

通威股份 (600438.SH)

2025 年三季报点评：业绩拐点已现，盈利修复可期

三季度业绩大幅改善，亏损收窄超预期。前三季度公司实现营业收入 646.0 亿元，同比下降 5.38%；归母净利润-52.70 亿元，第三季度单季营收达 240.91 亿元，同比降幅收窄至 1.57%；归母净利润-3.15 亿元，亏损大幅收窄 62.69%，环比第二季度减亏 86.68%，创 2023 年四季度以来单季最低亏损水平。基本每股收益由去年同期-0.19 元/股回升至-0.07 元/股，盈利边际修复显著。

价格回升与成本优化共促盈利改善。三季度多晶硅价格显著反弹，据硅业分会统计数据，N 型复投料均价从 7 月初的 3.47 万元/吨升至 9 月下旬的 5.32 万元/吨，涨幅达 53.3%。价格回升带动存货跌价准备计提减少，前三季度资产减值损失同比收窄 34.68%。管理费用同比下降 34.47%，体现精细化管理成效；研发费用达 8.16 亿元，持续的技术投入巩固公司长期竞争力。

技术领先与全球产能布局构筑核心优势。公司在光伏技术领域保持全面领先：TOPCon 组件功率突破 778.5W，HJT 组件效率达 25.46%，钙钛矿/晶硅叠层试验线效率达 34.69%。截至 2025 年 6 月，公司高纯晶硅年产能超 90 万吨、太阳能电池超 150GW、组件超 90GW，硅料与电池出货量全球第一，组件出货量稳居全球前五。

现金流稳健提供充足安全边际。截至 2025 年 9 月末，公司总有息负债 884.25 亿元，其中长期借款占比 60.8%，负债结构以长期为主。前三季度经营性现金流净额 28.25 亿元，持续保持正向流入；期末现金及等价物余额达 182.46 亿元，较年初增长 27.75%，为应对行业波动提供充足缓冲。

盈利预测：光伏产业链各环节改善，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 -48.90/62.53/76.86 亿元，同增 30.5%/227.9%/22.9%。“反内卷”政策推动下行业价格理性回归，公司作为全产业链龙头，凭借成本优势、技术壁垒与现金流韧性，在行业出清阶段展现出较强抗风险能力，维持“增持”评级。

风险提示：政策落地不及预期；行业竞争加剧；需求不及预期。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	139,104	91,994	85,820	113,344	124,212
增长率 yoy (%)	-2.3	-33.9	-6.7	32.1	9.6
归母净利润（百万元）	13,574	-7,039	-4,890	6,253	7,686
增长率 yoy (%)	-47.3	-151.9	30.5	227.9	22.9
EPS 最新摊薄（元/股）	3.02	-1.56	-1.09	1.39	1.71
净资产收益率 (%)	22.1	-14.5	-11.2	12.5	13.4
P/E（倍）	7.6	—	—	16.5	13.4
P/B（倍）	1.7	2.1	2.4	2.1	1.8

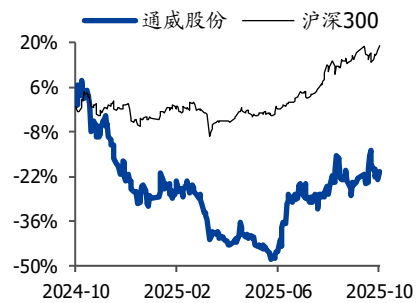
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 10 月 27 日收盘价

增持（维持）

股票信息

行业	光伏设备
前次评级	增持
10 月 27 日收盘价（元）	22.93
总市值（百万元）	103,230.63
总股本（百万股）	4,501.99
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	92.39

股价走势



作者

分析师 杨润思

执业证书编号：S0680520030005

邮箱：yangrunsi@gszq.com

相关研究

- 《通威股份（600438.SH）：2023 年报及 24Q1 季报点评：行业底部的韧性比黄金珍贵》 2024-05-04
- 《通威股份（600438.SH）：2023 三季度盈利企稳，左侧成本控制水平助力穿越周期》 2023-10-29
- 《通威股份（600438.SH）：高品质低成本硅料夯实龙头地位，一体化程度不断提升》 2023-08-24

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	63244	66193	62501	78357	94133
现金	19418	16448	18697	31296	45343
应收票据及应收账款	7835	8172	7624	10069	11034
其他应收款	488	802	749	989	1084
预付账款	1346	1086	1000	1142	1253
存货	7788	12633	6638	3288	1567
其他流动资产	26367	27051	27795	31573	33852
非流动资产	101119	129724	127103	125544	123984
长期投资	377	2307	2307	2307	2307
固定资产	68270	100025	88465	76906	65346
无形资产	4721	4851	4851	4851	4851
其他非流动资产	27750	22541	31480	41480	51480
资产总计	164363	195917	189605	203900	218117
流动负债	39340	56538	56688	64796	71178
短期借款	214	1878	3878	5878	7878
应付票据及应付账款	27549	35051	32288	36868	40459
其他流动负债	11577	19609	20522	22050	22842
非流动负债	51193	81460	80585	79585	78585
长期借款	28755	51244	50244	49244	48244
其他非流动负债	22438	30215	30341	30341	30341
负债合计	90534	137998	137273	144381	149763
少数股东权益	12301	9463	8733	9667	10815
股本	4502	4502	4502	4502	4502
资本公积	16136	16138	16138	16138	16138
留存收益	38964	27869	22998	29251	36937
归属母公司股东权益	61529	48456	43599	49852	57538
负债和股东权益	164363	195917	189605	203900	218117

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	30679	1144	10608	24277	25699
净利润	18246	-8109	-5620	7187	8834
折旧摊销	6692	9281	11560	11560	11560
财务费用	1124	2092	2000	2000	2000
投资损失	177	-87	-86	-113	-124
营运资金变动	-1547	-6200	-1049	-848	-1047
其他经营现金流	5987	4166	3803	4491	4476
投资活动现金流	-45039	-28520	-9452	-10678	-10652
资本支出	-36355	-27780	-9830	-9791	-9776
长期投资	-9090	-651	-1000	-1000	-1000
其他投资现金流	407	-90	1378	113	124
筹资活动现金流	-6465	27480	1073	-1000	-1000
短期借款	126	1664	2000	2000	2000
长期借款	13346	22489	-1000	-1000	-1000
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-8	3	0	0	0
其他筹资现金流	-19929	3324	73	-2000	-2000
现金净增加额	-20825	93	2248	12599	14047

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	139104	91994	85820	113344	124212
营业成本	102714	86117	79329	90582	99404
营业税金及附加	745	442	412	544	596
营业费用	1744	1855	1716	2154	2236
管理费用	4728	4147	3862	4874	5093
研发费用	1189	1510	1373	1814	1987
财务费用	581	2002	1671	1626	1374
资产减值损失	-6236	-5327	-5000	-5000	-5000
其他收益	1234	645	601	793	869
公允价值变动收益	170	218	300	300	300
投资净收益	-177	87	86	113	124
资产处置收益	27	128	120	159	174
营业利润	22291	-8418	-6437	8117	9989
营业外收入	49	63	300	300	300
利润总额	22340	-8355	-6137	8417	10289
所得税	3805	-575	-766	980	1205
净利润	18246	-8109	-5620	7187	8834
少数股东损益	4672	-1070	-731	934	1148
归属母公司净利润	13574	-7039	-4890	6253	7686
EBITDA	34475	3195	6844	21353	22973
EPS (元/股)	3.02	-1.56	-1.09	1.39	1.71

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-2.3	-33.9	-6.7	32.1	9.6
营业利润(%)	-43.7	-137.8	23.5	226.1	23.1
归属母公司净利润(%)	-47.3	-151.9	30.5	227.9	22.9
获利能力					
毛利率(%)	26.2	6.4	7.6	20.1	20.0
净利率(%)	9.8	-7.7	-5.7	5.5	6.2
ROE(%)	22.1	-14.5	-11.2	12.5	13.4
ROIC(%)	19.3	-4.0	-3.0	5.9	6.4
偿债能力					
资产负债率(%)	55.1	70.4	72.4	70.8	68.7
净负债比率(%)	35.2	117.0	129.8	94.7	63.3
流动比率	1.6	1.2	1.1	1.2	1.3
速动比率	1.3	0.8	0.9	1.0	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.5	0.4	0.6	0.6
应收账款周转率	24.2	13.4	13.2	15.6	14.3
应付账款周转率	7.2	4.6	4.2	4.6	4.5
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	3.02	-1.56	-1.09	1.39	1.71
每股经营现金流(最新摊薄)	6.81	0.25	2.36	5.39	5.71
每股净资产(最新摊薄)	13.67	10.76	9.68	11.07	12.78
估值比率					
P/E	7.6	—	—	16.5	13.4
P/B	1.7	2.1	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	4.0	52.4	25.0	7.5	6.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 10 月 27 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com