

通威股份（600438）

2026 年中报点评：硅料去库明显、现金流转正，组件海外持续开拓，反内卷有望价格修复

买入（维持）

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	91,994	84,128	83,649	102,944	119,923
同比（%）	(33.87)	(8.55)	(0.57)	23.07	16.49
归母净利润（百万元）	(7,038.76)	(9,553.43)	(7,446.22)	956.97	2,681.01
同比（%）	(151.86)	(35.73)	22.06	112.85	180.16
EPS-最新摊薄（元/股）	(1.56)	(2.12)	(1.65)	0.21	0.60
P/E（现价&最新摊薄）	(7.65)	(5.64)	(7.23)	56.26	20.08

投资要点

- **事件：**公司 26H1 营收 343.57 亿元，同比-15.2%，归母净利润-51.19 亿元，同比-3.3%，扣非净利润-52.83 亿元，同比-5.1%，毛利率-3.1%，同比-3.1pct，归母净利率-14.9%，同比-2.7pct；其中 26Q2 营收 222.32 亿元，同环比-9.5%/+83.4%，归母净利润-26.75 亿元，同环比-13.2%/-9.5%，扣非净利润-27.23 亿元，同环比-12.5%/-6.4%，毛利率-2.5%，同环比-4.6/+1.5pct，归母净利率-12.0%，同环比-2.4/+8.2pct。
- **硅料保持龙头地位、反内卷推进价格修复：**26H1 公司高纯晶硅出货约 15.53 万吨，同比-3.7%，继续保持行业引领地位；我们测算 Q2 去库明显、但停工损失较大。行业反内卷持续推进，4 月四部委召开光伏行业座谈会，6 月组件分级标准意见稿及硅料能耗限额等三项国标发布；公司多晶硅全部产能均满足新颁布的硅多晶能耗限额标准。硅料报价自 7 月末降至低点约 3-3.2 万/吨，后续行业报价逐步回升、已修复至 40+元/kg；26 年能耗新标下行业供需有望进一步改善。
- **电池组件出货环增、海外占比提升：**26H1 公司电池销量 34.78GW，累计出货突破 400GW；我们测算 Q2 因价格回落、亏损环比略加大。组件销售 13.07GW，我们测算 Q2 环比减亏，其中海外市场出货占比提升至近 40%。技术端，公司推动新一代旗舰技术 TNC3.0 量产落地，量产端组件功率最高达 670W、双面率可达 85%~90%，持续满足先进效率要求。
- **费用优化、经营现金流转正：**公司 26H1 期间费用 40.98 亿元，同比-2.9%，费用率 11.9%，同比+1.5pct，其中 Q2 期间费用 20.03 亿元，同环比-3.7%/-4.3%，费用率 9.0%，同环比+0.6/-8.2pct；26H1 经营性净现金流 1.09 亿元，同比+105.6%，其中 Q2 经营性现金流 27.65 亿元、实现转正；26H1 资本开支 26.14 亿元，同比-42.3%，其中 Q2 资本开支 8.62 亿元，同环比-58.4%/-50.8%；26H1 末存货 141.55 亿元，较年初-4.9%。Q2 末公司在手现金充裕，货币资金+交易性金融资产合计约 264 亿元，能有效满足公司资金周转需求。
- **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，我们下调公司 2026-2028 年归母净利润为-74/10/27 亿元（原预期-21/27/57 亿元），同增 22%/113%/180%，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：**竞争加剧，政策不及预期等。

2026 年 08 月 31 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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.59
一年最低/最高价	10.32/27.75
市净率(倍)	1.62
流通 A 股市值(百万元)	52,178.07
总市值(百万元)	52,178.07

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.17
资产负债率(% ,LF)	75.24
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》

2026-05-06

《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	
流动资产	66,239	40,126	45,966	58,338	营业总收入	84,128	83,649	102,944	119,923
货币资金及交易性金融资产	31,524	7,398	5,431	12,206	营业成本(含金融类)	81,856	80,801	92,025	106,343
经营性应收款项	13,818	13,736	16,855	19,629	税金及附加	507	418	566	660
存货	14,881	12,089	16,629	19,252	销售费用	1,505	1,171	1,235	1,319
合同资产	404	402	494	576	管理费用	3,422	2,844	3,191	3,598
其他流动资产	5,612	6,502	6,557	6,675	研发费用	1,106	920	1,029	1,199
非流动资产	121,540	137,560	136,191	130,394	财务费用	2,718	3,747	3,988	3,887
长期股权投资	2,407	2,407	2,407	2,407	加:其他收益	458	335	463	480
固定资产及使用权资产	104,233	101,855	101,677	97,828	投资净收益	30	67	82	120
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)	(2,993)	(137)	(113)
商誉	244	244	244	244	资产处置收益	3	(8)	(10)	(12)
长期待摊费用	429	429	429	429	营业利润	(11,526)	(8,852)	1,307	3,391
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)
资产总计	187,779	177,686	182,157	188,731	利润总额	(11,671)	(9,002)	1,157	3,241
流动负债	55,767	48,635	52,018	57,546	减:所得税	(770)	(540)	69	194
短期借款及一年内到期的非流动负债	22,550	15,823	14,848	14,848	净利润	(10,901)	(8,462)	1,087	3,047
经营性应付款项	25,723	25,391	28,922	33,423	减:少数股东损益	(1,347)	(1,015)	130	366
合同负债	2,695	2,661	3,030	3,502	归属母公司净利润	(9,553)	(7,446)	957	2,681
其他流动负债	4,798	4,760	5,217	5,773	每股收益-最新股本摊薄(元)	(2.12)	(1.65)	0.21	0.60
非流动负债	80,625	86,125	86,125	84,125	EBIT	(6,936)	(2,506)	4,896	6,804
长期借款	51,820	57,320	57,320	55,320	EBITDA	5,764	11,779	20,666	23,828
应付债券	15,882	15,882	15,882	15,882	毛利率(%)	2.70	3.40	10.61	11.32
租赁负债	3,870	3,870	3,870	3,870	归母净利率(%)	(11.36)	(8.90)	0.93	2.24
其他非流动负债	9,052	9,052	9,052	9,052	收入增长率(%)	(8.55)	(0.57)	23.07	16.49
负债合计	136,391	134,760	138,143	141,671	归母净利润增长率(%)	(35.73)	22.06	112.85	180.16
归属母公司股东权益	38,884	31,438	32,395	35,076					
少数股东权益	12,504	11,489	11,619	11,985					
所有者权益合计	51,388	42,927	44,014	47,061					
负债和股东权益	187,779	177,686	182,157	188,731					

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	11,411	17,306	23,790	每股净资产(元)	8.31	6.66	6.87	7.46
投资活动现金流	(13,101)	(30,489)	(14,515)	(11,303)	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)	(1.67)	3.39	4.69
现金净增加额	269	(24,126)	(1,967)	6,775	ROE-摊薄(%)	(24.57)	(23.69)	2.95	7.64
折旧和摊销	12,699	14,285	15,769	17,024	资产负债率(%)	72.63	75.84	75.84	75.06
资本开支	(12,584)	(30,556)	(14,597)	(11,423)	P/E(现价&最新股本摊薄)	(5.64)	(7.23)	56.26	20.08
营运资本变动	(7,276)	(1,318)	(3,549)	(149)	P/B(现价)	1.44	1.80	1.74	1.60

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(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用,且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用,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。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后,应立即退回并销毁,不得依据本报告内容做出任何投资决策。

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>