

合盛硅业（603260.SH）

公司盈利能力承压，静待行业周期性复苏及公司新产能扩张-合盛硅业 2024 年报及 2025 年一季度报点评

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	26,584	26,692	27,888	31,217	33,447
增长率 yoy（%）	12.4	0.4	4.5	11.9	7.1
归母净利润（百万元）	2,623	1,740	1,785	2,741	3,371
增长率 yoy（%）	-49.1	-33.6	2.6	53.5	23.0
ROE（%）	8.0	5.2	5.2	7.6	8.7
EPS 最新摊薄（元）	2.22	1.47	1.51	2.32	2.85
P/E（倍）	22.9	34.5	33.6	21.9	17.8
P/B（倍）	1.9	1.8	1.8	1.7	1.6

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件 1: 2025 年 4 月 23 日，合盛硅业发布 2024 年年报及 2025 年一季度报告，公司 2024 年实现营业收入为 266.92 亿，同比上涨 0.41%；归母净利润 17.40 亿元，同比下跌 33.64%；扣非净利润 15.40 亿元，同比下跌 29.58%。

事件 2: 公司 1Q25 营业收入为 52.28 亿，同比下跌 3.47%；归母净利润为 2.60 亿元，同比下跌 50.81%；扣非净利润为 2.16 亿元，同比下跌 58.49%。

点评: 产品价格下行, 公司业绩承压。2024 年公司总体销售毛利率为 20.54%，较 2023 年同期上涨 0.39pcts。2024 年公司财务费用同比上涨 57.12%，主要因为公司借款利息增加；销售费用同比上涨 34.05%，主要由于业务宣传、服务及产品检测费增加；管理费用同比上涨 10.10%；研发费用同比上涨 0.91%。2024 年公司净利率为 6.38%，较 2023 年同期下降 3.34pcts。我们认为，2024 年和 1Q25 公司业绩下滑主要受到市场低迷导致的产品价格下跌的影响。

公司 2024 年经营活动净现金流同比大幅上涨。2024 年公司经营活动产生的现金流量净额为 45.17 亿元，同比上涨 671.63%，主要因为公司收到客户的承兑汇票进行贴现及收到的留抵退税增加；投资性活动产生的现金流量净额为 -44.41 亿元，同比上涨 75.80%，主要因为支付的各项工程设备款减少；筹资活动产生的现金流量净额为 -3.50 亿元，同比下跌 101.91%，主要原因是银行借款减少。应收账款周转率下降，从 2023 年的 31.37 次变为 29.72 次；存货周转率下降，从 2023 年同期的 2.88 次变为 2.55 次。

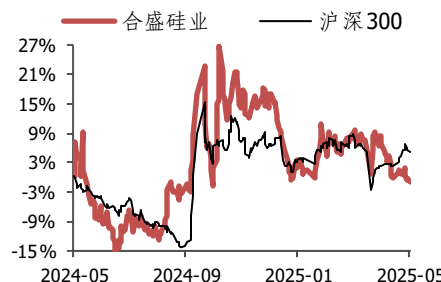
2024 年工业硅、有机硅价格环比下降，销量同比提升。据公司 2024 年主要经营数据公告，2024 年公司主营产品工业硅/硅橡胶/硅油/环体硅氧烷平均价格分别为 11174.75/12405.47/10012.87/12999.98 元/吨，同比分别为 -16.36%/-4.30%/7.18%/-2.23%，大部分产品价格呈下行趋势。根据 wind 数据，2024 年我国工业硅市场均价为 12640.30 元/吨，整体价格承压运行；我们认为，2025 年由于美国关税情况大幅缓解，工业硅出口价格预计得到小幅回调，但由于供应压力增加，价格仍预计偏弱运行。2024 年公司主要原材料矿石、石油焦、硅厂煤、甲醇价格同比分别为

买入（维持评级）

股票信息

行业	基础化工
2025 年 5 月 19 日收盘价（元）	50.79
总市值（百万元）	60,044.29
流通市值（百万元）	60,044.29
总股本（百万股）	1,182.21
流通股本（百万股）	1,182.21
近 3 月日均成交额（百万元）	117.67

股价走势



作者

分析师 肖亚平

执业证书编号：S1070523020001

邮箱：xiaoyaping@cgws.com

联系人 王彤

执业证书编号：S1070123100005

邮箱：wangtong@cgws.com

相关研究

- 《3Q24 公司业绩略有下降，光伏行业有望迎来拐点》2024-11-05
- 《工业硅长期发展趋势向上，关注行业供需格局的变化》2024-09-10
- 《1Q24 盈利环比改善，静待行业景气度触底回升》2024-05-28

-4.24%/-44.27%/-18.00%/-8.74%，原材料价格下跌缓解了部分成本压力，但产品价格弱势仍对业绩产生负面影响。我们认为工业硅目前处于历史底部区间，下行空间或将有限，后续随着行业周期性复苏及公司新产能扩张，公司业绩有望释放弹性。

光伏行业扩产节奏放缓，公司主动调整产能结构。据国家能源局统计，2024 年中国光伏新增装机量达 277.57GW，同比增速达 28.3%；2024 年晶硅光伏产业链呈现供需错配特征，新增产能投放加深供需矛盾，叠加各环节库存水平上升，致使全年产业链价格呈现下行趋势。公司主动调整产能结构，控制产能利用率，完成了“年产 3000 吨化妆品级十甲基环五硅氧烷”国家火炬计划产业化示范项目，“大型有机硅单体合成关键技术研发及应用”等浙江省重大科技专项等项目。

重点投资项目进度持续推进，产业协同降低能耗。根据公司 2024 年年度报告，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；通过产业链协同以及技术创新持续提升日均产量并有效降低单吨电耗，部分矿热炉日均产量已突破 70 吨，单吨工业硅冶炼电耗已降至万度以下；部分工厂通过流化床技改将单套床产能从 300 吨/天提升至 330-350 吨/天，通过精馏塔自回热系统项目节约蒸汽约 30%。我们认为，公司核心业务不断有效提升产能、降低成本，保持毛利率水平的相对稳定及销量持续提升，公司优势逐渐凸显。

投资建议：预计公司 2025-2027 年实现营业收入分别为 278.88/312.17/334.47 亿元，实现归母净利润分别为 17.85/27.41/33.71 亿元，对应 EPS 分别为 1.51/2.32/2.85 元，当前股价对应的 PE 倍数分别为 33.6X、21.9X、17.8X。我们基于以下几个方面：1）公司延伸下游产业链布局，调整产能结构，公司业绩或将得到改善；2）公司新建项目布局持续推进，能耗得到有效降低，产业协同优势逐渐凸显。我们看好公司未来成长性，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险；产能消化风险；成本优势及相关风险；宏观经济波动风险等。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	14125	13546	16618	21169	20545
现金	1787	1791	3846	7778	6000
应收票据及应收账款	1356	441	2348	366	2978
其他应收款	167	321	188	381	229
预付账款	547	334	586	444	660
存货	7148	9509	8499	11048	9527
其他流动资产	3121	1151	1151	1151	1151
非流动资产	69219	77227	77606	81313	82749
长期股权投资	37	48	59	72	85
固定资产	22365	33395	38784	44561	47993
无形资产	4476	5066	5817	6701	7728
其他非流动资产	42341	38718	32946	29979	26943
资产总计	83344	90773	94224	102482	103294
流动负债	26622	37928	29947	34644	32484
短期借款	7118	5633	5633	5633	5633
应付票据及应付账款	15204	19190	17993	22369	20116
其他流动负债	4299	13104	6320	6641	6735
非流动负债	24299	20016	16960	14654	11455
长期借款	23510	16750	13694	11388	8189
其他非流动负债	789	3266	3266	3266	3266
负债合计	50921	57944	46907	49298	43940
少数股东权益	17	-22	-38	-71	-120
股本	1182	1182	1182	1182	1182
资本公积	11384	11384	11384	11384	11384
留存收益	19782	20724	22054	24055	26445
归属母公司股东权益	32406	32851	47355	53254	59474
负债和股东权益	83344	90773	94224	102482	103294

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-790	4517	3787	11423	5541
净利润	2583	1702	1769	2708	3322
折旧摊销	2157	3108	3200	3956	4696
财务费用	568	892	880	703	581
投资损失	-88	-94	-41	-59	-70
营运资金变动	-6305	-1895	-2248	3790	-3443
其他经营现金流	294	804	228	324	456
投资活动现金流	-18352	-4441	-3495	-7552	-6025
资本支出	18657	5609	3568	7650	6119
长期投资	190	570	11	13	14
其他投资现金流	115	597	61	85	80
筹资活动现金流	18350	-350	1762	62	-1294
短期借款	1324	-1485	0	0	0
长期借款	12668	-6760	-3056	-2306	-3199
普通股增加	108	0	0	0	0
资本公积增加	6863	0	0	0	0
其他筹资现金流	-2612	7895	4819	2368	1904
现金净增加额	-788	-261	2055	3933	-1778

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	26584	26692	27888	31217	33447
营业成本	21228	21209	22929	24889	26197
营业税金及附加	490	504	518	577	622
销售费用	42	56	47	53	59
管理费用	639	703	571	691	778
研发费用	566	572	692	766	770
财务费用	568	892	880	703	581
资产和信用减值损失	-112	-894	-270	-377	-492
其他收益	342	311	208	236	274
公允价值变动收益	45	3	17	21	22
投资净收益	88	94	41	59	70
资产处置收益	4	0	25	32	15
营业利润	3418	2271	2272	3509	4328
营业外收入	72	120	61	70	81
营业外支出	54	162	101	110	107
利润总额	3436	2229	2232	3470	4302
所得税	853	527	464	762	981
净利润	2583	1702	1769	2708	3322
少数股东损益	-40	-38	-16	-33	-49
归属母公司净利润	2623	1740	1785	2741	3371
EBITDA	6134	6225	6299	8115	9564
EPS (元/股)	2.22	1.47	1.51	2.32	2.85

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	12.4	0.4	4.5	11.9	7.1
营业利润 (%)	-46.7	-33.6	0.0	54.5	23.3
归属母公司净利润 (%)	-49.1	-33.6	2.6	53.5	23.0
获利能力					
毛利率 (%)	20.1	20.5	17.8	20.3	21.7
净利率 (%)	9.7	6.4	6.3	8.7	9.9
ROE (%)	8.0	5.2	5.2	7.6	8.7
ROIC (%)	4.6	3.5	4.1	5.4	6.4
偿债能力					
资产负债率 (%)	61.1	63.8	49.8	48.1	42.5
净负债比率 (%)	95.1	103.3	64.7	45.0	38.7
流动比率	0.5	0.4	0.6	0.6	0.1
速动比率	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	31.4	29.7	30.5	30.1	30.3
应付账款周转率	2.1	1.3	1.7	1.5	1.6
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	2.22	1.47	1.51	2.32	2.85
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.67	3.82	3.20	9.66	4.69
每股净资产 (最新摊薄)	27.41	27.79	28.85	30.29	32.41
估值比率					
P/E	22.9	34.5	33.6	21.9	17.8
P/B	1.9	1.8	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	14.7	15.1	13.0	9.4	7.8

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。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所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
 邮编：100044

传真：86-10-88366686