

通威股份（600438）

2025 年中报点评：硅料技术持续优化、电池组件出货高增，反内卷下有望优化

买入（维持）

2025 年 08 月 26 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书：S0600523070003

guoyn@dwzq.com.cn

证券分析师 徐毓嵘

执业证书：S0600524080007

xucr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	139,104	91,994	103,044	128,818	149,075
同比（%）	(2.33)	(33.87)	12.01	25.01	15.73
归母净利润（百万元）	13,574	(7,039)	(7,618)	2,039	5,124
同比（%）	(47.25)	(151.86)	(8.23)	126.77	151.25
EPS-最新摊薄（元/股）	3.02	(1.56)	(1.69)	0.45	1.14
P/E（现价&最新摊薄）	6.97	(13.45)	(12.43)	46.43	18.48

投资要点

- **事件：**公司 25H1 营收 405.1 亿元，同-7.5%，归母净利润-49.6 亿元，同-58.3%，毛利率 0.1%，同-7pct，归母净利率-12.2%，同-5.1pct；其中 25Q2 营收 245.8 亿元，同环比 1.4%/54.2%，归母净利润-23.6 亿元，同环比 0.8%/-8.9%，毛利率 2%，同环比-3.4/4.9pct，归母净利率-9.6%，同环比 0.1/6.7pct。
- **硅料出货位居龙头、技术指标优秀：**25H1 公司硅料销售约 16.13 万吨，全球市占率约 30%，位居行业第一。我们测算 Q2 公司销售约 8-9 万吨（权益约 6-7 万吨），Q2 市场价格环比 Q1 下滑，我们测算硅料单吨亏损扩大。Q3 起行业反内卷初显成效，硅料报价自 7 月初 3 万+提升至约 5 万/吨，整体价格有所修复。公司技术指标持续提升，公司 N 型出货比例达 90%+，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 内，表金属降至 0.2ppbw 内，显著领先行业。
- **电池组件出货高增、海内外市场渠道不断突破：**25H1 公司电池销 49.89GW，继续保持全球第一；我们测算 Q2 电池出货约 30GW+，开工率提升+4-5 月抢装涨价单瓦亏损有所收窄。25H1 公司组件销售 24.52GW，我们测算 Q2 销售约 14-15GW，单瓦亏损收窄；国内分布式出货保持第一，集中式延续央国企良好合作，海外市场销 5.08GW、爆发式增长；在波兰、罗马尼亚、匈牙利等市场取得领先优势。
- **在手现金充足、经营现金流出：**公司 25H1 期间费用 42.2 亿元，同-10.9%，费用率 10.4%，同-0.4pct，其中 Q2 期间费用 20.8 亿元，同环比-18.2%/-2.9%，费用率 8.5%，同环比-2/-5pct；25H1 经营性净现金流-19.5 亿元，同-302.9%，其中 Q2 经营性现金流-4.9 亿元，同环比-121%/-66.1%；25H1 资本开支 44.8 亿元，同-69.4%，其中 Q2 资本开支 20.3 亿元，同环比-72.1%/-16.7%；25H1 末存货 137 亿元，较年初 8.5%。截止 Q2 末，公司货币资金与交易性金融资产余额总计约 332.29 亿，能有效满足公司资金周转需求。
- **盈利预测与投资评级：**由于光伏行业竞争加剧，硅料价格承压，我们下调公司 25-27 年归母净利为-76/20/51 亿元（25-26 年前值为 35.9/63.2 亿元，27 年新增预期 51 亿），同增-8%/127%/151%，考虑公司硅料、电池和组件出货行业领先，且海外市场不断突破，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策不及预期，竞争加剧等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.32
一年最低/最高价	14.89/32.05
市净率(倍)	2.29
流通 A 股市值(百万元)	95,982.34
总市值(百万元)	95,982.34

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.33
资产负债率(% ,LF)	71.93
总股本(百万股)	4,501.99
流通 A 股(百万股)	4,501.99

相关研究

《通威股份(600438)：2024 年业绩预告点评：价格低位+减值影响全年业绩承压，经营现金维持净流入》

2025-01-20

《通威股份(600438)：2024 年中报点评：硅价触底加速出清，电池组件持续深化》

2024-09-06

通威股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	66,193	49,697	59,756	76,154	营业总收入	91,994	103,044	128,818	149,075
货币资金及交易性金融资产	29,318	9,030	6,983	16,443	营业成本(含金融类)	86,117	98,490	113,533	129,632
经营性应收款项	16,962	18,925	23,564	27,264	税金及附加	442	515	708	820
存货	12,633	11,748	16,655	19,017	销售费用	1,855	2,061	1,546	1,640
合同资产	580	649	812	939	管理费用	4,147	4,637	5,153	5,218
其他流动资产	6,700	9,345	11,743	12,490	研发费用	1,510	1,649	1,417	1,491
非流动资产	129,724	146,939	146,514	141,594	财务费用	2,002	3,572	3,942	3,865
长期股权投资	2,307	2,307	2,307	2,307	加:其他收益	645	412	580	596
固定资产及使用权资产	107,074	106,677	108,111	105,707	投资净收益	87	82	103	149
在建工程	7,251	24,863	23,004	20,488	公允价值变动	218	0	0	0
无形资产	4,851	4,851	4,851	4,851	减值损失	(5,416)	(2,578)	(10)	(18)
商誉	469	469	469	469	资产处置收益	128	(10)	(13)	(15)
长期待摊费用	493	493	493	493	营业利润	(8,418)	(9,974)	3,178	7,122
其他非流动资产	7,279	7,279	7,279	7,279	营业外净收支	(265)	(570)	(570)	(570)
资产总计	195,917	196,637	206,270	217,747	利润总额	(8,683)	(10,544)	2,608	6,552
流动负债	56,538	60,720	68,137	76,045	减:所得税	(575)	(1,582)	391	983
短期借款及一年内到期的非流动负债	12,604	10,726	10,726	10,726	净利润	(8,109)	(8,962)	2,217	5,569
经营性应付款项	35,085	40,125	46,257	52,818	减:少数股东损益	(1,070)	(1,344)	177	446
合同负债	3,138	3,589	4,137	4,724	归属母公司净利润	(7,039)	(7,618)	2,039	5,124
其他流动负债	5,711	6,280	7,016	7,778	每股收益-最新股本摊薄(元)	(1.56)	(1.69)	0.45	1.14
非流动负债	81,460	86,960	86,960	84,960	EBIT	(6,086)	(4,307)	6,461	10,275
长期借款	51,244	56,744	56,744	54,744	EBITDA	3,195	9,096	21,412	26,535
应付债券	15,062	15,062	15,062	15,062	毛利率(%)	6.39	4.42	11.87	13.04
租赁负债	5,295	5,295	5,295	5,295	归母净利率(%)	(7.65)	(7.39)	1.58	3.44
其他非流动负债	9,858	9,858	9,858	9,858	收入增长率(%)	(33.87)	12.01	25.01	15.73
负债合计	137,998	147,680	155,096	161,005	归母净利润增长率(%)	(151.86)	(8.23)	126.77	151.25
归属母公司股东权益	48,456	40,838	42,877	48,001					
少数股东权益	9,463	8,119	8,296	8,742					
所有者权益合计	57,919	48,957	51,174	56,743					
负债和股东权益	195,917	196,637	206,270	217,747					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,144	10,650	16,626	26,865	每股净资产(元)	10.33	8.63	9.09	10.23
投资活动现金流	(28,520)	(30,895)	(14,917)	(11,696)	最新发行在外股份(百万股)	4,502	4,502	4,502	4,502
筹资活动现金流	27,480	(43)	(3,757)	(5,708)	ROIC(%)	(4.35)	(2.63)	3.98	6.20
现金净增加额	93	(20,288)	(2,047)	9,461	ROE-摊薄(%)	(14.53)	(18.65)	4.76	10.67
折旧和摊销	9,281	13,403	14,951	16,260	资产负债率(%)	70.44	75.10	75.19	73.94
资本开支	(27,780)	(30,977)	(15,020)	(11,845)	P/E(现价&最新股本摊薄)	(13.45)	(12.43)	46.43	18.48
营运资本变动	(6,200)	(532)	(4,789)	874	P/B(现价)	2.04	2.44	2.31	2.06

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>