

2025 年 07 月 08 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

硅料龙头地位稳固，关注行业供给侧改善

—通威股份（600438.SH）公司动态研究报告

买入（首次）

投资要点

分析师：张涵 S1050521110008

zhanghan3@cfsc.com.cn

联系人：罗笛箫 S1050122110005

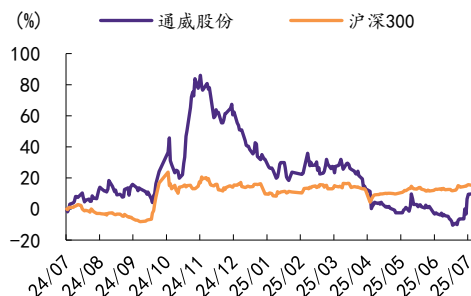
luodx@cfsc.com.cn

基本数据

2025-07-07

当前股价（元）	18.2
总市值（亿元）	819
总股本（百万股）	4502
流通股本（百万股）	4502
52 周价格范围（元）	14.98–31.12
日均成交额（百万元）	1080.64

市场表现



相关研究

■ 光伏“反内卷”政策加码，行业困境反转可期

6 月 29 日，《人民日报》头版刊发评论文章《在破除“内卷式”竞争中实现高质量发展》，点名光伏、新能源汽车、储能存在价格战情况。7 月 1 日，中央财经委员会第六次会议明确要求，治理企业低价无序竞争，推动落后产能退出，成为国家层面反内卷政策新信号；同日，《求是》杂志刊文《深刻认识和综合整治“内卷式”竞争》。7 月 3 日，工信部召开第十五次制造业企业座谈会，14 家光伏企业及行业协会交流发言，会上明确提出治理光伏行业低价无序竞争。与此同时，光伏行业协会也发起反内卷号召。

以上信号近期密集释放，表明反内卷大背景下，国家层面正在酝酿强力措施，对光伏行业低价无序竞争问题进行彻底治理，更多政策端利好可期。

■ 行业减产逐步实施，硅料报价持续上修

近期光伏上游核心环节已在开展减产工作：国内十大头部光伏玻璃厂企业已达成协议减产 30%，预计 7 月玻璃供应量将减少至 45GW 左右；硅业分会透露，多晶硅环节正尝试由产能占比 70% 以上的龙头企业组建联合体，以承债方式收购其他 100 万吨产能。我们认为，未来随着政策逐步落实，强有力政策值得期待，包括但不限于限价销售、关停部分产能，严控企业生产配额等，或将有更多环节参与减产。

目前硅料企业统一上调报价，7 月 7 日价格显示，头部多晶硅厂对部分订单致密/复投料报价从上周末的 35~36 元/千克上调至 37 元/千克，原因主要是近期“反内卷”政策导向及行业自律。预计随着各厂商对政策的响应，叠加排产降低自发挺价，硅料价格有望进一步上行。

■ 硅料龙头厂商，盈利能力有望修复

公司是全球光伏一体化龙头企业，形成了自上游工业硅至终端光伏电站的全产业链布局，截至 2024 年年底，拥有工业硅产能 30 万吨、多晶硅产能超 90 万吨、电池产能超 150GW（TNC）、组件产能超 90GW。其中，公司高纯晶硅产量连续多年位居全球第一，2024 年实现高纯晶硅销量 46.76 万吨，全年产销量约占全国 30%，市场份额稳固。同时，硅料的综合电耗、硅耗最新已分别降至 46 度、1.04Kg 以内，持续保持行业领先水平，并随工艺升级、经营质效提升持续降低。

展望后续，作为硅料龙头企业，在光伏“反内卷”减产背景下，公司有望在维持出货体量领先地位的同时，直接受益于产业链价格和利润修复。

盈利预测

预测公司 2025-2027 年收入分别为 995.46、1236.46、1373.46 亿元，EPS 分别为-0.51、0.71、1.23 元，当前股价对应 PE 分别为-35.6、25.6、14.8 倍，公司作为硅料龙头企业，有望受益于光伏“反内卷”带来的产业链价利修复，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

风险提示

政策落地不及预期风险、光伏需求不及预期风险、原材料价格大幅上涨风险、竞争加剧风险、大盘系统性风险。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	91,994	99,546	123,646	137,346
增长率（%）	-33.9%	8.2%	24.2%	11.1%
归母净利润（百万元）	-7,039	-2,300	3,201	5,541
增长率（%）	-151.9%			73.1%
摊薄每股收益（元）	-1.56	-0.51	0.71	1.23
ROE（%）	-12.2%	-4.4%	5.3%	7.6%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：				
现金及现金等价物	16,448	20,026	34,971	55,364
应收款	8,975	9,711	12,062	13,399
存货	12,633	12,837	15,011	16,389
其他流动资产	28,137	29,390	33,389	35,663
流动资产合计	66,193	71,964	95,434	120,815
非流动资产：				
金融类资产	12,869	12,869	12,869	12,869
固定资产	100,025	90,022	81,020	72,918
在建工程	7,026	7,026	7,026	7,026
无形资产	4,851	4,609	4,366	4,136
长期股权投资	2,307	2,307	2,307	2,307
其他非流动资产	15,516	15,516	15,516	15,516
非流动资产合计	129,724	119,479	110,234	101,902
资产总计	195,917	191,443	205,668	222,717
流动负债：				
短期借款	1,878	1,878	1,878	1,878
应付账款、票据	35,051	35,615	41,647	45,472
其他流动负债	16,471	16,471	16,471	16,471
流动负债合计	56,538	57,360	64,214	68,506
非流动负债：				
长期借款	66,307	66,307	66,307	66,307
其他非流动负债	15,153	15,153	15,153	15,153
非流动负债合计	81,460	81,460	81,460	81,460
负债合计	137,998	138,819	145,674	149,966
所有者权益				
股本	4,502	4,502	4,502	4,502
股东权益	57,919	52,623	59,994	72,751
负债和所有者权益	195,917	191,443	205,668	222,717

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-8109	-2650	3688	6383
少数股东权益	-1070	-350	487	842
折旧摊销	8493	10245	9233	8320
公允价值变动	218	117	117	117
营运资金变动	1611	-1371	-1671	-697
经营活动现金净流量	1144	5991	11854	14966
投资活动现金净流量	-28520	10002	9002	8102
筹资活动现金净流量	30955	-2646	3683	6374
现金流量净额	3,578	13,348	24,538	29,442

资料来源：Wind、华鑫证券研究

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	91,994	99,546	123,646	137,346
营业成本	86,117	87,025	101,730	111,061
营业税金及附加	442	479	595	661
销售费用	1,855	2,007	2,493	2,769
管理费用	4,147	4,488	5,574	6,192
财务费用	2,002	2,167	2,691	2,990
研发费用	1,510	1,634	2,030	2,255
费用合计	9,515	10,296	12,788	14,205
资产减值损失	-5,327	-4,592	-4,592	-4,592
公允价值变动	218	117	117	117
投资收益	87	-170	-170	-170
营业利润	-8,418	-2,258	4,529	7,415
加：营业外收入	63	48	48	48
减：营业外支出	328	628	628	628
利润总额	-8,683	-2,837	3,949	6,835
所得税费用	-575	-188	261	452
净利润	-8,109	-2,650	3,688	6,383
少数股东损益	-1,070	-350	487	842
归母净利润	-7,039	-2,300	3,201	5,541

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	-33.9%	8.2%	24.2%	11.1%
归母净利润增长率	-151.9%			73.1%
盈利能力				
毛利率	6.4%	12.6%	17.7%	19.1%
四项费用/营收	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%
净利率	-8.8%	-2.7%	3.0%	4.6%
ROE	-12.2%	-4.4%	5.3%	7.6%
偿债能力				
资产负债率	70.4%	72.5%	70.8%	67.3%
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	10.3	10.3	10.3	10.3
存货周转率	6.8	6.8	6.8	6.8
每股数据(元/股)				
EPS	-1.56	-0.51	0.71	1.23
P/E	-11.6	-35.6	25.6	14.8
P/S	0.9	0.8	0.7	0.6
P/B	1.7	1.9	1.6	1.3

■ 电力设备组介绍

张涵：电力设备行业首席分析师，金融学硕士，中山大学理学学士，5 年证券行业研究经验，曾获得 2022 年第四届新浪财经金麒麟光伏设备行业最佳分析师，重点覆盖光伏、风电、储能、电力设备等领域。

臧天律：金融工程硕士，CFA、FRM 持证人。上海交通大学金融本科，4 年金融行业研究经验，覆盖光伏、储能领域。

罗笛箫：欧洲高等商学院硕士，西安交通大学能源与动力工程和金融双学位，研究方向为新能源风光储方向。

■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。