

通威股份 (600438)

2025 年年报&2026 年一季报点评: 业务保持行业领先地位, 低谷期深化全球布局

买入 (维持)

2026 年 05 月 06 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001  
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书: S0600523070003  
guoyn@dwzq.com.cn

证券分析师 徐毓嵘

执业证书: S0600524080007  
xucr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	91,994	84,128	114,933	136,943	155,968
同比 (%)	(33.87)	(8.55)	36.62	19.15	13.89
归母净利润 (百万元)	(7,039)	(9,553)	(2,070)	2,738	5,681
同比 (%)	(151.86)	(35.73)	78.33	232.28	107.46
EPS-最新摊薄 (元/股)	(1.56)	(2.12)	(0.46)	0.61	1.26
P/E (现价&最新摊薄)	(11.11)	(8.19)	(37.77)	28.56	13.76

投资要点

- **事件:** 公司 25 年营收 841.3 亿, 同比-8.6%, 归母净利润-95.5 亿, 同比-35.7%, 扣除非经常性损益后的净利润-98.7 亿元, 同比-39.9%; 26Q1 营收 121.3 亿, 同环比-23.9%/ -37.9%, 归母净利润-24.4 亿元, 同环比+5.7%/+43.17%, 扣除非经常性损益后的净利润-25.6 亿元, 同环比+1.8%/+41.9%, 毛利率-4%, 同环比-1.2/-6.6pct, 归母净利率-20.2%, 同环比-3.9/+1.8pct。
- **业务保持领先地位、Q1 行业低谷影响短期业绩:** 25 年公司核心业务保持全球领先地位, 全年高纯晶硅销量 38.48 万吨, 连续六年全球第一; 电池销量 103.03GW, 连续九年全球第一, 全球市占率约 15%; 组件销 43.25GW, 其中海外销量达 9.52GW, 同增 164%, 海外占比达 22%。26Q1 受行业传统淡季及终端需求阶段性疲软影响, 公司短期业绩受到一定冲击。
- **保持技术领先、组件深化全球布局:** 行业低谷公司持续坚持技术投入, 提升竞争优势。研发方向覆盖 TOPCon、HJT、XBC、钙钛矿等多种技术。TOPCon 方面, 公司通过导入钢板印刷、光刻及 PolyTech 等提效技术, 已发布量产可达 650W 的组件; HJT 路线, 公司首创三分片, 开拓 780WHJT 量产路线, 银耗降至 4mg/W 以下。此外公司建成行业首条全自动 5MW 级钙钛矿-晶硅叠层试验线, 小面积叠层效率 34.94%。公司将继续巩固在欧洲、亚太、中东非等优势市场地位, 深化开发商合作。
- **在手现金充足、费用持续优化:** 公司 26Q1 期间费用 20.9 亿, 同环比-2.3%/ -8.2%, 费用率 17.3%, 同环比+3.8/+5.6pct; 26Q1 经营性现金流-26.6 亿元 (票据池业务中保证金占用阶段性增加, 剔除票据保证金受限影响后, 当季经营活动现金流实际净额约-3.90 亿), 同环比-82.4%/ -83.6%; 26Q1 末存货 179.8 亿元, 较年初+21%。Q1 末公司在手现金充裕, 货币资金与交易性金融资产合计约 300 亿元, 可有效对抗行业风险。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到行业景气度低位, 短期毛利率承压明显; 叠加阶段性经营性现金流承压、组件全球化拓展存在风险, 我们下调公司 2026-2027 年归母净利润为-21/27 亿元 (原预期 20/51 亿元), 新增 2028 年预期归母净利润 57 亿元, 同增 78%/232%/107%, 鉴于公司各主业居领先地位, 全球化布局稳步推进, 行业需求回暖、开工率修复, 中长期盈利将改善, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 政策不及预期, 出货量不及预期, 行业回暖不及预期, 竞争加剧等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	17.37
一年最低/最高价	14.89/27.75
市净率(倍)	2.24
流通 A 股市值(百万元)	78,199.57
总市值(百万元)	78,199.57

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.77
资产负债率(% ,LF)	74.23
总股本(百万股)	4,501.99
流通 A 股(百万股)	4,501.99

相关研究

- 《通威股份(600438): 2025 年中报点评: 硅料技术持续优化、电池组件出货高增, 反内卷下有望优化》  
2025-08-27
- 《通威股份(600438): 2024 年业绩报告点评: 价格低位+减值影响全年业绩承压, 经营现金维持净流入》  
2025-01-20

通威股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>66,239</b>	<b>55,834</b>	<b>65,697</b>	<b>81,691</b>	<b>营业总收入</b>	<b>84,128</b>	<b>114,933</b>	<b>136,943</b>	<b>155,968</b>
货币资金及交易性金融资产	31,524	11,143	13,650	23,438	营业成本(含金融类)	81,856	105,642	122,081	136,935
经营性应收款项	13,818	18,837	22,419	25,520	税金及附加	507	575	753	858
存货	14,881	18,205	22,093	24,813	销售费用	1,505	1,609	1,643	1,716
合同资产	404	552	657	749	管理费用	3,422	3,908	4,245	4,679
其他流动资产	5,612	7,098	6,878	7,171	研发费用	1,106	1,264	1,369	1,560
<b>非流动资产</b>	<b>121,540</b>	<b>137,560</b>	<b>136,191</b>	<b>130,394</b>	财务费用	2,718	3,735	3,966	3,853
长期股权投资	2,407	2,407	2,407	2,407	加:其他收益	458	460	616	624
固定资产及使用权资产	104,233	101,855	101,677	97,828	投资净收益	30	92	110	156
在建工程	2,015	20,412	19,221	17,272	公允价值变动	134	0	0	0
无形资产	4,994	4,994	4,994	4,994	减值损失	(5,165)	(1,093)	(137)	(113)
商誉	244	244	244	244	资产处置收益	3	(11)	(14)	(16)
长期待摊费用	429	429	429	429	<b>营业利润</b>	<b>(11,526)</b>	<b>(2,353)</b>	<b>3,461</b>	<b>7,018</b>
其他非流动资产	7,219	7,219	7,219	7,219	营业外净收支	(145)	(150)	(150)	(150)
<b>资产总计</b>	<b>187,779</b>	<b>193,394</b>	<b>201,888</b>	<b>212,085</b>	<b>利润总额</b>	<b>(11,671)</b>	<b>(2,503)</b>	<b>3,311</b>	<b>6,868</b>
<b>流动负债</b>	<b>55,767</b>	<b>58,234</b>	<b>63,616</b>	<b>69,357</b>	减:所得税	(770)	(150)	199	412
短期借款及一年内到期的非流动负债	22,550	15,823	14,848	14,848	<b>净利润</b>	<b>(10,901)</b>	<b>(2,353)</b>	<b>3,112</b>	<b>6,456</b>
经营性应付款项	25,723	33,200	38,369	43,039	减:少数股东损益	(1,347)	(282)	373	775
合同负债	2,695	3,479	4,020	4,509	<b>归属母公司净利润</b>	<b>(9,553)</b>	<b>(2,070)</b>	<b>2,738</b>	<b>5,681</b>
其他流动负债	4,798	5,731	6,379	6,961	每股收益-最新股本摊薄(元)	(2.12)	(0.46)	0.61	1.26
非流动负债	80,625	86,125	86,125	84,125	EBIT	(6,936)	1,935	6,851	10,220
长期借款	51,820	57,320	57,320	55,320	EBITDA	5,764	16,219	22,620	27,245
应付债券	15,882	15,882	15,882	15,882	毛利率(%)	2.70	8.08	10.85	12.20
租赁负债	3,870	3,870	3,870	3,870	归母净利率(%)	(11.36)	(1.80)	2.00	3.64
其他非流动负债	9,052	9,052	9,052	9,052	收入增长率(%)	(8.55)	36.62	19.15	13.89
<b>负债合计</b>	<b>136,391</b>	<b>144,358</b>	<b>149,740</b>	<b>153,481</b>	归母净利润增长率(%)	(35.73)	78.33	232.28	107.46
归属母公司股东权益	38,884	36,814	39,552	45,233					
少数股东权益	12,504	12,222	12,595	13,370					
<b>所有者权益合计</b>	<b>51,388</b>	<b>49,036</b>	<b>52,147</b>	<b>58,603</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>187,779</b>	<b>193,394</b>	<b>201,888</b>	<b>212,085</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,379	15,134	21,756	26,771	每股净资产(元)	8.31	7.85	8.46	9.72
投资活动现金流	(13,101)	(30,467)	(14,491)	(11,270)	最新发行在外股份(百万股)	4,502	4,502	4,502	4,502
筹资活动现金流	12,016	(5,049)	(4,758)	(5,712)	ROIC(%)	(4.50)	1.27	4.50	6.57
现金净增加额	269	(20,381)	2,507	9,789	ROE-摊薄(%)	(24.57)	(5.62)	6.92	12.56
折旧和摊销	12,699	14,285	15,769	17,024	资产负债率(%)	72.63	74.64	74.17	72.37
资本开支	(12,584)	(30,559)	(14,601)	(11,426)	P/E(现价&最新股本摊薄)	(8.19)	(37.77)	28.56	13.76
营运资本变动	(7,276)	(1,782)	(1,100)	(544)	P/B(现价)	2.09	2.21	2.05	1.79

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>