

通威股份 (600438.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

多晶硅盈利显著修复，业绩超预期

业绩简评

10 月 24 日公司披露 2025 年三季报，前三季度实现营收 646 亿元，同比-5.4%，实现归母净利润-52.7 亿元，同比亏损加深；其中 Q3 实现营收 241 亿元，同比-1.6%，实现归母净利润-3.15 亿元，同比减亏，环比 Q2(-23.63 亿)大幅减亏，业绩超预期。

经营分析

“反内卷”带动价格上涨、丰水期推动成本下降，多晶硅盈利显著修复。光伏行业“反内卷”扎实推进，7 月起多晶硅价格显著上涨，据硅业分会，9 月底 N 型致密料价格上涨至 4.97 万元/吨，较 6 月底价格低点上涨 56%，三季度 N 型致密料均价 4.31 万元/吨，环比 Q2 均价 3.48 万元/吨上涨 24%，带动公司多晶硅售价上涨。此外，三季度四川、云南等多晶硅产区实行丰水期电价，预计公司生产成本有一定下降。价格上涨、成本下降带动公司多晶硅盈利显著修复，测算公司多晶硅业务实现扭亏。

电池组件经营仍承压，静待“反内卷”推进。三季度电池组件价格涨幅较小，考虑到上游成本上涨，测算公司电池组件业务仍处于亏损状态。当前光伏行业“反内卷”持续推进，我们预计后续关于产能、产品质量等相关政策组合拳将陆续落地，涵盖领域也将涉及多个环节，驱动产业链景气度持续修复。公司电池片技术及销量持续领先、组件海外出货高速增长，电池组件盈利有望逐步修复。

经营现金流大幅转正，充足资金助力公司穿越周期。三季度公司经营活动产生的现金净流量大幅转正至 47.8 亿元，经营质量大幅改善。公司在手资金充足，截至 Q3 末货币资金与交易性金融资产总额约 348 亿元，环比 Q2 末增长 5%，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。

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-55.3、30.4、61.3 亿元。光伏行业基本面明确触底，“反内卷”持续推动景气度修复，公司多晶硅成本行业领先、电池技术及份额行业领先、组件环节高速增长，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)：22.21 元

相关报告：

- 《通威股份公司点评：龙头地位稳固，静候“反内卷”推进》，2025.8.23
- 《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



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	93,201	107,442	119,268
营业收入增长率	-2.33%	-33.87%	1.31%	15.28%	11.01%
归母净利润(百万元)	13,574	-7,039	-5,527	3,035	6,126
归母净利润增长率	-47.24%	-151.86%	-21.48%	N/A	101.85%
摊薄每股收益(元)	3.015	-1.563	-1.228	0.674	1.361
每股经营性现金流净额	6.81	0.25	1.38	4.04	5.25
ROE(归属母公司)(摊薄)	22.06%	-14.53%	-12.38%	6.49%	12.00%
P/E	8.30	-14.14	-18.09	32.95	16.32
P/B	1.83	2.05	2.24	2.14	1.96

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)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	142,423	139,104	91,994	93,201	107,442	119,268
增长率		-2.3%	-33.9%	1.3%	15.3%	11.0%
主营业务成本	-88,060	-102,328	-86,117	-89,683	-94,000	-100,717
%销售收入	61.8%	73.6%	93.6%	96.2%	87.5%	84.4%
毛利	54,363	36,776	5,877	3,519	13,442	18,552
%销售收入	38.2%	26.4%	6.4%	3.8%	12.5%	15.6%
营业税金及附加	-911	-745	-442	-559	-645	-716
%销售收入	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-1,435	-2,130	-1,855	-1,864	-2,149	-2,385
%销售收入	1.0%	1.5%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
管理费用	-7,868	-4,728	-4,147	-3,355	-3,760	-3,936
%销售收入	5.5%	3.4%	4.5%	3.6%	3.5%	3.3%
研发费用	-1,464	-1,189	-1,510	-1,212	-1,397	-1,550
%销售收入	1.0%	0.9%	1.6%	1.3%	1.3%	1.3%
息税前利润 (EBIT)	42,684	27,984	-2,078	-3,472	5,492	9,964
%销售收入	30.0%	20.1%	n.a	n.a	5.1%	8.4%
财务费用	-689	-581	-2,002	-2,523	-2,226	-2,129
%销售收入	0.5%	0.4%	2.2%	2.7%	2.1%	1.8%
资产减值损失	-2,348	-6,366	-5,416	-2,218	79	-167
公允价值变动收益	-36	170	218	50	50	50
投资收益	-421	-177	62	120	100	100
%税前利润	n.a	n.a	-0.7%	-1.6%	2.4%	1.2%
营业利润	39,574	22,291	-8,418	-7,447	4,100	8,423
营业利润率	27.8%	16.0%	n.a	n.a	3.8%	7.1%
营业外收支	-1,235	-239	-265	50	50	50
税前利润	38,339	22,052	-8,683	-7,397	4,150	8,473
利润率	26.9%	15.9%	n.a	n.a	3.9%	7.1%
所得税	-5,966	-3,805	575	370	-415	-847
所得税率	15.6%	17.3%	n.a	n.a	10.0%	10.0%
净利润	32,373	18,246	-8,109	-7,027	3,735	7,626
少数股东损益	6,646	4,672	-1,070	-1,500	700	1,500
归属于母公司的净利润	25,726	13,574	-7,039	-5,527	3,035	6,126
净利率	18.1%	9.8%	n.a	n.a	2.8%	5.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	32,373	18,246	-8,109	-7,027	3,735	7,626
少数股东损益	6,646	4,672	-1,070	-1,500	700	1,500
非现金支出	7,929	13,058	14,697	13,348	12,160	13,608
非经营收益	2,324	923	755	1,617	2,345	2,288
营运资金变动	1,192	-1,547	-6,200	-1,744	-31	118
经营活动现金净流	43,818	30,679	1,144	6,194	18,209	23,641
资本开支	-15,185	-36,355	-27,780	-6,798	-12,725	-12,725
投资	-5,906	-9,090	-651	-1,088	50	50
其他	285	407	-90	120	100	100
投资活动现金净流	-20,806	-45,039	-28,520	-7,766	-12,575	-12,575
股权募资	2,032	1,092	737	-7	0	0
债权募资	14,369	14,002	35,996	5,633	-661	-1,395
其他	-7,155	-21,559	-9,253	-826	-3,461	-4,331
筹资活动现金净流	9,246	-6,465	27,480	4,800	-4,122	-5,726
现金净流量	32,291	-20,825	93	3,228	1,512	5,340

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	36,842	19,418	16,448	17,964	18,102	22,332
应收款项	20,496	21,652	16,679	17,351	19,572	21,488
存货	11,003	7,788	12,633	14,816	15,233	16,322
其他流动资产	7,170	14,386	20,432	22,651	22,829	23,032
流动资产	75,511	63,244	66,193	72,782	75,735	83,174
%总资产	52.0%	38.5%	33.8%	36.6%	37.4%	39.6%
长期投资	656	645	2,570	2,708	2,708	2,708
固定资产	57,298	83,088	107,280	103,777	104,624	104,271
%总资产	39.4%	50.6%	54.8%	52.2%	51.6%	49.7%
无形资产	3,418	5,479	5,813	5,856	5,881	5,910
非流动资产	69,733	101,119	129,724	126,019	127,010	126,798
%总资产	48.0%	61.5%	66.2%	63.4%	62.6%	60.4%
资产总计	145,244	164,363	195,917	198,801	202,745	209,972
短期借款	2,300	2,238	12,604	15,422	14,761	13,366
应付款项	22,012	29,512	36,721	37,005	38,796	41,569
其他流动负债	12,045	7,591	7,213	10,878	11,572	12,100
流动负债	36,357	39,340	56,538	63,305	65,129	67,035
长期贷款	15,409	28,755	51,244	53,244	53,244	53,244
其他长期负债	20,232	22,438	30,215	29,660	28,956	28,489
负债	71,999	90,534	137,998	146,209	147,329	148,768
普通股股东权益	60,797	61,529	48,456	44,628	46,753	51,041
其中：股本	4,502	4,502	4,502	4,502	4,502	4,502
未分配利润	35,854	34,660	23,009	19,140	21,264	25,553
少数股东权益	12,448	12,301	9,463	7,963	8,663	10,163
负债股东权益合计	145,244	164,363	195,917	198,801	202,745	209,972

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	5.715	3.015	-1.563	-1.228	0.674	1.361
每股净资产	13.505	13.667	10.763	9.913	10.385	11.337
每股经营现金净流	9.733	6.815	0.254	1.376	4.045	5.251
每股股利	0.000	0.000	0.224	-0.368	0.202	0.408
回报率						
净资产收益率	42.32%	22.06%	-14.53%	-12.38%	6.49%	12.00%
总资产收益率	17.71%	8.26%	-3.59%	-2.78%	1.50%	2.92%
投入资本收益率	35.18%	19.62%	-1.40%	-2.39%	3.52%	6.20%
增长率						
主营业务收入增长率	124.32%	-2.33%	-33.87%	1.31%	15.28%	11.01%
EBIT 增长率	274.60%	-34.44%	-107.42%	67.10%	-258.19%	81.44%
净利润增长率	213.43%	-47.24%	-151.86%	-21.48%	N/A	101.85%
总资产增长率	64.58%	13.16%	19.20%	1.47%	1.98%	3.56%
资产管理能力						
应收账款周转天数	9.5	15.1	27.2	28.0	28.0	28.0
存货周转天数	34.6	33.5	43.3	67.0	65.0	65.0
应付账款周转天数	39.7	50.6	78.9	75.0	75.0	75.0
固定资产周转天数	136.6	179.1	396.9	389.8	339.5	303.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-17.96%	17.17%	85.60%	99.03%	92.54%	74.60%
EBIT 利息保障倍数	61.9	48.2	-1.0	-1.4	2.5	4.7
资产负债率	49.57%	55.08%	70.44%	73.55%	72.67%	70.85%

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	2	4	20	24	49
增持	0	1	6	8	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.20	1.23	1.25	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
6	2025-08-23	买入	21.03	N/A

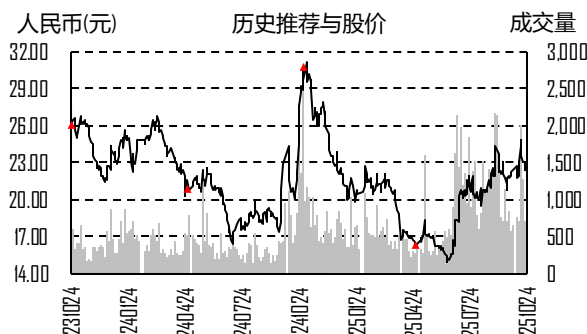
来源：国金证券研究所

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：北京市东城区建国门内大街 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