

颗粒硅降本增效持续推进，钙钛矿产业化进程加速

2025 年 09 月 01 日

事件

8月29日，公司发布2025年半年报，根据公告，25H1公司实现收入57.35亿元，同比-36.84%，净利润-17.76亿元，扣非归母净利润为-17.76亿元。我们认为公司业绩由盈转亏主要系产业链供需错配，竞争加剧导致价格跌至现金成本以下所致，近期国家“反内卷”和自律形成的合力已经取得阶段性成效，看好在供给侧改革持续推进的背景下，公司业绩迎来触底反弹。

现金成本持续下降，产品品质显著提升

根据公司半年报，公司25H1颗粒硅平均生产现金成本（不含税）为26.22元/kg，分季度看，25Q2公司现金成本为25.31元/kg，延续了此前逐季度降本的态势。品质方面，随着公司持续的工艺优化和技术升级，产品纯度和稳定性持续提升，基于“18元素总金属杂质 $\leq 1\text{ppbw}$ ”标准，公司产品比例于25Q2已达到91.8%；浊度方面仍在不断持续优化，颗粒硅已基本全面实现浊度低于100NTU，同时颗粒硅浊度 $\leq 70\text{NTU}$ 的产品比例也在持续提升，从2024年9月的25%已经提升至2025年Q2的57.4%。随着公司产品质量的持续优化，市占率得到显著提升，25H1公司市占率为24.32%，与24年全年相比提升9.74Pcts。

钙钛矿 GW 级产线实现量产，产业化进程加速

根据协鑫光电公众号，今年6月协鑫光电GW级钙钛矿基地正式投产。在钙钛矿方面，协鑫创造多项“全球之最”：全球最大单结与叠层钙钛矿组件、最大尺寸组件效率、全球最大规划产能，以及全球首个通过德国TÜV莱茵3倍IEC稳定测试及全球首家采用AI高通量设备实现研发AI化等创新实践。此次GW级项目的投产，标志着全球钙钛矿光伏技术正式迈入商业化规模化量产新纪元，为全球光伏行业攀登技术奇点树立了重要里程碑。

投资建议

我们预计公司25-27年实现营收125.94/213.09/243.98亿元，净利润为-23.75/8.38/21.89亿元，对应26-27年PE为39x/15x。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，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：
1.25 港元

分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@glms.com.cn

分析师 林誉韬

执业证书：S0100524070001

邮箱：linyutao@glms.com.cn

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

邮箱：zhubiye@glms.com.cn

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

邮箱：wangyiru_yj@glms.com.cn

相关研究

1. 协鑫科技 (3800.HK) 2024 年年报点评：现金成本持续下降，产品品质显著提升-2025/05/05
2. 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
3. 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	12,594	21,309	24,398
增长率(%)	-55.2	-16.6	69.2	14.5
净利润	-4,750	-2,375	838	2,189
增长率(%)	-289.3	50.0	135.3	161.2
EPS	-0.17	-0.08	0.03	0.08
P/E	/	/	39	15
P/B	0.9	0.9	0.9	0.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2025年8月29日收盘价，汇率1HKD=0.91MB）

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	18,092	23,545	27,337
现金及现金等价物	5,174	4,040	4,188	5,686
应收账款及票据	7,379	2,332	3,946	4,518
存货	2,014	1,911	2,505	2,682
其他	11,577	9,808	12,907	14,451
非流动资产合计	48,729	49,214	49,731	50,224
固定资产	34,761	35,001	35,214	35,404
商誉及无形资产	116	120	124	127
其他	13,852	14,093	14,393	14,693
资产合计	74,874	67,306	73,276	77,561
流动负债合计	22,431	19,652	24,648	26,388
短期借贷	10,691	11,303	11,303	11,303
应付账款及票据	4,631	1,775	2,326	2,490
其他	7,109	6,575	11,020	12,595
非流动负债合计	10,150	8,122	8,122	8,122
长期借贷	8,405	6,377	6,377	6,377
其他	1,745	1,745	1,745	1,745
负债合计	32,581	27,774	32,770	34,510
普通股股本	2,343	2,343	2,343	2,343
储备	34,820	32,446	33,284	35,472
归属母公司股东权益	37,177	34,802	35,640	37,829
少数股东权益	5,116	4,729	4,866	5,222
股东权益合计	42,293	39,532	40,506	43,051
负债和股东权益合计	74,874	67,306	73,276	77,561

现金流量表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-3,304	5,525	5,323	6,673
净利润	-4,750	-2,375	838	2,189
少数股东权益	-898	-387	136	356
折旧摊销	3,988	4,066	4,093	4,117
营运资金变动及其他	-1,644	4,220	255	12
投资活动现金流	-6,036	-4,485	-4,449	-4,449
资本支出	-4,243	-4,310	-4,310	-4,310
其他投资	-1,794	-175	-139	-139
筹资活动现金流	7,689	-2,174	-726	-726
借款增加	3,598	-1,416	0	0
普通股增加	-22	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	4,113	-758	-726	-726
现金净增加额	-1,647	-1,134	147	1,498

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	12,594	21,309	24,398
其他收入	0	0	0	0
营业成本	17,608	12,424	16,280	17,433
销售费用	290	227	362	390
管理费用	1,855	1,259	1,918	1,952
研发费用	1,102	693	1,151	1,317
财务费用	618	724	700	699
权益性投资损益	-1,254	-268	161	161
其他损益	1,437	0	0	0
除税前利润	-6,193	-3,001	1,059	2,766
所得税	-545	-240	85	221
净利润	-5,648	-2,761	974	2,545
少数股东损益	-898	-387	136	356
归属母公司净利润	-4,750	-2,375	838	2,189
EBIT	-5,575	-2,277	1,759	3,466
EBITDA	-1,586	1,789	5,852	7,582
EPS (元)	-0.17	-0.08	0.03	0.08

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力(%)				
营业收入	-55.20	-16.59	69.21	14.49
归属母公司净利润	-289.25	50.01	135.28	161.23
盈利能力(%)				
毛利率	-16.63	1.35	23.60	28.54
净利率	-31.46	-18.86	3.93	8.97
ROE	-12.78	-6.82	2.35	5.79
ROIC	-8.28	-3.66	2.78	5.25
偿债能力				
资产负债率(%)	43.51	41.27	44.72	44.49
净负债比率(%)	32.92	34.50	33.31	27.86
流动比率	1.17	0.92	0.96	1.04
速动比率	0.83	0.59	0.61	0.67
营运能力				
总资产周转率	0.19	0.18	0.30	0.32
应收账款周转率	1.55	2.59	6.79	5.76
应付账款周转率	2.93	3.88	7.94	7.24
每股指标 (元)				
每股收益	-0.17	-0.08	0.03	0.08
每股经营现金流	-0.12	0.19	0.19	0.23
每股净资产	1.31	1.22	1.25	1.33
估值比率				
P/E	/	/	39	15
P/B	0.9	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	/	25.47	7.78	6.01

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。	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：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

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