

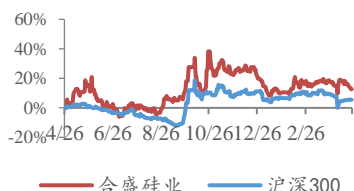
## 全年产销增长，工业硅电耗持续下降

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-04-26

收盘价（元） 52.91  
近 12 个月最高/最低（元） 64.99/44.14  
总股本（百万股） 1182  
流通股本（百万股） 1182  
流通股比例（%） 100.00  
总市值（亿元） 626  
流通市值（亿元） 626

### 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

分析师：潘宁馨

执业证书号：S0010524070002

电话：13816562460

邮箱：pannx@hazq.com

### 相关报告

1. 三季度业绩环比改善，硅产业链一体化有序推进 2024-10-31

### 主要观点：

#### ● 事件描述

事件一：4月23日，合盛硅业发布2024年年度报告，实现营业收入266.92亿元，同比增长0.41%；实现归母净利润17.40亿元，同比下降33.64%；实现扣非归母净利润15.40亿元，同比下降29.58%。其中，第四季度实现营业收入63.21亿元，同比/环比-5.62%/-10.96%；实现归母净利润2.86亿元，同比/环比-34.74%/-39.97%；实现扣非归母净利润2.26亿元，同比/环比-10.22%/-45.75%。盈利能力指标方面，2024年销售毛利率20.54%，同比+0.40pct；净利率6.38%，同比-3.34pct。

事件二：同日，公司发布2025年一季报，实现营业收入52.28亿元，同比/环比-3.47%/-17.30%；实现归母净利润2.60亿元，同比/环比-50.81%/-9.21%；实现扣非归母净利润2.16亿元，同比/环比-58.49%/-4.40%。

#### ● 全年工业硅产销量增长，冶炼电耗持续下降

2024年，受全球经济增长乏力、下游市场需求增速放缓等因素叠加，工业硅行业市场价格持续承压，公司在市场价格偏弱背景下持续技改降低生产成本，同时生产经营规模持续扩增。全年工业硅产销继续增长，产量/销量同比38%/21%。全年工业硅价格同比-16.36%。2024年业绩同比下滑也有资产减值准备计提（主要是多晶硅存货跌价损失）影响，全年共计提8.94亿元。此外，工业硅电耗持续下降，根据年报披露，单吨工业硅冶炼电耗已降至万度以下。

2024Q4公司工业硅产销量分别为45.74/30.91万吨，分别环比变化-5%/-10%。2024Q4，主要产品工业硅/硅橡胶/硅油/环体硅氧烷价格环比变化-3.96%/-0.2%/+9.68%/+1.1%。原材料价格分化，2024Q4矿石/石油焦/硅厂煤/电厂用煤/甲醇/氯甲烷/白炭黑价格分别环比+6.68%/-30.11%/+1.93%/-0.66%/-7.53%/+20.08%/-22.05%。公司2024Q4销售毛利率15.81%，环比上涨0.70pct。

2025Q1公司工业硅产销量分别为36.20/25.98万吨，分别环比变化-21%/-16%。西南地区仍处于枯水期以及部分装置检修，影响产销量。2025Q1，主要产品工业硅/硅橡胶/硅油/环体硅氧烷价格环比变化-8.4%/-0.73%/+2.56%/-2.56%，原材料价格分化，2025Q1矿石/石油焦/硅厂煤/电厂用煤/甲醇/氯甲烷/白炭黑价格分别环比+2%/+3.29%/-4.58%/-8.24%/+3.83%/+1.56%/+17.96%。公司2025Q1销售毛利率14.62%，环比下降8.29pct。

#### ● 一体化布局完善降低生产成本，硅产业地位进一步巩固

公司充分利用自有石英砂矿产资源，有效提升产品质量降低生产成本，同时，借助全产业链优势，优先使用内部原料进一步降低采购成本，使得行业竞争优势进一步加强。此外，中部合盛 20 万吨多晶硅项目、20GW 光伏组件项目、150 万吨光伏玻璃项目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。技术方面，公司已完整掌握碳化硅材料的原料合成、晶体生长、衬底加工以及晶片外延等全产业链核心工艺技术，碳化硅产品良率处于国内企业领先水平，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，处于行业领先地位；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。未来随着成本进一步下降，光伏、碳化硅产业链的投产及发展，公司产业链更加齐全，盈利能力逐步提升。

#### ● 投资建议

由于行业价格承压，我们下调公司盈利预期，预计合盛硅业 2025-2027 年归母净利润 20.67、29.24、38.55 亿元（2025-2026 原值 29.97、38.61 亿元），对应 PE 为 30.56X/21.61/16.39X。维持买入评级。

#### ● 风险提示

原材料及主要产品价格波动引起的各项风险；  
安全生产风险；  
环境保护风险；  
项目投产进度不及预期。

#### ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	26692	28709	36507	38687
收入同比 (%)	0.4%	7.6%	27.2%	6.0%
归属母公司净利润	1740	2067	2924	3855
净利润同比 (%)	-33.6%	18.8%	41.4%	31.9%
毛利率 (%)	20.5%	18.8%	19.9%	22.6%
ROE (%)	5.3%	5.9%	7.7%	9.2%
每股收益 (元)	1.48	1.75	2.47	3.26
P/E	37.54	30.56	21.61	16.39
P/B	2.00	1.81	1.67	1.51
EV/EBITDA	15.63	11.59	8.66	7.62

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	13546	11394	16562	14986	<b>营业收入</b>	26692	28709	36507	38687
现金	1791	-745	1164	-611	营业成本	21209	23315	29235	29941
应收账款	441	969	917	1139	营业税金及附加	504	535	685	724
其他应收款	321	262	386	381	销售费用	56	53	72	74
预付账款	334	484	534	584	管理费用	703	723	920	975
存货	9509	9152	12291	12171	财务费用	892	1232	1586	1752
其他流动资产	1151	1272	1269	1322	资产减值损失	-933	0	0	0
<b>非流动资产</b>	77227	91894	100844	110877	公允价值变动收益	3	0	0	0
长期投资	48	55	64	72	投资净收益	94	98	126	133
固定资产	33395	45702	57666	66896	<b>营业利润</b>	2271	2690	3793	4999
无形资产	5066	6889	8099	9615	营业外收入	120	96	108	102
其他非流动资产	38718	39247	35016	34294	营业外支出	162	108	135	122
<b>资产总计</b>	90773	103288	117406	125863	<b>利润总额</b>	2229	2677	3766	4980
<b>流动负债</b>	37928	37890	44129	43790	所得税	527	649	901	1199
短期借款	5633	5553	4770	4338	<b>净利润</b>	1702	2029	2864	3780
应付账款	18562	17738	23914	23636	少数股东损益	-38	-39	-59	-75
其他流动负债	13732	14599	15445	15816	<b>归属母公司净利润</b>	1740	2067	2924	3855
<b>非流动负债</b>	20016	30535	35530	40525	EBITDA	6173	9192	12569	15129
长期借款	16750	26750	31750	36750	EPS (元)	1.48	1.75	2.47	3.26
其他非流动负债	3266	3785	3780	3775					
<b>负债合计</b>	57944	68424	79659	84315					
少数股东权益	-22	-60	-120	-195					
股本	1182	1182	1182	1182					
资本公积	11384	11384	11384	11384					
留存收益	20285	22357	25301	29176					
归属母公司股东权益	32851	34923	37867	41743					
<b>负债和股东权益</b>	90773	103288	117406	125863					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	4517	7942	15320	13726	<b>成长能力</b>				
净利润	1702	2029	2864	3780	营业收入	0.4%	7.6%	27.2%	6.0%
折旧摊销	3108	5282	7218	8398	营业利润	-33.6%	18.4%	41.0%	31.8%
财务费用	896	1259	1575	1769	归属于母公司净利	-33.6%	18.8%	41.4%	31.9%
投资损失	-124	-98	-126	-133	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-1889	-497	3764	-106	毛利率 (%)	20.5%	18.8%	19.9%	22.6%
其他经营现金流	4416	2493	-874	3903	净利率 (%)	6.5%	7.2%	8.0%	10.0%
<b>投资活动现金流</b>	-4441	-19819	-16067	-18314	ROE (%)	5.3%	5.9%	7.7%	9.2%
资本支出	-5607	-20713	-16194	-18452	ROIC (%)	3.6%	3.8%	4.8%	5.5%
长期投资	570	11	0	5	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	595	883	126	133	资产负债率 (%)	63.8%	66.2%	67.8%	67.0%
<b>筹资活动现金流</b>	-350	9338	2637	2794	净负债比率 (%)	176.5%	196.3%	211.0%	202.9%
短期借款	-1485	-81	-783	-432	流动比率	0.36	0.30	0.38	0.34
长期借款	-6760	10000	5000	5000	速动比率	0.07	0.02	0.06	0.03
普通股增加	0	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.31	0.30	0.33	0.32
其他筹资现金流	7895	-582	-1580	-1774	应收账款周转率	29.72	40.73	38.70	37.63
<b>现金净增加额</b>	-261	-2536	1910	-1775	应付账款周转率	1.31	1.28	1.40	1.26

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	1.48	1.75	2.47	3.26	P/E	37.54	30.56	21.61	16.39
每股经营现金流薄)	3.82	6.72	12.96	11.61	P/B	2.00	1.81	1.67	1.51
每股净资产	27.79	29.54	32.03	35.31	EV/EBITDA	15.63	11.59	8.66	7.62

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 重要声明

### 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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。