

通威股份(600438.SH)

多晶硅价格回暖等因素推动三季度盈利水平明显修复

推荐（维持）

股价：22.21 元

主要数据

行业	电力设备及新能源
公司网址	www.tongwei.com.cn
大股东/持股	通威集团有限公司/45.24%
实际控制人	刘汉元
总股本(百万股)	4,502
流通 A 股(百万股)	4,502
流通 B/H 股(百万股)	
总市值(亿元)	1,000
流通 A 股市值(亿元)	1,000
每股净资产(元)	9.27
资产负债率(%)	72.0

行情走势图



证券分析师

皮秀	投资咨询资格编号 S1060517070004 PIXIU809@pingan.com.cn
李梦强	投资咨询资格编号 S1060525090001 LIMENGQIANG340@pingan.com.cn

事项：

公司发布 2025 年三季报，Q3 单季营收 240.91 亿元，同比减少 1.57%，归母净利润-3.15 亿元，亏损额同比减少 5.29 亿元，扣非后净利润-4.42 亿元；公司前三季度营收 646.0 亿元，同比减少 5.38%，归母净利润-52.7 亿元，亏损额同比增加约 13.0 亿元。

平安观点：

- **多重因素推动三季度盈利水平明显修复。**三季度公司盈利情况明显改善，亏损额环比大幅缩小，驱动因素主要包括两方面。一方面，三季度资产减值损失环比减少 18.72 亿元，估计主要因为光伏产业链价格企稳，存货减值损失大幅下降。另一方面，公司综合毛利率环比提升，三季度毛利率 7.23%，环比增加 5.25 个百分点；三季度多晶硅价格回暖，根据 Infolink 的统计数据，多晶硅致密料均价从二季度末的 35 元/kg 上涨至三季度末的 51 元/kg，推动多晶硅业务毛利率水平的修复；另外，三季度是农业板块的旺季，盈利水平相对较好。
- **TNC 2.0 组件开启出海，兆瓦级钙钛矿-晶硅叠层电池试验线贯通。**2025 年公司推出了新一代 TOPCon 组件 TNC 2.0，融合 908 技术（通威自主研发的 0BB 技术）、TPE 技术、Poly Tech、钢网印刷四大技术，全面提升产品在多场景下的发电表现，组件转化效率达到 25% 以上；2025 年 7 月，海外首批 TNC 2.0 组件发货欧洲。2025 年 9 月，行业首条全自动兆瓦级钙钛矿-晶硅叠层电池试验线在通威全球创新研发中心全线贯通，实验室研发效率已突破 34.78%，210 半片全尺寸电池（全面积）效率达到 28.39%，意味着通威叠层电池技术正式从实验室迈向产业化，开启光伏技术更新迭代的新篇章。
- **投资建议。**考虑多晶硅价格走势好于预期，调整公司盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 -57.79、12.73、37.20 亿元（原预测值 -69.71、1.04、26.78 亿元），当前股价对应的动态 PE 分别为 -17.3、78.6、26.9 倍。光伏行业竞争激烈，头部企业普遍面临较大的盈利水平压力；

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	139,104	91,994	91,203	105,114	115,662
YOY(%)	-2.3	-33.9	-0.9	15.3	10.0
净利润(百万元)	13,574	-7,039	-5,779	1,273	3,720
YOY(%)	-47.2	-151.9	17.9	122.0	192.3
毛利率(%)	26.4	6.4	4.5	10.0	12.0
净利率(%)	9.8	-7.7	-6.3	1.2	3.2
ROE(%)	22.1	-14.5	-13.5	2.9	8.0
EPS(摊薄/元)	3.02	-1.56	-1.28	0.28	0.83
P/E(倍)	7.4	-14.2	-17.3	78.6	26.9
P/B(倍)	1.7	2.2	2.5	2.4	2.3

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

随着后续反内卷政策的推进，光伏组件产业链供需形势有望逐步优化，公司有望迎来盈利水平修复并巩固竞争优势，维持公司“推荐”评级。

- **风险提示。**（1）国内外光伏需求不及预期风险。（2）行业竞争加剧和盈利水平不及预期风险。（3）反内卷等政策推进节奏和效果不及预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	66,193	50,770	55,885	59,926
现金	16,448	9,120	10,511	11,566
应收票据及应收账款	16,456	14,586	16,811	18,498
其他应收款	802	474	546	601
预付账款	1,086	970	1,119	1,231
存货	12,633	10,096	10,972	11,799
其他流动资产	18,767	15,523	15,926	16,231
非流动资产	129,724	125,321	120,711	116,141
长期投资	2,307	2,274	2,242	2,209
固定资产	107,077	108,570	104,123	99,489
无形资产	4,851	4,799	4,926	5,033
其他非流动资产	15,489	9,678	9,420	9,410
资产总计	195,917	176,091	176,596	176,067
流动负债	56,538	43,355	48,734	50,918
短期借款	1,878	2,896	4,574	3,351
应付票据及应付账款	35,051	26,184	28,455	30,600
其他流动负债	19,609	14,274	15,706	16,966
非流动负债	81,460	81,460	75,460	69,460
长期借款				
其他非流动负债	9,858	9,858	9,858	9,858
负债合计	137,998	124,814	124,194	120,377
少数股东权益	9,463	8,600	8,790	9,346
股本	4,502	4,502	4,502	4,502
资本公积	16,138	16,138	16,139	16,141
留存收益	27,815	22,037	22,970	25,700
归属母公司股东权益	48,456	42,677	43,612	46,343
负债和股东权益	195,917	176,091	176,596	176,067

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	515	-2,874	11,434	14,444
净利润	-8,109	-6,642	1,463	4,276
折旧摊销	8,653	7,770	7,979	7,942
财务费用	2,002	2,389	2,298	2,091
投资损失	-87	-55	-55	-55
营运资金变动	-6,200	-6,107	-21	420
其他经营现金流	4,256	-230	-230	-230
投资活动现金流	-28,520	-3,083	-3,084	-3,085
资本支出	26,576	3,400	3,402	3,404
长期投资	-651	0	0	0
其他投资现金流	-54,446	-6,483	-6,486	-6,489
筹资活动现金流	27,480	-1,371	-6,959	-10,304
短期借款	1,664	1,018	1,678	-1,223
长期借款	28,454	0	-6,000	-6,000
其他筹资现金流	-2,639	-2,389	-2,637	-3,081
现金净增加额	-536	-7,328	1,391	1,055

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	91,994	91,203	105,114	115,662
营业成本	86,117	87,098	94,652	101,789
税金及附加	442	439	506	556
营业费用	1,855	1,733	1,892	2,082
管理费用	4,147	3,101	3,259	3,354
研发费用	1,510	1,368	1,472	1,504
财务费用	2,002	2,389	2,298	2,091
资产减值损失	-5,327	-2,280	0	0
信用减值损失	-89	-87	-100	-110
其他收益	645	645	645	645
公允价值变动收益	218	200	200	200
投资净收益	87	55	55	55
资产处置收益	128	128	128	128
营业利润	-8,418	-6,264	1,965	5,204
营业外收入	63	48	48	48
营业外支出	328	328	328	328
利润总额	-8,683	-6,544	1,684	4,924
所得税	-575	98	221	647
净利润	-8,109	-6,642	1,463	4,276
少数股东损益	-1,070	-864	190	556
归属母公司净利润	-7,039	-5,779	1,273	3,720
EBITDA	1,972	3,615	11,961	14,956
EPS (元)	-1.56	-1.28	0.28	0.83

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入(%)	-33.9	-0.9	15.3	10.0
营业利润(%)	-137.8	25.6	131.4	164.9
归属于母公司净利润(%)	-151.9	17.9	122.0	192.3
获利能力				
毛利率(%)	6.4	4.5	10.0	12.0
净利率(%)	-7.7	-6.3	1.2	3.2
ROE(%)	-14.5	-13.5	2.9	8.0
ROIC(%)	-6.2	-4.1	3.0	5.5
偿债能力				
资产负债率(%)	70.4	70.9	70.3	68.4
净负债比率(%)	98.5	127.5	113.9	92.3
流动比率	1.2	1.2	1.1	1.2
速动比率	0.8	0.9	0.8	0.9
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率	6.1	6.8	6.8	6.8
应付账款周转率	4.3	5.7	5.7	5.7
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	-1.56	-1.28	0.28	0.83
每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	-0.64	2.54	3.21
每股净资产(最新摊薄)	10.33	9.04	9.25	9.86
估值比率				
P/E	-14.2	-17.3	78.6	26.9
P/B	2.2	2.5	2.4	2.3
EV/EBITDA	82.3	47.0	13.9	10.6

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所			电话：4008866338
深圳	上海	北京	
深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼	北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层	