

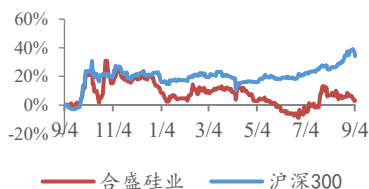
主营产品景气承压，静待产业链回暖

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-09-05

收盘价（元）	51.20
近 12 个月最高/最低（元）	64.99/45.19
总股本（百万股）	1182
流通股本（百万股）	1182
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	605
流通市值（亿元）	605

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

分析师：潘宁馨

执业证书号：S0010524070002

电话：13816562460

邮箱：pannx@hazq.com

相关报告

1.全年产销增长，工业硅电耗持续下降 2025-04-26

2.三季度业绩环比改善，硅产业链一体化有序推进 2024-10-31

主要观点：

● 事件描述

8月27日，合盛硅业发布2025年半年报，实现营业收入97.76亿元，同比减少26.34%；实现归母净利润-3.97亿元，同比下降140.60%；实现扣非归母净利润-5.33亿元，同比下降159.29%。其中，第二季度实现营业收入45.48亿元，同比/环比-42.11%/-13.02%；实现归母净利润-6.57亿元，同比/环比-245.87%/-352.93%；实现扣非归母净利润-7.49亿元，同比/环比-297.34%/-447.13%。

● 2025年上半年主营产品量价齐跌，盈利承压

2025Q2公司工业硅/硅橡胶/硅油/环体硅氧烷销量分别为21.46/16.33/1.59/0.53万吨，分别环比变化-17%/-6%/-6%/-40%。二季度西南地区大部分时间仍处于枯水期，影响产销量。2025Q2，主要产品工业硅/硅橡胶/硅油/环体硅氧价格环比变化-21.45%/-5.78%/-2.87%/+1.89%。原材料价格分化，2025Q2矿石/石油焦/硅厂煤/电厂用煤/甲醇/氯甲烷/白炭黑价格分别环比+22.48%/+98.56%/-24.21%/-14.4%/-11.1%/-9.11%/+6.32%，矿石、石油焦大幅涨价压缩利润。盈利能力指标方面，2025二季度销售毛利率0.22%，同比-23.34pct；净利率-14.68%，同比-20.19pct。

工业硅方面，二季度因工业硅原材料价格走弱、成本支撑下滑，叠加贸易摩擦引发宏观悲观情绪，价格逐步跌破历史低位；二季度末行业全面亏损下，厂家出货意愿下降，价格止跌转入底部震荡。有机硅方面，二季度行业步入传统淡季，关税政策不确定性因素抑制出口；与此同时，上游工业硅等主要原材料价格持续下行，在成本传导效应下，有机硅产品售价随之同步走低。多晶硅方面，光伏行业各环节“内卷”严重，多晶硅行业难以盈利。展望后市，光伏产业已进入深度调整与结构重塑的关键期，中央层面与行业协会正通过“反内卷”行动等多维度举措实施积极干预，预计通过产能整合以及行业自律等方式将使光伏行业尽早回归健康发展的轨道，从而进一步对上游工业硅行业的市场供需格局产生积极影响。当前有机硅和工业硅价格触底，大部分企业已进入深度亏损，有望加速产能出清，价格价差有望回升，公司作为行业头部企业将受益。三季度开始同时，西南地区进入丰水期，工业硅产销量有望回升。

● 投资建议

预计合盛硅业2025-2027年归母净利润20.14、28.40、37.73亿元，对应PE为30.06X/21.31X/16.04X。维持“买入”评级。

● 风险提示

原材料及主要产品价格波动引起的各项风险；

安全生产风险；
环境保护风险；
项目投产进度不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	26692	28709	36507	38687
收入同比 (%)	0.4%	7.6%	27.2%	6.0%
归属母公司净利润	1740	2014	2840	3773
净利润同比 (%)	-33.6%	15.7%	41.0%	32.8%
毛利率 (%)	20.5%	18.8%	19.9%	22.6%
ROE (%)	5.3%	5.8%	7.5%	9.1%
每股收益 (元)	1.48	1.70	2.40	3.19
P/E	37.54	30.06	21.31	16.04
P/B	2.00	1.74	1.60	1.46
EV/EBITDA	15.63	11.41	8.51	7.49

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13546	9311	14473	12892	营业收入	26692	28709	36507	38687
现金	1791	-2829	-925	-2705	营业成本	21209	23315	29235	29941
应收账款	441	969	917	1139	营业税金及附加	504	535	685	724
其他应收款	321	262	386	381	销售费用	56	53	72	74
预付账款	334	484	534	584	管理费用	703	723	920	975
存货	9509	9152	12291	12171	财务费用	892	1232	1617	1783
其他流动资产	1151	1272	1269	1322	资产减值损失	-933	-69	-76	-75
非流动资产	77227	92575	101449	111406	公允价值变动收益	3	0	0	0
长期投资	48	55	64	72	投资净收益	94	98	126	133
固定资产	33395	45713	57680	66916	营业利润	2271	2621	3685	4893
无形资产	5066	6889	8099	9615	营业外收入	120	96	108	102
其他非流动资产	38718	39917	35606	34804	营业外支出	162	108	135	122
资产总计	90773	101885	115922	124298	利润总额	2229	2608	3658	4873
流动负债	37928	35951	42190	41851	所得税	527	632	876	1174
短期借款	5633	5553	4770	4338	净利润	1702	1976	2782	3699
应付账款	18562	17738	23914	23636	少数股东损益	-38	-38	-58	-74
其他流动负债	13732	12660	13506	13877	归属母公司净利润	1740	2014	2840	3773
非流动负债	20016	31108	36103	41098	EBITDA	6173	9123	12493	15054
长期借款	16750	26750	31750	36750	EPS (元)	1.48	1.70	2.40	3.19
其他非流动负债	3266	4358	4353	4348					
负债合计	57944	67059	78293	82949					
少数股东权益	-22	-59	-117	-190					
股本	1182	1182	1182	1182					
资本公积	11384	11384	11384	11384					
留存收益	20285	22319	25180	28973					
归属母公司股东权益	32851	34886	37746	41539					
负债和股东权益	90773	101885	115922	124298					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	4517	7971	15314	13720	成长能力				
净利润	1702	1976	2782	3699	营业收入	0.4%	7.6%	27.2%	6.0%
折旧摊销	3108	5282	7218	8398	营业利润	-33.6%	15.4%	40.6%	32.8%
财务费用	896	1259	1575	1769	归属于母公司净利	-33.6%	15.7%	41.0%	32.8%
投资损失	-124	-98	-126	-133	获利能力				
营运资金变动	-1889	-497	3764	-106	毛利率 (%)	20.5%	18.8%	19.9%	22.6%
其他经营现金流	4416	2522	-880	3897	净利率 (%)	6.5%	7.0%	7.8%	9.8%
投资活动现金流	-4441	-20579	-16067	-18314	ROE (%)	5.3%	5.8%	7.5%	9.1%
资本支出	-5607	-20713	-16194	-18452	ROIC (%)	3.6%	3.9%	4.9%	5.6%
长期投资	570	11	0	5	偿债能力				
其他投资现金流	595	124	126	133	资产负债率 (%)	63.8%	65.8%	67.5%	66.7%
筹资活动现金流	-350	7980	2637	2794	净负债比率 (%)	176.5%	192.5%	208.1%	200.6%
短期借款	-1485	-81	-783	-432	流动比率	0.36	0.26	0.34	0.31
长期借款	-6760	10000	5000	5000	速动比率	0.07	-0.03	0.02	-0.02
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.31	0.30	0.34	0.32
其他筹资现金流	7895	-1939	-1580	-1774	应收账款周转率	29.72	40.73	38.70	37.63
现金净增加额	-261	-4620	1904	-1780	应付账款周转率	1.31	1.28	1.40	1.26

每股指标 (元)					估值比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
每股收益	1.48	1.70	2.40	3.19	P/E	37.54	30.06	21.31	16.04
每股经营现金流薄)	3.82	6.74	12.95	11.61	P/B	2.00	1.74	1.60	1.46
每股净资产	27.79	29.51	31.93	35.14	EV/EBITDA	15.63	11.41	8.51	7.49

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。