

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	11.50
总股本/流通股本(亿股)	45.02 / 45.02
总市值/流通市值(亿元)	518 / 518
52周内最高/最低价	27.16 / 10.48
资产负债率(%)	72.6%
市盈率	-
第一大股东	通威集团有限公司

研究所

分析师: 盛炜
SAC 登记编号: S1340525120008
Email: shengwei@cnpsec.com
研究助理: 闫依洋
SAC 登记编号: S1340126050013
Email: yanyiyang@cnpsec.com

通威股份(600438)

组件出海比例提升，反内卷有望修复产业链价格

● 投资要点

事件：2026 年 8 月 26 日，公司发布 2026 年半年度报告。2026 年上半年公司实现营收 343.6 亿元，同比-15.2%；归母净利润-51.2 亿元，亏损同比扩大 1.6 亿元；扣非归母净利润-52.8 亿元，亏损同比扩大 2.5 亿元。2026 年二季度公司实现营业收入 222.3 亿元，同比-9.5%；归母净利润-26.7 亿元，亏损同比扩大 3.1 亿元；扣非归母净利润-27.2 亿元，亏损同比扩大 3.0 亿元。

硅料出货行业领先，组件出海占比提升。2026 年上半年公司光伏产品收入 196.5 亿元，同比-26.3%，毛利率-12.2%，同比-6.9pcts。**硅料方面**，上半年公司高纯晶硅出货 15.5 万吨，保持行业引领地位，半导体用高纯晶硅产品持续向海内外客户稳定供货。公司**电池片**上半年实现销量 34.8GW，并成为全球电池行业首家累计出货突破 400GW 的企业；**组件**业务海内外并举，提升高价值订单占比，上半年国内集中式业务中标华电、华能、中石油等重点央企年度组件集采，分布式业务出货稳步增长，海外市场落地罗马尼亚、波兰等多个大型标杆项目，实现组件销量同比增长，海外占比提升至近 40%。

毛利率短期仍承压，上半年经营性现金流同比转正。2026 年上半年公司毛利率为-3.1%，同比-3.1pcts；归母净利率-14.9%，同比-2.7pcts；销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.2%/3.9%/1.7%/4.2%，分别同比持平/+0.3/+0.4/+0.8pcts。2026 年二季度公司毛利率-2.5%，同比-4.5pcts，环比+1.5pcts；归母净利率-12.0%，同比-2.4pcts，环比+8.1pcts。上半年公司经营活动现金流为 1.1 亿元，同比转正，主要系控制存货规模，存货净增加同比减少所致。

反内卷持续推进，产业链价格有望回升。26 年 4 月，工信部等四部门组织主要电力央企召开光伏行业座谈会，强调扎实推进光伏行业“反内卷”工作。26 年 6 月，工信部发布《光伏产品分级分类第 1 部分：光伏组件》行业标准报批意见稿，建立了统一的光伏组件产品分级标准，引导市场重塑行业价值体系，遏制低端产能无序扩张；同月，《晶体硅光伏组件和逆变器能效限定值及能效等级》等三项能效强制性国家标准发布，设定生产能耗红线与产品能效门槛，加速行业落后产能出清。26 年 7 月，《光伏行业成本核算模型通则》发布，搭建起上下游通用的标准化成本核算框架。

● 盈利预测与投资评级

我们预计公司 26-28 年营收分别为 836.9/988.1/1136.4 亿元，归母净利润分别为-72.9/9.2/36.8 亿元，对应 27-28 年 PE 分别为 57x/14x，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示：

需求不及预期风险；行业竞争加剧风险；政策推进不及预期的风险

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	84128	83689	98814	113636
增长率(%)	-8.55	-0.52	18.07	15.00
EBITDA（百万元）	5763.77	6551.15	16879.89	20750.48
归属母公司净利润（百万元）	-9553.43	-7294.76	915.70	3677.61
增长率(%)	-	-	112.55	301.62
EPS（元/股）	-2.12	-1.62	0.20	0.82
市盈率（P/E）	-	-	56.54	14.08
市净率（P/B）	1.33	1.64	1.60	1.43
EV/EBITDA	29.33	18.46	6.55	4.83

资料来源：公司公告，中邮证券研究所；股价为 2026 年 9 月 10 日收盘价

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	84128	83689	98814	113636	营业收入	-8.6%	-0.5%	18.1%	15.0%
营业成本	81856	80535	87138	98726	营业利润	-36.9%	22.2%	114.6%	267.0%
税金及附加	507	461	550	614	归属于母公司净利润	-35.7%	23.6%	112.6%	301.6%
销售费用	1505	1486	1680	1773	获利能力				
管理费用	3422	3431	3656	3977	毛利率	2.7%	3.8%	11.8%	13.1%
研发费用	1106	1127	1369	1546	净利率	-11.4%	-8.7%	0.9%	3.2%
财务费用	2718	2411	2029	1823	ROE	-24.6%	-23.1%	2.8%	10.2%
资产减值损失	-5018	-3520	-1500	-900	ROIC	-4.5%	-4.6%	2.2%	4.3%
营业利润	-11526	-8963	1307	4798	偿债能力				
营业外收入	106	100	100	100	资产负债率	72.6%	76.0%	75.5%	73.7%
营业外支出	251	250	250	250	流动比率	1.19	1.07	1.22	1.39
利润总额	-11671	-9113	1157	4648	营运能力				
所得税	-770	-547	93	372	应收账款周转率	12.40	11.57	12.74	13.79
净利润	-10901	-8567	1065	4276	存货周转率	5.95	6.11	8.05	9.63
归母净利润	-9553	-7295	916	3678	总资产周转率	0.44	0.46	0.55	0.63
每股收益(元)	-2.12	-1.62	0.20	0.82	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	-2.12	-1.62	0.20	0.82
货币资金	17475	24023	32653	41250	每股净资产	8.64	7.00	7.21	8.02
交易性金融资产	14049	7549	8549	9549	估值比率				
应收票据及应收账款	8434	9347	9885	10779	PE	-	-	56.54	14.08
预付款项	543	1611	1743	1975	PB	1.33	1.64	1.60	1.43
存货	14881	11488	10149	10354	现金流量表				
流动资产合计	66239	66301	76261	88498	净利润	-10901	-8567	1065	4276
固定资产	98186	89099	80689	73297	折旧和摊销	12699	13254	13694	14279
在建工程	2015	1970	2079	2155	营运资本变动	-7276	-3677	-744	-2473
无形资产	4994	4952	4900	4838	其他	6857	5544	4192	3528
非流动资产合计	121540	111948	102824	94615	经营活动现金流净额	1379	6554	18207	19610
资产总计	187779	178249	179085	183113	资本开支	-12584	-3402	-4600	-6101
短期借款	7702	7202	6702	6202	其他	-516	7122	-943	-933
应付票据及应付账款	25678	26174	27352	28247	投资活动现金流净额	-13101	3720	-5543	-7035
其他流动负债	22387	28368	28662	29219	股权融资	4919	0	0	0
流动负债合计	55767	61744	62716	63668	债务融资	10996	-1259	-1695	-1695
其他	80625	73742	72542	71342	其他	-3899	-2426	-2339	-2283
非流动负债合计	80625	73742	72542	71342	筹资活动现金流净额	12016	-3684	-4034	-3978
负债合计	136391	135486	135258	135010	现金及现金等价物净增加额	269	6548	8630	8597
股本	4502	4502	4502	4502					
资本公积金	16644	16644	16644	16644					
未分配利润	13456	6119	6897	10023					
少数股东权益	12504	11232	11381	11980					
其他	4282	4265	4402	4954					
所有者权益合计	51388	42763	43827	48104					
负债和所有者权益总计	187779	178249	179085	183113					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立,公司注册资本 61.68 亿元人民币,是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司,公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括:证券经纪,证券自营,证券投资咨询,证券资产管理,融资融券,证券投资基金销售,证券承销与保荐,代理销售金融产品,与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问,具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底,公司在全国设有 58 家分支机构(含 29 家分公司、29 家营业部),1 家资产管理分公司和 1 家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力,通过强化“自营+协同”发展模式,实现快速发展,当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民,为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务,努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业,打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市丰台区北甲地路 2 号院 6 甲 1 号, 玺萌大厦南塔

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048