4,851	4,799	4,926	5,033
其他非流动资产	15,489	9,678	9,420	9,410
资产总计	195,917	177,443	176,194	175,173
流动负债	56,538	61,161	77,921	92,474
短期借款	1,878	19,441	33,516	45,030
应付票据及应付账款	35,051	26,976	28,647	30,565
其他流动负债	19,609	14,744	15,758	16,878
非流动负债	81,460	64,686	47,795	30,927
长期借款	71,601	54,827	37,937	21,068
其他非流动负债	9,858	9,858	9,858	9,858
负债合计	137,998	125,846	125,716	123,400
少数股东权益	9,463	8,213	7,991	8,316
股本	4,502	4,502	4,502	4,502
资本公积	16,138	16,138	16,139	16,141
留存收益	27,815	22,743	21,845	22,812
归属母公司股东权益	48,456	43,384	42,486	43,456
负债和股东权益	195,917	177,443	176,194	175,173

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	515	-2,840	8,147	10,560
净利润	-8,109	-6,323	-1,120	1,644
折旧摊销	8,653	7,770	7,979	7,942
财务费用	2,002	1,851	1,357	847
投资损失	-87	-55	-55	-55
营运资金变动	-6,200	-5,854	216	411
其他经营现金流	4,256	-230	-230	-230
投资活动现金流	-28,520	-3,083	-3,084	-3,085
资本支出	26,576	3,400	3,402	3,404
长期投资	-651	0	0	0
其他投资现金流	-54,446	-6,483	-6,486	-6,489
筹资活动现金流	27,480	-1,062	-4,172	-6,553
短期借款	1,664	17,563	14,075	11,514
长期借款	28,454	-16,774	-16,890	-16,869
其他筹资现金流	-2,639	-1,851	-1,357	-1,198
现金净增加额	-536	-6,985	891	922

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	91,994	94,638	103,552	112,773
营业成本	86,117	89,732	95,290	101,672
税金及附加	442	455	498	542
营业费用	1,855	1,437	1,553	1,466
管理费用	4,147	3,786	3,935	4,173
研发费用	1,510	1,420	1,553	1,692
财务费用	2,002	1,851	1,357	847
资产减值损失	-5,327	-2,839	-1,036	-1,128
信用减值损失	-89	-90	-99	-107
其他收益	645	645	645	645
公允价值变动收益	218	200	200	200
投资净收益	87	55	55	55
资产处置收益	128	128	128	128
营业利润	-8,418	-5,944	-741	2,173
营业外收入	63	48	48	48
营业外支出	328	328	328	328
利润总额	-8,683	-6,224	-1,022	1,893
所得税	-575	98	98	249
净利润	-8,109	-6,323	-1,120	1,644
少数股东损益	-1,070	-1,250	-222	325
归属母公司净利润	-7,039	-5,072	-899	1,319
EBITDA	1,972	3,397	8,314	10,682
EPS (元)	-1.56	-1.13	-0.20	0.29

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入(%)	-33.9	2.9	9.4	8.9
营业利润(%)	-137.8	29.4	87.5	393.1
归属于母公司净利润(%)	-151.9	27.9	82.3	246.8
获利能力				
毛利率(%)	6.4	5.2	8.0	9.8
净利率(%)	-7.7	-5.4	-0.9	1.2
ROE(%)	-14.5	-11.7	-2.1	3.0
ROIC(%)	-6.2	-4.3	0.0	2.1
偿债能力				
资产负债率(%)	70.4	70.9	71.4	70.4
净负债比率(%)	98.5	125.6	121.0	105.9
流动比率	1.2	0.9	0.7	0.6
速动比率	0.8	0.6	0.5	0.5
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	6.1	6.8	6.8	6.8
应付账款周转率	4.3	5.7	5.7	5.7
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	-1.56	-1.13	-0.20	0.29
每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	-0.63	1.81	2.35
每股净资产(最新摊薄)	10.33	9.20	9.00	9.22
估值比率				
P/E	-10.4	-14.5	-81.7	55.7
P/B	1.6	1.8	1.8	1.8
EV/EBITDA	82.3	42.1	16.8	12.6

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼	北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层