

Q3 业绩环比减亏，经营现金流回正

华泰研究

2025 年 10 月 27 日 | 中国内地

季报点评

电源设备

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

31.66

刘俊

SAC No. S0570523110003
SFC No. AVM464

研究员

karlliu@htsc.com
+(852) 3658 6000

边文蛟

SAC No. S0570518110004
SFC No. BSJ399

研究员

bianwenjiao@htsc.com
+(86) 755 8277 6411

苗雨菲

SAC No. S0570523120005
SFC No. BTM578

研究员

miaoyufei@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

宫宇博*

SAC No. S0570124070070

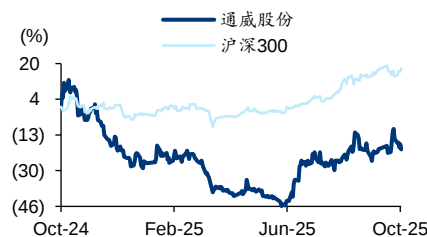
联系人

gongyubo@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

收盘价 (人民币 截至 10 月 24 日)	22.21
市值 (人民币百万)	99,989
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	1,769
52 周价格范围 (人民币)	14.98-31.12

股价走势图



资料来源: Wind

经营预测指标与估值

会计年度 (人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万)	91,994	92,553	116,160	122,692
+/-%	(33.87)	0.61	25.51	5.62
归属母公司净利润 (百万)	(7,039)	(6,182)	3,571	5,132
+/-%	(151.86)	12.17	157.77	43.68
EPS (最新摊薄)	(1.56)	(1.37)	0.79	1.14
ROE (%)	(14.00)	(15.26)	8.66	12.50
PE (倍)	(14.21)	(16.17)	28.00	19.48
PB (倍)	2.06	2.37	2.46	2.49
EV EBITDA (倍)	65.97	71.92	9.89	8.11
股息率 (%)	0.00	5.26	5.54	3.71

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

通威股份发布三季报: 3Q25 实现收入 240.9 亿元, 同/环比-1.6%/-2.0%, 归母净利-3.1 亿元, 同/环比减亏 5.3/20.5 亿元, 主要系硅料价格上涨, 叠加丰水期电价下降, 驱动硅料盈利修复, 以及存货跌价损失冲回。3Q25 公司经营活动现金净流量为 47.8 亿元, 环比大幅回正, 经营质量显著改善。公司在手资金充足, 截至 25Q3 末货币资金与交易性金融资产共计 347.7 亿元, 环比+4.6%。考虑到光伏“反内卷”持续推进, 硅料作为供给侧改革重要抓手, 或通过能耗管控与产能收储实现落后供给出清, 公司硅料、电池双龙头地位稳固, 或充分受益于反内卷持续推进, 维持“买入”评级。

硅料业务: Q3 盈利显著修复, 关注反内卷进展

价格端, 反内卷驱动硅料价格持续修复, 根据硅业分会统计, 25 年 9 月底 N 型致密料均价为 4.97 万元/吨, 较 6 月底上涨 56%, 有助于支撑前期存货跌价损失冲回。成本端, 丰水期云南、四川等地电价下降, 叠加公司生产工艺优化, 生产成本有望持续下降。综上, 我们认为公司 Q3 硅料业务盈利能力已显著修复。

行业层面, 我们认为硅料作为光伏“反内卷”核心抓手, 有望通过能耗管控与产能收储实现落后产能出清。9 月 16 日, 国家标准委《硅多晶和铸单晶硅产品能源消耗限额》(征求意见稿) 发布, 收紧硅料等环节能耗标准; 10 月 10 日, 协鑫科技首批认定增款项认购完成, 并公告本次募资所得款项中的 18 亿元用于多晶硅产能结构性调整, 或验证硅料收储稳步推进。

电池组件业务: Q3 经营承压, 关注组件价格修复

根据国家能源局, 9M25 国内光伏新增装机 240.27GW, 同比+49%, 其中 3Q25 新增装机 28.06GW, 同比-52%, 主要系抢装后需求疲软, 公司电池、组件出货量或环比下降。同时, 由于下游电站收益率下降, 电池组件价格上涨空间有限, 受制于上游成本大幅上涨, 或导致电池组件业务盈利持续承压。我们看好后续业主重视电池组件质量要求, 叠加风光大基地、光伏治沙、绿电直连或支撑中长期需求向好, 驱动组件价格修复。

盈利预测与估值

我们维持公司 25-27 年归母净利润为-61.82/35.71/51.32 亿元, 对应 EPS 为-1.37、0.79、1.14 元。我们看好硅料作为供给侧改革重要抓手, 能耗管控与产能收储或同步推进, 驱动落后产能出清, 公司硅料+电池双龙头地位稳固, 或充分受益于反内卷进展。考虑到可比公司 26 年一致预期均值 40.08xPE, 我们给予公司 26 年 40.08xPE, 对应目标价 31.66 元(前值 25.39 元, 对应 26 年 32.13xPE)。

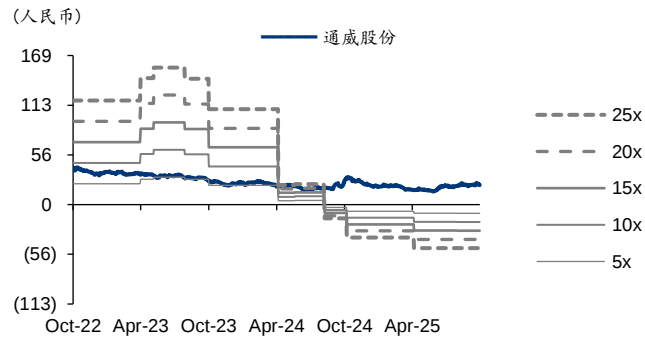
风险提示: 海外政策风险、下游需求不及预期、国内供给侧改革不及预期等。

图表1：可比公司估值表（Wind一致预期，截至2025年10月24日收盘价）

公司代码	公司简称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
3800 HK	协鑫科技	1.29	393.58	-0.03	0.05	0.09	-38.74	27.86	14.73
688303 CH	大全能源	26.89	576.85	-0.60	0.56	1.02	-44.96	47.78	26.47
601012 CH	隆基绿能	18.84	1,427.71	-0.42	0.42	0.71	-45.03	44.60	26.39
	均值						-42.91	40.08	22.53

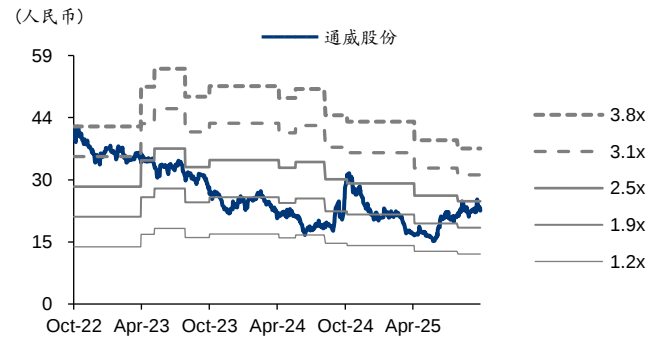
资料来源：Wind，华泰研究

图表2：通威股份 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰研究

图表3：通威股份 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	63,244	66,193	63,756	71,823	68,058
现金	19,418	16,448	13,883	16,262	17,177
应收账款	6,988	6,707	7,005	8,483	7,876
其他应收账款	488.20	802.48	0.00	1,054	186.09
预付账款	1,346	1,086	1,003	1,653	1,271
存货	7,788	12,633	13,635	14,623	13,670
其他流动资产	27,215	28,516	28,230	29,747	27,878
非流动资产	101,119	129,724	121,474	119,777	114,366
长期投资	377.32	2,307	2,891	3,713	4,825
固定投资	68,270	100,025	93,715	89,504	82,915
无形资产	4,721	4,851	5,262	5,774	6,256
其他非流动资产	27,750	22,541	19,607	20,786	20,370
资产总计	164,363	195,917	185,230	191,600	182,424
流动负债	39,340	56,538	70,937	87,659	88,251
短期借款	214.02	1,878	12,194	26,425	28,368
应付账款	17,376	19,840	20,757	22,533	21,675
其他流动负债	21,751	34,820	37,986	38,701	38,209
非流动负债	51,193	81,460	64,044	54,681	44,211
长期借款	28,755	51,244	39,749	29,032	17,491
其他非流动负债	22,438	30,215	24,295	25,649	26,720
负债合计	90,534	137,998	134,981	142,340	132,462
少数股东权益	12,301	9,463	7,975	8,671	9,786
股本	4,502	4,502	4,502	4,502	4,502
资本公积	16,136	16,138	16,138	16,138	16,138
留存公积	38,964	27,869	22,690	25,759	30,593
归属母公司股东权益	61,529	48,456	42,274	40,589	40,176
负债和股东权益	164,363	195,917	185,230	191,600	182,424

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	30,679	1,144	8,724	11,805	20,836
净利润	18,246	(8,109)	(7,670)	4,267	6,247
折旧摊销	6,692	9,281	9,215	9,625	9,996
财务费用	580.85	2,002	1,769	1,529	1,418
投资损失	177.14	(87.49)	170.22	86.62	56.45
营运资金变动	(1,547)	(6,200)	4,373	(3,349)	3,412
其他经营现金	6,530	4,256	867.02	(353.54)	(293.34)
投资活动现金	(45,039)	(28,520)	(1,935)	(7,118)	(4,011)
资本支出	(36,452)	(28,388)	(4,188)	(4,479)	(2,030)
长期投资	(9,107)	(650.99)	(584.37)	(821.84)	(1,112)
其他投资现金	520.28	518.75	2,837	(1,817)	(869.56)
筹资活动现金	(6,465)	27,480	(9,355)	(2,308)	(15,910)
短期借款	126.25	1,664	10,316	14,231	1,943
长期借款	13,346	22,489	(11,495)	(10,717)	(11,541)
普通股增加	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(8.37)	2.55	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(19,929)	3,324	(8,175)	(5,821)	(6,312)
现金净增加额	(20,825)	92.52	(2,565)	2,379	914.48

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	139,104	91,994	92,553	116,160	122,692
营业成本	102,328	86,117	89,313	101,730	106,098
营业税金及附加	745.46	442.45	483.91	632.96	639.41
营业费用	2,130	1,855	1,666	1,742	1,718
管理费用	4,728	4,147	3,239	3,485	3,681
财务费用	580.85	2,002	1,769	1,529	1,418
资产减值损失	(6,236)	(5,327)	(3,702)	(1,162)	(981.54)
公允价值变动收益	169.78	217.85	117.06	168.23	167.72
投资净收益	(177.14)	87.49	(170.22)	(86.62)	(56.45)
营业利润	22,291	(8,418)	(8,251)	5,229	7,397
营业外收入	49.08	63.18	47.89	53.38	54.82
营业外支出	288.31	328.32	627.70	414.78	456.93
利润总额	22,052	(8,683)	(8,831)	4,868	6,995
所得税	3,805	(574.53)	(1,161)	600.63	748.50
净利润	18,246	(8,109)	(7,670)	4,267	6,247
少数股东损益	4,672	(1,070)	(1,488)	695.45	1,115
归属母公司净利润	13,574	(7,039)	(6,182)	3,571	5,132
EBITDA	29,294	2,514	2,246	16,602	19,145
EPS (人民币, 基本)	3.02	(1.58)	(1.37)	0.79	1.14

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	(2.33)	(33.87)	0.61	25.51	5.62
营业利润	(43.67)	(137.77)	1.99	163.37	41.47
归属母公司净利润	(47.24)	(151.86)	12.17	157.77	43.68
获利能力 (%)					
毛利率	26.44	6.39	3.50	12.42	13.52
净利率	13.12	(8.81)	(8.29)	3.67	5.09
ROE	24.71	(14.00)	(15.26)	8.66	12.50
ROIC	25.49	(6.37)	(6.81)	6.96	10.62
偿债能力					
资产负债率 (%)	55.08	70.44	72.87	74.29	72.61
净负债比率 (%)	38.20	119.59	131.66	137.68	115.31
流动比率	1.61	1.17	0.90	0.82	0.77
速动比率	1.31	0.82	0.65	0.59	0.55
营运能力					
总资产周转率	0.90	0.51	0.49	0.62	0.66
应收账款周转率	24.21	13.44	13.50	15.00	15.00
应付账款周转率	7.21	4.63	4.40	4.70	4.80
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	3.02	(1.56)	(1.37)	0.79	1.14
每股经营现金流(最新摊薄)	6.81	0.25	1.94	2.62	4.63
每股净资产(最新摊薄)	13.67	10.76	9.39	9.02	8.92
估值比率					
PE (倍)	7.37	(14.21)	(16.17)	28.00	19.48
PB (倍)	1.63	2.06	2.37	2.46	2.49
EV EBITDA (倍)	4.45	65.97	71.92	9.89	8.11

免责声明

分析师声明

本人，刘俊、边文姣、苗雨菲，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或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。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰证券及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 通威股份（600438 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师刘俊、边文姣、苗雨菲本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 通威股份（600438 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

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（含此期间的股息回报）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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15%以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司