

公司研究 | 点评报告 | 通威股份（600438.SH）

硅料成本进一步降低，组件渠道拓展顺利

报告要点

通威股份发布 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年公司实现收入 919.94 亿元，同比下降 34%；归母净利-70.39 亿元；其中，2024Q4 实现收入 237.22 亿元，同比下降 14%；归母净利-30.66 亿元。2025Q1 实现收入 159.33 亿元；归母净利-25.93 亿元。

分析师及联系人



邬博华

SAC: S0490514040001
SFC: BQK482



曹海花

SAC: S0490522030001



王耀

SAC: S0490524120006



任佳惠

SAC: S0490524070005

通威股份 (600438.SH)

2025-05-13

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

硅料成本进一步降低，组件渠道拓展顺利

事件描述

通威股份发布 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年公司实现收入 919.94 亿元，同比下降 34%；归母净利润-70.39 亿元；其中，2024Q4 实现收入 237.22 亿元，同比下降 14%；归母净利润-30.66 亿元。2025Q1 实现收入 159.33 亿元；归母净利润-25.93 亿元。

事件评论

- 2024 年，1) 多晶硅方面，公司实现多晶硅销量 46.76 万吨，同比增长 20.76%，全年产销量约占全国 30%，市占率位居全球第一。2) 电池组件方面，公司完成了产能从 perC 向 TOPCon 的切换，TNC 产能规模达 150GW，全年实现电池销量 87.68GW（含自用），同比增长 8.70%，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%。组件实现市场份额的持续扩张与出货结构优化，全年销量 45.71GW，同比增长 46.93%。3) 农牧电站方面，水产饲料销量逆势增长，电站全年结算电量 50.07 亿度，实现碳减排 268 万吨。
- 财务数据方面，2024 年公司经营性现金为流入 11.4 亿元，计提资产减值 53 亿元，拖累公司业绩。2025Q1，公司经营性现金流出为 14.57 亿元，同比去年同期基本持平；资产减值损失 7.96 亿元，主要为存货跌价所致。
- 展望后续，1) 硅料业务公司成本优势明显，龙头地位稳固，最新内蒙基地生产现金成本已降至 2.7 万元/吨（不含税）以内；2) 电池组件方面，公司业务渠道拓展良好，2024 年组件分布式出货量超 17GW 排名行业第一。公司现金储备充足，2025Q1 末公司货币资金 291 亿、交易性金融资产 109 亿，助力公司长远发展。通威已在光伏产业链多个环节形成突出竞争优势，周期之后龙头优势有望充分体现。
- 虽受供需错配冲击，行业面临阶段性经营亏损压力，但基于对绿色能源和绿色食品产业长期发展的坚定看好以及对公司竞争力的充足信心，公司自 2024 年至今已实施股份回购合计金额超 20 亿元，回购股份 1.02 亿股，占总股本约 2.26%，控股股东进一步增持公司金额约 13 亿元，增持股份 6251 万股，占总股本约 1.39%。

风险提示

- 1、竞争格局恶化；
- 2、光伏装机不及预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	16.50
总股本(万股)	450,199
流通A股/B股(万股)	450,199/0
每股净资产(元)	9.85
近12月最高/最低价(元)	32.05/15.79

注：股价为 2025 年 5 月 9 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《Q3 大幅减亏，硅料经营性现金流转正》2024-11-12
- 《硅料龙头地位稳固，HJT 解决方案有望推出》2024-09-10
- 《电池减值轻装上阵，周期底部价值凸显》2024-05-19


 更多研报请访问
 长江研究小程序

风险提示

- 1、竞争格局恶化。行业产能投放较为积极，如果产能释放节奏超出预期，行业竞争或加剧，盈利或有收缩。
- 2、光伏装机不及预期。如果因消纳压力、政策波动等因素导致全球光伏装机增速不达预期，各环节企业出货将相应减少。

财务报表及预测指标

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	91994	128027	204843	286780	货币资金	16448	40454	81682	167426
营业成本	86117	123583	143390	200746	交易性金融资产	12869	12869	12869	12869
毛利	5877	4444	61453	86034	应收账款	6707	9652	10832	14659
%营业收入	6%	3%	30%	30%	存货	12633	6591	12528	12008
营业税金及附加	442	768	1024	1434	预付账款	1086	1236	1434	2007
%营业收入	0%	1%	1%	1%	其他流动资产	16449	18922	28707	35529
销售费用	1855	1920	1495	1721	流动资产合计	66193	89724	148052	244498
%营业收入	2%	2%	1%	1%	长期股权投资	2307	2924	3882	5811
管理费用	4147	4097	6555	9177	投资性房地产	98	98	98	98
%营业收入	5%	3%	3%	3%	固定资产合计	100025	97334	94145	90926
研发费用	1510	1024	2048	2868	无形资产	4851	4901	4951	5001
%营业收入	2%	1%	1%	1%	商誉	469	469	469	469
财务费用	2002	1205	4	-2257	递延所得税资产	4056	4056	4056	4056
%营业收入	2%	1%	0%	-1%	其他非流动资产	17917	18417	18917	19417
加：资产减值损失	-5327	-200	-200	-200	资产总计	195917	217923	274570	370277
信用减值损失	-89	0	0	0	短期贷款	1878	1878	1878	1878
公允价值变动收益	218	0	0	0	应付款项	19840	26847	20950	40389
投资收益	87	384	615	860	预收账款	34	38	61	86
营业利润	-8418	-3938	51355	74613	应付职工薪酬	2025	3707	4302	6022
%营业收入	-9%	-3%	25%	26%	应交税费	322	640	1024	1434
营业外收支	-265	0	0	0	其他流动负债	32438	30850	35218	43631
利润总额	-8683	-3938	51355	74613	流动负债合计	56538	63961	63434	93440
%营业收入	-9%	-3%	25%	26%	长期借款	51244	69162	82685	84964
所得税费用	-575	-610	7703	11192	应付债券	15062	15062	15062	15062
净利润	-8109	-3327	43652	63421	递延所得税负债	2057	2057	2057	2057
归属于母公司所有者的净利润	-7039	-3194	41905	60884	其他非流动负债	13096	13096	13096	13096
少数股东损益	-1070	-133	1746	2537	负债合计	137998	163338	176334	208620
EPS（元）	-1.58	-0.71	9.31	13.52	归属于母公司所有者权益	48456	45255	87160	148044
现金流量表（百万元）					少数股东权益	9463	9330	11076	13613
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	57919	54585	98236	161657
经营活动现金流净额	1144	8763	29970	86374	负债及股东权益	195917	217923	274570	370277
取得投资收益收回现金	467	384	615	860	基本指标				
长期股权投资	-1929	-617	-958	-1929		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-27780	-1908	-1395	-1313	每股收益	-1.58	-0.71	9.31	13.52
其他	722	0	0	0	每股经营现金流	0.25	1.95	6.66	19.19
投资活动现金流净额	-28520	-2141	-1739	-2382	市盈率	—	—	1.77	1.22
债券融资	3887	0	0	0	市净率	2.05	1.64	0.85	0.50
股权融资	737	-7	0	0	EV/EBITDA	52.36	145.85	1.98	0.33
银行贷款增加（减少）	24153	17917	13523	2279	总资产收益率	-3.6%	-1.5%	15.3%	16.4%
筹资成本	-8097	-527	-527	-527	净资产收益率	-14.5%	-7.1%	48.1%	41.1%
其他	6800	0	0	0	净利率	-7.7%	-2.5%	20.5%	21.2%
筹资活动现金流净额	27480	17384	12996	1752	资产负债率	70.4%	75.0%	64.2%	56.3%
现金净流量（不含汇率变动影响）	103	24006	41228	85744	总资产周转率	0.51	0.62	0.83	0.89

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中 性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看 淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增 持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中 性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减 持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。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证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。