

2025 年 04 月 25 日

工业硅等主要产品景气低位，利润承压

—合盛硅业（603260.SH）公司事件点评报告

买入（首次）

事件

分析师：张伟保 S1050523110001

✉ zhangwb@cfsc.com.cn

联系人：覃前 S1050124070019

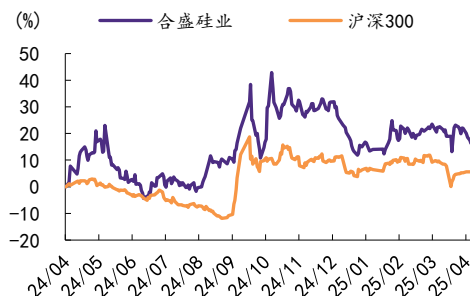
✉ qinqian@cfsc.com.cn

基本数据

2025-04-25

当前股价（元）	53.38
总市值（亿元）	631
总股本（百万股）	1182
流通股本（百万股）	1182
52 周价格范围（元）	44.14-64.99
日均成交额（百万元）	157.68

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

合盛硅业发布 2024 年度业绩报告：2024 全年实现营业总收入 266.92 亿元，同比+0.41%；实现归母净利润 17.40 亿元，同比-33.64%。其中 2024Q4 单季度实现营业收入 63.21 亿元，同比-5.62%、环比-10.96%，实现归母净利润 2.86 亿元，同比-34.73%、环比-39.97%。

投资要点

■ 主要产品产销量增加，公司营收实现增长

2024 年公司营业收入增长的原因为公司工业硅及有机硅产销量实现同比增长，而受整体经济波动及产品价格下跌影响致利润下降。分产品产销情况来看：1) 工业硅：2024 年产量为 187.14 万吨，同比增长 38.11%，销量为 123.00 万吨，同比增长 20.93%；2) 硅橡胶：2024 年产量为 97.42 万吨，同比增长 16.31%，销量为 83.51 万吨，同比增长 8.5%；3) 硅油：2024 年产量为 8.75 万吨，同比增长 56.66%，销量为 6.17 万吨，同比增长 23.9%；4) 环体硅氧烷：2024 年产量为 55.92 万吨，同比增长 5.35%，销量为 5.17 万吨，同比减少 49.14%。

■ 财务费用率上升，主因公司借款利息增加

期间费用方面，2024 年公司销售/管理/财务/研发费用率分别同比+0.05/+0.23/+1.21/+0.01pct，其中销售费用率上升主要系公司业务宣传、服务及产品检测费增加所致；财务费用率上升主要系公司借款利息增加所致。现金流方面，2024 年公司经营活动产生的现金流量净额为 45.17 亿元，较上年有所增加，主要系收到客户的承兑汇票进行贴现及收到的留抵退税增加所致。

■ 重点项目实现量产，技术突破推进产业升级

2024 年，公司旗下新疆中部光伏一体化产业园项目（包含中部合盛年产 20 万吨高纯多晶硅项目、中部合盛年产 20GW 光伏组件项目、中部合盛年产 150 万吨新能源装备用超薄高透光伏玻璃制造项目等）首条光伏产线实现量产，内蒙古赛盛新材料年产 800 吨碳化硅颗粒项目正式点火投产；6 英寸碳化硅衬底已全面量产，晶体良率达 95%以上，外延良率稳定在 98%以上，在 8 英寸碳化硅衬底研发方面，公司凭借自研

体系和高效研发，已开始小批量生产。

公司 2025 年将继续投入硅基新材料研发，以技术进步推进产业升级，以科技创新驱动企业发展，以产业升级提升公司发展质量，实现硅基产业链和价值链的高效整合，不断增强企业竞争优势，推进企业持续进步发展。

■ 盈利预测

公司重点项目实现量产，业绩增长预期强，投资性价比凸显。预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 20.79、29.69、33.92 亿元，当前股价对应 PE 分别为 30.3、21.3、18.6 倍，首次覆盖公司，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

下游需求波动风险；产品价格下跌风险；原材料价格上涨风险；新建项目不及预期等风险。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	26,692	27,262	29,266	32,138
增长率（%）	0.4%	2.1%	7.3%	9.8%
归母净利润（百万元）	1,740	2,079	2,969	3,392
增长率（%）	-33.6%	19.5%	42.8%	14.3%
摊薄每股收益（元）	1.47	1.76	2.51	2.87
ROE（%）	5.3%	6.3%	9.1%	10.4%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：					营业收入	26,692	27,262	29,266	32,138
现金及现金等价物	1,791	4,475	8,292	12,985	营业成本	21,209	21,343	22,177	24,442
应收款	761	777	835	916	营业税金及附加	504	514	552	606
存货	9,509	9,800	10,190	11,230	销售费用	56	58	62	68
其他流动资产	1,485	1,515	1,619	1,769	管理费用	703	718	771	847
流动资产合计	13,546	16,567	20,936	26,901	财务费用	892	854	747	616
非流动资产：					研发费用	572	584	627	688
金融类资产	93	93	93	93	费用合计	2,223	2,214	2,207	2,218
固定资产	33,395	50,544	54,924	54,362	资产减值损失	-933	-933	-933	-933
在建工程	32,291	12,916	5,167	2,067	公允价值变动	3	3	3	3
无形资产	5,066	4,813	4,559	4,319	投资收益	94	94	94	94
长期股权投资	48	48	48	48	营业利润	2,271	2,705	3,844	4,386
其他非流动资产	6,427	6,427	6,427	6,427	加：营业外收入	120	120	120	120
非流动资产合计	77,227	74,748	71,125	67,223	减：营业外支出	162	162	162	162
资产总计	90,773	91,314	92,061	94,123	利润总额	2,229	2,663	3,802	4,344
流动负债：					所得税费用	527	630	899	1,027
短期借款	5,633	5,633	5,633	5,633	净利润	1,702	2,033	2,903	3,317
应付账款、票据	19,190	19,777	20,566	22,664	少数股东损益	-38	-46	-65	-75
其他流动负债	12,552	12,552	12,552	12,552	归母净利润	1,740	2,079	2,969	3,392
流动负债合计	37,928	38,527	39,357	41,514					
非流动负债：					主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
长期借款	16,750	16,750	16,750	16,750	成长性				
其他非流动负债	3,266	3,266	3,266	3,266	营业收入增长率	0.4%	2.1%	7.3%	9.8%
非流动负债合计	20,016	20,016	20,016	20,016	归母净利润增长率	-33.6%	19.5%	42.8%	14.3%
负债合计	57,944	58,543	59,373	61,530	盈利能力				
所有者权益					毛利率	20.5%	21.7%	24.2%	23.9%
股本	1,182	1,182	1,182	1,182	四项费用/营收	8.3%	8.1%	7.5%	6.9%
股东权益	32,830	32,771	32,688	32,593	净利率	6.4%	7.5%	9.9%	10.3%
负债和所有者权益	90,773	91,314	92,061	94,123	ROE	5.3%	6.3%	9.1%	10.4%
					偿债能力				
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	63.8%	64.1%	64.5%	65.4%
净利润	1702	2033	2903	3317	营运能力				
少数股东权益	-38	-46	-65	-75	总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
折旧摊销	3088	2480	3610	3890	应收账款周转率	35.1	35.1	35.1	35.1
公允价值变动	3	3	3	3	存货周转率	2.2	2.2	2.2	2.2
营运资金变动	-238	262	278	886	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	4517	4733	6729	8021	EPS	1.47	1.76	2.51	2.87
投资活动现金净流量	-4441	2226	3370	3662	P/E	36.3	30.3	21.3	18.6
筹资活动现金净流量	2608	-2092	-2986	-3412	P/S	2.4	2.3	2.2	2.0
现金流量净额	2,683	4,867	7,112	8,271	P/B	1.9	1.9	1.9	1.9

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 化工组介绍

张伟保：华南理工大学化工硕士，13 年化工行业研究经验，其中三年卖方研究经验，十年买方研究经验，善于通过供求关系以及竞争变化来判断行业和公司发展趋势，致力于推荐具有长期竞争力的优质公司。2023 年加入华鑫证券研究所，担任化工行业首席分析师。

高铭谦：伦敦国王学院金融硕士，2024 年加入华鑫证券研究所。

覃前：大连理工大学化工学士，金融硕士，2024 年加入华鑫证券研究所。

■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券

投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。