

公司研究

硅料&电池销量稳居行业第一，组件出货量进入全球前五

——通威股份（600438.SH）2025 年年报&2026 年一季报点评

要点

事件：公司发布 2025 年年报&2026 年一季报，2025 年实现营业收入 841.28 亿元，同比-8.55%，实现归母净利润-95.53 亿元，同比亏损幅度扩大；2026Q1 实现营业收入 121.25 亿元，同比-23.9%，实现归母净利润-24.44 亿元，同环比均减亏。

硅料及电池出货量稳居行业第一，2026Q1 末货币资金超 200 亿元。（1）2025 年公司高纯晶硅销量同比-17.71%至 38.48 万吨，国内市占率则同比+2 个 pct 超 30%维持行业第一；电池销量同比+17.51%至 103.03GW 已连续 9 年位居全球第一，全球市占率约 15%，其中海外市场电池销量同比+73%至 16.73GW。

（2）2026Q1 受银价波动影响公司盈利能力承压，毛利率同比-1.15 个 pct 至 -4.03%；截至 2026Q1 末公司货币资金达 212.65 亿元，在手现金保持充裕。

规模和成本维持行业领先，持续坚持研发投入。（1）硅料方面，公司已形成高纯晶硅产能约 90 万吨，单万吨投资成本降至约 5 亿元，2025 年高纯晶硅平均硅耗 1.03kg/kg.si，冷氢化实际转化率最高达到 32.5%，还原电耗控制在 40kWh/kg 以内。电池方面，公司已形成 N 型电池产能超 150GW，2025 年电池综合电耗同比-13%至 4.19 万度/MW，综合水耗同比-23%至 196 吨/MW，平均非硅成本同比下降 14%（剔除白银价格上涨影响）。

（2）公司在产业阶段性低谷坚持研发投入，在电池各技术路线均实现突破：TOPCon 路线公司已发布量产功率可达 650W 的 TNC3.0 组件产品；HJT 路线公司率先开拓 780WHJT 量产路线，银耗降至 4mg/W 以下；XBC 路线公司同步开发 TBC 和 HTBC 两条中试线，BC 高双面率、铜电镀等关键技术取得实质性突破；钙钛矿路线公司建成行业首条全自动 5MW 级钙钛矿-晶硅叠层电池试验线，小面积叠层电池效率达到 34.94%。

组件出货量进入全球前五，持续推进“渔光一体”电站业务。（1）2025 年公司实现组件销量 43.25GW（Infolink 统计为全球第五），其中海外市场销量 9.52GW，同比增长 164%，分布式业务全年出货量位居行业前列，其中分布式平台业务出货稳居全球首位。（2）公司持续发挥绿色能源、绿色农业双主业的协同发展优势，推进规模化“渔光一体”电站业务的打造，截至 2025 年末累计并网规模达 5.11GW，结算电量 49.39 亿度。

维持“买入”评级：光伏行业经营仍持续承压，我们下调盈利预测，预计公司 26-28 年实现归母净利润-31.79/10.72/50.97 亿元（转亏/下调 78%/新增）。公司作为硅料绝对龙头产能规模行业领先，未来市占率有望进一步提升，且在电池新技术/组件环节的布局也有望给公司盈利带来额外增量，**维持“买入”评级。**

风险提示：光伏行业装机不及预期；公司产能投放、产品销售量不及预期；公司技术路线选错或产能扩张无法紧跟趋势；关税政策变化风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	91,994	84,128	89,897	100,444	108,758
营业收入增长率	-33.87%	-8.55%	6.86%	11.73%	8.28%
归母净利润（百万元）	-7,039	-9,553	-3,179	1,072	5,097
归母净利润增长率	-151.86%	-	-	-	375.27%
EPS（元）	-1.56	-2.12	-0.71	0.24	1.13
ROE（归属母公司）（摊薄）	-14.53%	-24.57%	-8.90%	2.92%	12.17%
P/E	-	-	-	73	15
P/B	1.6	2.0	2.2	2.1	1.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-30

买入（维持）

当前价：17.37 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452071

yinzs@ebsec.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	45.02
总市值(亿元):	782.00
一年最低/最高(元):	14.89/27.75
近 3 月换手率:	66.13%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	2.80	-8.37	-21.77
绝对	11.06	-5.44	4.45

资料来源：Wind

相关研报

硅料&电池销量维持行业第一，组件海外市场销售保持高速增长——通威股份（600438.SH）2025 年中报点评（2025-08-25）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	91,994	84,128	89,897	100,444	108,758
营业成本	86,117	81,856	84,330	89,252	92,752
折旧和摊销	8,493	11,673	12,811	13,525	14,274
税金及附加	442	507	539	603	653
销售费用	1,855	1,505	1,429	1,496	1,511
管理费用	4,147	3,422	3,477	3,785	3,989
研发费用	1,510	1,106	1,002	1,019	995
财务费用	2,002	2,718	2,922	2,969	3,008
投资收益	87	30	30	30	30
营业利润	-8,418	-11,526	-3,950	1,292	5,988
利润总额	-8,683	-11,671	-3,950	1,292	5,988
所得税	-575	-770	-395	129	599
净利润	-8,109	-10,901	-3,555	1,163	5,389
少数股东损益	-1,070	-1,347	-376	91	292
归属母公司净利润	-7,039	-9,553	-3,179	1,072	5,097
EPS(元)	-1.56	-2.12	-0.71	0.24	1.13

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,144	1,379	12,433	17,529	22,588
净利润	-7,039	-9,553	-3,179	1,072	5,097
折旧摊销	8,493	11,673	12,811	13,525	14,274
净营运资金增加	-13,171	7,175	-245	2,208	1,716
其他	12,860	-7,916	3,046	723	1,501
投资活动产生现金流	-28,520	-13,101	-10,155	-10,170	-10,170
净资本支出	-27,780	-12,584	-10,200	-10,200	-10,200
长期投资变化	2,307	2,407	0	0	0
其他资产变化	-3,047	-2,924	45	30	30
融资活动现金流	27,480	12,016	-1,774	-5,249	-3,201
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	36,742	11,342	1,148	-2,491	-359
无息负债变化	10,721	-12,949	496	1,401	872
净现金流	93	269	504	2,109	9,217

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	6.4%	2.7%	6.2%	11.1%	14.7%
EBITDA 率	13.6%	15.6%	14.3%	18.6%	22.0%
EBIT 率	4.2%	1.4%	0.1%	5.2%	8.9%
税前净利润率	-9.4%	-13.9%	-4.4%	1.3%	5.5%
归母净利润率	-7.7%	-11.4%	-3.5%	1.1%	4.7%
ROA	-4.1%	-5.8%	-1.9%	0.6%	2.8%
ROE (摊薄)	-14.5%	-24.6%	-8.9%	2.9%	12.2%
经营性 ROIC	2.9%	0.9%	0.1%	3.9%	7.4%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	70%	73%	74%	74%	72%
流动比率	1.17	1.19	1.18	1.32	1.56
速动比率	0.95	0.92	0.92	1.03	1.25
归母权益/有息债务	0.61	0.43	0.39	0.41	0.47
有形资产/有息债务	2.36	1.98	1.94	1.99	2.07

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	195,917	187,779	185,868	185,941	191,843
货币资金	16,448	17,475	17,979	20,089	29,306
交易性金融资产	12,869	14,049	14,049	14,049	14,049
应收账款	6,707	6,864	6,877	7,111	7,096
应收票据	1,465	1,570	1,678	1,875	2,030
其他应收款 (合计)	802	795	849	949	1,027
存货	12,633	14,881	14,842	15,359	15,712
其他流动资产	13,587	9,642	9,758	9,969	10,135
流动资产合计	66,193	66,239	66,942	70,340	80,315
其他权益工具	158	152	152	152	152
长期股权投资	2,307	2,407	2,407	2,407	2,407
固定资产	100,025	98,185	94,105	89,740	84,944
在建工程	7,026	1,900	3,675	5,006	6,005
无形资产	4,851	4,994	4,991	4,987	4,983
商誉	469	244	244	244	244
其他非流动资产	2,957	3,941	3,941	3,941	3,941
非流动资产合计	129,724	121,540	118,926	115,601	111,527
总负债	137,998	136,391	138,035	136,945	137,458
短期借款	1,878	7,702	6,850	2,359	0
应付账款	19,840	14,377	14,812	15,676	16,291
应付票据	15,211	11,300	11,806	12,495	12,985
预收账款	34	45	48	54	58
其他流动负债	1,683	1,645	1,645	1,645	1,645
流动负债合计	56,538	55,767	56,528	53,227	51,574
长期借款	51,244	51,820	53,820	55,820	57,820
应付债券	15,062	15,882	15,882	15,882	15,882
其他非流动负债	4,844	4,958	4,958	5,169	5,335
非流动负债合计	81,460	80,625	81,507	83,718	85,884
股东权益	57,919	51,388	47,833	48,996	54,385
股本	4,502	4,502	4,502	4,502	4,502
公积金	20,999	21,505	21,505	21,505	21,505
未分配利润	23,009	13,456	10,277	11,349	16,446
归属母公司权益	48,456	38,884	35,705	36,778	41,874
少数股东权益	9,463	12,504	12,128	12,219	12,511

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	2.02%	1.79%	1.59%	1.49%	1.39%
管理费用率	4.51%	4.07%	3.87%	3.77%	3.67%
财务费用率	2.18%	3.23%	3.25%	2.96%	2.77%
研发费用率	1.64%	1.31%	1.11%	1.01%	0.91%
所得税率	7%	7%	10%	10%	10%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.25	0.31	2.76	3.89	5.02
每股净资产	10.76	8.64	7.93	8.17	9.30
每股销售收入	20.43	18.69	19.97	22.31	24.16

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	-	-	-	73	15
PB	1.6	2.0	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA	13.1	13.7	13.8	9.3	7.0
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼