

合盛硅业 (603260.SH)

增持 (维持)

上半年业绩有所承压，工业硅和有机硅景气度偏低

事件：公司发布 2025 年半年报，报告期内实现营业收入 97.75 亿元，同比下降 26.34%，归母净利润-3.97 亿元，同比下降 140.60%，扣非净利润-5.33 亿元，同比下降 159.29%；其中二季度单季实现收入 45.48 亿元，同比下降 42.11%，归母净利润-6.57 亿元，同比下降 245.87%。

□工业硅和有机硅景气度偏低，上半年经营业绩有所承压。报告期内，工业硅、有机硅及光伏行业均承压运行，公司经营业绩面临一定的压力，其中工业硅价格呈现单边下行后触底震荡态势，有机硅价格呈现周期性波动后触底企稳态势，光伏行业在政策驱动下呈现跌势放缓特征。2025 年上半年，公司工业硅收入 40.0 亿元，同比下降 42.2%，销量 47.5 万吨，同比下降 17.6%，均价 0.84 万元/吨，同比下跌 29.9%；硅橡胶收入 39.0 亿元，同比下降 19.0%，销量 33.7 万吨，同比下降 10.2%，均价 1.16 万元/吨，同比下跌 9.8%。

□二季度工业硅和有机硅价格环比仍下跌，基本进入底部区域。2025 年二季度公司工业硅收入 15.7 亿元，环比下降 35.1%，销量 21.5 万吨，环比下降 11.4%，销售均价 0.73 万元/吨，环比下跌 21.5%；硅橡胶收入 18.3 亿元，环比下降 11.3%，销量 16.3 万吨，环比下降 5.9%，销售均价 1.12 万元/吨，环比下跌 5.8%。近期光伏行业持续推进“反内卷”，工业硅和有机硅行业也有望受益于反内卷政策，在供需格局逐步优化背景下，价格有望随市场需求的回暖实现阶段性修复。

□公司行业龙头地位突出，持续拓展硅基新材料。截至 2025 年 6 月底，公司工业硅产能 122 万吨/年，有机硅单体产能 173 万吨/年，是我国硅基新材料行业中业务链最完整、生产规模最大的企业之一。2024 年公司新疆中部光伏一体化产业园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，相关项目根据市场情况有序推进。公司碳化硅关键技术指标已追赶上国际龙头企业水平，6 英寸碳化硅衬底已全面量产，8 英寸碳化硅衬底已开始小批量生产。

□维持“增持”投资评级。由于工业硅和有机硅景气度持续低迷，我们调整盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 8.2 亿、15.1 亿、24.5 亿元，EPS 分别为 0.69、1.27、2.07 元，当前股价对应 PE 分别为 77、42、26 倍，维持“增持”投资评级。

□风险提示：产品价格下跌、原材料成本上升、新项目投产不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	26584	26692	20596	25523	31326
同比增长	12%	0%	-23%	24%	23%
营业利润(百万元)	3418	2271	1076	1967	3195
同比增长	-47%	-34%	-53%	83%	62%
归母净利润(百万元)	2623	1740	820	1507	2452
同比增长	-49%	-34%	-53%	84%	63%
每股收益(元)	2.22	1.47	0.69	1.27	2.07
PE	23.9	36.1	76.5	41.7	25.6
PB	1.9	1.9	1.9	1.8	1.7

资料来源：公司数据、招商证券

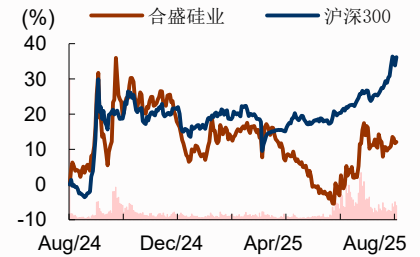
周期/化工  
目标估值：NA  
当前股价：53.1 元

基础数据

总股本 (百万股)	1182
已上市流通股 (百万股)	1182
总市值 (十亿元)	62.8
流通市值 (十亿元)	62.8
每股净资产 (MRQ)	27.5
ROE (TTM)	1.1
资产负债率	62.8%
主要股东	宁波合盛集团有限公司
主要股东持股比例	46.24%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	-4	15
相对表现	-10	-14	-17



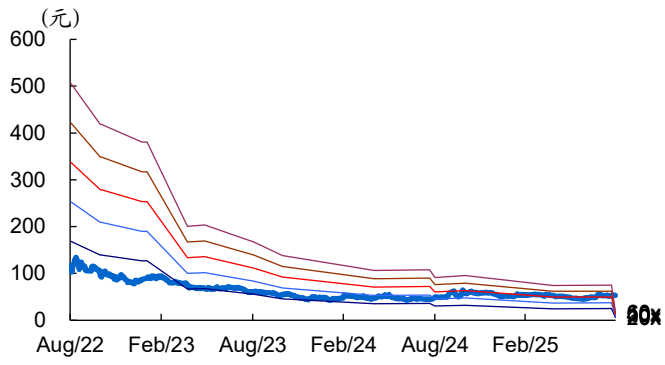
资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《合盛硅业 (603260) —景气度低迷业绩有所承压，行业双龙头地位稳固》2025-04-24
- 《合盛硅业 (603260) —三季度业绩环比有所改善，光伏一体化项目逐步投产》2024-10-30
- 《合盛硅业 (603260) —二季度业绩环比有所下滑，以量补价减轻业绩压力》2024-09-02

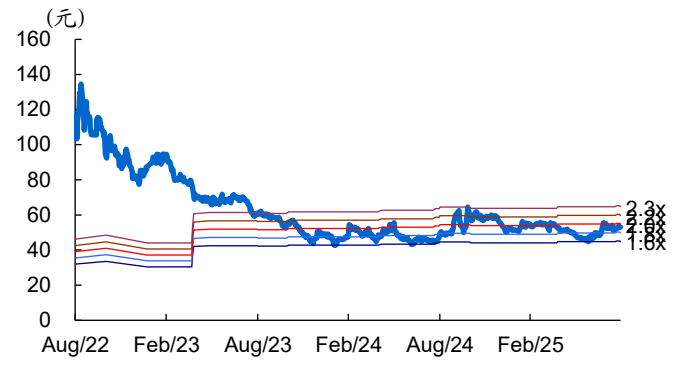
周锋 S1090515120001  
zhouzheng3@cmschina.com.cn  
曹承安 S1090520080002  
caochengan@cmschina.com.cn

图 1: 合盛硅业历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 合盛硅业历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	14125	13546	11433	13838	16640
现金	1787	1791	1966	2356	2827
交易性投资	702	93	93	93	93
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1356	441	325	403	495
其它应收款	167	321	247	307	376
存货	7148	9509	7713	9339	11213
其他	2966	1392	1087	1340	1636
<b>非流动资产</b>	69219	77227	80159	82781	85124
长期股权投资	37	48	48	48	48
固定资产	22365	33395	36853	39946	42712
无形资产商誉	4480	5071	4564	4107	3697
其他	42336	38713	38695	38680	38668
<b>资产总计</b>	<b>83344</b>	<b>90773</b>	<b>91592</b>	<b>96618</b>	<b>101765</b>
<b>流动负债</b>	26622	37928	38476	42275	45475
短期借款	7118	5633	20090	20499	19790
应付账款	15204	19190	15580	18863	22649
预收账款	568	556	452	547	656
其他	3732	12548	2355	2366	2379
<b>长期负债</b>	24299	20016	20016	20016	20016
长期借款	23510	16750	16750	16750	16750
其他	789	3266	3266	3266	3266
<b>负债合计</b>	<b>50921</b>	<b>57944</b>	<b>58492</b>	<b>62291</b>	<b>65492</b>
股本	1182	1182	1182	1182	1182
资本公积金	11384	10884	10884	10884	10884
留存收益	19840	20785	21073	22334	24334
少数股东权益	17	(22)	(40)	(73)	(127)
归属于母公司所有者权益	32406	32851	33139	34400	36400
<b>负债及权益合计</b>	<b>83344</b>	<b>90773</b>	<b>91592</b>	<b>96618</b>	<b>101765</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	(790)	4517	4037	7901	9298
净利润	2583	1702	802	1473	2398
折旧摊销	2150	3108	4054	4365	4643
财务费用	626	896	1026	1094	1086
投资收益	(105)	(124)	(409)	(409)	(409)
营运资金变动	(6198)	(897)	(1432)	1370	1572
其它	153	(168)	(5)	6	7
<b>投资活动现金流</b>	(18352)	(4441)	(6580)	(6580)	(6580)
资本支出	(18657)	(5609)	(6988)	(6988)	(6988)
其他投资	304	1168	409	409	409
<b>筹资活动现金流</b>	18350	(350)	2718	(931)	(2247)
借款变动	12756	(779)	4276	409	(709)
普通股增加	108	0	0	0	0
资本公积增加	6863	(500)	0	0	0
股利分配	(945)	(804)	(532)	(246)	(452)
其他	(432)	1733	(1026)	(1094)	(1086)
<b>现金净增加额</b>	<b>(792)</b>	<b>(274)</b>	<b>175</b>	<b>390</b>	<b>471</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	26584	26692	20596	25523	31326
营业成本	21228	21209	17219	20848	25032
营业税金及附加	490	504	389	482	591
营业费用	42	56	43	54	66
管理费用	639	703	543	673	826
研发费用	566	572	441	547	671
财务费用	568	892	1026	1094	1086
资产减值损失	(108)	(894)	(268)	(268)	(268)
公允价值变动收益	45	3	3	3	3
其他收益	342	311	311	311	311
投资收益	88	94	94	94	94
<b>营业利润</b>	3418	2271	1076	1967	3195
营业外收入	72	120	120	120	120
营业外支出	54	162	162	162	162
<b>利润总额</b>	3436	2229	1034	1926	3153
所得税	853	527	232	452	755
少数股东损益	(40)	(38)	(18)	(33)	(54)
<b>归属于母公司净利润</b>	2623	1740	820	1507	2452

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	12%	0%	-23%	24%	23%
营业利润	-47%	-34%	-53%	83%	62%
归母净利润	-49%	-34%	-53%	84%	63%
<b>获利能力</b>					
毛利率	20.1%	20.5%	16.4%	18.3%	20.1%
净利率	9.9%	6.5%	4.0%	5.9%	7.8%
ROE	9.3%	5.3%	2.5%	4.5%	6.9%
ROIC	5.6%	3.7%	2.3%	3.3%	4.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	61.1%	63.8%	63.9%	64.5%	64.4%
净负债比率	38.5%	35.9%	40.2%	38.6%	35.9%
流动比率	0.5	0.4	0.3	0.3	0.4
速动比率	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.3	0.2	0.3	0.3
存货周转率	2.9	2.5	2.0	2.4	2.4
应收账款周转率	31.4	29.7	53.8	70.1	69.8
应付账款周转率	1.8	1.2	1.0	1.2	1.2
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	2.22	1.47	0.69	1.27	2.07
每股经营净现金	-0.67	3.82	3.41	6.68	7.86
每股净资产	27.41	27.79	28.03	29.10	30.79
每股股利	0.68	0.45	0.21	0.38	0.62
<b>估值比率</b>					
PE	23.9	36.1	76.5	41.7	25.6
PB	1.9	1.9	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	19.7	19.5	19.4	16.1	13.4

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。