

通威股份 (600438.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

龙头地位稳固，静候“反内卷”推进

业绩简评

8月22日公司披露2025年中报，上半年实现营收405亿元，同比-7.5%，实现归母净利润-50.29亿元，同比亏损加深；其中Q2实现营收246亿元，同比+1.4%，实现归母净利润-23.6亿元，同比基本持平，环比Q1(-25.93亿)略改善。

经营分析

多晶硅成本持续下降，“反内卷”推动价格上涨、盈利修复。上半年公司实现多晶硅销售16.13万吨，全球市占率约30%，位居行业第一。公司持续进行成本及品质优化，N型出货比例90%以上，硅耗降至1.04 kg/kg-Si以内，蒸汽基本实现零消耗，N型料体金属降至0.1ppbw以内，表金属降至0.2ppbw以内，显著领先行业。Q2多晶硅价格处于下跌趋势，测算多晶硅环节单位亏损有所加深。光伏行业“反内卷”扎实推进，7月起多晶硅价格显著上涨，截至8月20日N型致密料均价4.45万元/吨，较前期低点上涨39%，后续价格有望逐步覆盖全成本，带动多晶硅环节盈利修复。

组件市场渠道不断突破，海外市场销量爆发式增长。上半年公司实现组件销售24.52GW，其中国内分布式出货保持全国第一，集中式接连中标大唐、三峡等大客户集采；海外销量5.08GW保持爆发式增长，已在波兰、罗马尼亚、匈牙利等市场取得领先优势。

电池片技术持续进步，多路线并进巩固长期竞争力。上半年公司电池片销量49.89GW，继续保持全球第一，产品A级率、转换效率、非硅成本等关键竞争力指标行业领先，推出的TNC2.0组件产品最高功率突破645W(210R版型)，中试线量产HJT组件批次平均功率超755W，0BB-TBC组件功率达到665.7W，储备的低成本差异化TBC技术路线将在下半年进行中试开发，全方位领先行业。

充足资金助力公司穿越周期。公司在手资金充足，截至报告期末货币资金与交易性金融资产总额约332.29亿元，同时储备了丰富的融资工具，银行授信充裕，在超短期融资券、中期票据等方面均保持高度畅通，助力公司穿越周期。上半年公司计提减值25.04亿元，主要为产业链价格下跌导致的存货跌价准备。

盈利预测、估值与评级

根据我们对产业链价格的最新判断，调整公司2025-2027年归母净利润预测至-61.6、29.7、60.7亿元，考虑到公司在硅料、电池环节的竞争优势及在组件环节的成长性，作为“反内卷”持续推进的潜在最受益公司之一，维持“买入”评级。

风险提示

产品价格波动，行业竞争加剧，行业需求不及预期。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

分析师：张嘉文 (执业S1130523090006)

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：21.03元

相关报告：

- 《通威股份公司点评：在手现金充足，创新驱动新一轮成长》，2025.4.30
- 《通威股份公司点评：多晶硅成本下降，一体化稳步推进》，2024.10.31
- 《通威股份公司点评：双龙头地位稳固，收购润阳完善一体化》，2024.8.31



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	139,104	91,994	88,498	106,823	118,206
营业收入增长率	-2.33%	-33.87%	-3.80%	20.71%	10.66%
归母净利润(百万元)	13,574	-7,039	-6,156	2,972	6,071
归母净利润增长率	-47.24%	-151.86%	-12.54%	N/A	104.30%
摊薄每股收益(元)	3.015	-1.563	-1.367	0.660	1.348
每股经营性现金流净额	6.81	0.25	1.43	4.10	5.23
ROE(归属母公司)(摊薄)	22.06%	-14.53%	-13.95%	6.43%	12.03%
P/E	8.30	-14.14	-15.38	31.86	15.60
P/B	1.83	2.05	2.14	2.05	1.88

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	142,423	139,104	91,994	88,498	106,823	118,206	货币资金	36,842	19,418	16,448	17,033	18,006	22,073
增长率	-2.3%	-33.9%	-3.8%	20.7%	10.7%		应收款项	20,496	21,652	16,679	19,205	21,886	23,981
主营业务成本	-88,060	-102,328	-86,117	-86,100	-93,630	-99,732	存货	11,003	7,788	12,633	13,493	15,173	16,162
%销售收入	61.8%	73.6%	93.6%	97.3%	87.6%	84.4%	其他流动资产	7,170	14,386	20,432	22,209	22,443	22,608
毛利	54,363	36,776	5,877	2,398	13,193	18,474	流动资产	75,511	63,244	66,193	71,940	77,508	84,825
%销售收入	38.2%	26.4%	6.4%	2.7%	12.4%	15.6%	%总资产	52.0%	38.5%	33.8%	36.0%	37.6%	39.7%
营业税金及附加	-911	-745	-442	-513	-588	-650	长期投资	656	645	2,570	2,661	2,661	2,661
%销售收入	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	57,298	83,088	107,280	105,277	106,124	105,771
销售费用	-1,435	-2,130	-1,855	-1,770	-2,136	-2,364	%总资产	39.4%	50.6%	54.8%	52.7%	51.4%	49.6%
%销售收入	1.0%	1.5%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	无形资产	3,418	5,479	5,813	5,856	5,881	5,910
管理费用	-7,868	-4,728	-4,147	-3,186	-3,739	-3,901	非流动资产	69,733	101,119	129,724	127,777	128,778	128,575
%销售收入	5.5%	3.4%	4.5%	3.6%	3.5%	3.3%	%总资产	48.0%	61.5%	66.2%	64.0%	62.4%	60.3%
研发费用	-1,464	-1,189	-1,510	-1,150	-1,389	-1,537	资产总计	145,244	164,363	195,917	199,718	206,286	213,400
%销售收入	1.0%	0.9%	1.6%	1.3%	1.3%	1.3%	短期借款	2,300	2,238	12,604	16,320	16,311	14,931
息税前利润 (EBIT)	42,684	27,984	-2,078	-4,222	5,341	10,022	%总资产	22,012	29,512	36,721	37,880	41,205	43,892
%销售收入	30.0%	20.1%	n.a	n.a	5.0%	8.5%	应付款项	12,045	7,591	7,213	10,876	11,951	12,446
财务费用	-689	-581	-2,002	-2,533	-2,249	-2,158	其他流动负债	36,357	39,340	56,538	65,075	69,467	71,269
%销售收入	0.5%	0.4%	2.2%	2.9%	2.1%	1.8%	其他长期负债	15,409	28,755	51,244	52,744	52,744	52,744
资产减值损失	-2,348	-6,366	-5,416	-2,418	282	-157	%总资产	20,232	22,438	30,215	29,795	29,192	28,755
公允价值变动收益	-36	170	218	50	50	50	%总资产	71,999	90,534	137,998	147,615	151,403	152,768
投资收益	-421	-177	62	120	100	100	普通股股东权益	60,797	61,529	48,456	44,140	46,220	50,469
%税前利润	n.a	n.a	-0.7%	-1.4%	2.5%	1.2%	其中：股本	4,502	4,502	4,502	4,502	4,502	4,502
营业利润	39,574	22,291	-8,418	-8,407	4,130	8,462	未分配利润	35,854	34,660	23,009	18,700	20,780	25,029
营业利润率	27.8%	16.0%	n.a	n.a	3.9%	7.2%	少数股东权益	12,448	12,301	9,463	7,963	8,663	10,163
营业外收支	-1,235	-239	-265	-100	-50	-50	负债股东权益合计	145,244	164,363	195,917	199,718	206,286	213,400
税前利润	38,339	22,052	-8,683	-8,507	4,080	8,412	比率分析						
利润率	26.9%	15.9%	n.a	n.a	3.8%	7.1%		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
所得税	-5,966	-3,805	575	851	-408	-841	每股指标						
所得税率	15.6%	17.3%	n.a	n.a	10.0%	10.0%	每股收益	5.715	3.015	-1.563	-1.367	0.660	1.348
净利润	32,373	18,246	-8,109	-7,656	3,672	7,571	每股净资产	13.505	13.667	10.763	9.805	10.267	11.210
少数股东损益	6,646	4,672	-1,070	-1,500	700	1,500	每股经营现金净流	9.733	6.815	0.254	1.434	4.095	5.228
归属于母公司的净利润	25,726	13,574	-7,039	-6,156	2,972	6,071	每股股利	0.000	0.000	0.224	-0.410	0.198	0.405
净利率	18.1%	9.8%	n.a	n.a	2.8%	5.1%	回报率						
							净资产收益率	42.32%	22.06%	-14.53%	-13.95%	6.43%	12.03%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	17.71%	8.26%	-3.59%	-3.08%	1.44%	2.84%
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	投入资本收益率	35.18%	19.62%	-1.40%	-2.75%	3.41%	6.21%
净利润	32,373	18,246	-8,109	-7,656	3,672	7,571	增长率						
少数股东损益	6,646	4,672	-1,070	-1,500	700	1,500	主营业务收入增长率	124.32%	-2.33%	-33.87%	-3.80%	20.71%	10.66%
非现金支出	7,929	13,058	14,697	13,542	11,947	13,589	EBIT增长率	274.60%	-34.44%	-107.42%	103.21%	-226.52%	87.63%
非经营收益	2,324	923	755	1,769	2,459	2,414	净利润增长率	213.43%	-47.24%	-151.86%	-12.54%	N/A	104.30%
营运资金变动	1,192	-1,547	-6,200	-1,197	358	-38	总资产增长率	64.58%	13.16%	19.20%	1.94%	3.29%	3.45%
经营活动现金净流	43,818	30,679	1,144	6,457	18,436	23,536	资产管理能力						
资本开支	-15,185	-36,355	-27,780	-8,948	-12,825	-12,825	应收账款周转天数	9.5	15.1	27.2	32.0	29.0	29.0
投资	-5,906	-9,090	-651	-1,041	50	50	存货周转天数	34.6	33.5	43.3	65.0	65.0	65.0
其他	285	407	-90	120	100	100	应付账款周转天数	39.7	50.6	78.9	80.0	80.0	80.0
投资活动现金净流	-20,806	-45,039	-28,520	-9,869	-12,675	-12,675	固定资产周转天数	136.6	179.1	396.9	410.5	341.4	306.1
股权募资	2,032	1,092	737	-7	0	0	偿债能力						
债权募资	14,369	14,002	35,996	6,372	-8	-1,380	净负债/股东权益	-17.96%	17.17%	85.60%	102.51%	95.53%	77.48%
其他	-7,155	-21,559	-9,253	-687	-3,456	-4,340	EBIT利息保障倍数	61.9	48.2	-1.0	-1.7	2.4	4.6
筹资活动现金净流	9,246	-6,465	27,480	5,678	-3,464	-5,720	资产负债率	49.57%	55.08%	70.44%	73.91%	73.39%	71.59%
现金净流量	32,291	-20,825	93	2,266	2,297	5,141							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	11	16	32
增持	0	2	3	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.40	1.21	1.16	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-10-26	买入	28.96	N/A
2	2024-04-30	买入	22.49	N/A
3	2024-08-31	买入	19.01	N/A
4	2024-10-31	买入	28.88	N/A
5	2025-04-30	买入	16.31	N/A

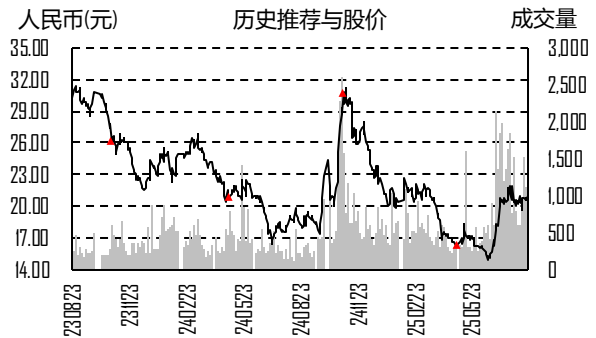
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806