

## 公司研究

## 颗粒硅现金成本保持行业领先，硅烷气、钙钛矿等新兴业务发展可期

## ——协鑫科技（3800.HK）2024 年年报点评

## 要点

**事件:** 公司发布 2024 年年报, 2024 年实现营业收入 150.98 亿元, 同比-55.20%, 实现归母净利润-47.50 亿元, 同比-289.25%, 2024 年度 EBITDA-14 亿元。

### 颗粒硅销量稳步提升，现金成本持续下降保持行业领先。

2024 年公司实现颗粒硅产量/出货量 26.92/28.19 万吨, 同比增长 32%/45%, 在品质持续提升的推动下市占率突破 25%; 行业价格持续下行背景下 2024 年公司颗粒硅平均对外不含税销售价格约为 34.2 元/kg, 多晶硅销售实现营业收入 86.73 亿元, 同比减少 50.25%。公司通过持续的技改优化使得颗粒硅的现金制造成本(含研发)持续下降, 2024 年为 33.52 元/kg, 较 2023Q4 下降 10%, 2025Q1 进一步下降至 27.07 元/kg, 保持行业领先水平。2025Q1 公司光伏材料业务分部的 EBITDA 约为 5.5 亿人民币已转正。

### 光伏组件出口产品碳排放要求拟提升，颗粒硅碳足迹持续刷新全球记录。

2025 年 1 月 6 日, 国家商务部出台《光伏组件出口产品低碳评价要求(征求意见稿)》, 拟对出口的光伏组件产品提出碳足迹要求(从摇篮到大门 $\leq 415$  kg CO<sub>2</sub>e/kWp)。公司高度重视碳排放控制, 公司包头生产基地于 2025 年 2 月获得法国环境与能源控制署(ADEME)权威认证, 其颗粒硅产品碳足迹降至 14.441 kg CO<sub>2</sub>e/kg, 相较 2024 年 8 月公司乐山基地的碳足迹认证下降 42%, 再度刷新行业最低碳足迹纪录。

### 高度重视研发投入，硅烷气、钙钛矿、电子级多晶硅等新兴业务发展可期。

公司始终重视研发投入, 2024 年研发投入 11.02 亿元, 研发费用率约 7.3%。在研发支持下公司各项新兴业务均实现突破: 硅烷气方面, 2024 年电子级硅烷气年产能已达 60 万吨(全球第一), 外售部分国内市占率约为 25%; 钙钛矿方面, 预计 2025 年底叠层组件效率将提升至 27%; 电子级多晶硅方面, 公司子公司鑫华半导体新增 1 万吨电子级多晶硅产能实现投产, 国内市占率超 50%。

**维持“买入”评级:** 产业链价格走低背景下公司盈利阶段性承压, 但随着公司生产成本的持续降低和产业链价格的企稳回升, 我们看好公司在硅料企业中率先实现扭亏为盈。我们下调盈利预测, 预计公司 25-27 年实现归母净利润-4.05/8.42/19.80 亿元(转亏/下调 69%/新增)。公司颗粒硅产品竞争优势逐步显现, 布局的硅烷气、钙钛矿、电子级多晶硅等技术有望贡献新成长空间, 我们看好公司后续发展前景, **维持“买入”评级。**

**风险提示:** 行业波动风险; 订单履行风险; 核心技术人员流失的风险; 技术替代、项目达产不及预期等风险。

### 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)	33700	15098	15339	17054	19723
营业收入增长率	-6.21%	-55.20%	1.60%	11.18%	15.65%
净利润(百万元)	2510	-4750	-405	842	1980
净利润增长率	-84.34%	-289.25%	-	-	135.30%
EPS(元)	0.09	-0.18	-0.01	0.03	0.07
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.89%	-11.91%	-1.09%	2.26%	5.23%
P/E	8	-	-	25	11
P/B	0.5	0.5	0.6	0.6	0.5

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2025-4-29; 汇率: 按 1HKD=0.92853CNY 换算

### 买入(维持)

当前价: 0.79 港元

## 作者

分析师: 殷中枢

执业证书编号: S0930518040004

010-58452071

[yinzs@ebsec.com](mailto:yinzs@ebsec.com)

分析师: 郝骞

执业证书编号: S0930520050001

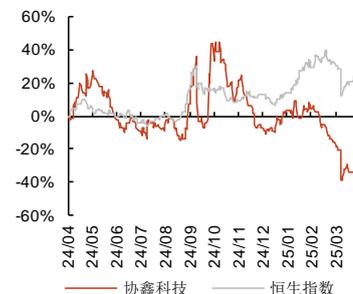
021-52523827

[haoqian@ebsec.com](mailto:haoqian@ebsec.com)

### 市场数据

总股本(亿股)	284.81
总市值(亿港元)	225.00
一年最低/最高(港元)	0.73/1.72
近 3 月换手率:	73.16%

### 股价相对走势



### 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-14.94	-44.59	-55.99
绝对	-21.00	-35.77	-31.30

资料来源: Wind

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	33,700	15,098	15,339	17,054	19,723
销售成本	-22,008	-17,608	-14,271	-14,236	-15,245
毛利	11,692	-2,510	1,068	2,818	4,478
其他收入	1,084	1,009	1,026	1,140	1,319
销售费用	-251	-290	-279	-310	-359
管理费用	-2,274	-1,855	-1,884	-2,095	-2,423
其他支出	-5,859	314	319	355	410
信用减值损失-扣除拨回	137	-989	-200	-200	-200
财务费用	-418	-618	-698	-731	-764
分占合营公司盈利/亏损	191	-1,254	120	120	120
除税前盈利	4,302	-6,193	-528	1,097	2,581
所得税开支	-975	545	46	-97	-227
净利润	3,327	-5,648	-482	1,001	2,354
归属本公司所有者净利	2,510	-4,750	-405	842	1,980
稀释每股收益 (元)	0.09	-0.18	-0.01	0.03	0.07

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-3,848	-3,304	5,816	6,256	7,757
净利润	3,327	-5,648	-482	1,001	2,354
折旧摊销	3,472	4,096	3,985	4,100	4,204
减: 净营运资金增加	14,810	2,373	-2,313	-1,155	-1,200
其他	-25,457	-4,125	4,626	2,311	2,399
投资活动现金流	-10,914	-6,036	-5,013	-5,013	-5,013
资本性支出	-13,976	-4,364	-5,013	-5,013	-5,013
其他	3,062	-1,672	0	0	0
融资活动现金流	14,965	7,689	1,003	1,003	1,003
债务净变化	15,030	8,678	1,003	1,003	1,003
股本净变化	-151	-22	0	0	0
其他	86	-967	0	0	0
净现金流	203	-1,651	1,805	2,246	3,747

## 主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	35%	-17%	7%	17%	23%
归母净利润率	7%	-31%	-3%	5%	10%
ROE	6%	-12%	-1%	2%	5%
ROIC	6%	-8%	0%	3%	5%
ROA	3%	-6%	-1%	1%	2%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	42%	44%	46%	48%	50%
货币资金/流动负债合计	0.57	0.17	0.12	0.10	0.11
流动比率	1.57	1.17	1.12	1.10	1.11
速动比率	1.26	0.93	0.83	0.77	0.71

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
非流动资产	48,077	48,729	49,779	50,712	51,543
不动产、厂房和设备	34,784	34,761	35,949	37,007	37,949
联营公司及共同控制体权益	5,936	5,722	5,722	5,722	5,722
无形资产	180	63	51	42	34
递延所得税资产	598	1,111	1,111	1,111	1,111
其他非流动资产	6,580	7,072	6,945	6,830	6,727
流动资产	34,691	26,145	27,408	30,532	35,997
存货	2,884	2,014	2,064	2,138	2,375
应收账款及票据	12,231	11,556	10,888	11,158	11,809
受限制存款及现金	2,322	4,702	4,777	5,311	6,142
预付款项、按金及其他应	1,806	0	0	0	0
现金及现金等价物	6,821	5,174	6,980	9,225	12,972
其他流动资产	8,628	2,699	2,699	2,699	2,699
非流动负债	12,312	10,150	10,591	11,032	11,473
长期借款	9,951	8,353	8,794	9,235	9,676
其他非流动负债	2,360	1,797	1,797	1,797	1,797
流动负债	22,139	22,431	24,543	27,660	32,337
应付账款及票据	13,015	10,967	8,096	7,285	6,954
应计费用及其他应付款	1,913	312	253	252	270
短期借款	5,316	10,636	11,197	11,759	12,321
其他流动负债	1,896	517	4,998	8,364	12,792
母公司拥有人应占权益	42,587	37,177	36,974	37,395	38,385
股本	2,344	2,343	2,343	2,343	2,343
储备	40,243	34,834	34,632	35,053	36,043
非控股权益	5,731	5,116	5,078	5,157	5,344

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.74%	1.92%	1.82%	1.82%	1.82%
管理费用率	6.75%	12.28%	12.28%	12.28%	12.28%
研发费用率	1.24%	4.10%	4.55%	4.29%	3.88%
所得税率	22.66%	8.80%	8.80%	8.80%	8.80%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
稀释每股收益 (元)	0.09	-0.18	-0.01	0.03	0.07
每股经营现金 (元)	-0.14	-0.12	0.20	0.22	0.27
每股净资产 (元)	1.58	1.38	1.30	1.31	1.35
每股股利 (元)	-	-	-	-	-
每股销售收入 (元)	1.25	0.56	0.54	0.60	0.69

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	8	-	-	25	11
PB	0.46	0.53	0.57	0.56	0.54
EV/EBITDA	4.85	-24.13	9.44	6.60	5.17
股息率	-	-	-	-	-

## 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。
<b>基准指数说明：</b>		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的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