

## 合盛硅业 (603260.SH) 硅产业链龙头，或将充分受益于反内卷

2025年09月17日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

金益腾（分析师）

蒋跨越（分析师）

jinyiteng@kysec.cn

jiangkuayue@kysec.cn

证书编号：S0790520020002

证书编号：S0790523120001

日期	2025/9/17
当前股价(元)	51.19
一年最高最低(元)	66.03/44.73
总市值(亿元)	605.17
流通市值(亿元)	605.17
总股本(亿股)	11.82
流通股本(亿股)	11.82
近3个月换手率(%)	53.63

### ● 公司为硅产业链龙头，或将充分受益于反内卷，维持“买入”评级

公司为硅产业链龙头企业，截至2025H1拥有工业硅产能122万吨/年，有机硅单体产能173万吨/年，另有多晶硅现有+在建产能合计40万吨/年、光伏组件现有+规划产能合计20GW/年。伴随光伏行业“反内卷”的持续推进，公司有望充分受益。考虑到公司产品盈利修复不及预期，我们下调公司2025-2027年盈利预测，预计2025-2027年归母净利润为6.11（-13.94）、22.86（-8.11）、29.91（-10.13）亿元，EPS为0.52（-1.18）、1.93（-0.69）、2.53（-0.86）元，当前股价对应PE为99.0、26.5、20.2倍。我们看好硅产业链反内卷的持续推进，公司盈利或将触底反弹，维持“买入”评级。

### ● 多晶硅价格触底反弹，工业硅、有机硅盈利也或将逐步修复

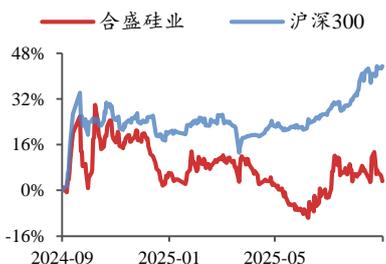
据百川盈孚数据，伴随光伏行业反内卷的推进，截至9月中旬，多晶硅市场均价已经提升至4.76万元/吨，较6月低点涨幅达到58%。此外，在工业硅、有机硅方面，截至9月中旬，工业硅、有机硅市场均价分别约0.94、1.09万元/吨。当前工业硅、有机硅产品价格已经处于周期底部区间，行业内大多数企业均已处于亏损状态，成本端支撑较强，产品价格整体下行空间有限。后续伴随反内卷政策的进一步推进，工业硅、有机硅行业也或将随之受益。

### ● 持续推进产业链延伸，碳化硅材料有望贡献重要业绩增量

据公司公告，公司已完整掌握了碳化硅材料的原料合成、晶体生长、衬底加工以及晶片外延等全产业链核心工艺技术，6英寸碳化硅衬底已全面量产，晶体良率达95%以上，外延良率稳定在98%以上；8英寸碳化硅衬底也已开始小批量生产，12英寸碳化硅衬底研发顺利，目前正常推进中。此外，公司在高端碳化硅粉料领域持续深耕，成功开发出可满足半导体、热喷涂、高温结构件等多领域对高纯度、定制化粉体需求的超高纯碳化硅陶瓷粉料及可满足碳化硅宝石晶体和光波导片晶体生长要求的高纯半绝缘碳化硅粉料。公司持续推进产业链延伸，未来碳化硅材料有望为公司贡献重要业绩增量。

● **风险提示：**项目投产不及预期、下游需求不及预期、原材料价格大幅波动等。

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《2024年主营产品量增价减，业绩整体承压——公司信息更新报告》-2025.4.25

《Q3业绩环比小幅增长，看好硅产业链盈利逐步修复——公司信息更新报告》-2024.10.31

### 财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	26,584	26,692	21,755	30,069	31,101
YOY(%)	12.4	0.4	-18.5	38.2	3.4
归母净利润(百万元)	2,623	1,740	611	2,286	2,991
YOY(%)	-49.1	-33.6	-64.9	274.1	30.8
毛利率(%)	20.1	20.5	15.2	18.8	21.5
净利率(%)	9.9	6.5	2.8	7.6	9.6
ROE(%)	8.0	5.2	1.9	6.8	8.3
EPS(摊薄/元)	2.22	1.47	0.52	1.93	2.53
P/E(倍)	23.1	34.8	99.0	26.5	20.2
P/B(倍)	1.9	1.8	1.8	1.8	1.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	14125	13546	10505	20283	10000
现金	1787	1791	1460	2018	2087
应收票据及应收账款	1356	441	2460	1835	1275
其他应收款	167	321	77	472	95
预付账款	547	334	384	609	418
存货	7148	9509	4974	14198	4975
其他流动资产	3121	1151	1151	1151	1151
<b>非流动资产</b>	69219	77227	73537	74570	72170
长期投资	37	48	62	77	93
固定资产	22365	33395	36920	41412	42712
无形资产	4476	5066	5817	6701	7728
其他非流动资产	42341	38718	30738	26380	21636
<b>资产总计</b>	83344	90773	84042	94853	82170
<b>流动负债</b>	26622	37928	35224	47925	37065
短期借款	7118	5633	11322	10429	13116
应付票据及应付账款	15204	19190	17691	31132	17693
其他流动负债	4299	13104	6212	6365	6256
<b>非流动负债</b>	24299	20016	15897	12726	8720
长期借款	23510	16750	12631	9459	5454
其他非流动负债	789	3266	3266	3266	3266
<b>负债合计</b>	50921	57944	51121	60651	45785
少数股东权益	17	-22	-9	26	71
股本	1182	1182	1182	1182	1182
资本公积	11384	11384	11384	11384	11384
留存收益	19782	20724	21193	22908	25094
<b>归属母公司股东权益</b>	32406	32851	32930	34176	36313
<b>负债和股东权益</b>	83344	90773	84042	94853	82170

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	-790	4517	5952	11660	5456
净利润	2583	1702	624	2321	3037
折旧摊销	2157	3108	3121	3738	4314
财务费用	568	892	1063	1276	1306
投资损失	-88	-94	-4	-4	-6
营运资金变动	-6305	-1895	1148	4330	-3196
其他经营现金流	294	804	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-18352	-4441	573	-4766	-1909
资本支出	18657	5609	-583	4755	1898
长期投资	190	570	-14	-15	-16
其他投资现金流	115	597	4	4	6
<b>筹资活动现金流</b>	18350	-350	-12545	-5443	-6166
短期借款	1324	-1485	5689	-893	2688
长期借款	12668	-6760	-4120	-3171	-4005
普通股增加	108	0	0	0	0
资本公积增加	6863	0	0	0	0
其他筹资现金流	-2612	7895	-14114	-1378	-4848
<b>现金净增加额</b>	-788	-261	-6020	1451	-2618

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	26584	26692	21755	30069	31101
营业成本	21228	21209	18440	24412	24413
营业税金及附加	490	504	653	752	778
营业费用	42	56	44	45	39
管理费用	639	703	522	601	622
研发费用	566	572	479	601	622
财务费用	568	892	1063	1276	1306
资产减值损失	-61	-933	0	0	0
其他收益	342	311	273	515	469
公允价值变动收益	45	3	0	0	0
投资净收益	88	94	4	4	6
资产处置收益	4	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	3418	2271	832	2902	3796
营业外收入	72	120	0	0	0
营业外支出	54	162	0	0	0
<b>利润总额</b>	3436	2229	832	2902	3796
所得税	853	527	208	580	759
<b>净利润</b>	2583	1702	624	2321	3037
少数股东损益	-40	-38	12	35	46
<b>归属母公司净利润</b>	2623	1740	611	2286	2991
EBITDA	7523	6730	4906	7615	9012
EPS(元)	2.22	1.47	0.52	1.93	2.53

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	12.4	0.4	-18.5	38.2	3.4
营业利润(%)	-46.7	-33.6	-63.4	249.0	30.8
归属于母公司净利润(%)	-49.1	-33.6	-64.9	274.1	30.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	20.1	20.5	15.2	18.8	21.5
净利率(%)	9.9	6.5	2.8	7.6	9.6
ROE(%)	8.0	5.2	1.9	6.8	8.3
ROIC(%)	6.2	4.0	2.1	5.1	6.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	61.1	63.8	60.8	63.9	55.7
净负债比率(%)	95.1	103.3	88.1	71.4	63.3
流动比率	0.5	0.4	0.3	0.4	0.3
速动比率	0.2	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	0.4
应收账款周转率	31.4	29.7	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	2.1	1.3	2.0	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.22	1.47	0.52	1.93	2.53
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.67	3.82	5.03	9.86	4.62
每股净资产(最新摊薄)	27.41	27.79	27.85	28.91	30.72
<b>估值比率</b>					
P/E	23.1	34.8	99.0	26.5	20.2
P/B	1.9	1.8	1.8	1.8	1.7
EV/EBITDA	12.1	14.0	18.2	11.1	9.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn