

## 买入

2025 年 09 月 01 日

### 反内卷大趋势下，成本优势凸显，业绩改善在即

➤ **上半年业绩探底：** 2025H1 收入 57.4 亿元人民币（下同），同比减少 36.8%，其中光伏材料业务收入 56.7 亿元，同比下降 35.4%，光伏电站业务收入 0.7 亿元，同比下降-26.3%，整体毛利率为-12.2%，去年同期为-6.2%，光伏材料业务毛利率-12.7%，收入和毛利率下降均由于期内颗粒硅及硅片均价下降影响，EBITDA3.8 亿人民币，较去年同期 0.09 亿大幅改善，股东净利润-17.8 亿元，去年同期为-14.8 亿元。

➤ **成本优势凸显：** 25Q2 颗粒硅现金成本 25.31 元每公斤，环比下降 1.76 元每公斤，降本兑现超预期，且未来仍有一定下降空间，Q2 颗粒硅外销均价（含税）探底至 32.93 元每公斤，但 6 月下旬市场价已企稳，随着行业“反内卷”自律执行推进，7 月后硅料价格已有显著修复，且价差有所改善，近期均价已首次超过传统 N 型致密料，如果硅料均价企稳，公司有望在 9 月实现光伏材料业务盈利有望转正，率先达到盈利拐点。

➤ **品质持续提升，客户粘性增强：** 公司颗粒硅品质持续提升，较高标准的 18 元素金属杂质含量小于 1ppbw 的产品比例已连续两个季度稳定在 91% 以上，浊度改善方面，100NTU 以下产品比例提升到 98.6%，70NTU 以下产品比例提升到 57.4%，产品竞争力和客户粘性实现持续提升，25H1 公司颗粒硅市占率已大幅提升至 24.3%，且仍保持较为健康的低库存运营状态。

➤ **提升目标价至 1.5 港元，维持买入评级：** 2Q 公司硅料业务极致亏损，业绩触底，但目前光伏行业“反内卷”持续加码，行业控产挺价效果已显现，我们预计公司下半年硅料含税售价区间环比改善至 43 元每公斤左右（上半年：34 元），公司降本优势凸显，下半年有望环比大幅减亏。中长期看好硅料收储淘汰落后产能，以及海外需求回暖对供需格局的改善，颗粒硅有望量价齐升，我们调整公司 2024-2026 年股东应占利润至-21/3/29 亿元，调整未来十二个月目标价至 1.5 港元，对应 2026-27 年 114/13 倍预测市盈率及 0.9/0.9 倍预测市净率，维持买入评级。

➤ **风险提示：** 投产和运营进度不及预期，行业供给收缩不及预期

**黄佳杰**
**+ 852-25321599**
**harry.huang@firstshanghai.com.hk**
**陈晓霞**
**+ 852-25321956**
**xx.chen@firstshanghai.com.hk**

### 主要资料

|         |                   |
|---------|-------------------|
| 行业      | 光伏                |
| 股价      | 1.25 港元           |
| 目标价     | 1.50 港元<br>(+20%) |
| 股票代码    | 03800             |
| 已发行股本   | 284.81 亿股         |
| 总市值     | 356.01 亿港元        |
| 52 周高/低 | 1.99 港元/0.67 港元   |
| 每股净资产   | 1.58 港元           |
| 主要股东    | 朱共山家族 25.4%       |

**表 1：盈利摘要**

|                 | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 总收入(百万元人民币)     | 33,700 | 15,098 | 13,099 | 18,265 | 22,714 |
| 同比变动            | -6%    | -55%   | -13%   | 39%    | 24%    |
| 毛利率             | 35%    | -17%   | -9%    | 11%    | 25%    |
| 股东净利润(百万元人民币)   | 2,510  | -4,750 | -2,094 | 328    | 2,877  |
| 同比变动            | -85%   | -289%  | -56%   | NA     | 778%   |
| 每股收益(元人民币)      | 0.09   | -0.18  | -0.08  | 0.01   | 0.11   |
| 市盈率(倍, @1.25港元) | 12.4   | NA     | NA     | 95.2   | 10.8   |
| 市净率(倍, @1.25港元) | 0.65   | 0.74   | 0.79   | 0.77   | 0.72   |
| 每股派息(元港币)       | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.03   |

资料来源：公司资料，第一上海预测

**股价表现**


资料来源：彭博

主要财务报表

| 损益表（百万人民币）   | 2023实际   | 2024实际  | 2025预测  | 2026预测  | 2027预测  | 财务分析         | 2023实际 | 2024实际  | 2025预测  | 2026预测  | 2027预测  |
|--------------|----------|---------|---------|---------|---------|--------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 总收入          | 33,700   | 15,098  | 13,099  | 18,265  | 22,714  | 毛利率          | 34.70% | -16.63% | -8.50%  | 10.80%  | 25.01%  |
| 毛利润          | 11,693   | (2,510) | (1,114) | 1,972   | 5,680   | EBITDA率      | 22%    | 1%      | 3%      | 17%     | 17%     |
| 销售及行政费用      | (2,525)  | (2,144) | (1,506) | (1,662) | (2,067) | 税前利润率        | 13%    | -41%    | -22%    | 4%      | 17%     |
| 经营利润         | 4,112    | (3,836) | (2,414) | 732     | 3,960   | 净利润率         | 10%    | -37%    | -20%    | 4%      | 16%     |
| EBITDA       | 7,461    | 181     | 399     | 3,154   | 3,960   | 净资产收益率       | 6.89%  | -13.35% | -6.53%  | 1.62%   | 8.17%   |
| 应占合营/联营企业利润  | 191      | (1,254) | (500)   | -       | -       | 净负债权益比 %     | 57%    | 65%     | 76%     | 86%     | 83%     |
| 财务费用         | (418)    | (618)   | (512)   | (587)   | (662)   | 应收账款周转天数     | 197    | 286     | 286     | 286     | 286     |
| 税前利润         | 4,302    | (6,193) | (2,914) | 732     | 3,960   | 库存周转天数       | 48     | 42      | 42      | 42      | 42      |
| 净利润          | 3,327    | (5,648) | (2,594) | 652     | 3,525   | 应付账款周转天数     | 169    | 273     | 254     | 209     | 175     |
| 归属股东净利润      | 2,510    | (4,750) | (2,094) | 328     | 2,877   |              |        |         |         |         |         |
| 每股收益（人民币元）   | 0.09     | (0.18)  | (0.08)  | 0.01    | 0.11    |              |        |         |         |         |         |
| 每股派息（人民币元）   | -        | -       | -       | -       | 0.03    |              |        |         |         |         |         |
| 每股净资产（人民币元）  | 1.82     | 1.59    | 1.50    | 1.52    | 1.63    |              |        |         |         |         |         |
| 现金流量表（百万人民币） | 2023实际   | 2024实际  | 2025预测  | 2026预测  | 2027预测  | 资产负债表（百万人民币） | 2023实际 | 2024实际  | 2025预测  | 2026预测  | 2027预测  |
| 净利润          | 3,327    | (5,648) | (2,594) | 652     | 3,525   | 现金及现金等价物     | 6,821  | 14,053  | 20,484  | 27,228  | 27,228  |
| 折旧及摊销        | 3,109    | 4,099   | 2,813   | 2,422   | 2,457   | 应收账款         | 18,215 | 15,350  | 17,483  | 20,592  | 20,592  |
| 营运资金变动       | (14,809) | 5,634   | (235)   | (2,945) | (3,101) | 库存           | 2,884  | 2,829   | 3,232   | 3,671   | 3,671   |
| 经营现金流净额      | (3,847)  | 5,957   | 997     | 716     | 3,543   | 总资产          | 82,767 | 90,707  | 103,421 | 119,055 | 119,055 |
| 投资活动         |          |         |         |         |         | 应付账款         | 15,607 | 14,826  | 16,838  | 19,036  | 19,036  |
| 资本性支出        | (12,733) | (6,500) | (3,000) | (3,000) | (3,000) | 借贷           | 15,267 | 21,767  | 28,267  | 36,267  | 36,267  |
| 其他投资活动       | 215      | 0       | 0       | 0       | 0       | 总负债          | 34,450 | 40,168  | 48,680  | 58,878  | 58,878  |
| 投资现金流净额      | (10,914) | (6,500) | (3,000) | (3,000) | (3,000) | 股东权益         | 48,318 | 50,538  | 54,626  | 59,869  | 59,869  |
| 自由现金流        | 10,855   | 324     | 1,232   | 3,661   | 6,644   | 少数股东权益       | 5,731  | 6,217   | 6,840   | 7,600   | 7,600   |
| 融资活动         |          |         |         |         |         | 总负债及总权益      | 82,767 | 90,707  | 103,306 | 118,747 | 118,747 |
| 利息           | (577)    | (618)   | (512)   | (587)   | (662)   |              |        |         |         |         |         |
| 银行净贷款        | 17,628   | 6,500   | 3,000   | 3,000   | 3,000   |              |        |         |         |         |         |
| 其他融资活动       | (2,085)  | 0       | 0       | (82)    | (719)   |              |        |         |         |         |         |
| 融资现金流净额      | 14,965   | 5,882   | 2,488   | 2,331   | 1,619   |              |        |         |         |         |         |

资料来源：公司资料，第一上海预测

**第一上海证券有限公司**

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制, 仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可, 就本报告之任何材料、内容或印本, 不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据, 或就其作出要约或要约邀请, 也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素, 自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生, 但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性, 并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性, 不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经, 就本报告所载信息、评论或投资策略, 发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供, 不提供任何形式的保证, 并可随时更改, 恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外, 第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」, 「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下, 任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务, 包括(但不限于)在此档内陈述的内容, 皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区, 分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2025 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。