

颗粒硅成本优势显著，盈利反转可期

华泰研究

2025 年 9 月 05 日 | 中国香港

更新报告

新能源及动力系统

协鑫科技为全球颗粒硅龙头，成本优势显著，近期荣获“长三角地区企业绿色低碳创新案例”与“零碳地球·奇点奖”。25H1 由于产业链供需错配，硅料价格持续承压，以及开工率下降导致单位费用提升，短期业绩承压，实现收入 57.3 亿元，同比-35.3%，归母净利-17.8 亿元，亏损同比+20.0%。25 年 6 月下旬以来光伏“反内卷”持续推进，硅料作为供给侧改革重要抓手，或通过能耗管控与产能收储实现落后产能出清，公司颗粒硅现金成本行业领先，盈利修复空间较大，叠加钙钛矿已实现 GW 线量产，有望贡献业绩增量，维持“买入”评级。

颗粒硅成本优势显著，盈利反转可期

公司颗粒硅成本优势显著，25H1 现金成本（不含税）为 26.22 元/kg，保持行业领先水平，其中 25Q2 为 25.31 元/kg，环比下降 6.5%；颗粒硅品质稳定提升，25Q2 “19 元素金属杂质≤1ppbw”产品比例提升至 91.8%，环比提升 0.6pct，“浊度≤70NTU”产品比例提升至 57.4%，环比提升 12.4pct，断线率综合水平与同期棒状硅量产水平相当。颗粒硅降本增效驱动客户粘性提升，25H1 市占率达 24.3%，较 24H2 提升 7.2pct，其中前五大客户出货占比为 71%，投料比超 30%。受益于顶层设计与行业自律，硅料价格不低于成本价竞争或达成共识，根据硅业分会（25 年 9 月 3 日），N 型颗粒硅成交均价为 48.0 元/kg，较 7 月初大幅提升 43.3%，公司预计 8-9 月有望实现报表端扭亏为盈。

钙钛矿 GW 线投产，商业化进展加速

25 年 6 月，协鑫光电吉瓦级钙钛矿产业基地正式投产，并于 7 月完成了 C 轮近 2 亿元融资，标志着全球钙钛矿光伏技术正式迈入商业化规模量产的新纪元。公司深耕量产化工艺，2 平米单结组件效率达 19.04%、1.71 平米叠层组件效率达 26.36%，并成功通过国际标准的 3 倍加严老化测试，预计 25 年 11 月完成首片下线，26-28 年出货量分别为百兆瓦级、GW 级、3-5GW 级，推动 BOM 成本持续下降。

反内卷持续推进，供需格局修复可期

多部委陆续召开会议并出台文件，驱动光伏反内卷稳步推进。9 月 4 日，国家能源局组织召开全国可再生能源电力开发建设调度视频会，要求各地加快出台 136 号文具体实施方案并组织机制电价竞价，加快“十五五”可再生能源规划编制，我们认为有助于提振下游需求，支撑光伏产业链价格传导。9 月 4 日，工信部、市场监督管理总局联合印发《电子信息制造业 2025—2026 年稳增长行动方案》，指出治理光伏低价竞争，实施产品质量管理，有序调整产业规模，有助于驱动供给侧改革稳步推进。

盈利预测与估值

考虑到 Q2 光伏抢装后需求回落，叠加公司积极响应反内卷号召，库存维持低位，出货量或低于前次预期，我们下调公司硅料与硅片业务销量假设，预计公司 25-27 年归母净利为-23.04/12.76/21.40 亿元。国内光伏“反内卷”稳步推进，有望驱动产业链价格修复。考虑到 26 年行业供需格局有望恢复，公司回归正常盈利区间，我们切换至 26 年估值。可比公司 26 年 Wind 一致预期均值 44.22x，公司颗粒硅成本优势显著，市占率稳步提升，盈利弹性较大，钙钛矿或打造新增长极，我们给予 26 年 45x PE，结合港元：人民币为 1: 0.91，对应目标价为 2.22 港元（前值 1.30 港元，对应 25 年 30x PE，主要系反内卷驱动可比公司估值提升），维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期；供给侧改革及行业自律不及预期。

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

2.22

申建国

SAC No. S0570522020002
SFC No. BSK177

研究员

shenjianguo@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

边文蛟

SAC No. S0570518110004
SFC No. BSJ399

研究员

bianwenjiao@htsc.com
+(86) 755 8277 6411

周敦伟

SAC No. S0570522120001
SFC No. BVE697

研究员

zhoudunwei@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

宫宇博*

SAC No. S0570124070070

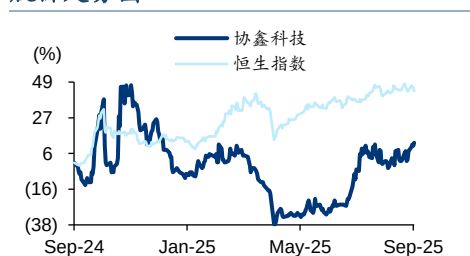
联系人

gongyubo@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价 (港币)	2.22
收盘价 (港币 截至 9 月 4 日)	1.31
市值 (港币百万)	37,310
6 个月平均日成交额 (港币百万)	510.39
52 周价格范围 (港币)	0.67-1.99
BVPS (人民币)	1.29

股价走势图



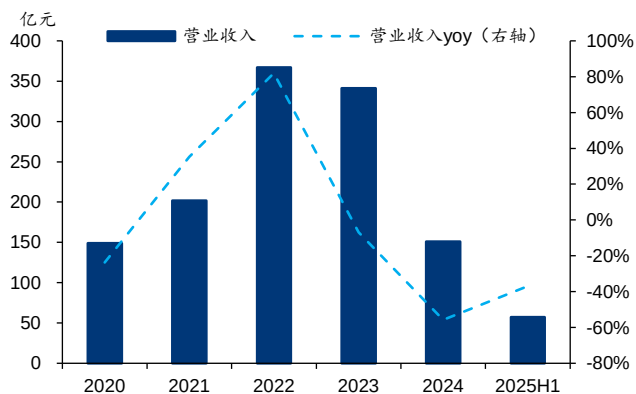
资料来源：S&P

经营预测指标与估值

会计年度 (人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万)	15,098	14,273	19,143	21,263
+/-%	(55.20)	(5.46)	34.12	11.08
归属母公司净利润 (百万)	(4,750)	(2,304)	1,276	2,140
+/-%	(289.25)	51.50	(155.39)	67.70
EPS (最新摊薄)	(0.17)	(0.08)	0.04	0.08
ROE (%)	(11.91)	(6.36)	3.53	5.69
PE (倍)	(7.34)	(14.94)	26.97	16.08
PB (倍)	0.94	0.97	0.93	0.90
EV EBITDA (倍)	(35.17)	26.11	7.93	6.66
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

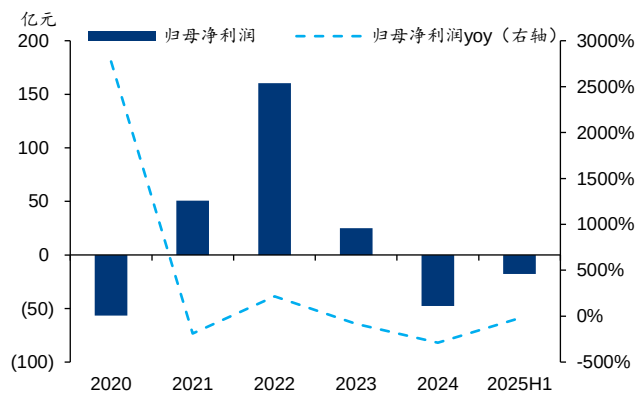
资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表1：营业收入及同比增速



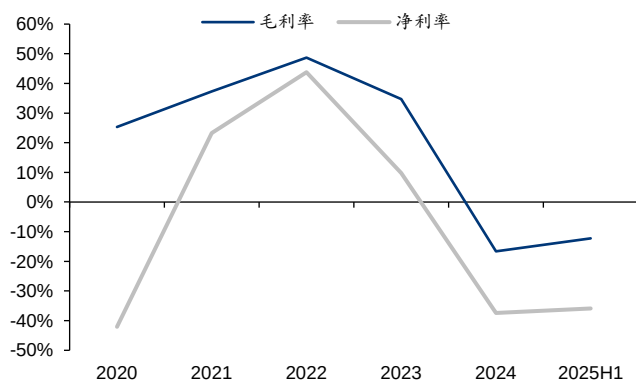
资料来源：Wind，华泰研究

图表2：归母净利润及同比增速



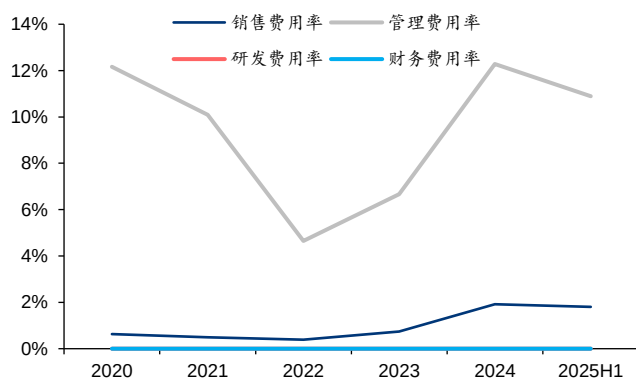
资料来源：Wind，华泰研究

图表3：综合毛利率与净利率变化



资料来源：Wind，华泰研究

图表4：各项费用率变化



资料来源：Wind，华泰研究

图表5：半年度预测表

	23H2	24H1	24H2	25H1	25H2E
营业收入 (百万元)					
硅料	6316.67	4861.81	3811.51	3964.46	5593.07
硅片	4436.64	2342.08	1005.23	778.20	721.80
切片代工	480.71	283.63	104.28	160.54	139.46
电站	104.39	95.33	45.07	70.02	42.31
其他	1416.16	1280.02	1268.59	761.44	2042.03
公司整体					
营业收入 (百万元)	12754.58	8862.88	6234.68	5734.66	8538.66
毛利 (百万元)	2908	-983	-1912	-701	1
毛利率	22.80%	-11.10%	-30.66%	-12.22%	0.01%
归母净利润 (百万元)	-3008.20	-1479.60	-3270.79	-1776.10	-527.94
EPS (元)	-0.12	-0.06	-0.17	-0.06	-0.02

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表6：半年度经营情况总结

季度财报数据总结		2H23A	1H24A	2H24A	1H25A	YoY	HoH	2H25E	YoY	HoH
总收入	Rmb mn	12,755	8,863	6,235	5,735	-35%	-8%	8539	37%	49%
营业成本	Rmb mn	9,840	9,416	8,192	6,435	-32%	-21%	8538	4%	33%
毛利率	%	23%	-6%	-31%	-12%	-6%	19%	0%	31%	12%
销售及管理费用	Rmb mn	1,264	815	1,329	728	-11%	-45%	785	-41%	8%
研发费用	Rmb mn	971	718	384	353	-51%	-8%	646	68%	83%
财务费用	Rmb mn	203	305	314	273	-10%	-13%	377	20%	38%
营业利润	Rmb mn	-2,270	-2,123	-2,816	-1,848	13%	34%	-1806	36%	2%
税前利润	Rmb mn	-3,118	-2,213	-3,980	-2,099	5%	47%	-880	78%	58%
所得税	Rmb mn	-200	-192	-353	-42	78%	88%	-226	36%	-436%
少数股东损益	Rmb mn	90	-542	-356	-281	48%	21%	-126	65%	55%
归母净利润	Rmb mn	-3,008	-1,480	-3,271	-1,776	-20%	46%	-528	84%	70%
非经常性损益	Rmb mn	696	316	2,433	10	-97%	-100%	-10	-100%	-204%
净利润(扣非)	Rmb mn	-3,704	-1,796	-5,704	-1,786	1%	69%	-538	91%	70%
EPS	Rmb/sh	-0.11	-0.06	-0.12	-0.06	-13%	0.49	-0.02	83%	67%
EPS(扣非)	Rmb/sh	-0.14	-0.07	-0.22	-0.06	6%	0.70	-0.02	90%	67%
核心财务指标										
应收账款周转天数	days	166	222	232	132	-40%	-43%			
应付账款周转天数	days	157	126	123	90	-29%	-27%			
存货周转天数	days	45	53	50	56	5%	11%			
经营净现金流	Rmb mn	-6,871	-3,799	496						
资本支出	Rmb mn	7,822	2,467	1,776						
自由现金流	Rmb mn	-14693	-6266	-1280						

资料来源：Wind，华泰研究预测

图表7：核心假设和财务预测

驱动概览		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
多晶硅价格	Rmb/kg	84	33	40	48	49
颗粒硅市占率	%	14	15	25	28	30
分部收入						
硅料	Rmb mn	17,435	8,673	9,558	13,858	15,575
硅片	Rmb mn	11,638	3,347	1,500	1,800	1,900
电站	Rmb mn	214	140	112	101	96
切片代工	Rmb mn	1,389	388	300	300	300
其他	Rmb mn	3,024	2,549	2,803	3,084	3,392
分部毛利率						
硅料	%	46.4%	-19.8%	-3.0%	24.7%	30.1%
硅片	%	21.2%	-23.8%	-10.0%	11.1%	13.2%
电站	%	46.7%	16.9%	16.0%	15.0%	14.0%
切片代工	%	13.0%	3.0%	-1.7%	5.0%	10.0%
其他	%	28.2%	0.7%	-10.0%	3.0%	5.0%
核心财务指标						
EBIT	Rmb mn	4720	-5575	-2329	2200	3267
EBITDA	Rmb mn	8035	-1557	2090	6840	8046
联合营公司投资收益	Rmb mn	191	-1254	-350	200	300
归母净利润	Rmb mn	2510	-4750	-2304	1276	2140
扣非净利润	Rmb mn	1192	-7500	-2304	1276	2140
EPS	Rmb/sh	0.09	-0.17	-0.08	0.05	0.08
EPS(扣非)	Rmb/sh	0.04	-0.26	-0.08	0.05	0.08
BVPS	Rmb/sh	1.58	1.31	1.24	1.30	1.34
应收账款周转天数	days	232	459	405	307	313
应付账款周转天数	days	333	258	250	235	240
存货周转天数	days	45	50	46	45	52
经营净现金流	Rmb mn	-3,848	-3,304	2441	6355	3974
资本支出	Rmb mn	12,177	4,230	-1269	-1142	-1028
自由现金流	Rmb mn	-20021	-7669	487	4787	3498

资料来源：Wind，华泰研究预测

考虑到 Q2 光伏抢装后需求回落，叠加公司积极响应反内卷号召，库存维持低位，出货量或低于前次预期，我们下调公司硅料与硅片业务销量假设，预计 25-27 年硅料销量 24/29/32 万吨，较前值下降 16.67%/13.69%/29.82%，硅片销量 10/10/10GW，较前值下降 50%/44.44%/33.33%。因此，下调 25-27 年归母净利润为-23.04/12.76/21.40 亿元，较前值下降 306.19%/56.28%/50.57%。

图表8：盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现预测（调整后）			变化幅度(pct)/%		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
收入（百万元）	19607	23148	28989	14273	19143	21263	-27.20%	-17.30%	-26.65%
毛利润率（%）	18.4%	27.2%	31.1%	-4.90%	19.5%	24.3%	-23.31pct	-7.68pct	-6.88pct
归母净利润（百万元）	1117	2919	4330	-2304	1276	2140	-306.19%	-56.28%	-50.57%
净利润率（%）	5.70%	12.6%	14.9%	-16.1%	6.67%	10.1%	-21.84pct	-5.94pct	-4.87pct
硅料-销量（万吨）	28.8	33.6	45.6	24	29	32	-16.67%	-13.69%	-29.82%
硅片-销量（万吨）	20	18	15	10	10	10	-50.00%	-44.44%	-33.33%

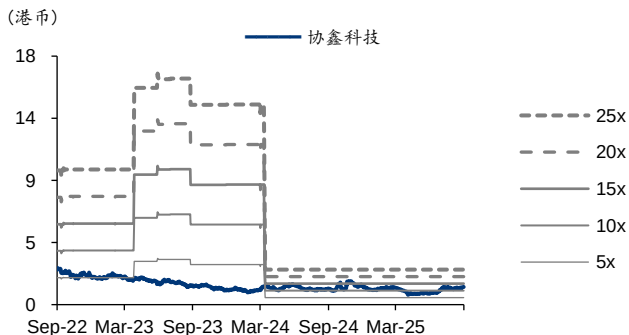
资料来源：华泰研究预测

图表9：可比公司估值表（Wind 一致预期，截至 2025 年 9 月 4 日收盘价）

公司代码	公司简称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600438 CH	通威股份	22.97	1034.11	-1.10	0.55	1.15	-20.84	41.44	19.99
688303 CH	大全能源	31.59	677.67	-0.63	0.61	1.06	-50.27	51.85	29.79
601012 CH	隆基绿能	17.40	1318.58	-0.38	0.44	0.73	-46.19	39.37	23.94
	均值						-39.10	44.22	24.57

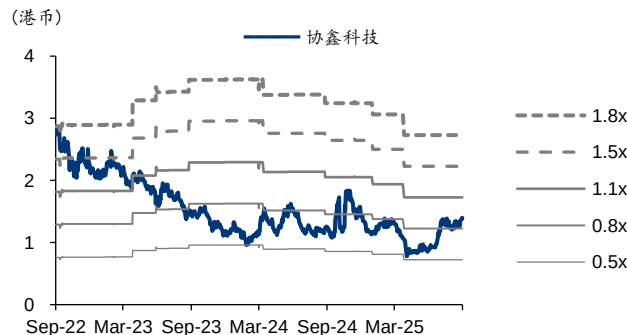
资料来源：Wind，华泰研究

图表10：协鑫科技 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表11：协鑫科技 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

风险提示

下游需求不及预期；供给侧改革及行业自律不及预期。

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	33,700	15,098	14,273	19,143	21,263
销售成本	(22,008)	(17,608)	(14,973)	(15,402)	(16,105)
毛利润	11,692	(2,510)	(699.85)	3,741	5,158
销售及分销成本	(250.91)	(289.67)	(228.37)	(287.15)	(297.69)
管理费用	(2,274)	(1,855)	(1,285)	(1,570)	(1,701)
其他收入/支出	(5,859)	314.22	214.10	95.72	(212.63)
财务成本净额	(417.84)	(618.38)	(650.00)	(550.00)	(500.00)
应占联营公司利润及亏损	190.87	(1,254)	(350.00)	200.00	300.00
税前利润	4,302	(6,193)	(2,979)	1,650	2,767
税费开支	(974.81)	545.00	268.09	(148.49)	(249.02)
少数股东损益	817.03	(897.56)	(406.60)	225.21	377.68
归母净利润	2,510	(4,750)	(2,304)	1,276	2,140
折旧和摊销	(3,315)	(4,017)	(4,419)	(4,640)	(4,779)
EBITDA	8,035	(1,557)	2,090	6,840	8,046
EPS (人民币, 基本)	0.09	(0.17)	(0.08)	0.04	0.08

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	2,884	2,014	1,812	2,038	2,614
应收账款和票据	22,218	16,255	15,860	16,790	20,185
现金及现金等价物	6,821	5,174	4,657	4,890	4,987
其他流动资产	2,876	791.49	794.43	800.84	971.11
总流动资产	34,691	26,145	20,678	21,795	22,738
固定资产	34,784	34,761	33,023	33,684	34,020
无形资产	1,658	1,519	1,595	1,627	1,643
其他长期资产	11,183	7,993	7,899	8,155	8,484
总长期资产	48,077	48,729	49,704	50,698	51,205
总资产	82,768	74,874	70,382	72,493	73,943
应付账款	14,246	10,967	9,829	10,279	11,194
短期借款	5,386	10,691	10,904	10,359	9,323
其他负债	10,753	0.00	276.35	852.16	555.50
总流动负债	22,139	22,431	21,010	21,491	21,073
长期债务	10,027	8,405	7,564	7,186	7,545
其他长期债务	2,285	1,745	1,780	1,798	1,816
总长期负债	12,312	10,150	9,344	8,984	9,361
股本	2,344	2,343	2,343	2,343	2,343
储备/其他项目	40,243	34,834	32,976	34,741	35,854
股东权益	42,587	37,177	35,318	37,084	38,197
少数股东权益	5,731	5,116	4,709	4,935	5,312
总权益	48,318	42,293	40,027	42,019	43,509

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	13.14	(7.34)	(14.94)	26.97	16.08
PB	0.77	0.94	0.97	0.93	0.90
EV EBITDA	7.64	(35.17)	26.11	7.93	6.66
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	(58.89)	(22.56)	1.43	14.08	10.29

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	8,035	(1,557)	2,090	6,840	8,046
融资成本	417.84	618.38	650.00	550.00	500.00
营运资本变动	(14,810)	(2,373)	(543.66)	(712.40)	(3,226)
税费	(974.81)	545.00	268.09	(148.49)	(249.02)
其他	3,484	(536.82)	(23.65)	(174.19)	(1,097)
经营活动现金流	(3,848)	(3,304)	2,441	6,355	3,974
CAPEX	(12,177)	(4,230)	(1,269)	(1,142)	(1,028)
其他投资活动	1,263	(1,807)	(220.52)	(38.39)	(10.68)
投资活动现金流	(10,914)	(6,036)	(1,489)	(1,180)	(1,038)
债务增加量	19,527	13,985	(626.66)	(923.43)	(676.61)
权益增加量	2,263	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(1,440)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(5,385)	(6,295)	(204.81)	(60.29)	(1,528)
融资活动现金流	14,965	7,689	(831.47)	(983.72)	(2,204)
现金变动	203.36	(1,651)	120.08	4,191	731.47
年初现金	6,636	6,821	5,174	5,294	9,485
汇率波动影响	(17.68)	3.53	20.00	30.00	50.00
年末现金	6,821	5,174	5,294	9,485	10,216

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	(6.21)	(55.20)	(5.46)	34.12	11.08
毛利润	(33.17)	(121.47)	(72.12)	(634.55)	37.88
营业利润	(75.13)	(231.21)	(53.95)	(199.06)	48.84
净利润	(85.21)	(289.25)	51.50	(155.39)	67.70
EPS	(85.12)	(279.01)	(51.50)	(155.39)	67.70
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	34.69	(16.63)	(4.90)	19.54	24.26
EBITDA	23.84	(10.32)	14.64	35.73	37.84
净利润率	7.45	(31.46)	(16.14)	6.67	10.07
ROE	5.89	(11.91)	(6.36)	3.53	5.69
ROA	2.98	(6.03)	(3.17)	1.79	2.92
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	20.18	37.45	39.11	34.13	31.11
流动比率	1.57	1.17	0.98	1.01	1.08
速动比率	1.44	1.08	0.90	0.92	0.95

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	0.40	0.19	0.20	0.27	0.29
应收账款周转天数	232.36	458.69	405.00	307.00	313.00
应付账款周转天数	332.68	257.75	250.00	235.00	240.00
存货周转天数	44.75	50.07	46.00	45.00	52.00
现金转换周期	(55.57)	251.01	201.00	117.00	125.00

每股指标 (人民币)

EPS	0.09	(0.17)	(0.08)	0.04	0.08
每股净资产	1.58	1.31	1.24	1.30	1.34

免责声明

分析师声明

本人，申建国、边文姣、周敦伟，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 协鑫科技（3800 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师申建国、边文姣、周敦伟本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 协鑫科技（3800 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的12个月内担任了标的证券公开发行或144A条款发行的经办人或联席经办人。
- 协鑫科技（3800 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前12个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 协鑫科技（3800 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后3个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 协鑫科技（3800 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

北京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/
邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼

电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）

电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦，#08-02，新加坡 018981

电话：+65 68603600

传真：+65 65091183

https://www.htsc.com.sg

©版权所有 2025 年华泰证券股份有限公司