

协鑫科技 (03800.HK)

2025Q3 点评：业绩扭亏为盈，战略聚焦颗粒硅与硅烷气

三季度业绩大幅改善，出售资产贡献主要利润。2025 年第三季度，协鑫科技光伏材料业务实现未经审核利润约人民币 9.6 亿元，较去年同期亏损 18.1 亿元显著改善，业绩实现反转。扭亏为盈主要得益于两大因素：一是行业“反内卷”政策推动硅料价格回升，颗粒硅实现经营性盈利；二是公司出售联营公司鑫华半导体产生税后收益约 6.4 亿元。

颗粒硅业务盈利能力显著增强，价格与成本同步优化。三季度公司颗粒硅业务在售价与成本两端均实现关键突破：售价回升：平均外部含税售价环比增长 27.9%至 42.12 元/公斤。成本持续优化：平均生产现金成本（含研发）降至 24.16 元/公斤，较第二季度下降 4.5%，体现了技术改进与规模效应带来的成效。在价格回升与成本下降的双重推动下，公司盈利能力得到根本性改善。下半年以来，在行业“反内卷”政策驱动下，多晶硅价格进入快速上升通道，其中颗粒硅含税价已从低点 3.4 万元/吨反弹至当前的 5 万元/吨。成本优化主要得益于 FBR 技术持续改进、规模效应释放以及能耗管控能力增强，公司也因此成为行业内少数符合国家多晶硅能耗新标准的企业之一。

聚焦颗粒硅路线，协同行业理性发展。协鑫科技目前专注颗粒硅技术路径。2025 年上半年，颗粒硅市场占有率达 24.32%，较 2024 年提升近 10 个百分点，行业领先地位持续巩固。公司坚持“以销定产、低库存”运营策略，积极协同上下游推动价格理性回归，助力行业摆脱无序竞争局面。

增发募资押注第二曲线，硅烷气成战略新焦点。为优化资本结构并支持未来发展，公司于 9 月完成向无极资本（Infini Capital）增发募资约 54 亿港元。资金将用于多晶硅产能优化、偿还债务及重点拓展硅烷气新业务。协鑫科技将硅烷气视为第二增长曲线，其应用覆盖半导体、TOPCon 电池、固态电池等多个高增长领域。公司旗下江苏中能硅业拥有年产能超过 2 万吨的硅烷气，全球市场占有率超 30%，已形成稳固的行业地位。公司未来目标直指高端电子级产品的进口替代，该市场空间大、毛利率高，有望成为其穿越光伏周期的重要业务。

盈利预测：预计公司 2025-2027 年归母净利润为-9/22/36 亿元，同比增长 81.8%/357.2%/60.6%。以 2025 年 10 月 21 日收盘价为基准，对应 PE 为-41.5x/16.2x/10.1x。随着“反内卷”政策出台与落地，行业产能持续出清，颗粒硅生产成本降低，公司盈利不断改善，维持“买入”评级。

风险提示：政策落地不及预期；市场竞争不及预期；新业务执行不及预期。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿人民币)	337	151	135	160	187
增长率 yoy (%)	-6.2	-55.2	-10.4	18.4	16.8
归母净利润(亿人民币)	25	-48	-9	22	36
增长率 yoy (%)	-84.3	-289.3	81.8	357.2	60.6
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.08	-0.16	-0.03	0.07	0.12
净资产收益率 (%)	5.9	-12.8	-2.4	5.8	8.5
P/E (倍)	14.3	-7.6	-41.5	16.2	10.1
P/B (倍)	0.8	1.0	1.0	0.9	0.9

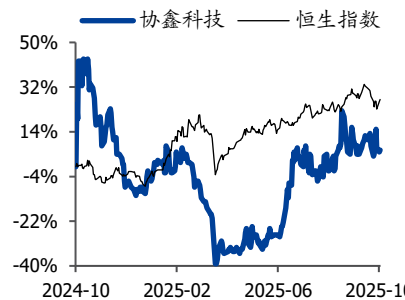
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 10 月 21 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	光伏设备
前次评级	买入
10 月 21 日收盘价 (港元)	1.28
总市值 (百万港元)	39,053.29
总股本 (百万股)	30,510.38
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	621.25

股价走势



作者

分析师 杨润思

执业证书编号：S0680520030005

邮箱：yangrunsi@gszq.com

分析师 刘玲

执业证书编号：S0680524070003

邮箱：liuling3@gszq.com

相关研究

- 1、《协鑫科技 (03800.HK)：科创驱动，颗粒硅、CCZ、钙钛矿是光伏行业需要的破坏式创新》 2024-04-08

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (亿元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	347	261	274	344	456
现金	68	52	114	157	230
应收票据及应收账款	121	74	62	70	86
其他应收款	73	43	28	38	45
预付账款	0	0	0	0	0
存货	29	20	16	13	14
其他流动资产	56	73	54	66	80
非流动资产	481	487	466	424	401
长期投资	12	13	14	15	16
固定资产	348	348	339	331	323
无形资产	2	1	3	5	7
其他非流动资产	119	126	110	73	55
资产总计	828	749	740	768	857
流动负债	221	224	226	228	275
短期借款	55	107	124	134	160
应付票据及应付账款	74	46	51	35	40
其他流动负债	93	71	50	59	75
非流动负债	123	101	101	101	101
长期借款	100	84	84	84	84
其他非流动负债	23	17	17	17	17
负债合计	345	326	327	329	376
少数股东权益	57	51	50	54	60
股本	23	23	23	23	23
资本公积	402	348	340	362	398
留存收益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	426	372	363	385	421
负债和股东权益	828	749	740	768	857

现金流量表 (亿元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-38	-33	41	7	24
净利润	25	-48	-9	22	36
折旧摊销	33	40	11	10	10
财务费用	4	6	0	0	0
投资损失	2	-13	1	0	1
营运资金变动	-148	-24	41	-29	-17
其他经营现金流	45	5	-3	4	-6
投资活动现金流	-109	-60	3	26	23
资本支出	-122	-42	-4	-4	-4
长期投资	-1	-1	-1	-1	-1
其他投资现金流	14	-17	8	31	28
筹资活动现金流	150	77	17	9	26
短期借款	-41	52	17	9	26
长期借款	62	-16	0	0	0
普通股增加	-2	0	0	0	0
资本公积增加	-1	-54	-9	22	36
其他筹资现金流	132	95	9	-22	-36
现金净增加额	2	-16	62	43	73

利润表 (亿元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	337	151	135	160	187
营业成本	220	176	125	104	118
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	3	3	1	2	3
管理费用	23	19	11	11	13
研发费用	0	11	7	8	9
财务费用	4	6	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	-46	24	-1	1	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	-13	1	0	1
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	92	-67	-12	30	37
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	43	-62	-12	31	48
所得税	10	-5	-2	5	6
净利润	33	-56	-10	26	42
少数股东损益	8	-9	-2	4	6
归属母公司净利润	25	-48	-9	22	36
EBITDA	80	-16	-1	41	58
EPS (元/股)	0.08	-0.16	-0.03	0.07	0.12

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-6.2	-55.2	-10.4	18.4	16.8
营业利润(%)	-41.2	-173.6	82.1	352.6	22.1
归属母公司净利润(%)	-84.3	-289.3	81.8	357.2	60.6
获利能力					
毛利率(%)		-16.6	7.8	35.2	37.2
净利率(%)	7.4	-31.5	-6.4	13.9	19.1
ROE(%)	5.9	-12.8	-2.4	5.8	8.5
ROIC(%)	5.7	-8.3	-1.6	4.0	5.8
偿债能力					
资产负债率(%)	41.6	43.5	44.2	42.8	43.9
净负债比率(%)	18.0	32.9	23.0	13.9	2.9
流动比率	1.6	1.2	1.2	1.5	1.7
速动比率	1.3	0.9	1.0	1.3	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	2.2	1.6	2.0	2.4	2.4
应付账款周转率	2.3	2.9	2.6	2.4	3.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.08	-0.16	-0.03	0.07	0.12
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.13	-0.11	0.14	0.02	0.08
每股净资产(最新摊薄)	1.40	1.22	1.19	1.26	1.38
估值比率					
P/E	14.3	-7.6	-41.5	16.2	10.1
P/B	0.8	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	4.9	-25.6	-350.8	10.2	6.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 10 月 21 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com