

公司研究

工业硅等价格下跌，24 年及 25Q1 业绩承压

——合盛硅业（603260.SH）2024 年报及 2025 一季报点评

增持（维持）

当前价：53.38 元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

分析师：周家诺

执业证书编号：S0930523070007

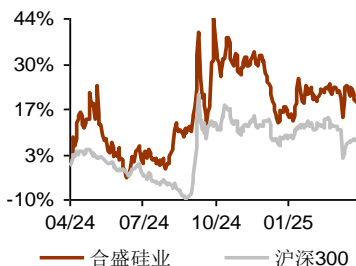
021-52523675

zhoujianuo@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	11.82
总市值(亿元)	631.06
一年最低/最高(元)	43.26/66.03
近 3 月换手率	11.11%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.55	3.56	4.42
绝对	-4.25	2.77	8.92

资料来源：Wind

相关研报

产品价格下跌 24H1 利润下滑，Q2 经营性现金流改善显著——合盛硅业（603260.SH）2024 年半年报点评（2024-09-03）

要点

事件 1: 公司发布 2024 年年报。2024 年，公司实现营收 266.92 亿元，同比增长 0.41%；实现归母净利润 17.40 亿元，同比减少 33.64%；实现扣非后归母净利润 15.40 亿元，同比减少 29.58%。2024Q4，公司单季度实现营收 63.21 亿元，同比减少 5.62%，环比减少 10.96%；实现归母净利润 2.86 亿元，同比减少 34.73%，环比减少 39.97%。

事件 2: 公司发布 2025 年一季报。2025Q1，公司单季度实现营收 52.28 亿元，同比减少 3.47%，环比减少 17.30%；实现归母净利润 2.60 亿元，同比减少 50.81%，环比减少 9.21%。

点评：

工业硅产销量显著增长，有机硅毛利率改善。2024 年，公司工业硅产品实现营收 138 亿元，同比增长 1.10%；有机硅产品实现营收 122 亿元，同比减少 1.1%。由于产品销售均价的下跌，2024 年公司工业硅产品毛利率同比下降 3.4pct；得益于有机硅深加工产品占比的提升，2024 年公司有机硅产品毛利率同比增加 7.3pct。销量方面，2024 年公司工业硅产量为 187 万吨，同比增长 38.1%；销量为 123 万吨，同比增长 20.9%。有机硅方面，2024 年公司有机硅单体产能同比持平，对应产能利用率为 102.2%，同比下降 4.3pct。分产品看，2024 年公司硅橡胶、硅油、环体硅氧烷产量同比分别增加 16.3%、56.7%、5.4%，销量同比分别变动+8.5%、+23.9%、-49.1%。费用方面，2024 年公司销售期间费用率为 8.3%，同比增加 1.5pct。2024 年，公司合计计提资产减值损失（含信用减值损失）8.94 亿元，亦对公司 24 年业绩造成了负面影响。

25Q1 工业硅销量同比增加，产品价格下跌毛利率回落。2025Q1，公司工业硅产量为 36.2 万吨，同比减少 17.1%；销量为 26.0 万吨，同比增加 53.2%。2025Q1，公司有机硅粗单体产量为 40.18 万吨，折算年化产能利用率为 92.9%，相较于 2024 年水平下降约 9.3pct。我们认为 25Q1 公司有机硅产能利用率偏低主要是受到行业 1-2 月淡季以及春节假期的影响。此外，由于工业硅等产品价格的下跌，2025Q1 公司毛利率进一步回落。2025Q1，公司整体毛利率为 14.6%，同比下降 8.3pct，环比下降 1.2pct。2025Q1，公司工业硅平均销售价格为 9342 元/吨，同比下降 29.8%，环比下降 8.4%。

“煤-电-硅”产业链持续完善，工艺优化巩固行业龙头地位。截至 2024 年年底，公司拥有 122 万吨/年工业硅产能和 173 万吨/年有机硅单体产能。工业硅方面，2024 年公司通过扩大石墨电极直径、优化炉体外层结构、提升自动配电运行率、提高硅回收率等手段，促使工业硅产能利用率显著提升，单吨工业硅冶炼电耗已降至万度以下。有机硅方面，公司通过流化床技改使得单套床产能提升 10%-17%，通过精馏塔自回热系统项目节约蒸汽约 30%。在当前工业硅、有机硅产品价格震荡筑底的趋势下，公司通过精细化管理和技术创新持续优化生产成本，进一步巩固公司行业龙头地位。在硅基新材料领域，2024 年公司新疆中部光伏一体化产业园项目（包括中部合盛年产 20 万吨高纯多晶硅、年产 20GW 光伏组件项目、年产 150 万吨新能源装备用超薄高透光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。公司 6 英寸碳化硅衬底已全面量产，处于行业领先地位，8 英寸碳化硅衬底则已开始小批量生产。

盈利预测、估值与评级：由于工业硅及有机硅产品销售价格的下跌，以及资产减值的计提，公司业绩承压。考虑到相关产品价格的下跌，我们下调公司 2025-2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 18.97（前值为 35.44）/26.00（前值为 40.78）/33.68 亿元。公司通过精细化管理、技术创新等手段持续优化生产成本，同时积极向有机硅深加工产品、硅基新材料等高附加值领域延伸，公司硅基材料行业龙头地位得以巩固，维持公司“增持”评级。

风险提示：产品及原材料价格波动，下游需求不及预期，行业竞争加剧。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	26,584	26,692	27,931	30,966	38,890
营业收入增长率	12.37%	0.41%	4.64%	10.87%	25.59%
归母净利润（百万元）	2,623	1,740	1,897	2,600	3,368
归母净利润增长率	-49.05%	-33.64%	8.97%	37.10%	29.53%
EPS（元）	2.22	1.47	1.60	2.20	2.85
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.09%	5.30%	5.54%	7.18%	8.68%
P/E	24	36	33	24	19
P/B	1.9	1.9	1.8	1.7	1.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-25

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	26,584	26,692	27,931	30,966	38,890
营业成本	21,228	21,209	23,062	25,071	31,426
折旧和摊销	2,141	3,088	4,478	5,150	5,759
税金及附加	490	504	527	584	734
销售费用	42	56	59	65	82
管理费用	639	703	736	774	933
研发费用	566	572	559	619	778
财务费用	568	892	852	865	986
投资收益	88	94	100	100	100
营业利润	3,418	2,271	2,564	3,487	4,505
利润总额	3,436	2,229	2,476	3,414	4,437
所得税	853	527	619	853	1,109
净利润	2,583	1,702	1,857	2,560	3,328
少数股东损益	-40	-38	-40	-40	-40
归属母公司净利润	2,623	1,740	1,897	2,600	3,368
EPS(元)	2.22	1.47	1.60	2.20	2.85

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-790	4,517	7,265	8,749	8,818
净利润	2,623	1,740	1,897	2,600	3,368
折旧摊销	2,141	3,088	4,478	5,150	5,759
净营运资金增加	-5,514	-4,049	-100	-73	1,682
其他	-41	3,738	991	1,071	-1,991
投资活动产生现金流	-18,352	-4,441	-5,093	-6,100	-7,100
净资本支出	-18,462	-5,607	-5,200	-6,200	-7,200
长期投资变化	-4	-11	0	0	0
其他资产变化	113	1,176	107	100	100
融资活动现金流	18,350	-350	-2,092	-2,445	-1,187
股本变化	108	0	0	0	0
债务净变化	14,040	464	-708	-1,000	599
无息负债变化	7,126	6,558	1,752	186	1,218
净现金流	-788	-261	80	203	531

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	20.1%	20.5%	17.4%	19.0%	19.2%
EBITDA 率	23.2%	30.0%	27.9%	30.4%	28.7%
EBIT 率	15.1%	18.3%	11.9%	13.7%	13.9%
税前净利润率	12.9%	8.4%	8.9%	11.0%	11.4%
归母净利润率	9.9%	6.5%	6.8%	8.4%	8.7%
ROA	3.1%	1.9%	2.0%	2.7%	3.4%
ROE (摊薄)	8.1%	5.3%	5.5%	7.2%	8.7%
经营性 ROIC	4.8%	5.7%	3.8%	4.8%	5.8%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	61%	64%	63%	62%	61%
流动比率	0.53	0.36	0.39	0.40	0.46
速动比率	0.26	0.11	0.11	0.12	0.13
归母权益/有息债务	1.01	1.01	1.07	1.17	1.23
有形资产/有息债务	2.45	2.62	2.76	2.90	2.99

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	83,344	90,773	93,142	94,308	98,653
货币资金	1,787	1,791	1,871	2,075	2,606
交易性金融资产	702	93	93	97	100
应收账款	1,356	441	461	511	642
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	167	321	335	372	467
存货	7,148	9,509	11,010	10,801	12,845
其他流动资产	2,419	1,058	1,058	1,058	1,058
流动资产合计	14,125	13,546	15,192	15,308	18,213
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	37	48	48	48	48
固定资产	22,365	33,395	38,892	42,597	45,049
在建工程	36,198	32,291	26,843	23,283	21,137
无形资产	4,470	5,066	4,749	4,465	4,208
商誉	5	5	5	5	5
其他非流动资产	3,563	2,853	2,853	2,853	2,853
非流动资产合计	69,219	77,227	77,950	78,999	80,440
总负债	50,921	57,944	58,988	58,174	59,991
短期借款	7,118	5,633	4,925	3,926	4,525
应付账款	13,722	18,562	20,184	20,057	20,427
应付票据	1,482	628	683	743	931
预收账款	7	4	0	0	0
其他流动负债	66	61	61	61	61
流动负债合计	26,622	37,928	38,968	38,154	39,972
长期借款	23,510	16,750	16,750	16,750	16,750
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	531	3,154	3,154	3,154	3,154
非流动负债合计	24,299	20,016	20,020	20,020	20,020
股东权益	32,423	32,830	34,154	36,134	38,662
股本	1,182	1,182	1,182	1,182	1,182
公积金	11,950	11,975	11,975	11,975	11,975
未分配利润	19,216	20,133	21,498	23,518	26,086
归属母公司权益	32,406	32,851	34,216	36,236	38,803
少数股东权益	17	-22	-62	-102	-142

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.16%	0.21%	0.21%	0.21%	0.21%
管理费用率	2.40%	2.64%	2.64%	2.50%	2.40%
财务费用率	2.13%	3.34%	3.05%	2.79%	2.54%
研发费用率	2.13%	2.14%	2.00%	2.00%	2.00%
所得税率	25%	24%	25%	25%	25%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.68	0.45	0.49	0.68	0.88
每股经营现金流	-0.67	3.82	6.15	7.40	7.46
每股净资产	27.41	27.79	28.94	30.65	32.82
每股销售收入	22.49	22.58	23.63	26.19	32.90

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	24	36	33	24	19
PB	1.9	1.9	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	15.3	11.9	12.1	9.9	8.4
股息率	1.3%	0.8%	0.9%	1.3%	1.6%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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，以勤勉的职业态度、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，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，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP