

现金成本持续下降，产品品质显著提升

2025 年 05 月 05 日

➤ **事件：**4 月 29 日，公司发布 2024 年年报，根据公告，24 年全年公司实现收入 150.98 亿元，同比-55.76%，净利润-47.50 亿元，扣非归母净利润为-47.50 亿元，同比均由盈转亏。我们认为公司业绩由盈转亏主要系多晶硅产能阶段性过剩，竞争加剧导致价格跌至现金成本以下所致。

➤ **产销量同比提升，现金成本持续下降。**根据公司年报，截至 24 年 12 月 31 日，公司多晶硅产能已达到 48 万吨。产销方面，24 年公司多晶硅产量达到 26.92 万吨，同比+15.9%，销量达到 28.19 万吨，同比+24.7%。成本方面，公司持续推动降本增效，现金成本降幅显著，24 年平均颗粒硅现金成本为 33.52 元/kg，较 23Q4 下降 10%，25 年 1-2 月现金成本降至 27.14 元/kg，成本处于行业领先地位。市占率方面，基于产品的良好品质以及稳定性，公司市占率稳步向上，截至 25 年 2 月，公司市占率达到 25.76%（24 年 1 月为 2.14%）。

➤ **产品品质提升显著，金属杂质、浊度含量逐季降低。**针对颗粒硅容易受到外界污染的问题，公司于 24 年下半年成功提升颗粒硅粒径，有效降低了客户应用颗粒硅时的受污染概率，在 N 型 18X 炉台的拉晶过程中，大粒径颗粒硅的头部少子电阻比 R1~R9 根次均值提升超 10%。同时，大粒径颗粒硅的断线率降低了 4.7Pcts，成品单产提升约 4kg/天。此外，公司金属杂质和浊度控制水平持续进步，基于 18 元素总金属杂质≤1ppbw 高要求测量标准，产品比例由 2024 年 Q1 的 55.8%提升至 2025 年 2 月的 91.5%，浊度≤70NTU 的产品比例由 2024 年 9 月的 25.0%提升至 2025 年 2 月的 41.1%。

➤ **横向布局硅碳负极业务，有望提供新增量。**公司拥有超 60 万吨硅烷气产能，除供给颗粒硅生产外，应用领域正在向硅碳负极等新能源材料领域扩展，目前公司颗粒硅品质达到电子级水平，外售部分国内市占率达到 25%，后续公司有望利用自身在硅烷气、CVD 以及流化床生产技术上的优势切入硅碳负极领域，预计综合成本和同业相比有望下降超过 25%。

➤ **投资建议：**我们预计公司 25-27 年实现营收 183.01/260.67/309.47 亿元，净利润为-4.76/7.34/21.12 亿元，对应 26-27 年 PE 为 29x/10x。随着光伏行业产能出清，叠加公司颗粒硅成本持续下降，在盈利有望修复的同时市占率或将提升，硅烷气相关业务有望提供新增量，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**上游原材料价格波动、终端需求不及预期、行业竞争加剧、技术发展不及预期等。

推荐

维持评级

当前价格：

0.81 港元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 林誉韬

执业证书：S0100524070001

邮箱：linyutao@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

邮箱：zhubiye@mszq.com

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

邮箱：wangyiru_yj@mszq.com

相关研究

- 1.协鑫科技 (3800.HK) 2024 年半年报点评：颗粒硅优势显著，钙钛矿、硅烷气业务加速进攻-2024/09/02
- 2.协鑫科技 (3800.HK) 动态报告：颗粒硅渗透率加速提升，钙钛矿产业化持续突破-2024/04/09

盈利预测与财务指标

单位 / 百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	15,098	18,301	26,067	30,947
增长率(%)	-55.2	21.2	42.4	18.7
净利润	-4,750	-476	734	2,112
增长率(%)	-289.3	90.0	254.3	187.7
EPS	-0.17	-0.02	0.03	0.07
P/E	/	/	29	10
P/B	0.6	0.6	0.6	0.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 5 月 2 日收盘价，汇率 1HKD=0.9373MB）

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	26,145	28,694	33,953	38,834
现金及现金等价物	5,174	4,754	1,323	624
应收账款及票据	7,379	9,151	13,034	15,473
存货	2,014	1,984	2,654	2,963
其他	11,577	12,805	16,943	19,773
非流动资产合计	48,729	46,944	47,881	48,737
固定资产	34,761	33,410	34,101	34,709
商誉及无形资产	116	1,085	1,031	980
其他	13,852	12,449	12,749	13,049
资产合计	74,874	75,638	81,834	87,571
流动负债合计	22,431	23,755	29,087	32,339
短期借贷	10,691	10,691	10,691	10,691
应付账款及票据	4,631	1,764	2,359	2,634
其他	7,109	11,300	16,037	19,014
非流动负债合计	10,150	10,150	10,150	10,150
长期借贷	8,405	8,405	8,405	8,405
其他	1,745	1,745	1,745	1,745
负债合计	32,581	33,905	39,237	42,489
普通股股本	2,343	2,343	2,343	2,343
储备	34,820	34,345	35,079	37,191
归属母公司股东权益	37,177	36,701	37,436	39,548
少数股东权益	5,116	5,032	5,162	5,534
股东权益合计	42,293	41,733	42,597	45,082
负债和股东权益合计	74,874	75,638	81,834	87,571

现金流量表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-3,304	2,048	2,486	5,218
净利润	-4,750	-476	734	2,112
少数股东权益	-898	-84	130	373
折旧摊销	3,988	4,382	4,363	4,444
营运资金变动及其他	-1,644	-1,775	-2,741	-1,710
投资活动现金流	-6,036	-1,679	-5,128	-5,128
资本支出	-4,243	-4,000	-5,000	-5,000
其他投资	-1,794	2,321	-128	-128
筹资活动现金流	7,689	-789	-789	-789
借款增加	3,598	0	0	0
普通股增加	-22	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	4,113	-789	-789	-789
现金净增加额	-1,647	-421	-3,431	-699

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	15,098	18,301	26,067	30,947
其他收入	0	0	0	0
营业成本	17,608	15,874	21,231	23,706
销售费用	290	256	339	402
管理费用	1,855	1,190	1,564	1,857
研发费用	1,102	1,007	1,408	1,671
财务费用	618	755	758	780
权益性投资损益	-1,254	172	172	172
其他损益	1,437	0	0	0
除税前利润	-6,193	-608	939	2,701
所得税	-545	-49	75	216
净利润	-5,648	-560	864	2,485
少数股东损益	-898	-84	130	373
归属母公司净利润	-4,750	-476	734	2,112
EBIT	-5,575	147	1,697	3,482
EBITDA	-1,586	4,529	6,061	7,925
EPS (元)	-0.17	-0.02	0.03	0.07

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力(%)				
营业收入	-55.20	21.22	42.43	18.72
归属母公司净利润	-289.25	89.98	254.33	187.69
盈利能力(%)				
毛利率	-16.63	13.27	18.55	23.40
净利率	-31.46	-2.60	2.82	6.83
ROE	-12.78	-1.30	1.96	5.34
ROIC	-8.28	0.22	2.53	4.99
偿债能力				
资产负债率(%)	43.51	44.83	47.95	48.52
净负债比率(%)	32.92	34.37	41.72	40.97
流动比率	1.17	1.21	1.17	1.20
速动比率	0.83	0.89	0.81	0.82
营运能力				
总资产周转率	0.19	0.24	0.33	0.37
应收账款周转率	1.55	2.21	2.35	2.17
应付账款周转率	2.93	4.96	10.30	9.50
每股指标 (元)				
每股收益	-0.17	-0.02	0.03	0.07
每股经营现金流	-0.12	0.07	0.09	0.18
每股净资产	1.31	1.29	1.31	1.39
估值比率				
P/E	/	/	29	10
P/B	0.6	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	/	7.73	5.78	4.42

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048