

通威股份(600438.SH)

农牧业务整体平稳，光伏板块持续承压

推荐（维持）

股价：17.37元

主要数据

行业	电力设备及新能源
公司网址	www.tongwei.cn
大股东/持股	通威集团有限公司/45.24%
实际控制人	刘汉元
总股本(百万股)	4,502
流通A股(百万股)	4,502
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	782
流通A股市值(亿元)	782
每股净资产(元)	7.77
资产负债率(%)	74.2

行情走势图



证券分析师

皮秀 投资咨询资格编号
S1060517070004
PIXIU809@pingan.com.cn

李梦强 投资咨询资格编号
S1060525090001
LIMENGQIANG340@pingan.com.cn



事项：

公司发布 2025 年年报，2025 年实现营收 841.28 亿元，同比减少 8.55%，归母净利润-95.53 亿元，扣非后净利润-98.75 亿元，亏损额同比扩大；拟不派发现金红利。公司同时发布 2026 年一季报，一季度实现营收 121.25 亿元，同比减少 23.9%，归母净利润-24.44 亿元。

平安观点：

- **多晶硅：量利齐跌，盈利水平承压。**2025 年，公司多晶硅产量 46.54 万吨，同比下降 21.76%；销量 38.48 万吨，同比下降 17.71%，国内市占率超 30%；期末库存 20.7 万吨，同比增长 58.38%。2025 年多晶硅、化工相关业务收入 159.9 亿元，同比减少 19.64%，毛利率-5.38%，同比减少 7.38 个百分点；主营多晶硅的子公司四川永祥 2025 年亏损 33.16 亿元。根据国家能源局披露数据，2026 年一季度国内光伏新增装机 41.39GW，同比下滑 31%；2026 年以来多晶硅供需持续宽松，价格呈现下跌趋势，短期内公司多晶硅业务仍将盈利承压。
- **电池组件：盈利水平承压，海外出货较快增长。**2025 年公司实现电池销量 103.03GW，同比增长 17.51%，全球市占率约 15%，其中海外市场电池销量 16.73GW，同比增长 73%；2025 年实现组件销量 43.25GW，同比减少 5.38%，其中海外市场销量 9.52GW，同比增长 164%。公司电池组件业务整体营收 395.6 亿元，同比下降 4.50%，毛利率-0.38%，同比下降 1.60 个百分点；主营电池业务的子公司通威太阳能营收规模 252.47 亿元，亏损 46.29 亿元。考虑当前的供需形势，公司电池组件业务的盈利的修复有赖于反内卷相关政策的推进和落地。
- **农牧和发电业务整体平稳。**2025 年农牧业务收入 292.59 亿元，同比减少 7.82%，毛利率 9.47%，同比增加 0.09 个百分点；全年饲料总销量 653.17 万吨，其中自销量 651.95 万吨，同比增长 4.22%，创历史新高。发电业务方面，2025 年电量销售规模 49.39 亿度电，同比减少 1.36%，电力相关业务收入 20.21 亿元，同比减少 1.06%，毛利率 50.46%，同比增加

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	91,994	84,128	84,925	88,832	96,381
YOY(%)	-33.9	-8.6	0.9	4.6	8.5
净利润(百万元)	-7,039	-9,553	-7,741	-3,228	101
YOY(%)	-151.9	-35.7	19.0	58.3	103.1
毛利率(%)	6.4	2.7	3.9	7.5	9.9
净利率(%)	-7.7	-11.4	-9.1	-3.6	0.1
ROE(%)	-14.5	-24.6	-24.9	-11.6	0.4
EPS(摊薄/元)	-1.56	-2.12	-1.72	-0.72	0.02
P/E(倍)	-11.1	-8.2	-10.1	-24.2	773.1
P/B(倍)	1.7	2.1	2.6	3.0	2.9

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

0.20 个百分点；截至 2025 年底公司累计装机并网规模达 5.11GW。

- **投资建议。**考虑当前的光伏供需形势以及反内卷相关政策，调整公司盈利预测，预计 2026-2027 年归母净利润分别为-77.41、-32.28 亿元(原预测值 12.73、37.20 亿元)，新增 2028 年业绩预测 1.01 亿元，当前股价对应的动态 PE 分别为-10.1、-24.2、773.1 倍。光伏行业短期供需失衡，头部企业普遍面临较大的盈利水平压力；随着后续反内卷政策的推进，光伏组件产业链供需形势有望逐步优化，公司作为多晶硅、电池、组件环节的头部企业，有望迎来盈利水平修复，维持公司“推荐”评级。
- **风险提示。**(1) 国内外光伏需求不及预期风险。(2) 行业竞争加剧和盈利水平不及预期风险。(3) 反内卷等政策推进节奏和效果不及预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	66,239	61,979	63,607	67,383
现金	17,475	12,739	13,325	14,457
应收票据及应收账款	13,679	14,087	14,735	15,987
其他应收款	795	614	642	696
预付账款	543	791	827	898
存货	14,881	14,837	14,944	15,779
其他流动资产	18,866	18,912	19,134	19,565
非流动资产	121,540	115,227	108,860	102,654
长期投资	2,407	2,384	2,362	2,339
固定资产	104,241	100,347	94,388	88,379
无形资产	4,994	4,840	4,680	4,515
其他非流动资产	9,898	7,656	7,431	7,421
资产总计	187,779	177,206	172,468	170,037
流动负债	55,767	59,737	64,132	66,735
短期借款	7,702	9,902	13,829	13,571
应付票据及应付账款	25,678	26,931	27,125	28,642
其他流动负债	22,387	22,903	23,179	24,522
非流动负债	80,625	75,413	70,170	65,022
长期借款	71,573	66,362	61,118	55,971
其他非流动负债	9,052	9,052	9,052	9,052
负债合计	136,391	135,150	134,302	131,758
少数股东权益	12,504	10,913	10,249	10,270
股本	4,502	4,502	4,502	4,502
资本公积	16,644	16,644	16,645	16,647
留存收益	17,738	9,997	6,769	6,860
归属母公司股东权益	38,884	31,143	27,916	28,009
负债和股东权益	187,779	177,206	172,468	170,037

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	586	1,770	5,295	9,791
净利润	-10,901	-9,332	-3,891	122
折旧摊销	11,906	7,190	7,246	7,088
财务费用	2,718	2,814	2,709	2,560
投资损失	-30	-41	-41	-41
营运资金变动	-7,276	1,293	-573	217
其他经营现金流	4,169	-155	-155	-155
投资活动现金流	-13,101	-682	-683	-684
资本支出	13,862	900	902	904
长期投资	-998	0	0	0
其他投资现金流	-25,966	-1,582	-1,585	-1,588
筹资活动现金流	12,016	-5,825	-4,026	-7,975
短期借款	5,824	2,200	3,926	-257
长期借款	-28	-5,211	-5,244	-5,147
其他筹资现金流	6,220	-2,814	-2,709	-2,570
现金净增加额	-525	-4,737	586	1,132

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	84,128	84,925	88,832	96,381
营业成本	81,856	81,615	82,203	86,800
税金及附加	507	458	479	520
营业费用	1,505	1,511	1,510	1,542
管理费用	3,422	3,142	3,154	3,277
研发费用	1,106	1,079	1,129	1,108
财务费用	2,718	2,814	2,709	2,560
资产减值损失	-5,018	-4,671	-2,221	-867
信用减值损失	-148	-104	-108	-118
其他收益	458	458	458	458
公允价值变动收益	134	134	134	134
投资净收益	30	41	41	41
资产处置收益	3	53	53	53
营业利润	-11,526	-9,783	-3,995	275
营业外收入	106	106	106	106
营业外支出	251	251	251	251
利润总额	-11,671	-9,928	-4,140	130
所得税	-770	-596	-248	8
净利润	-10,901	-9,332	-3,891	122
少数股东损益	-1,347	-1,592	-664	21
归属母公司净利润	-9,553	-7,741	-3,228	101
EBITDA	2,952	77	5,815	9,777
EPS (元)	-2.12	-1.72	-0.72	0.02

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入(%)	-8.6	0.9	4.6	8.5
营业利润(%)	-36.9	15.1	59.2	106.9
归属于母公司净利润(%)	-35.7	19.0	58.3	103.1
获利能力				
毛利率(%)	2.7	3.9	7.5	9.9
净利率(%)	-11.4	-9.1	-3.6	0.1
ROE(%)	-24.6	-24.9	-11.6	0.4
ROIC(%)	-7.2	-6.0	-1.3	2.5
偿债能力				
资产负债率(%)	72.6	76.3	77.9	77.5
净负债比率(%)	120.3	151.1	161.5	143.9
流动比率	1.2	1.0	1.0	1.0
速动比率	0.8	0.7	0.7	0.7
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	6.9	6.6	6.6	6.6
应付账款周转率	5.7	5.2	5.2	5.2
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	-2.12	-1.72	-0.72	0.02
每股经营现金流(最新摊薄)	0.13	0.39	1.18	2.17
每股净资产(最新摊薄)	8.31	6.59	5.87	5.89
估值比率				
P/E	-8.2	-10.1	-24.2	773.1
P/B	2.1	2.6	3.0	2.9
EV/EBITDA	55.9	1971.8	25.7	14.7

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2026 版权所有。保留一切权利。



平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层