

降本增效穿越周期，N 型技术全面开发

2025 年 05 月 07 日

核心观点

- **事件：**2024 年公司实现营收 920 亿元/同比-18.6%，归母净利-70 亿元，同比由盈转亏，扣非净利-71 亿元，同比由盈转亏，毛利率/净利率分别为 6.4%/-8.8%。25Q1 营收 159 亿元，同/环比-18.6%/-32.8%；归母净利-25.9 亿元，同比亏损扩大但环比收窄；扣非净利-26.1 亿元，同比亏损扩大但环比收窄；毛利率/净利率分别为-2.88%/-19.10%，同/环比分别-12.1/-5.3pcts、-15.8/-5.03pcts，基本符合预期。
- **多晶硅市占率稳定第一，持续降本增效穿越周期。**24 年公司多晶硅销量 46.76 万吨，同比增长 20.76%，市占率约 30%稳居全球硅料龙头。但受行业周期影响，24 年行业产品均价大幅下滑 64.3%至 43.5 元/kg，公司多晶硅及相关业务营收下滑 56%至 199 亿元。24H2 后全行业处于亏毛利状态，在竞争加剧、电价上行、自律减产等压力下，公司通过工艺优化、生产调整等降本增效措施维持成本优势，24 年业务毛利率维持为正，目前内蒙基地现金成本降至 27 元/kg 保持经营现金流健康。
- **电池龙头地位稳固，N 型全面发展，组件规模快速放量。**24 年公司电池销量 87.68GW（含自用），同比增长 8.7%，尽管份额略有下滑至 14%，但公司依旧连续 8 年蝉联全球电池出货榜首。公司积极进行 PERC 电池升级改造的同时全面拥抱 N 型电池技术：1) 目前 TNC 电池产能 150GW，已规划 TPE 边缘钝化等提效方案助力 25 年组件量产主流功率提升 25W+；2) 24 年 4 月行业首条单线 1GW HJT 中试线下线，最高组件功率 790.8W 对应效率 25.46%；3) TBC 产品顺利取得 TUV 莱茵认证，具备出货资质。组件方面，24 年销量 45.7GW 同增 46.9%，其中海外销量同比大增 99%。公司电池、组件业务营收实现 414 亿元，同比-40%，毛利率 1.22%维持正值。
- **充分减值释压，现金储备雄厚。**公司 24 年/25Q1 期间费用率为 10%/13%，同比上升主要系销售规模扩大及借款利息支出增加，后续降本空间大；24 年/25Q1 计提资产减值 53 亿元/8 亿元，同比上升主要系高价库存价值及产线淘汰，目前公司历史包袱已较小。25 年公司货币资金 291 亿元储备雄厚。
- **投资建议：**我们预计公司 2025/2026 年营收 963 亿元/1087 亿元，归母净利-21 亿元/18 亿元，EPS 为-0.46 元/0.41 元，2026 年对应 PE 为 40.92，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**行业需求不及预期的风险；全球贸易政策持续恶化的风险等。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	91994.40	96326.48	108698.40	126602.81
收入增长率%	-33.87	4.71	12.84	16.47
归母净利润（百万元）	-7038.76	-2057.18	1837.51	5309.93
利润增速%	-151.86	70.77	189.32	188.98
毛利率%	6.39	9.57	12.61	14.70
摊薄 EPS(元)	-1.56	-0.46	0.41	1.18
PE	—	—	40.92	14.16
PB	1.55	1.60	1.54	1.41

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

通威股份（600438.SH）

推荐 维持评级

分析师

曾韬

☎：010-8092-7653

✉：zengtao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525030001

段尚昌

☎：010-8092-7627

✉：duanshangchang_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524090003

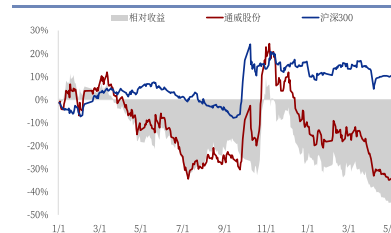
市场数据

2025-05-07

股票代码	600438.SH
A 股收盘价(元, 人民币)	16.70
上证指数	3,342.37
总股本(亿股)	45.02
实际流通股(亿股)	45.02
流通 A 股市值(亿元)	751.8

相对指数表现图

2025-05-07



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

附录：

公司财务预测表

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	66192.92	82106.48	93111.16	111298.89
现金	16448.45	34327.97	42612.21	55639.42
应收账款	6706.81	6962.33	7798.63	9028.59
其它应收款	802.48	803.60	871.60	981.96
预付账款	1085.75	1098.24	1197.62	1361.57
存货	12633.29	11093.84	11499.48	13258.29
其他	28516.14	27820.50	29131.62	31029.05
非流动资产	129723.84	125541.88	120486.58	114416.02
长期投资	2306.70	2326.14	2326.14	2326.14
固定资产	100025.33	103826.54	100183.01	95338.30
无形资产	4851.08	4659.25	4467.42	4275.60
其他	22540.74	14729.96	13510.02	12476.00
资产总计	195916.76	207648.36	213597.75	225714.91
流动负债	56538.08	61761.31	65777.61	72308.62
短期借款	1878.22	3531.06	3531.06	3531.06
应付账款	19840.04	20068.33	21884.23	24880.19
其他	34819.81	38161.92	40362.32	43897.37
非流动负债	81459.54	89685.94	89685.94	89685.94
长期借款	51244.34	55801.97	55801.97	55801.97
其他	30215.20	33883.97	33883.97	33883.97
负债合计	137997.61	151447.25	155463.55	161994.56
少数股东权益	9463.28	9150.55	9429.89	10237.10
归属母公司股东权益	48455.87	47050.55	48704.31	53483.25
负债和股东权益	195916.76	207648.36	213597.75	225714.91

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1143.74	16248.67	21825.56	26873.87
净利润	-8108.78	-2369.91	2116.84	6117.15
折旧摊销	9280.96	14659.84	15726.86	16742.13
财务费用	2092.43	2830.68	2940.43	2940.43
投资损失	-87.49	-22.92	-103.38	-120.41
营运资金变动	-6199.55	-86.77	439.62	1100.43
其它	4166.17	1237.75	705.19	94.14
投资活动现金流	-28520.42	-7875.36	-10417.15	-10375.24
资本支出	-27779.68	-10166.15	-10148.95	-10124.07
长期投资	-650.99	2011.37	0.00	0.00
其他	-89.76	279.42	-268.19	-251.16
筹资活动现金流	27479.98	9517.40	-3124.18	-3471.42
短期借款	1664.21	1652.83	0.00	0.00
长期借款	22489.16	4557.63	0.00	0.00
其他	3326.61	3306.93	-3124.18	-3471.42
现金净增加额	92.52	17879.52	8284.24	13027.21

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	91994.40	96326.48	108698.40	126602.81
营业成本	86117.21	87108.13	94990.20	107994.38
营业税金及附加	442.45	463.29	522.79	608.91
营业费用	1854.77	1942.11	2191.55	2552.53
管理费用	4147.41	4342.72	4900.48	5707.67
财务费用	2002.48	2477.04	2202.38	2024.27
资产减值损失	-5327.21	-1684.81	-750.65	-148.89
公允价值变动收益	217.85	0.00	0.00	0.00
投资净收益	87.49	22.92	103.38	120.41
营业利润	-8418.17	-2537.82	2266.83	6550.57
营业外收入	63.18	0.00	0.00	0.00
营业外支出	328.32	0.00	0.00	0.00
利润总额	-8683.32	-2537.82	2266.83	6550.57
所得税	-574.53	-167.92	149.98	433.42
净利润	-8108.78	-2369.91	2116.84	6117.15
少数股东损益	-1070.03	-312.73	279.34	807.21
归属母公司净利润	-7038.76	-2057.18	1837.51	5309.93
EBITDA	3195.35	14599.05	20196.07	25316.96
EPS（元）	-1.56	-0.46	0.41	1.18

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	-33.87%	4.71%	12.84%	16.47%
营业利润	-137.77%	69.85%	189.32%	188.98%
归属母公司净利润	-151.86%	70.77%	189.32%	188.98%
毛利率	6.39%	9.57%	12.61%	14.70%
净利率	-7.65%	-2.14%	1.69%	4.19%
ROE	-14.53%	-4.37%	3.77%	9.93%
ROIC	-4.00%	-0.04%	2.78%	5.14%
资产负债率	70.44%	72.93%	72.78%	71.77%
净负债比率	116.99%	102.50%	84.85%	56.96%
流动比率	1.17	1.33	1.42	1.54
速动比率	0.81	1.01	1.11	1.23
总资产周转率	0.51	0.48	0.52	0.58
应收账款周转率	13.44	14.09	14.73	15.05
应付账款周转率	4.63	4.37	4.53	4.62
每股收益	-1.56	-0.46	0.41	1.18
每股经营现金	0.25	3.61	4.85	5.97
每股净资产	10.76	10.45	10.82	11.88
P/E	—	—	40.92	14.16
P/B	1.55	1.60	1.54	1.41
EV/EBITDA	52.36	9.10	6.16	4.40
PS	0.82	0.78	0.69	0.59

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度独立、客观地出具本报告本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

曾韬，在《亚洲货币》《机构投资者》《新财富》《水晶球》等评选中屡获佳绩，其中《亚洲货币》评选新能源行业 2018-2023 年连续第一名，《机构投资者》评选荣获 2020 年全球最受欢迎十位分析师，锂电池行业 2020 年第一名，新能源 2018 年第一名，2019-2020 年第二名，2021-2024 年第一名。2017 年《新财富》分析师第二名，《水晶球》第二名，金牛奖第一名，IAMAC 保险最受欢迎分析师第一名。2016 年《新财富》分析师第三名。

段尚昌，北京大学本硕。2022 年 8 月加入银河证券。曾任职于网易有道、字节跳动。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn