

2026年2月27日  
沈嘉婕  
H70455@capital.com.tw  
目标价(元) 20.5RMB

## 通威股份 (600438.SH)

Trading Buy  
区间操作

### 公司基本资讯

产业别	电气设备
A 股价(2026/2/26)	18.16
上证指数(2026/2/26)	4146.63
股价 12 个月高/低	27.75/14.89
总发行股数(百万)	4501.99
A 股数(百万)	4501.99
A 市值(亿元)	817.56
主要股东	通威集团有限公司(45.24%)
每股净值(元)	9.27
股价/账面净值	1.96
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-1.8 -21.0 -15.2

### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

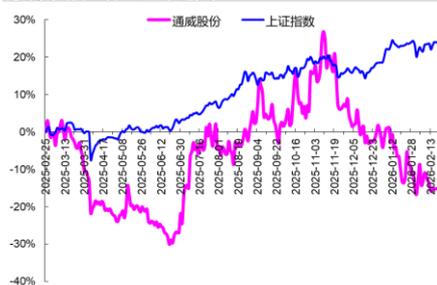
### 产品组合

光伏	66%
饲料	33%

### 机构投资者占流通 A 股比例

基金	16.7%
一般法人	50.9%

### 股价相对大盘走势



公司筹划收购丽豪清能，市占率进一步提升，建议“区间操作”

#### 结论与建议：

2月25日公司发布公告，拟通过发行股份及支付现金的方式购买丽豪清能100%股权，并募集配套资金。若交易完成，通威硅料产能将超110万吨（现有硅料产能90万吨），全球市占率将达36%。

目前光伏行业正在迎来加速出清，公司作为硅料龙头并且进行全产业链布局，有望借此机会进一步提升市占率。随着产业链价格逐步企稳，并且公司原有落后产能及库存品已经基本完成减值，我们认为公司基本面正在好转。我们预计公司2025/2026/2027年净利润分别为-96/8.2/28.3亿元，EPS分别为-2.1/0.18/0.63元，当前股价对应PB为1.96倍，建议“区间操作”。

■ **公司筹划收购丽豪清能，硅料市占率有望进一步提升：**2月25日公司发布公告，拟通过发行股份及支付现金的方式购买丽豪清能100%股权，并募集配套资金。本次交易处于筹划阶段，公司已与交易意向方段雍、海南卓悦企业管理合伙企业（有限合伙）、海南豪悦企业管理合伙企业（有限合伙）签署了股权收购的《意向协议》。本次交易不构成重大资产重组。

根据公开信息，青海丽豪清能成立于2021年，主要从事光伏级高纯晶硅、电子级多晶硅等半导体材料的研发、生产和销售。丽豪清能已建成年产20万吨光伏级N型高纯晶硅和2000吨电子级多晶硅，产能排名行业第六，2024年销售收入39.54亿元。若交易完成，通威硅料产能将超110万吨（现有硅料产能90万吨），全球市占率将达36%。

■ **公司已形成全产业链布局，有望受益于行业出清：**根据公司公开信息估算，公司目前已建成工业硅、硅料、硅片、电池、组件产能分别超30万吨、90万吨、15GW、150GW和90GW，全产业链布局提升了公司的供应链安全性。硅料方面，公司产能保持行业第一，全球市占率达30%；公司的电池产能为目前市场主流的TOPCon电池，2025年公司电池片出货量稳居市场第一，市占率超五成；组件方面，公司2025年出货量排名行业第五。

我们认为公司基本面正在逐步好转。一方面，在“反内卷”政策指导下，硅料价格自2025年7月回升后保持平稳，根据Choice数据，2月份最新硅料均价为5.2万元/吨，同比增长33%，2026年硅料盈利能力将明显提升；另一方面，公司产能已经全面升级为市场主流的N型产品，未来固定资产减值下降有望增厚利润（2026年固定资产减值预计15-20亿元）。从产业格局看，经过2024-2025年的大幅亏损、国内2026年4月起取消出口退税（原退税率为9%）、以及光伏上网电价全面市场化（对优质产品需求提升），将推进行业优胜劣汰。公司作为行业龙头抗风险能力强，市占率有望进一步提升。

■ **盈利预期：**我们预计公司2025/2026/2027年净利润分别为-96/8.2/28.3亿元，EPS分别为-2.1/0.18/0.63元，当前股价对应PB为1.96倍，建议“区间操作”。

..... 接续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2023	2024	2025E	2026E	2027E
纯利(Net profit)	RMB百万元	13574	-7039	-9597	817	2829
同比增减	%	-47.24%	-151.86%	36.34%	-108.51%	246.28%
每股盈余(EPS)	RMB元	3.015	-1.563	-2.132	0.181	0.628
同比增减	%	-47.24%	-151.85%	36.34%	-108.51%	246.28%
A股市盈率(P/E)	X	6.02	-11.62	-8.52	100.08	28.90
股利(DPS)	RMB元	0.91	0.00	0.00	0.05	0.19
股息率(Yield)	%	4.98%	0.00%	0.00%	0.30%	1.04%

**【投资评等说明】**

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq$ 35%
买进 (Buy)	15% $\leq$ 潜在上涨空间 $<$ 35%
区间操作 (Trading Buy)	5% $\leq$ 潜在上涨空间 $<$ 15%
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

## 附一：合并损益表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	139104	91994	88669	128230	146182
经营成本	102328	86117	89004	116702	130449
营业税金及附加	745	442	532	769	877
销售费用	2130	1855	1773	2052	2339
管理费用	4728	4147	3148	3334	3801
财务费用	581	2002	2837	3078	3362
资产减值损失	-6236	-5327	-3300	-500	-500
投资收益	-177	87	100	100	100
营业利润	22291	-8418	-12531	1072	3711
营业外收入	49	63	100	100	100
营业外支出	288	328	100	101	102
利润总额	22052	-8683	-12531	1071	3709
所得税	3805	-575	-827	75	260
少数股东损益	4672	-1070	-2107	179	621
归属于母公司所有者的净利润	13574	-7039	-9597	817	2829

## 附二：合并资产负债表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	19418	16448	19249	23181	26420
应收帐款	6988	6707	7377	8115	8927
存货	7788	12633	13265	13928	14625
流动资产合计	63244	66193	67517	68867	70244
长期投资净额	377	2307	2422	2543	2670
固定资产合计	68270	100025	105027	110278	115792
在建工程	14817	7251	3626	1813	906
无形资产	4721	4851	4754	4659	4566
资产总计	164363	195917	193152	191208	190085
流动负债合计	39340	56538	54842	53197	51601
长期负债合计	51193	81460	75757	70454	65523
负债合计	90534	137998	130599	123651	117123
少数股东权益	12301	9463	10220	11038	11921
股东权益合计	73829	57919	62553	67557	72961
负债和股东权益总计	164363	195917	193152	191208	190085

## 附三：合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动产生的现金流量净额	30679	1144	1029	926	834
投资活动产生的现金流量净额	-45039	-28520	-9982	-7986	-6389
筹资活动产生的现金流量净额	-6465	27480	13740	10992	8794
现金及现金等价物净增加额	-20825	93	4787	3933	3239
货币资金的期末余额	14369	14461	19249	23181	26420
货币资金的期初余额	35194	14369	14461	19249	23181

1

<sup>1</sup> 此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证;@持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证;@。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。