

25Q3 大幅减亏，多晶硅盈利改善显著

2025 年 10 月 27 日

事件：2025 年 10 月 24 日，公司发布 2025 年三季报。2025 年前三季度，公司实现营业收入 646.00 亿元，同比-5.38%；归母净亏损为 52.70 亿元，同比亏损扩大；扣非净亏损为 54.71 亿元，同比亏损扩大。

2025Q3 公司实现营业收入 240.91 亿元，同比-1.57%，环比-1.97%；归母净亏损为 3.15 亿元，同环比大幅减亏；扣非净亏损为 4.42 亿元，同环比大幅减亏。

➤ “反内卷”带动价格上涨叠加丰水期成本改善，多晶硅盈利提升显著。

根据硅业分会，25 年 6 月底多晶硅价格处于底部状态，N 型复投料、颗粒硅均价分别为 3.44、3.35 万元/吨。由于多晶硅企业超一年以上亏损运营，为清库存导致价格已远低于综合成本，25 年 7 月初以来随着光伏“反内卷”推进，为符合“不低于成本销售”的价格法规要求，硅料企业一次性提价至综合成本线之上，7 月中上旬硅料报价区间提升至 4.50-5.0 万元，大幅上调 25-35%；25 年 9 月底，N 型复投料、颗粒硅均价分别为 5.32、5.05 万元/吨，相比 6 月底均价分别上涨 55%、51%。同时，三季度四川、云南处于丰水期，电价相对较低，公司多晶硅生产成本改善，共同带动 25Q3 公司多晶硅盈利显著修复。

➤ **电池组件盈利承压，静待价格修复。**根据 Infolink，25 年 9 月底 182*210mm TOPCon 电池均价 0.29 元/W，相比 6 月底均价提升 12%；9 月底 TOPCon 组件均价为 0.693 元/W，相比 6 月底均价提升 2%，25Q3 公司电池组件价格和盈利依然承压。25 年 10 月，国家发展改革委、市场监管总局发布《关于治理价格无序竞争，维护良好市场价格秩序的公告》，再次强调治理企业无序竞争，随着“反内卷”持续推进，电池和组件环节有望迎来价格修复和盈利改善。

➤ **经营性现金流转正。**25Q3 公司经营活动产生的现金流量净额为 47.76 亿元，环比大幅转正，经营活动质量改善明显。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 908.33、1074.77、1201.88 亿元，归母净利润分别为-57.91、30.50、60.25 亿元，以 10 月 27 日收盘价为基准，对应 2026-2027 年 PE 为 34X、17X，公司多晶硅盈利改善明显，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期，市场竞争加剧，资产减值风险等。

推荐

维持评级

当前价格：

22.93 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@glms.com.cn

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

邮箱：zhubiye@glms.com.cn

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

邮箱：wangyiru_yj@glms.com.cn

分析师 林誉韬

执业证书：S0100524070001

邮箱：linyutao@glms.com.cn

相关研究

- 1.通威股份 (600438.SH) 2025 年半年报点评：业绩阶段性承压，多晶硅龙头地位稳固-2025/08/25
- 2.通威股份 (600438.SH) 2024 年年报及 2025 年一季报点评：业绩阶段性承压，多晶硅成本优势显著-2025/05/03
- 3.通威股份 (600438.SH) 2024 年三季报点评：多晶硅成本下降，24Q3 亏损环比收窄-2024/11/03
- 4.通威股份 (600438.SH) 2024 年半年报点评：业绩阶段性承压，收购润阳完善产业链布局-2024/09/02
- 5.通威股份 (600438.SH) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：业绩阶段性承压，硅料成本优势显著-2024/04/30

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	91,994	90,833	107,477	120,188
增长率 (%)	-33.9	-1.3	18.3	11.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	-7,039	-5,791	3,050	6,025
增长率 (%)	-151.9	17.7	152.7	97.5
每股收益 (元)	-1.56	-1.29	0.68	1.34
PE	/	/	34	17
PB	2.1	2.4	2.4	2.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 10 月 27 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	91,994	90,833	107,477	120,188
营业成本	86,117	86,037	93,021	100,807
营业税金及附加	442	391	430	481
销售费用	1,855	1,817	1,935	2,163
管理费用	4,147	3,452	3,762	4,207
研发费用	1,510	1,181	860	962
EBIT	-6,086	-1,428	8,203	11,910
财务费用	2,002	2,717	2,817	2,794
资产减值损失	-5,327	-3,500	-1,500	-1,300
投资收益	87	91	107	60
营业利润	-8,418	-7,509	4,048	7,936
营业外收支	-265	-60	-60	-60
利润总额	-8,683	-7,569	3,988	7,876
所得税	-575	-757	399	788
净利润	-8,109	-6,812	3,589	7,088
归属于母公司净利润	-7,039	-5,791	3,050	6,025
EBITDA	3,195	11,710	22,127	26,617

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	16,448	15,356	19,765	29,376
应收账款及票据	8,172	8,811	10,429	11,665
预付款项	1,086	1,118	1,209	1,310
存货	12,633	12,639	16,913	19,231
其他流动资产	27,853	30,834	32,608	33,962
流动资产合计	66,193	68,758	80,924	95,545
长期股权投资	2,307	2,307	2,307	2,307
固定资产	100,025	99,467	97,463	93,979
无形资产	4,851	4,871	4,891	4,911
非流动资产合计	129,724	125,896	121,771	116,863
资产合计	195,917	194,654	202,696	212,408
短期借款	1,878	2,664	2,664	2,664
应付账款及票据	35,051	31,539	37,318	41,732
其他流动负债	19,609	26,193	27,117	28,029
流动负债合计	56,538	60,396	67,100	72,426
长期借款	51,244	53,782	53,782	53,782
其他长期负债	30,215	29,376	29,376	29,376
非流动负债合计	81,460	83,158	83,158	83,158
负债合计	137,998	143,554	150,258	155,583
股本	4,502	4,502	4,502	4,502
少数股东权益	9,463	8,441	8,980	10,043
股东权益合计	57,919	51,100	52,438	56,825
负债和股东权益合计	195,917	194,654	202,696	212,408

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-33.87	-1.26	18.32	11.83
EBIT 增长率	-121.90	76.53	674.35	45.19
净利润增长率	-151.86	17.73	152.68	97.52
盈利能力 (%)				
毛利率	6.39	5.28	13.45	16.13
净利率	-7.65	-6.37	2.84	5.01
总资产收益率 ROA	-3.59	-2.97	1.50	2.84
净资产收益率 ROE	-14.53	-13.57	7.02	12.88
偿债能力				
流动比率	1.17	1.14	1.21	1.32
速动比率	0.81	0.79	0.82	0.93
现金比率	0.29	0.25	0.29	0.41
资产负债率 (%)	70.44	73.75	74.13	73.25
经营效率				
应收账款周转天数	26.80	30.00	30.00	30.00
存货周转天数	42.68	60.00	60.00	60.00
总资产周转率	0.51	0.47	0.54	0.58
每股指标 (元)				
每股收益	-1.56	-1.29	0.68	1.34
每股净资产	10.76	9.48	9.65	10.39
每股经营现金流	0.25	1.34	4.37	5.64
每股股利	0.00	0.00	0.50	0.60
估值分析				
PE	/	/	34	17
PB	2.1	2.4	2.4	2.2
EV/EBITDA	52.53	14.33	7.59	6.31
股息收益率 (%)	0.00	0.00	2.18	2.62

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-8,109	-6,812	3,589	7,088
折旧和摊销	9,281	13,139	13,924	14,708
营运资金变动	-6,200	-6,467	-2,073	-504
经营活动现金流	1,144	6,017	19,660	25,383
资本开支	-27,780	-10,315	-10,306	-10,300
投资	-651	-1,341	0	0
投资活动现金流	-28,520	-11,575	-10,199	-10,240
股权募资	737	0	0	0
债务募资	35,996	7,187	0	0
筹资活动现金流	27,480	4,465	-5,052	-5,532
现金净流量	93	-1,093	4,409	9,611

分析师承诺

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层；200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室；518048