

颗粒硅市占率超 25%，打造第二增长曲线

——协鑫科技 2024 年报点评



买入(维持)

行业：电力设备

日期：2025年04月07日

分析师：开文明

E-mail: kaiwenming@yongxingsec.com

SAC 编号: S1760523070002

分析师：刘清馨

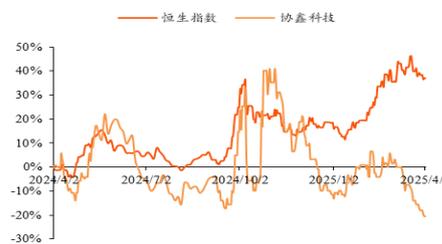
E-mail: liuqingxin@yongxingsec.com

SAC 编号: S1760523090001

基本数据

收盘价(元)	0.97
12mthH 股价格区间(元)	0.95~1.99
已发行普通股(百万股)	28,480.82
流通市值(亿元)	254.90

最近一年股票与恒生指数比较



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

相关报告:

《现金成本持续降低,碳足迹刷新全球记录》

——2024 年 11 月 02 日

《研发占比继续提升,颗粒硅品质与成本持续突破》

——2024 年 09 月 10 日

■ 核心观点

3 月 28 日,公司发布 2024 年年报,2024 年公司实现收入 150.98 亿元,同比-55.2%;归母净利润-47.50 亿元,同比-289.3%。收入和利润的大幅下跌主要由光伏产品平均售价下降导致。

2024 年公司多晶硅产能实现 48 万吨,多晶硅出货 28.19 万吨(含内部销售 1.56 万吨)同比+24.7%;公司单晶拉晶年产能为 10GW,硅片年产能为 35GW,公司销售 33.53GW 硅片(含代工硅片销售 12.27GW)同比-35.4%。2024 年颗粒硅平均对外不含税销售价格约为 34.2 元/kg。2024 年颗粒硅平均现金成本(含研发)为 33.52 元/kg,较 2023Q4 下降 10%;2025 年 1-2 月颗粒硅平均现金成本(含研发)为 27.14 元/kg。

颗粒硅品质大幅提升,市占率超 25%。2024 年颗粒硅前五大客户出货量合计占比 71.2%,随着客户对公司颗粒硅产品的粘附力不断增强,双方的合作关系更紧密稳固,2025 年 2 月公司产量市占率达到 25.76%,相比 2024 年 1 月市占率增长超 13pct。颗粒硅品质持续提升,金属杂质水平控制保持行业领先水平。颗粒硅基本全面实现 5 元素总金属杂质含量低于 1ppbw,而 5 元素总金属杂质含量 ≤ 0.5 ppbw 产品也在 2025 年 2 月占比达到 95%。金属 18 元素 ≤ 1 ppbw 产品占比从 2024Q1 55.8%提升至 2025 年 2 月 91.5%。2025 年 2 月,颗粒硅浊度 ≤ 100 NTU 产品比例提升至 97.1%,浊度 ≤ 70 NTU 产品比例也在持续提升。

利用自身优势打造第二增长曲线。公司拥有超 60 万吨硅烷气产能,稳居全球第一,除供给颗粒硅生产外,应用领域包括光伏电池、半导体等领域,目前硅烷气品质达电子级水平,外售部分国内市占率约 25%。CVD 法硅碳负极是下一代负极材料重要技术路线,公司将充分利用自身优势切入硅碳负极,新技术预期综合成本比同业低超 25%。

■ 投资建议

我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 212.04 亿元、266.84 亿元、288.19 亿元,同比分别+40%、+26%、+8%。预计 2026-2027 年归母净利润为 16 亿元、22.35 亿元,同比分别+613%、+40%。4 月 2 日股价对应 2025~2027 年 PE 分别为 123、17、12 倍。维持“买入”评级。我们看好公司颗粒硅成本持续下降、品质提升,随着多晶硅价格逐步复苏,公司盈利能力将得到修复。

■ 风险提示

下游需求不及预期、市场竞争加剧、客户集中度较高

■ 盈利预测与估值

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	15098	21204	26684	28819
年增长率(%)	-55%	40%	26%	8%
归属于母公司的净利润	-4750	224	1600	2235
年增长率(%)	-289%	-	613%	40%
每股收益(元)	-0.18	0.01	0.06	0.08
市盈率(X)	-6.01	123.14	17.26	12.36

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所 (2025 年 04 月 02 日收盘价)

附录：公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	26,145	32,085	42,352	51,036
现金	5,174	15,306	21,719	27,900
应收账款及票据	7,379	6,479	8,153	9,606
存货	2,014	2,238	2,585	2,736
其他	11,577	8,062	9,896	10,794
非流动资产	48,729	43,284	38,267	34,094
固定资产	34,761	27,716	21,099	15,326
无形资产	1,519	2,019	2,519	3,019
其他	12,449	13,549	14,649	15,749
资产总计	74,874	75,369	80,620	85,130
流动负债	22,431	22,383	25,003	26,182
短期借款	10,691	10,691	10,691	10,691
应付账款及票据	2,138	4,973	5,744	6,080
其他	9,602	6,719	8,568	9,411
非流动负债	10,150	10,150	10,150	10,150
长期债务	8,405	8,405	8,405	8,405
其他	1,745	1,745	1,745	1,745
负债合计	32,581	32,533	35,152	36,332
普通股股本	2,343	2,343	2,343	2,343
储备	34,834	35,059	36,659	38,894
归属母公司股东权益	37,177	37,401	39,002	41,237
少数股东权益	5,116	5,434	6,466	7,562
股东权益合计	42,293	42,836	45,467	48,799
负债和股东权益	74,874	75,369	80,620	85,130
现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-3,840	12,158	8,548	8,259
净利润	-4,750	224	1,600	2,235
少数股东权益	-898	318	1,031	1,096
折旧摊销	0	7,145	6,716	5,873
营运资金变动及其他	1,808	4,470	-800	-945
投资活动现金流	0	-1,814	-1,869	-1,790
资本支出	0	-600	-600	-600
其他投资	0	-1,214	-1,269	-1,190
筹资活动现金流	0	-212	-267	-288
借款增加	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	0	-212	-267	-288
其他	0	0	0	0
现金净增加额	0	10,132	6,412	6,181

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	15,098	21,204	26,684	28,819
其他收入	0	200	200	200
营业成本	17,608	17,904	20,677	21,889
销售费用	290	85	107	115
管理费用	1,855	954	1,201	1,441
研发费用	1,102	1,060	1,334	1,441
财务费用	618	109	-39	-146
除税前溢利	-6,193	702	3,305	4,126
所得税	-545	160	673	795
净利润	-5,648	543	2,632	3,331
少数股东损益	-898	318	1,031	1,096
归属母公司净利润	-4,750	224	1,600	2,235
EBIT	-5,575	811	3,266	3,980
EBITDA	-5,575	7,956	9,982	9,853
EPS (元)	-0.18	0.01	0.06	0.08

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-55.20%	40.45%	25.84%	8.00%
归属母公司净利润	-289.25%	104.72%	613.35%	39.66%
获利能力				
毛利率	-16.63%	15.56%	22.51%	24.05%
销售净利率	-31.46%	1.06%	6.00%	7.76%
ROE	-12.78%	0.60%	4.10%	5.42%
ROIC	-8.28%	1.01%	4.03%	4.73%
偿债能力				
资产负债率	43.51%	43.16%	43.60%	42.68%
净负债比率	32.92%	8.85%	-5.77%	-18.04%
流动比率	1.17	1.43	1.69	1.95
速动比率	0.87	1.26	1.51	1.76
营运能力				
总资产周转率	0.19	0.28	0.34	0.35
应收账款周转率	1.55	3.06	3.65	3.25
应付账款周转率	3.69	5.04	3.86	3.70
每股指标 (元)				
每股收益	-0.18	0.01	0.06	0.08
每股经营现金流	-0.14	0.43	0.30	0.29
每股净资产	1.38	1.31	1.37	1.45
估值比率				
P/E	-6.01	123.14	17.26	12.36
P/B	0.78	0.74	0.71	0.67
EV/EBITDA	-7.71	3.95	2.50	1.91

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。