

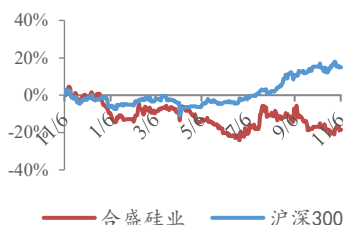
25Q3 工业硅环比量价齐升，单季度盈利实现扭亏

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-11-10

收盘价（元）	54.85
近 12 个月最高/最低（元）	62.25/45.19
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）	648
流通市值（亿元）	648

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.主营产品景气承压，静待产业链回暖 2025-09-05
- 2.全年产销增长，工业硅电耗持续下降 2025-04-26
- 3.三季度业绩环比改善，硅产业链一体化有序推进 2024-10-31

主要观点：

● 事件描述

10月30日，合盛硅业发布2025年三季度报告，前三季度公司实现营业收入152.06亿元，同比下降25.35%；实现归母净利润-3.21亿元，同比下降122.1%；实现扣非归母净利润-2.71亿元，同比下降120.61%。经营活动产生的现金流量净额为37.27亿元，同比增长104.94%。第三季度实现营业收入54.30亿元，同比/环比-23.51%/+19.42%；实现归母净利润0.76亿元，同比/环比-84.12%/+111.52%；实现扣非归母净利润2.62亿元，同比/环比-37%/+135%。

● 25Q3 工业硅量价修复，盈利环比改善

2025Q3 公司工业硅/硅橡胶/硅油/环体硅氧烷销量分别为 34.70/19.47/1.43/0.51 万吨，分别环比变化 +61.69%/+19.18%/-10.30%/-4.47%，西南地区进入丰水期工业硅产量有所回升。2025Q3，主要产品工业硅/硅橡胶/硅油/环体硅氧价格环比变化 +8.11%/-8.49%/-11.09%/-7.10%，工业硅价格有所反弹，下游产品仍因需求不佳价格下滑。原材料价格分化，2025Q3 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 -56.37%/+55.36%/-6.50%/-0.60%/-3.00%/+2.33%/-19.68%，矿石等原材料价格大幅下跌使得盈利有所修复。盈利能力指标方面，2025 三季度销售毛利率 8.67%，同比下降 10.94pct，销售净利率为 1.36%，同比下降 5.25pct。

工业硅方面，2025 年第三季度，光伏行业“反内卷”政策着力解决低价无序竞争问题，硅料企业积极响应，将产品价格提升至成本线以上，同时多晶硅企业协同限制出货，叠加市场“买涨不买跌”心态影响，下游囤货采购需求增加，推动多晶硅产品价格进一步上涨，从而带动金属硅市场情绪明显提振，市场供需逐步改善，硅价开启反弹。

有机硅方面，2025 年第三季度有机硅单体市场偏弱订单不足，因此价格持续下跌，行业开工率处于下滑态势。随着四季度传统旺季来临以及行业有检修预期，价格有望实现阶段性修复。

● 投资建议

预计合盛硅业 2025-2027 年归母净利润 1.33、13.34、24.04（原值 20.14、28.40、37.73 亿元），对应 PE 为 488.83X/48.62X/26.97X。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	21967	31923	32986
收入同比 (%)	0.4%	-17.7%	45.3%	3.3%
归属母公司净利润	1740	133	1334	2404
净利润同比 (%)	-33.6%	-92.4%	905.4%	80.3%
毛利率 (%)	20.5%	11.9%	16.2%	20.6%
ROE (%)	5.3%	0.4%	3.9%	6.5%
每股收益 (元)	1.48	0.11	1.13	2.03
P/E	37.54	488.83	48.62	26.97
P/B	2.00	1.97	1.89	1.76
EV/EBITDA	15.63	16.82	10.87	9.25

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	1519	6496	2467	营业收入	26692	21967	31923	32986
现金	1791	-8636	-7614	-11269	营业成本	21209	19355	26742	26202
应收账款	441	741	802	971	营业税金及附加	504	410	599	617
其他应收款	321	201	338	325	销售费用	56	41	63	63
预付账款	334	402	488	511	管理费用	703	553	804	831
存货	9509	7597	11243	10651	财务费用	892	1232	1704	1883
其他流动资产	1151	1213	1238	1277	资产减值损失	-933	-69	-76	-75
非流动资产	77227	92571	101446	111403	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	75	110	113
固定资产	33395	45713	57680	66916	营业利润	2271	184	1745	3125
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	39914	35603	34800	营业外支出	162	108	135	122
资产总计	90773	94090	107941	113870	利润总额	2229	172	1718	3105
流动负债	37928	30313	37842	36398	所得税	527	42	411	748
短期借款	5633	5553	4770	4338	净利润	1702	130	1306	2357
应付账款	18562	14725	21875	20684	少数股东损益	-38	-2	-27	-47
其他流动负债	13732	10035	11197	11376	归属母公司净利润	1740	133	1334	2404
非流动负债	20016	30803	35798	40793	EBITDA	6173	6686	10640	13386
长期借款	16750	26750	31750	36750	EPS (元)	1.48	0.11	1.13	2.03
其他非流动负债	3266	4053	4048	4043					
负债合计	57944	61116	73641	77191					
少数股东权益	-22	-24	-51	-98					
股本	1182	1182	1182	1182					
资本公积	11384	11384	11384	11384					
留存收益	20285	20432	21786	24210					
归属母公司股东权益	32851	32998	34352	36776					
负债和股东权益	90773	94090	107941	113870					

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	4156	14448	11865	成长能力				
净利润	1702	130	1306	2357	营业收入	0.4%	-17.7%	45.3%	3.3%
折旧摊销	3108	5282	7218	8398	营业利润	-33.6%	-91.9%	847.8%	79.1%
财务费用	896	1259	1575	1769	归属于母公司净利	-33.6%	-92.4%	905.4%	80.3%
投资损失	-124	-75	-110	-113	获利能力				
营运资金变动	-1889	-2402	4357	-638	毛利率 (%)	20.5%	11.9%	16.2%	20.6%
其他经营现金流	4416	2493	-2949	3088	净利率 (%)	6.5%	0.6%	4.2%	7.3%
投资活动现金流	-4441	-20512	-16083	-18334	ROE (%)	5.3%	0.4%	3.9%	6.5%
资本支出	-5607	-20715	-16194	-18453	ROIC (%)	3.6%	1.5%	3.4%	4.5%
长期投资	570	11	0	5	偿债能力				
其他投资现金流	595	192	110	113	资产负债率 (%)	63.8%	65.0%	68.2%	67.8%
筹资活动现金流	-350	5922	2637	2794	净负债比率 (%)	176.5%	185.3%	214.7%	210.5%
短期借款	-1485	-81	-783	-432	流动比率	0.36	0.05	0.17	0.07
长期借款	-6760	10000	5000	5000	速动比率	0.07	-0.24	-0.16	-0.26
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	0.24	0.32	0.30
其他筹资现金流	7895	-3997	-1580	-1774	应收账款周转率	29.72	37.17	41.36	37.20
现金净增加额	-261	-10427	1022	-3655	应付账款周转率	1.31	1.16	1.46	1.23

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	0.11	1.13	2.03	P/E	37.54	488.83	48.62	26.97
每股经营现金流 (摊薄)	3.82	3.52	12.22	10.04	P/B	2.00	1.97	1.89	1.76
每股净资产	27.79	27.91	29.06	31.11	EV/EBITDA	15.63	16.82	10.87	9.25

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。