



通威股份 (600438.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

基本面底部夯实，

能耗强标+龙头自律有望加速出清

业绩简评

8月26日公司披露2026年中报，上半年实现营收343.57亿元、同比下降15%，实现归母净利润-51.19亿元，亏损同比加深3%。其中，Q2实现营收222.32亿元，同比下降10%、环比增长83%；实现归母净利润-26.75亿元，亏损同比加深13%、环比加深9%。

经营分析

价格低位盈利承压，持续优化产品竞争力。上半年公司实现多晶硅出货15.53万吨、电池片销量34.78GW，市占率稳居全球第一。需求走弱背景下产业链价格承压拖累公司业绩表现，上半年公司光伏业务毛利率-11.98%、同降7.28PCT。公司持续推进技术研发及生产指标优化，多晶硅全部产能满足新版能耗限额标准，组件单位制造费用同比下降14%、能耗降低18%。

组件海外销售占比提升至近40%，多路线研发推进巩固优势。上半年光伏需求分化，公司组件业务持续提升高价值订单占比，国内集中式中标华电、华能、中石油等重点央企年度组件集采，分布式出货稳步增长；海外落地罗马尼亚、波兰等多个大型标杆项目，组件销量同比增长，海外占比提升至近40%。公司继续坚持TOPCon、HJT、xBC、钙钛矿叠层等多技术路线并行研发，TOPCon方面完成新一代旗舰技术TNC 3.0量产落地，量产端组件功率最高达670W，全面达到行业一级能效标准。此外，公司与商业航天企业协同攻关太空极端环境下的P型HJT和高效叠层电池组件技术，推进柔性太阳翼等前沿产品开发与航天级验证，持续推动应用场景拓展。

能耗强标有望加速落后产能出清，硅料龙头签署协议书推动自律。6月27日，国家标准委发布针对硅料、硅片、组件（电池片）等环节的三项强制性国家标准，于2027年1月1日起实施，有望加速行业落后产能出清。8月6日晚，八大多晶硅龙头共同签署反内卷《倡议书》，承诺所有产品售价不低于完全成本，同时严格执行能耗新标准、主动出清高耗能落后产能。行业持续亏损背景下，本轮“反内卷”在标准配套、会议指导等多维度的强度、速度方面均较前期有所提升，有望推动行业落后产能加速出清。

盈利预测、估值与评级

调整公司2026-2028年净利润预测至-83.1、14.6、57.4亿元。“反内卷”有望加速行业落后产能出清，考虑到公司在硅料、电池环节的竞争优势及组件环节的成长性，维持“买入”评级。

风险提示

下游需求不及预期；行业竞争加剧；组件市场开拓不及预期。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

分析师：张嘉文 (执业 S1130523090006)

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：12.01 元

相关报告：

- 《通威股份公司点评：组件海外销量高增，拟收购丽豪加速多晶硅整合》，2026.4.30
- 《通威股份公司点评：多晶硅盈利显著修复，业绩超预期》，2025.10.25



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	91,994	84,128	75,492	92,544	107,724
营业收入增长率	-33.87%	-8.55%	-10.27%	22.59%	16.40%
归母净利润(百万元)	-7,039	-9,553	-8,311	1,458	5,741
归母净利润增长率	-151.86%	35.73%	-13.00%	N/A	293.76%
摊薄每股收益(元)	-1.563	-2.122	-1.846	0.324	1.275
每股经营性现金流净额	0.25	0.31	0.61	3.38	4.97
ROE(归属母公司)(摊薄)	-14.53%	-24.57%	-27.35%	4.64%	16.20%
P/E	-14.14	-9.67	-6.51	37.09	9.42
P/B	2.05	2.38	1.78	1.72	1.53

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	139,104	91,994	84,128	75,492	92,544	107,724
增长率		-33.9%	-8.6%	-10.3%	22.6%	16.4%
主营业务成本	-102,328	-86,117	-81,856	-77,290	-81,757	-90,211
%销售收入	73.6%	93.6%	97.3%	102.4%	88.3%	83.7%
毛利	36,776	5,877	2,272	-1,798	10,786	17,513
%销售收入	26.4%	6.4%	2.7%	n.a	11.7%	16.3%
营业税金及附加	-745	-442	-507	-453	-555	-646
%销售收入	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-2,130	-1,855	-1,505	-1,359	-1,666	-1,939
%销售收入	1.5%	2.0%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
管理费用	-4,728	-4,147	-3,422	-2,869	-3,424	-3,986
%销售收入	3.4%	4.5%	4.1%	3.8%	3.7%	3.7%
研发费用	-1,189	-1,510	-1,106	-1,132	-1,203	-1,400
%销售收入	0.9%	1.6%	1.3%	1.5%	1.3%	1.3%
息税前利润 (EBIT)	27,984	-2,078	-4,269	-7,611	3,938	9,542
%销售收入	20.1%	n.a	n.a	n.a	4.3%	8.9%
财务费用	-581	-2,002	-2,718	-2,532	-2,114	-2,054
%销售收入	0.4%	2.2%	3.2%	3.4%	2.3%	1.9%
资产减值损失	-6,366	-5,416	-5,165	-2,910	-83	13
公允价值变动收益	170	218	134	20	20	20
投资收益	-177	62	-19	-40	10	10
%税前利润	n.a	-0.7%	n.a	n.a	0.4%	0.1%
营业利润	22,291	-8,418	-11,526	-12,578	2,277	8,035
营业利润率	16.0%	n.a	n.a	n.a	2.5%	7.5%
营业外收支	-239	-265	-145	10	10	10
税前利润	22,052	-8,683	-11,671	-12,568	2,287	8,045
利润率	15.9%	n.a	n.a	n.a	2.5%	7.5%
所得税	-3,805	575	770	1,257	-229	-805
所得税率	17.3%	n.a	n.a	n.a	10.0%	10.0%
净利润	18,246	-8,109	-10,901	-11,311	2,058	7,241
少数股东损益	4,672	-1,070	-1,347	-3,000	600	1,500
归属于母公司的净利润	13,574	-7,039	-9,553	-8,311	1,458	5,741
净利率	9.8%	n.a	n.a	n.a	1.6%	5.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	18,246	-8,109	-10,901	-11,311	2,058	7,241
少数股东损益	4,672	-1,070	-1,347	-3,000	600	1,500
非现金支出	13,058	14,697	17,865	13,548	11,485	12,546
非经营收益	923	755	1,692	2,175	2,431	2,401
营运资金变动	-1,547	-6,200	-7,276	-1,647	-741	208
经营活动现金净流	30,679	1,144	1,379	2,765	15,234	22,396
资本开支	-36,355	-27,780	-12,584	-2,354	-10,765	-13,765
投资	-9,090	-651	-998	5,020	20	20
其他	407	-90	481	-40	10	10
投资活动现金净流	-45,039	-28,520	-13,101	2,626	-10,735	-13,735
股权募资	1,092	737	4,919	0	0	0
债权募资	14,002	35,996	10,996	470	1,173	-2,030
其他	-21,559	-9,253	-3,899	-2,743	-2,914	-4,168
筹资活动现金净流	-6,465	27,480	12,016	-2,273	-1,741	-6,198
现金净流量	-20,825	93	269	3,117	2,758	2,463

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	19,418	16,448	17,475	19,313	20,997	22,560
应收款项	21,652	16,679	14,070	15,185	17,862	19,992
存货	7,788	12,633	14,881	11,350	11,648	13,173
其他流动资产	14,386	20,432	19,813	15,985	16,184	16,443
流动资产	63,244	66,193	66,239	61,833	66,691	72,169
%总资产	38.5%	33.8%	35.3%	35.1%	36.8%	38.3%
长期投资	645	2,570	2,659	2,659	2,659	2,659
固定资产	83,088	107,280	100,209	92,639	92,320	93,850
%总资产	50.6%	54.8%	53.4%	52.6%	51.0%	49.9%
无形资产	5,479	5,813	5,667	5,719	5,750	5,782
非流动资产	101,119	129,724	121,540	114,444	114,322	116,043
%总资产	61.5%	66.2%	64.7%	64.9%	63.2%	61.7%
资产总计	164,363	195,917	187,779	176,277	181,013	188,212
短期借款	2,238	12,604	22,550	28,879	30,053	28,023
应付款项	29,512	36,721	26,944	28,713		33,530
其他流动负债	7,591	7,213	6,272	4,755	5,397	6,177
流动负债	39,340	56,538	55,767	62,347	65,832	67,730
长期贷款	28,755	51,244	51,820	45,820	45,820	45,820
其他长期负债	22,438	30,215	28,804	28,212	27,843	27,625
负债	90,534	137,998	136,391	136,379	139,495	141,175
普通股股东权益	61,529	48,456	38,884	30,393	31,414	35,432
其中：股本	4,502	4,502	4,502	4,502	4,502	4,502
未分配利润	34,660	23,009	13,456	5,144	6,165	10,183
少数股东权益	12,301	9,463	12,504	9,504	10,104	11,604
负债股东权益合计	164,363	195,917	187,779	176,277	181,013	188,212

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	3.015	-1.563	-2.122	-1.846	0.324	1.275
每股净资产	13.667	10.763	8.637	6.751	6.978	7.870
每股经营现金净流	6.815	0.254	0.306	0.614	3.384	4.975
每股股利	0.000	0.000	0.224	0.000	0.097	0.383
回报率						
净资产收益率	22.06%	-14.53%	-24.57%	-27.35%	4.64%	16.20%
总资产收益率	8.26%	-3.59%	-5.09%	-4.71%	0.81%	3.05%
投入资本收益率	19.62%	-1.40%	-2.81%	-5.23%	2.65%	6.25%
增长率						
主营业务收入增长率	-2.33%	-33.87%	-8.55%	-10.27%	22.59%	16.40%
EBIT 增长率	-34.44%	-107.42%	105.47%	78.29%	-151.75%	142.28%
净利润增长率	-47.24%	-151.86%	35.73%	-13.00%	N/A	293.76%
总资产增长率	13.16%	19.20%	-4.15%	-6.13%	2.69%	3.98%
资产管理能力						
应收账款周转天数	15.1	27.2	29.4	35.0	32.0	30.0
存货周转天数	33.5	43.3	61.3	67.0	65.0	65.0
应付账款周转天数	50.6	78.9	76.3	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	179.1	396.9	426.0	450.3	364.1	316.2
偿债能力						
净负债/股东权益	17.17%	85.60%	114.25%	156.41%	149.08%	123.95%
EBIT 利息保障倍数	48.2	-1.0	-1.6	-3.0	1.9	4.6
资产负债率	55.08%	70.44%	72.63%	77.37%	77.06%	75.01%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	5	6	9	17
增持	0	0	0	1	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.10	1.16

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究