

600438.SH

增持

原评级：增持

市场价格：人民币 21.98

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(0.5)	6.8	35.8	15.7
相对上证综指	(17.4)	(0.3)	22.3	(20.4)

发行股数 (百万)	4,501.99
流通股 (百万)	4,501.99
总市值 (人民币 百万)	98,953.65
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	1,888.12
主要股东	
通威集团有限公司	45.24%

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2025 年 9 月 3 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

电力设备：光伏设备

证券分析师：武佳雄

jiaxiong.wu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300523070001

证券分析师：顾真

zhen.gu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300525040003

通威股份

25Q2 环比减亏，“反内卷”有望提升硅料价格

2025 年上半年公司亏损同比扩大，二季度环比减亏；公司光伏板块出货稳健，积极储备电池新技术；“反内卷”推动硅料价格显著提升，关注公司 25H2 利润修复；维持增持评级。

支撑评级的要点

- 2025 年上半年公司亏损同比扩大，二季度环比减亏：公司发布 2025 年半年报，2025 年上半年公司实现营业收入 405.09 亿元，同比减少 7.51%；实现归母净利润-49.55 亿元，亏损同比扩大。2025Q2 公司实现归母净利润-23.63 亿元，环比减亏。
- 公司光伏板块出货稳健，积极储备电池新技术：截至 2025 年 6 月末，公司形成高纯晶硅年产能超 90 万吨，太阳能电池年产能超 150GW，组件年产能超 90GW。2025 年上半年，公司实现多晶硅销售 16.13 万吨，全球市占率约 30%，全球市占率第一；实现电池销量 49.89GW，出货量保持全球第一；实现组件销售 24.52GW。新技术方面，公司 HJT 组件 1GW 中试线量产平均功率超过 755W；N 型 TBC 电池研发批次效率达到 26.87%，0BB-TBC 组件功率达到 665.7W，计划将在 2025 年下半年中试开发。
- “反内卷”推动硅料价格显著提升，关注公司 25H2 利润修复：从中央经济工作会议明确“综合整治‘内卷式’竞争”到《政府工作报告》提出“促进产业有序发展和良性竞争”，从行业协会牵头制定自律公约到价格秩序纳入法律监管，我国正在构建多层次、立体化的“反内卷”治理体系。2025 年 8 月底，硅料价格升至 4.6 万元/吨，相比 2025 年 6 月底硅料 3.5 万元/吨售价显著提升。我们预计 2025 年下半年公司利润有望得到修复，在“反内卷”引领下，硅料价格具备中长期上涨空间，支撑公司远期盈利修复。

估值

- 结合公司 2025 年半年业绩以及光伏硅料价格走势，我们将公司 2025-2027 年预测每股收益调整至-1.30/0.48/1.05 元（原预测 2025-2026 年每股收益为 0.84/1.48 元），2026-2027 年对应市盈率 46.0/20.9 倍；维持增持评级。

评级面临的主要风险

- 价格竞争超预期；原材料价格出现不利波动；下游需求不达预期；光伏政策不达预期；新产品验证进度不及预期。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	139,104	91,994	106,193	138,782	151,724
增长率(%)	(2.3)	(33.9)	15.4	30.7	9.3
EBITDA(人民币 百万)	28,310	1,787	4,819	14,820	17,646
归母净利润(人民币 百万)	13,574	(7,039)	(5,864)	2,151	4,742
增长率(%)	(47.2)	(151.9)	-	-	120.5
最新股本摊薄每股收益(人民币)	3.02	(1.56)	(1.30)	0.48	1.05
原先股本摊薄每股收益(人民币)			0.84	1.48	-
变动幅度(%)			(255.45)	(67.55)	-
市盈率(倍)	7.3	(14.1)	(16.9)	46.0	20.9
市净率(倍)	1.6	2.0	2.3	2.2	2.0
EV/EBITDA(倍)	4.9	93.6	34.8	10.3	8.0
每股股息 (人民币)	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0
股息率(%)	3.6	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 1.业绩摘要

(人民币, 百万)	2024H1	2025H1	同比(%)
营业收入	43,797.12	40,508.81	(7.51)
营业成本	40,679.68	40,479.25	(0.49)
毛利润	3,117.43	29.56	(99.05)
营业税金及附加	214.73	258.06	20.18
管理费用	2,320.40	1,454.22	(37.33)
销售费用	1,037.65	885.77	(14.64)
营业利润	(3,689.75)	(6,593.82)	/
资产减值	2,255.11	2,421.09	7.36
财务费用	761.03	1,349.09	77.27
投资收益	70.44	65.40	(7.16)
营业外收入	47.55	19.56	(58.87)
营业外支出	60.76	68.37	12.53
利润总额	(3,702.95)	(6,642.63)	/
所得税	(62.57)	(540.37)	/
少数股东损益	(510.93)	(1,146.89)	/
归属于母公司的净利润	(3,129.45)	(4,955.37)	/
基本每股收益(元)	(0.70)	(1.10)	/
毛利率(%)	7.12	0.07	(7.04 个百分点)
净利率(%)	(8.31)	(15.06)	(6.75 个百分点)

资料来源: ifind, 中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	139,104	91,994	106,193	138,782	151,724
营业收入	139,104	91,994	106,193	138,782	151,724
营业成本	102,328	86,117	100,354	121,542	131,307
营业税金及附加	745	442	680	888	971
销售费用	2,130	1,855	2,124	2,776	3,034
管理费用	4,728	4,147	4,248	5,551	6,069
研发费用	1,189	1,510	1,699	2,221	2,428
财务费用	581	2,002	2,931	2,741	2,149
其他收益	1,234	645	645	645	645
资产减值损失	(6,236)	(5,327)	(2,000)	(1,000)	(500)
信用减值损失	(130)	(89)	0	0	0
资产处置收益	27	128	128	128	128
公允价值变动收益	170	218	0	0	0
投资收益	(177)	87	87	87	87
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	22,291	(8,418)	(6,982)	2,924	6,126
营业外收入	49	63	63	63	63
营业外支出	288	328	328	328	328
利润总额	22,052	(8,683)	(7,248)	2,658	5,861
所得税	3,805	(575)	(507)	186	410
净利润	18,246	(8,109)	(6,740)	2,472	5,451
少数股东损益	4,672	(1,070)	(876)	321	709
归母净利润	13,574	(7,039)	(5,864)	2,151	4,742
EBITDA	28,310	1,787	4,819	14,820	17,646
EPS(最新股本摊薄, 元)	3.02	(1.56)	(1.30)	0.48	1.05

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	63,244	66,193	74,187	89,175	89,563
货币资金	19,418	16,448	15,929	20,817	22,759
应收账款	6,988	6,707	9,102	11,558	11,028
应收票据	848	1,465	1,205	2,285	1,530
存货	7,788	12,633	11,165	17,658	13,480
预付账款	1,346	1,086	1,748	1,684	2,024
合同资产	558	580	746	859	875
其他流动资产	26,298	27,274	34,293	34,314	37,868
非流动资产	101,119	129,724	121,600	112,513	103,645
长期投资	542	2,471	2,471	2,471	2,471
固定资产	68,270	100,025	95,652	89,322	81,964
无形资产	4,721	4,851	4,730	4,612	4,493
其他长期资产	27,586	22,376	18,746	16,107	14,717
资产合计	164,363	195,917	195,787	201,688	193,208
流动负债	39,340	56,538	68,257	83,150	82,015
短期借款	214	1,878	11,104	10,697	14,420
应付账款	17,376	19,840	23,528	28,996	27,748
其他流动负债	21,751	34,820	33,625	43,456	39,847
非流动负债	51,193	81,460	76,351	64,886	52,092
长期借款	28,755	51,244	48,985	36,096	24,013
其他长期负债	22,438	30,215	27,366	28,791	28,078
负债合计	90,534	137,998	144,608	148,036	134,106
股本	4,502	4,502	4,502	4,502	4,502
少数股东权益	12,301	9,463	8,587	8,908	9,617
归属母公司股东权益	61,529	48,456	42,592	44,743	49,485
负债和股东权益合计	164,363	195,917	195,787	201,688	193,208

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	18,246	(8,109)	(6,740)	2,472	5,451
折旧摊销	6,692	9,281	9,731	10,016	10,230
营运资金变动	3,720	3,721	(1,669)	3,024	(2,217)
其他	2,021	(3,749)	1,359	3,204	1,595
经营活动现金流	30,679	1,144	2,680	18,717	15,058
资本支出	(36,452)	(28,388)	(1,155)	(1,155)	(1,250)
投资变动	(5,656)	(4,521)	0	0	0
其他	(2,931)	4,389	215	215	215
投资活动现金流	(45,039)	(28,520)	(940)	(940)	(1,035)
银行借款	13,472	24,153	6,966	(13,296)	(8,359)
股权融资	(20,380)	(9,344)	0	0	0
其他	443	12,671	(9,226)	407	(3,723)
筹资活动现金流	(6,465)	27,480	(2,260)	(12,889)	(12,082)
净现金流	(20,825)	103	(519)	4,888	1,941

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	(2.3)	(33.9)	15.4	30.7	9.3
营业利润增长率(%)	(43.7)	(137.8)	/	/	109.5
归属于母公司净利润增长率(%)	(47.2)	(151.9)	/	/	120.5
息税前利润增长率(%)	(46.4)	(134.7)	/	/	54.4
息税折旧前利润增长率(%)	(38.3)	(93.7)	169.7	207.5	19.1
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(47.2)	(151.9)	/	/	120.5
获利能力					
息税前利润率(%)	15.5	(8.1)	(4.6)	3.5	4.9
营业利润率(%)	16.0	(9.2)	(6.6)	2.1	4.0
毛利率(%)	26.4	6.4	5.5	12.4	13.5
归母净利润率(%)	9.8	(7.7)	(5.5)	1.5	3.1
ROE(%)	22.1	(14.5)	(13.8)	4.8	9.6
ROIC(%)	15.0	(4.9)	(3.4)	3.5	5.6
偿债能力					
资产负债率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
净负债权益比	0.4	1.2	1.3	1.0	0.7
流动比率	1.6	1.2	1.1	1.1	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.5	0.5	0.7	0.8
应收账款周转率	24.2	13.4	13.4	13.4	13.4
应付账款周转率	9.8	4.9	4.9	5.3	5.3
费用率					
销售费用率(%)	1.5	2.0	2.0	2.0	2.0
管理费用率(%)	3.4	4.5	4.0	4.0	4.0
研发费用率(%)	0.9	1.6	1.6	1.6	1.6
财务费用率(%)	0.4	2.2	2.8	2.0	1.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.0	(1.6)	(1.3)	0.5	1.1
每股经营现金流(最新摊薄)	6.8	0.3	0.6	4.2	3.3
每股净资产(最新摊薄)	13.7	10.8	9.5	9.9	11.0
每股股息	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0
估值比率					
P/E(最新摊薄)	7.3	(14.1)	(16.9)	46.0	20.9
P/B(最新摊薄)	1.6	2.0	2.3	2.2	2.0
EV/EBITDA	4.9	93.6	34.8	10.3	8.0
价格/现金流(倍)	3.2	86.5	36.9	5.3	6.6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1)基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2)中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话:(8621)68604866
传真:(8621)58883554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 108001521065
新加坡客户请拨打: 8008523392
传真:(852)21479513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
传真:(852)21479513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话:(8610)83262000
传真:(8610)83262291

中银国际(英国)有限公司

2/F,1Lothbury
LondonEC2R7DB
UnitedKingdom
电话:(4420)36518888
传真:(4420)36518877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7BryantPark15 楼
NY10018
电话:(1)2122590888
传真:(1)2122590889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话:(65)66926829/65345587
传真:(65)65343996/65323371