

业绩阶段性承压，多晶硅龙头地位稳固

2025 年 08 月 25 日

事件：2025 年 8 月 22 日，公司发布 2025 年半年报。2025H1，公司实现营业收入 405.09 亿元，同比-7.51%；实现归母净亏损 49.55 亿元，同比亏损扩大；实现扣非净亏损 50.29 亿元，同比亏损扩大。2025H1，公司计提资产减值准备 25.04 亿元，包括存货跌价准备 24.19 亿元、合同资产减值准备 0.02 亿元、应收帐款坏账准备 0.85 亿元、其他应收款坏账准备-0.02 亿元；发生资产报废损失 0.40 亿元。

2025Q2 公司实现营业收入 245.75 亿元，同比+1.44%，环比+54.24%；实现归母净亏损 23.63 亿元，续亏；实现扣非净亏损 24.21 亿元，续亏。

➤ **多晶硅市占率位居第一，持续提升产品质量并降本。**2025H1，公司实现多晶硅销售 16.13 万吨，全球市占率约 30%，位居行业第一。公司持续提升多晶硅产品质量并降本，2025H1，公司 N 型多晶硅出货比例达 90%以上，硅耗降至 1.04kg/kg.si 以内，蒸汽基本实现零消耗；产品质量方面，公司 N 型料体金属降至 0.1ppbw 以内，表金属降低至 0.2ppbw 以内，显著领先行业。

➤ **电池出货保持第一，组件海外出货大幅增长。**2025H1，公司电池销量 49.89GW，继续保持全球第一，并实现累计出货量突破 300GW，持续刷新全球电池片销售纪录。2025H1，公司组件销售 24.52GW，其中国内分布式出货继续保持国内第一，集中式延续与主要电力央企客户的良好合作；海外市场方面，公司上半年销量 5.08GW，继续保持高增长，已在波兰、罗马尼亚、匈牙利等市场取得领先优势。公司重视技术研发，全面布局 TOPCon、HJT、xBC、钙钛矿/晶硅叠层等主流技术，在 TNC、THC、TBC 电池及组件，铜互连金属化、钙钛矿/晶硅叠层电池、新型光伏组件等领域成果丰硕。2025H1，公司推出的 TNC2.0 组件的功率提升 25W，性能全面提升；2384*1303mm 标准尺寸的 TNC-G12 组件功率达到 778.5W，较目前市场同版型量产主流功率提高约 60W，转换效率达 25.06%；HJT 方面，公司 1GW 中试线量产 HJT 组件批次平均功率超过 755W；xBC 方面，公司 N 型 TBC 电池研发批次效率达到 26.87%，0BB-TBC 组件功率达到 665.7W，并储备了低成本差异化 TBC 技术路线，将在下半年进行中试开发。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 908.33、1074.77、1201.88 亿元，对应增速分别为-1.3%、18.3%、11.8%；归母净利润分别为 -57.76、30.77、60.52 亿元，对应增速分别为 17.9%、153.3%、96.7%，以 8 月 25 日收盘价为基准，对应 2026-2027 年 PE 为 32X、16X，公司硅料和电池出货量行业第一，组件业务稳步发展，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期，市场竞争加剧，资产减值风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	91,994	90,833	107,477	120,188
增长率 (%)	-33.9	-1.3	18.3	11.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	-7,039	-5,776	3,077	6,052
增长率 (%)	-151.9	17.9	153.3	96.7
每股收益 (元)	-1.56	-1.28	0.68	1.34
PE	/	/	32	16
PB	2.0	2.3	2.2	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 25 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

21.57 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

邮箱：zhubiye@mszq.com

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

邮箱：wangyiru_yj@mszq.com

分析师 林誉韬

执业证书：S0100524070001

邮箱：linyutao@mszq.com

相关研究

- 1.通威股份 (600438.SH) 2024 年年报及 2025 年一季报点评：业绩阶段性承压，多晶硅成本优势显著-2025/05/03
- 2.通威股份 (600438.SH) 2024 年三季报点评：多晶硅成本下降，24Q3 亏损环比收窄-2024/11/03
- 3.通威股份 (600438.SH) 2024 年半年报点评：业绩阶段性承压，收购润阳完善产业链布局-2024/09/02
- 4.通威股份 (600438.SH) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：业绩阶段性承压，硅料成本优势显著-2024/04/30
- 5.通威股份 (600438.SH) 2023 年三季报点评：硅料成本优势显著，N 型一体化产能稳步扩张-2023/10/27

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	91,994	90,833	107,477	120,188
营业成本	86,117	86,037	93,021	100,807
营业税金及附加	442	391	430	481
销售费用	1,855	1,817	1,935	2,163
管理费用	4,147	3,452	3,762	4,207
研发费用	1,510	1,181	860	962
EBIT	-6,086	-1,428	8,203	11,910
财务费用	2,002	2,698	2,781	2,758
资产减值损失	-5,327	-3,500	-1,500	-1,300
投资收益	87	91	107	60
营业利润	-8,418	-7,490	4,083	7,972
营业外收支	-265	-60	-60	-60
利润总额	-8,683	-7,550	4,023	7,912
所得税	-575	-755	402	791
净利润	-8,109	-6,795	3,620	7,120
归属于母公司净利润	-7,039	-5,776	3,077	6,052
EBITDA	3,195	11,710	22,127	26,617

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	16,448	15,092	19,533	29,176
应收账款及票据	8,172	8,811	10,429	11,665
预付款项	1,086	1,118	1,209	1,310
存货	12,633	12,639	16,913	19,231
其他流动资产	27,853	30,615	32,388	33,743
流动资产合计	66,193	68,275	80,472	95,125
长期股权投资	2,307	2,307	2,307	2,307
固定资产	100,025	99,467	97,463	93,979
无形资产	4,851	4,871	4,891	4,911
非流动资产合计	129,724	125,896	121,771	116,863
资产合计	195,917	194,170	202,243	211,988
短期借款	1,878	2,592	2,592	2,592
应付账款及票据	35,051	31,539	37,318	41,732
其他流动负债	19,609	26,544	27,469	28,381
流动负债合计	56,538	60,675	67,379	72,705
长期借款	51,244	52,857	52,857	52,857
其他长期负债	30,215	29,521	29,521	29,521
非流动负债合计	81,460	82,378	82,378	82,378
负债合计	137,998	143,053	149,757	155,082
股本	4,502	4,502	4,502	4,502
少数股东权益	9,463	8,444	8,987	10,055
股东权益合计	57,919	51,117	52,487	56,906
负债和股东权益合计	195,917	194,170	202,243	211,988

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-33.87	-1.26	18.32	11.83
EBIT 增长率	-121.90	76.53	674.35	45.19
净利润增长率	-151.86	17.94	153.28	96.67
盈利能力 (%)				
毛利率	6.39	5.28	13.45	16.13
净利润率	-7.65	-6.36	2.86	5.04
总资产收益率 ROA	-3.59	-2.97	1.52	2.86
净资产收益率 ROE	-14.53	-13.54	7.07	12.92
偿债能力				
流动比率	1.17	1.13	1.19	1.31
速动比率	0.81	0.78	0.81	0.92
现金比率	0.29	0.25	0.29	0.40
资产负债率 (%)	70.44	73.67	74.05	73.16
经营效率				
应收账款周转天数	26.80	30.00	30.00	30.00
存货周转天数	42.68	60.00	60.00	60.00
总资产周转率	0.51	0.47	0.54	0.58
每股指标 (元)				
每股收益	-1.56	-1.28	0.68	1.34
每股净资产	10.76	9.48	9.66	10.41
每股经营现金流	0.25	1.32	4.37	5.64
每股股利	0.00	0.00	0.50	0.60
估值分析				
PE	/	/	32	16
PB	2.0	2.3	2.2	2.1
EV/EBITDA	51.71	14.11	7.47	6.21
股息收益率 (%)	0.00	0.00	2.32	2.78

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-8,109	-6,795	3,620	7,120
折旧和摊销	9,281	13,139	13,924	14,708
营运资金变动	-6,200	-6,561	-2,073	-504
经营活动现金流	1,144	5,922	19,653	25,376
资本开支	-27,780	-10,315	-10,306	-10,300
投资	-651	-1,028	0	0
投资活动现金流	-28,520	-11,262	-10,199	-10,240
股权募资	737	0	0	0
债务募资	35,996	6,686	0	0
筹资活动现金流	27,480	3,983	-5,013	-5,494
现金净流量	93	-1,357	4,441	9,643

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层；200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室；518048