



公司评级 增持（首次）

报告日期 2025年09月22日

基础数据

09月19日收盘价（元）	21.83
总市值（亿元）	982.78
总股本（亿股）	45.02

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

分析师：王帅

S0190521110001
wangshuai21@xyzq.com.cn

分析师：余静文

S0190523020004
yujingwen@xyzq.com.cn

通威股份(600438.SH)

业绩短期承压，反内卷有望助力业绩扭亏

投资要点：

- 事件：公司发布 2025 半年报，2025H1 实现营业收入 405.09 亿元，同比-7.51%；实现归母净利润-49.55 亿元，扣非后归母净利润-50.29 亿元。分季度来看，Q1/Q2 实现营收 159.33/245.75 亿元，同比-18.58%/+1.44%，实现归母净利润-25.93/-23.63 亿元。
- 光伏需求保持快速增长，产业链价格下跌导致业绩短期承压。2025H1,受国内新能源市场化电价机制政策的影响，呈现出抢装潮，上半年国内装机 212.21GW, 同比+107%，分布式电站成为装机主力。与此同时，产业链价格还在不断下探，根据 Infolink 数据，硅料，硅片，电池，组件价格较年初降幅分别为 10%，20%，15%，2%。在此背景下，公司上半年硅料销售 16.13 万吨，全球市占率 30%，电池销售 49.89GW, 硅料和电池销售量保持全球第一，组件销售 24.52GW, 分布式出货保持国内第一。公司光伏业务营收达到 266.8 亿元，占总营收比例的 66.69%。
- 反内卷推动行业重回健康发展，预期下半年公司有望迎来业绩拐点。2025 年以来，“反内卷”政策不断升温，7 月 1 日，中央财经委员会明确指出，要依法依规治理企业低价无序竞争，推动落后产能有序退出。公司目前硅料/电池/组件产能达到 90 万吨/150GW/90GW, 作为光伏行业的龙头企业，公司在本轮反内卷中起到带头作用，积极响应反内卷号召，不低于成本价销售产品，提高产品售价，遵守行业自律生产。预期行业有望因反内卷迎来供需拐点，硅料环节将率先受益。
- 扩大海外经营，提升技术研发实力，巩固公司长期竞争力。公司积极拓展海外渠道，2025H1, 公司组件海外销量 5.08GW, 在波兰，罗马尼亚，匈牙利市场等取得领先优势。技术研发方面，公司投资 28.82 亿元建设通威全球创新研发中心，全面布局 HJT,XBC, 钙钛矿/晶硅叠层等技术，截至 2025 年 6 月 30 日，公司光伏板块获得专利 3069 件。公司 1GW HJT 中试线功率超过 755W, 0BB-TBC 组件功率达到 665.7W, 预计将在下半年进行中试研发。公司不断拓展新技术方向，保障技术先进性。
- 投资建议：我们预测公司 2025/2026/2027 年归母净利润分别为-60.35/24.37/54.47 亿元，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：行业政策变化；国际局势影响产品出口；下游需求不达预期。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	91994	91600	107370	125370
同比增长	-33.9%	-0.4%	17.2%	16.8%
归母净利润（百万元）	-7039	-6035	2437	5447
同比增长	-	-	-	123.5%
毛利率	6.4%	3.7%	13.2%	16.2%
ROE	-14.5%	-14.3%	5.4%	10.8%
每股收益（元）	-1.56	-1.34	0.54	1.21
市盈率	—	—	40.3	18.0

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	66193	61936	77273	103741
货币资金	16448	12601	22190	40076
交易性金融资产	12869	15832	18701	21722
应收票据及应收账款	8172	7124	8351	9751
预付款项	1086	1058	1118	1261
存货	12633	7433	5257	5437
其他	14984	17888	21656	25494
非流动资产	129724	120976	112273	101086
长期股权投资	2307	2307	2307	2307
固定资产	100025	97567	90583	80443
在建工程	7251	1972	927	544
无形资产	4851	4812	4825	4846
商誉	469	469	469	469
其他	14820	13849	13163	12477
资产总计	195917	182912	189546	204827
流动负债	56538	55039	48606	55449
短期借款	1878	2134	2670	3655
应付票据及应付账款	35051	31846	23545	27720
其他	19609	21059	22391	24073
非流动负债	81460	77415	87511	89306
长期借款	51244	47279	57489	58514
其他	30215	30136	30022	30792
负债合计	137998	132455	136117	144755
股本	4502	4502	4502	4502
未分配利润	23009	16927	18998	23628
少数股东权益	9463	8138	8673	9869
股东权益合计	57919	50458	53429	60072
负债及权益合计	195917	182912	189546	204827

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	-7039	-6035	2437	5447
折旧和摊销	9281	12994	13486	13769
营运资金的变动	-6200	-2636	-11052	-717
经营活动产生现金流量	1144	6850	8932	23938
资本支出	-27780	-3725	-4476	-2961
长期投资	-651	-2963	-2869	-3021
投资活动产生现金流量	-28520	-6077	-7237	-5857
债权融资	35996	-1944	10635	2784
股权融资	737	0	0	0
融资活动产生现金流量	27480	-4574	7894	-195
现金净变动	93	-3847	9589	17886

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	91994	91600	107370	125370
营业成本	86117	88189	93144	105044
税金及附加	442	412	483	564
销售费用	1855	1924	2255	2633
管理费用	4147	3939	4402	5140
研发费用	1510	1099	1288	1504
财务费用	2002	2216	2425	2424
投资收益	87	92	107	125
公允价值变动收益	218	0	0	0
信用减值损失	-89	0	0	0
资产减值损失	-5327	-1835	-678	-1164
营业利润	-8418	-7327	3499	7837
营业外收支	-265	-261	-269	-288
利润总额	-8683	-7588	3230	7548
所得税	-575	-228	258	906
净利润	-8109	-7360	2972	6643
少数股东损益	-1070	-1325	535	1196
归属母公司净利润	-7039	-6035	2437	5447
EPS(元)	-1.56	-1.34	0.54	1.21

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	-33.9%	-0.4%	17.2%	16.8%
营业利润增长率	-	-	-	124.0%
归母净利润增长率	-	-	-	123.5%
盈利能力				
毛利率	6.4%	3.7%	13.2%	16.2%
归母净利率	-7.7%	-6.6%	2.3%	4.3%
ROE	-14.5%	-14.3%	5.4%	10.8%
偿债能力				
资产负债率	70.4%	72.4%	71.8%	70.7%
流动比率	1.17	1.13	1.59	1.87
速动比率	0.81	0.81	1.23	1.51
营运能力				
资产周转率	51.1%	48.4%	57.7%	63.6%
每股资料(元)				
每股收益	-1.56	-1.34	0.54	1.21
每股经营现金	0.25	1.52	1.98	5.32
估值比率(倍)				
PE	—	—	40.3	18.0
PB	2.0	2.3	2.2	2.0

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 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
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn