

协鑫科技 (03800.HK)

优于大市

2025 年三季度实现扭亏为盈，公司引入战略资本

核心观点

2025Q3 公司净利润约 9.6 亿元，实现扭亏为盈。公司公告，预计 2025Q3 光伏分部利润约 9.6 亿（含出售联营公司利润 6.4 亿元），实现大幅扭亏为盈。得益于光伏反内卷政策持续推进，硅料价格触底反弹，叠加公司持续提效降本，在连续亏损 5 个季度后，公司首次迎来单季度利润转正。

持续优化成本，盈利能力显著提升。公司为全球领先的颗粒硅生产企业，长期致力于提效降本，2025Q3 公司颗粒硅平均生产现金成本（含研发）为 24.2 元/kg，环比下降 1.2 元/kg；另外，7 月以来在光伏反内卷进程下，硅料价格持续上涨，2025Q3 公司平均售价为 37.3 元/kg（不含税），环比上涨 8.1 元/kg，2025Q3 公司平均生产现金利润为 13.1 元/kg，环比扩大 9.3 元/kg，盈利能力显著提升。

光伏行业“反内卷”政策推进，落后产能有望加速出清。经历 2024 年的深度调整后，硅料价格已跌破大部分企业的现金成本线，导致大量高成本产能和落后产能被迫停产或出清，作为行业领先企业，公司硅料市占率已从 2024 年的 14.58% 大幅增长至 2025 上半年的 24.32%。进入 2025 年下半年，7 月国家发改委、市场监管总局研究起草《价格法修正草案（征求意见稿）》，对规范光伏行业价格秩序具有指引作用，硅料价格在底部震荡并出现温和回升。随着光伏反内卷进程推进，硅料行业或将通过能效标准、技术规范等市场化手段重塑市场格局，无效产能有望加速出清，公司市占率或有望进一步提升。

引入战略投资，优化资本结构。9 月 16 日，公司宣布与无极资本（Infini Capital）达成战略融资协议，通过定向增发募资约 54.46 亿港元（约合 49.8 亿元人民币）。此次募资的主要用途将聚焦于行业产能结构性调整的资金储备、推进硅烷气产能以及优化资本结构，显示出公司在行业底部进行逆周期布局、整合行业资源的决心，剩余资金则用于补充营运资金和偿还贷款，进一步增强了公司的财务稳健性。

风险提示：光伏下游需求不及预期风险；硅料价格大幅波动风险；行业竞争加剧风险；新技术研发及产业化不及预期风险。

投资建议：维持优于大市评级。作为全球光伏硅料龙头，公司颗粒硅技术具备长期成本及低碳优势，考虑到光伏“反内卷”政策持续推动供需格局改善，公司盈利能力有望迎来拐点。我们认为公司将在 2025 年完成业绩筑底，预计 2025-2027 年实现归母净利润 -9.0/21.4/40.2 亿元，EPS 分别为 -0.03/0.07/0.13 元，2026-2027 年动态 PE 为 16.9/9.0 倍。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	33,700	15,098	14,382	17,353	21,806
(+/-%)	-6.2%	-55.2%	-4.7%	20.7%	25.7%
净利润(百万元)	2510	-4750	-901	2138	4019
(+/-%)	-84.7%	—	—	-337.2%	88.0%
每股收益(元)	0.08	-0.16	-0.03	0.07	0.13
EBIT Margin	29.1%	-33.6%	-6.6%	19.8%	26.5%
净资产收益率 (ROE)	5.9%	-12.8%	-2.2%	5.1%	8.7%
市盈率 (PE)	14.4	-7.6	-40.1	16.9	9.0
EV/EBITDA	6.2	-43.8	19.5	7.2	5.3
市净率 (PB)	0.85	0.97	0.90	0.85	0.78

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备·光伏设备

证券分析师：王蔚祺

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cn

S0980520080003

证券分析师：李恒源

021-60875174

lihengyuan@guosen.com.cn

S0980520080009

基础数据

投资评级

优于大市(维持)

合理估值

1.27 港元

收盘价

总市值/流通市值

38748/38748 百万港元

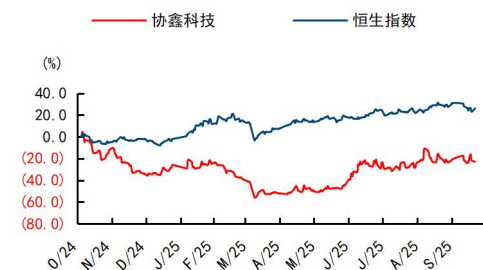
52 周最高价/最低价

1.99/0.67 港元

近 3 个月日均成交额

835.21 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

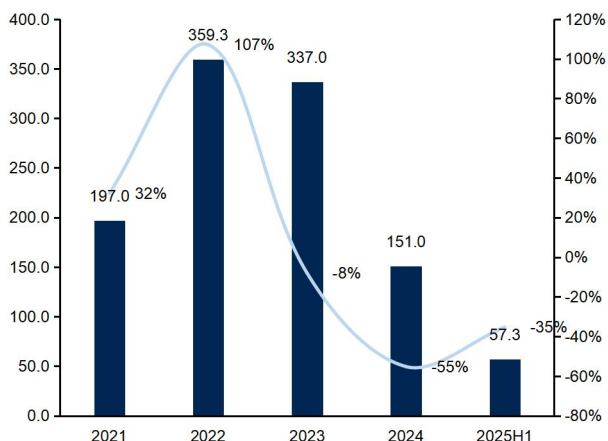
《协鑫科技 (03800.HK) - 产能扩张持续推进，颗粒硅渗透率有望提升》——2024-03-24

《协鑫科技 (03800.HK) - 硅料产能利用率下降，单吨成本略有提升》——2023-11-03

2025Q3 公司净利润约 9.6 亿元，实现扭亏为盈。公司公告，预计 2025Q3 光伏分部利润约 9.6 亿（含出售联营公司利润 6.4 亿元），实现大幅扭亏为盈。得益于光伏反内卷政策持续推进，硅料价格触底反弹，叠加公司持续提效降本，在连续亏损 5 个季度后，公司首次迎来单季度利润转正。

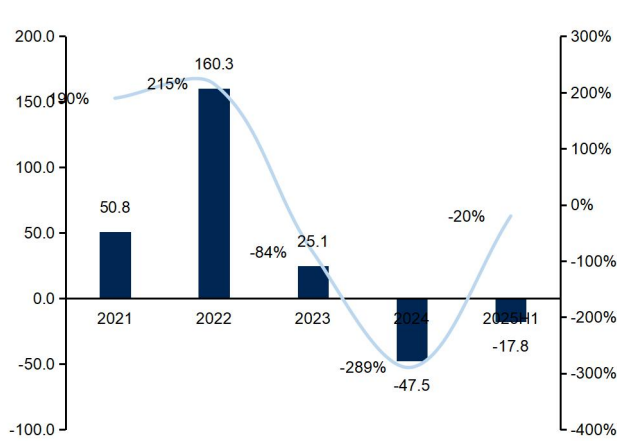
2025 年上半年，光伏硅料价格持续下滑，2025 上半年公司实现营收 57.3 亿元，同比-35%，实现归母净利润-17.8 亿元，同比亏损扩大；公司 2025 上半年毛利率-12.2%，同比-6.0pct、销售/管理/财务三项费用率合计 17.5%，同比+4.9pct；对应 2025 年上半年公司销售净利率为 35.9%，同比-13.1pct。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



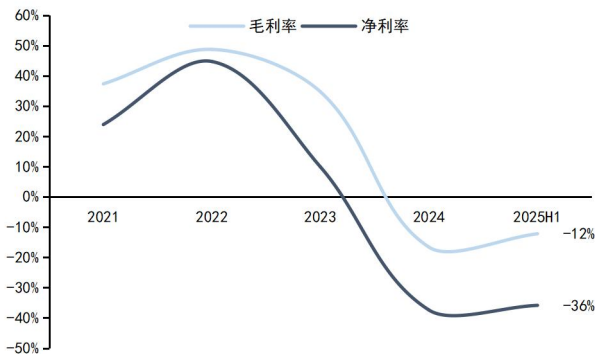
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



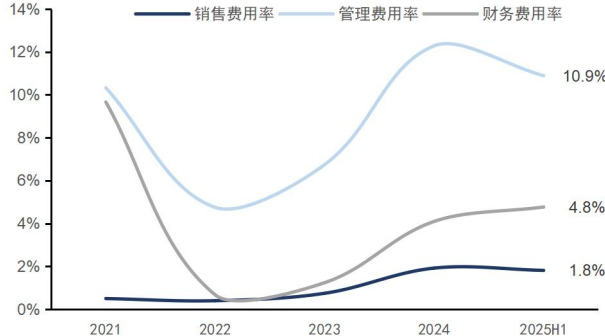
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司毛利率及净利率（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

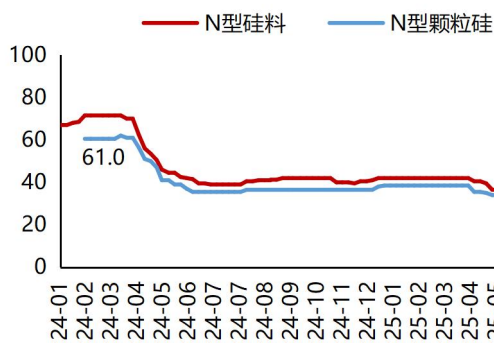
光伏行业“反内卷”政策推进，落后产能有望加速出清。经历 2024 年的深度调整后，硅料价格已跌破大部分企业的现金成本线，导致大量高成本产能和落后产能被迫停产或出清，作为行业领先企业，公司硅料市占率已从 2024 年的 14.58% 大幅增长至 2025 上半年的 24.32%。进入 2025 年下半年，7 月国家发改委、市场监管总局研究起草《价格法修正草案（征求意见稿）》，对规范光伏行业价格秩序具有指引作用，硅料价格在底部震荡并出现温和回升。随着光伏反内卷进程推进，硅料行业或将通过能效标准、技术规范等市场化手段重塑市场格局，无效产能有望加速出清，公司市占率或有望进一步提升。

公司持续优化成本，盈利能力显著提升。公司为全球领先的颗粒硅生产企业，长

期致力于提效降本，2025Q3 公司颗粒硅平均生产现金成本（含研发）为 24.2 元/kg，环比下降 1.2 元/kg；另外，7 月以来在光伏反内卷进程下，硅料价格持续上涨，2025Q3 公司平均售价为 37.3 元/kg（不含税），环比上涨 8.1 元/kg，2025Q3 公司平均生产现金利润为 13.1 元/kg，环比扩大 9.3 元/kg，盈利能力显著提升。

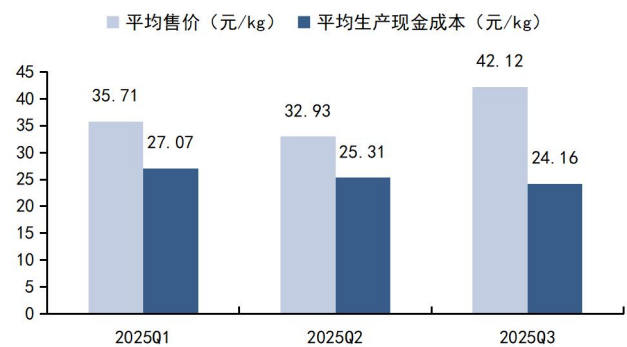
引入战略投资，优化资本结构。9 月 16 日，公司宣布与无极资本（Infini Capital）达成战略融资协议，通过定向增发募资约 54.46 亿港元（约合 49.8 亿元人民币）。此次募资的主要用途将聚焦于行业产能结构性调整的资金储备、推进硅烷气产能以及优化资本结构，显示出公司在行业底部进行逆周期布局、整合行业资源的决心，剩余资金则用于补充营运资金和偿还贷款，进一步增强了公司的财务稳健性。

图5：2025 年 7 月硅料价格触底反弹（元/kg）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司颗粒硅单季度平均售价及平均现金成本（元/kg）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“优于大市”评级

作为全球光伏硅料龙头，公司颗粒硅技术具备长期成本及低碳优势，考虑到光伏“反内卷”政策持续推动供需格局改善，公司盈利能力有望迎来拐点。我们认为公司将在 2025 年完成业绩筑底，预计 2025-2027 年实现归母净利润 -9.0/21.4/40.2 亿元，EPS 分别为 -0.03/0.07/0.13 元，2026-2027 年动态 PE 为 16.9/9.0 倍。

表1：可比公司估值表（2025 年 10 月 20 日）

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS			PE			投资评级
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
3800.HK	协鑫科技	1.16	351	-0.03	0.07	0.13	-	16.9	9.0	优于大市
1799.HK	新特能源	7.11	101	-0.20	0.88	1.20	-	8.0	5.9	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理与预测

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	6821	5174	5000	5000	9129	营业收入	33700	15098	14382	17353	21806
应收款项	19368	11684	9062	9508	10156	营业成本	22008	17608	13738	12426	14282
存货净额	2884	2014	1335	919	965	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	2322	4702	4314	4338	4361	销售费用	143	251	200	195	229
流动资产合计	34691	26145	21412	21466	26312	管理费用	1740	2309	1423	1323	1555
固定资产	34784	34761	30806	27725	25969	财务费用	(14513)	(4529)	968	605	341
无形资产及其他	180	116	143	164	182	投资收益	191	(1254)	640	100	100
其他长期资产	5968	6835	6835	6835	6835	资产减值及公允价值变动	4265	328	36	(40)	(40)
长期股权投资	7146	7017	7017	7017	7017	其他收入	(24613)	(4726)	23	29	33
资产总计	82768	74874	66213	63207	66314	营业利润	4165	(6193)	(1248)	2892	5492
短期借款及交易性金融负债	5471	10691	3744	958	0	营业外净收支	137	0	0	0	0
应付款项	7541	4741	3471	3446	4137	利润总额	4302	(6193)	(1248)	2892	5492
其他流动负债	9128	7000	4656	4052	4849	所得税费用	975	(545)	(162)	376	714
流动负债合计	22139	22431	11871	8456	8986	少数股东损益	817	(898)	(185)	379	759
长期借款及应付债券	10027	8405	7405	5405	3405	归属于母公司净利润	2510	(4750)	(901)	2138	4019
其他长期负债	2285	1745	1745	1745	1745						
长期负债合计	12312	10150	9150	7150	5150	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	34450	32581	21021	15606	14136	净利润	2510	(4750)	(901)	2138	4019
少数股东权益	5731	5116	4931	5310	6069	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	42587	37177	40260	42291	46109	折旧摊销	2007	3442	4014	4070	4249
负债和股东权益总计	82768	74874	66213	63207	66314	公允价值变动损失	(4265)	(328)	(36)	40	40
						财务费用	(14513)	(4529)	968	605	341
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(4178)	(160)	75	(683)	771
每股收益	0.08	(0.16)	(0.03)	0.07	0.13	其它	(13696)	(5426)	783	984	1100
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	经营活动现金流	(17622)	(7223)	3935	6548	10179
每股净资产	1.40	1.22	1.32	1.39	1.51	资本开支	0	(3713)	(50)	(1050)	(2550)
ROIC	16%	-9%	-2%	6%	11%	其它投资现金流	(1422)	726	871	0	0
ROE	6%	-13%	-2%	5%	9%	投资活动现金流	7704	(2859)	821	(1050)	(2550)
毛利率	35%	-17%	4%	28%	35%	权益性融资	0	0	3984	0	0
EBIT Margin	29%	-34%	-7%	20%	26%	负债净变化	6174	(1622)	(1000)	(2000)	(2000)
EBITDA Margin	35%	-11%	21%	43%	46%	支付股利、利息	0	0	0	(107)	(201)
收入增长	-6%	-55%	-5%	21%	26%	其它融资现金流	(16758)	7151	(6947)	(2786)	(958)
净利润增长率	-85%	—	—	-337%	88%	融资活动现金流	10104	8435	(4930)	(5498)	(3500)
资产负债率	49%	50%	39%	33%	30%	现金净变动	186	(1647)	(174)	0	4129
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	0.5%	货币资金的期初余额	6636	6821	5174	5000	5000
P/E	14.4	(7.6)	(40.1)	16.9	9.0	货币资金的期末余额	6821	5174	5000	5000	9129
P/B	0.8	1.0	0.9	0.9	0.8	企业自由现金流	0	(5055)	3207	5327	7492
EV/EBITDA	6.2	(43.8)	19.5	7.2	5.3	权益自由现金流	0	4604	(5581)	15	4238

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032