



联合研究 | 公司深度 | 合盛硅业 (603260.SH)

双“硅”并举，谱写行业新篇

报告要点

公司是工业硅、有机硅双龙头，布局煤电硅一体化，成本领先。工业硅和有机硅行业在底部徘徊许久，“反内卷”背景下行业景气有望迎来边际改善，公司作为硅产业链龙头有望充分受益。预计公司 2025-2027 年归属净利润分别为 1.5、16.8 和 25.6 亿元，维持“买入”评级。

分析师及联系人



马太

SAC: S0490516100002

SFC: BUT911



邬博华

SAC: S0490514040001

SFC: BQK482



李禹默

SAC: S0490525060002



徐静

合盛硅业 (603260.SH)

2025-11-30

联合研究 | 公司深度

投资评级 买入 | 维持

双“硅”并举，谱写行业新篇

公司介绍：硅基一体化龙头，保持低成本扩张

双料龙头：公司是全球工业硅和有机硅龙头，工业硅产能排名世界前列，产量连续多年排名全国第一；有机硅单体产能全国第一，纵向布局竞争实力强劲。**前向一体化：**公司新疆基地自备火电厂，卡位新疆低价煤炭资源，获得低价火电；公司布局 14.5 万吨/年石墨电极，自备原料降低成本；未来新疆工业硅和火电指标受限，公司成本优势难以复制。**后向一体化：**公司延伸产业链至有机硅下游，一体化布局突出成本优势，未来成长动力十足。

有机硅：终端需求广泛，景气在底部徘徊已久

有机硅广泛应用于建筑、汽车、新能源等终端领域，号称工业“味精”。除了传统的建筑、电子电器、加工制造和纺织等传统领域，不断有新领域使用有机硅代替传统材料。**需求端：**2008 年-2024 年国内有机硅中间体表观消费量从 38.3 万吨增长至 208.5 万吨，期间复合增速为 11%，增长快速；同期，中国出口量从 3.4 万吨增长至 54.6 万吨，期间复合增速高达 19%，预计未来仍保持较高增速。有机硅内需和外需均表现强劲，长期增长并无担忧。**供给端：**最近一轮有机硅涨价行情后，新规划产能较多，截至目前基本已投产，本轮扩产周期进入尾声。截至 2025 年 9 月底，中国有机硅中间体产能达到 335 万吨/年，CR5 从 2017 年的 59.0% 提升到 63.2%，行业集中度较高。未来两年仅有兴发集团的 10 万吨/年中间体和新疆其亚集团的 80 万吨/年中间体规划新增产能，产能投放需要较长时间，预计 2025-2026 年产能增速大幅下降，行业供需格局迎来边际改善。行业在景气底部徘徊已久，“反内卷”背景下行业景气有望迎来拐点。

工业硅：消费韧性十足，景气或将迎来反转

工业硅为硅产业的基础原材料，下游产品为多晶硅、有机硅和硅铝合金，广泛应用于光伏及汽车等行业。2024 年，多晶硅成为工业硅下游最大需求来源，需求占比达到 54.7%。**需求端：**外需方面，长期新兴经济体增长对工业硅需求仍有保障。2022-2023 年，工业硅需求增速放缓，2024 年海外需求重新进入补库周期，全球工业硅需求增速达到 13.6%，未来新兴经济体 GDP 高增速仍能支撑工业硅消费增长；**内需方面，国内工业硅需求仍保持强劲。**2021 年-2024 年，国内工业硅需求受多晶硅在光伏领域的需求快速拉动，期间保持 25.9% 的复合增速，2024 年，国内工业硅消费量达到 401.3 万吨。**供给端：全球视角，**近两年全球工业硅产能扩张增速有所放缓，海外电价高企，新增工业硅产能较少。**国内市场，**我国工业硅产能从 2020 年的 518 万吨/年增长至 2024 年的 728 万吨/年，复合增速为 8.9%。近年来，受能耗双控政策限制，工业硅新产能投放有所放缓，2024 年产能增速仅为 3.9%。截至 2025 年 10 月，国内仅有 13 万吨/年产能投产，2026 年暂未看到明确的新增产能规划。**展望未来，在政策强约束下，国内停止新建中型电炉的工业硅产能，逐步淘汰小产能，行业供给格局有望不断优化。**

投资建议：给予“买入”评级

公司是工业硅、有机硅双龙头，布局煤电硅一体化，成本领先。工业硅和有机硅行业在底部徘徊许久，“反内卷”背景下行业景气有望迎来边际改善，公司作为硅产业链龙头有望充分受益。预计公司 2025-2027 年归属净利润分别为 1.5、16.8 和 25.6 亿元，维持“买入”评级。

风险提示

1、下游需求恢复不及预期。2、原材料价格大幅上涨。3、能耗双控政策放松。4、“反内卷”政策落地不及预期。5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	56.30
总股本(万股)	118,221
流通A股/B股(万股)	118,221/0
每股净资产(元)	27.08
近12月最高/最低价(元)	67.46/44.73

注：股价为 2025 年 11 月 28 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《硅产业链景气触底业绩承压，静待复苏》2025-05-05
- 《景气磨底，静待复苏》2024-11-04
- 《景气承压，静待复苏》2024-09-10



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

公司介绍：硅基新材料行业一体化龙头	6
硅基行业翘楚，工业硅有机硅双龙头	6
股权结构：大股东占股集中	7
营收规模实现快速增长，期间费用率控制合理	7
有机硅：终端需求广泛，景气在底部徘徊已久	10
简介：终端应用广泛的“工业味精”	10
需求：新应用渗透率持续提升，长期需求稳健	11
供给：海外产能不断退出，份额向国内集中，供给放缓	13
景气：底部徘徊已久，或将触底回升	14
工业硅：消费韧性十足，景气或将迎来反转	15
简介：硅基产业链上游的基础工业原料	15
需求：结构不断变迁，消费韧性十足	16
供给：中小产能有望出清，减轻供给侧压力	20
景气：价格触底，“反内卷”背景下或将迎来反转	27
公司亮点：一体化龙头，份额逐年扩大	28
投资建议：维持“买入”评级	31
风险提示	32

图表目录

图 1：公司发展历程	6
图 2：公司股权结构图（2025 年三季报）	7
图 3：2017-2025Q1-Q3 公司营业总收入及增速	8
图 4：2017-2025Q1-Q3 公司归属母公司净利润及增速	8
图 5：2017-2025Q1-Q3 公司各项费用率	8
图 6：2017-2025H1 公司研发支出及占营收比例	8
图 7：2020 年-2025H1 公司营业收入构成	9
图 8：有机硅产业链结构	10
图 9：2024 年有机硅产品结构	11
图 10：2024 年有机硅下游应用领域结构	11
图 11：新能源汽车有机硅产品	11
图 12：有机硅在光伏领域的应用	12
图 13：2000 年-2024 年国内有机硅中间体产量、表观消费量及同比	12
图 14：中国有机硅供给扩张放缓	14
图 15：2017 年有机硅行业 CR5 为 59.0%	14
图 16：2024 年有机硅行业 CR5 为 63.2%	14
图 17：2007 年 1 月至今有机硅价格及价差走势	15
图 18：工业硅产品外表	15

图 19：工业硅产业链	16
图 20：2014 年-2024 年中国工业硅消费结构	17
图 21：工业硅的部分终端应用	17
图 22：2013 年-2024 年全球工业硅需求量及同比	18
图 23：2013 年-2024 年国内工业硅需求量及同比	18
图 24：2014-2025E 全球光伏新增装机量（GW）及同比	19
图 25：2014-2025E 中国光伏新增装机量（GW）及同比	19
图 26：2024 年铸造铝合金终端消费占比	19
图 27：2015 年-2024 年中国汽车产量及同比	19
图 28：2024 年中国工业硅主要出口国家占比	20
图 29：印度、越南、和马来西亚的 GDP 增长率预测	20
图 30：2014 年-2024 年中国工业硅年度出口量及同比	20
图 31：2019.1-2025.9 中国工业硅月度出口量及同比	20
图 32：2014 年-2024 年全球工业硅年产能、产量及同比	21
图 33：2024 年合盛硅业工业硅成本构成	21
图 34：2024Q4 全球工业硅主产国工业用电价格	22
图 35：2017 年-2024 年海外工业硅年产能、产量及同比	22
图 36：2012 年-2025M1-8 国内工业硅供给情况	24
图 37：2024 年国内工业硅供给格局	24
图 38：2024 年国内工业硅产能的区域分布	25
图 39：2025 年国内工业硅产能的炉型分布	26
图 40：2025 年新疆不同容量工业硅炉型分布	27
图 41：2025 年四川不同容量工业硅炉型分布	27
图 42：2025 年内蒙古不同容量工业硅炉型分布	27
图 43：2025 年云南不同容量工业硅炉型分布	27
图 44：2006 年 1 月至今工业硅价格复盘	28
图 45：2017-2024 年公司工业硅产量及市占率	28
图 46：2017-2024 年公司有机硅单体产能及市占率	28
图 47：2020-2024 年公司和同业企业有机硅产品毛利率	29
图 48：公司有机硅深加工产品营收及占总营收比例	30
图 49：公司主营产品自用比例	30
表 1：公司产能布局情况	6
表 2：2025 年海外企业有机硅中间体产能	13
表 3：2024 年海外主要工业硅产能情况	22
表 4：预计 2025 年国内工业硅新增产能规划梳理	24
表 5：工业硅供给端政策梳理	25
表 6：公司收入和利润敏感性分析（单位：百万元）	32

公司介绍：硅基新材料行业一体化龙头

硅基行业翘楚，工业硅有机硅双龙头

公司是我国硅基新材料行业中业务链最完整、生产规模最大的企业之一，致力于工业硅及有机硅等硅基新材料产品的研发、生产及销售。2005 年合盛化工成立，公司从嘉兴出发，逐步布局黑河、石河子、泸州、鄯善等基地，完善工业硅、有机硅布局，推进多晶硅以及碳化硅产业链延伸，产能规模逐步扩张，终铸就硅产业链龙头。

图 1：公司发展历程

生产硅基行业上游原料	布局石河子基地	布局泸州、鄯善基地	筹建昭通基地，延伸产业链
<ul style="list-style-type: none"> ■ 2005：合盛化工设立 ■ 2006：黑河工业硅项目投产 ■ 2007：嘉兴有机硅单体项目投产 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 2009：更名为“浙江合盛硅业有限公司”；西部合盛成立 ■ 2010：石河子工业硅项目投产 ■ 2011：嘉兴有机硅橡胶项目投产 ■ 2012：石河子热电项目启动 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 2015：收购并成立合盛硅业（泸州）有限公司；合盛硅业（鄯善）有限公司成立 ■ 2017：泸州有机硅二期项目投产；鄯善工业硅项目投产 ■ 2018：鄯善隆盛碳素项目投产 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 2019：鄯善有机硅项目投产；云南昭通水电硅项目启动；石河子密封胶项目开始建设 ■ 2020：新材料项目全面启动 ■ 2021：鄯善有机硅二期项目开始建设 ■ 2022：布局多晶硅产业，第三代半导体碳化硅全面量产 ■ 2023：光伏一体化多晶硅项目首通

资料来源：公司官网，长江证券研究所

布局四大生产基地，完善水电硅一体化。公司目前有新疆石河子、新疆鄯善、浙江嘉兴、四川泸州四大基地，完善工业硅和有机硅项目，推进硅产业链协同发展。公司工业硅布局新疆，充分发挥新疆煤炭、石英石等资源优势，电力及主要原材料自供，上下游一体化业务模式构筑核心竞争力。截至 2025 年 6 月，公司工业硅产能为 122 万吨/年，有机硅单体产能 173 万吨/年，多晶硅 40 万吨/年。

表 1：公司产能布局情况

产品	地区	现有产能（万吨/年）	拟在建产能（万吨/年）
工业硅	新疆石河子	30	
	新疆奎屯	3	
	新疆鄯善	80	
	云南昭通		80
	新疆黑河	9	
	合计	122	
有机硅单体	新疆石河子	40	
	新疆鄯善	100	
	浙江嘉兴	20	
	四川泸州	13	
	云南昭通		80

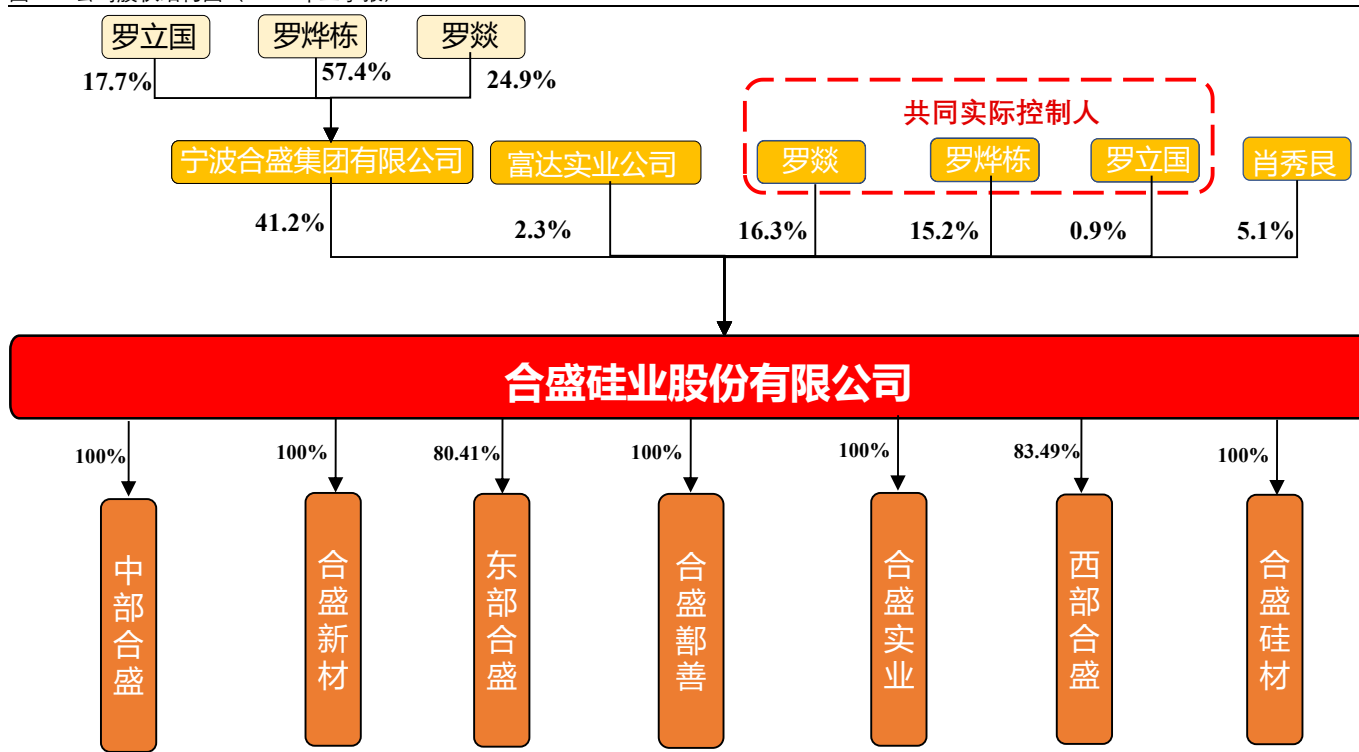
	合计	173
	新疆乌鲁木齐	20 (停产检修)
多晶硅	新疆鄯善	20 (在建)
	合计	40

资料来源：公司公告，长江证券研究所

股权结构：大股东占股集中

公司股权结构集中，实际控制人为董事长罗立国。截至 2025 年三季报，公司的控股股东为宁波合盛集团有限公司，持有公司 41.2% 股份。罗立国、罗焱、罗焱栋为公司共同实际控制人，罗焱、罗焱栋为罗立国子女，公司股权结构集中。

图 2：公司股权结构图（2025 年三季报）

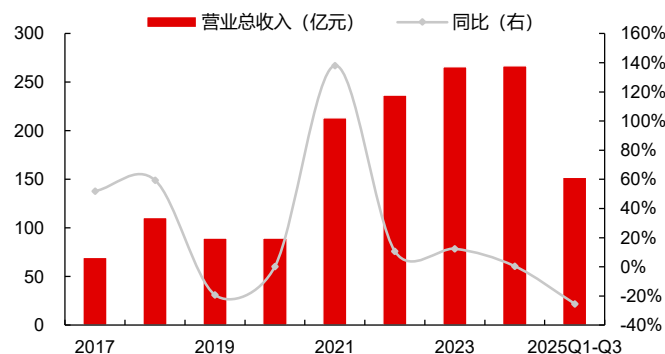


资料来源：公司公告，长江证券研究所

营收规模实现快速增长，期间费用率控制合理

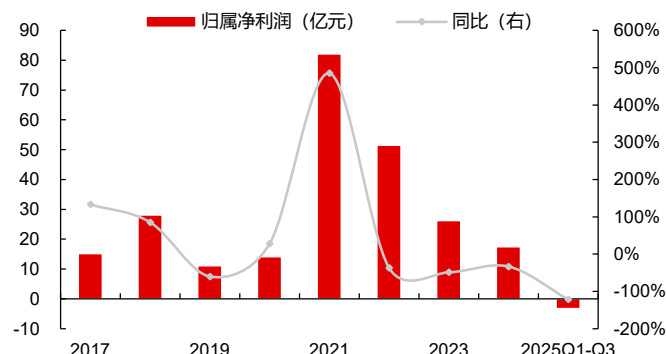
公司营收规模实现快速增长。2017 年-2020 年，工业硅下游汽车、硅铝合金需求疲软，有机硅价格萎靡不振，公司营收规模增长较为缓慢，从 2017 年-2020 年营收从 69.5 亿元增长至 89.7 亿元，期间复合增速为 8.9%。2021 年，一方面受益于下游需求增长，另外一方面受益于能耗双控对供给端限制，工业硅和有机硅开启新一轮景气周期，公司营收从 2021 年的 213.4 亿元增长至 2022 年的 236.6 亿元，同比增长 10.6%。2022-2024 年，有机硅及工业硅大幅扩产，产品价格持续下行，公司营收规模从 236.6 亿元增长至 266.9 亿元，期间复合增速仅为 6.2%。

图 3：2017-2025Q1-Q3 公司营业总收入及增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

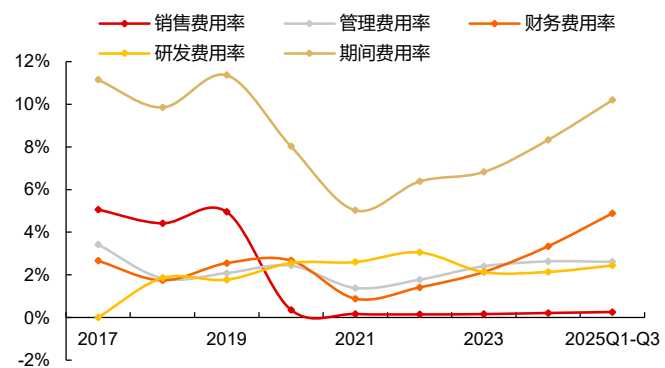
图 4：2017-2025Q1-Q3 公司归属母公司净利润及增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

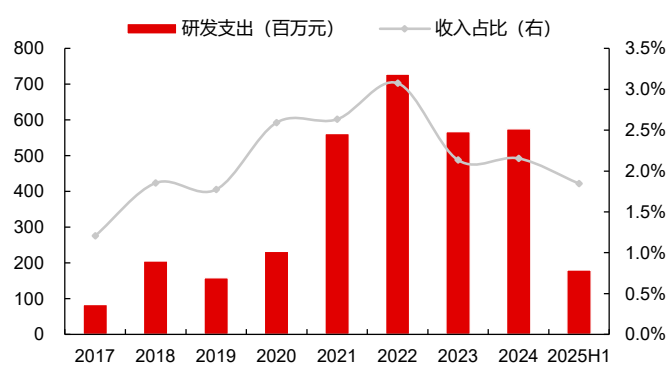
公司期间费用率先降后增，研发支出比例较为稳定。公司期间费用率由2018年的9.9%降至2024年的8.3%，费用控制合理，管理经营效率不断提升。公司研发支出总额较稳定，除2023年有较高的研发支出外，近年研发支出每年在5.7亿元左右，研发支出比例在2%左右。2025H1公司研发支出费用为1.8亿元，占营收比例为1.8%。

图 5：2017-2025Q1-Q3 公司各项费用率



资料来源：Wind，长江证券研究所

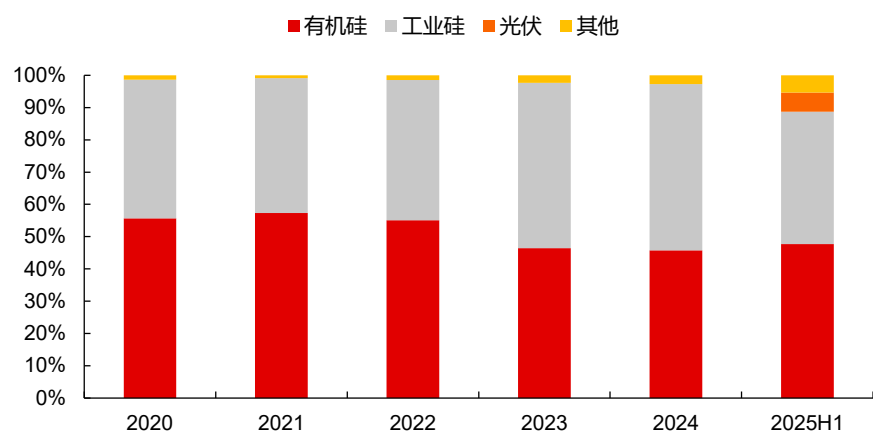
图 6：2017-2025H1 公司研发支出及占营收比例



资料来源：Wind，长江证券研究所（注：2025年三季度不披露研发支出）

公司主营产品为工业硅、有机硅和多晶硅。随着公司延伸产业链的战略实施，公司主营产品中工业硅产品收入占比逐渐降低，从2020年的43%提升至2023年的51%最后下降到2025H1的41%。2023年，子公司新疆硅业新材料煤电硅一体化项目20万吨硅氧烷项目正式投产，工业硅自用量逐年上升，收入占比有所下降。有机硅收入占比逐步降低，从2020年的56%下降至2025H1的48%。2024年，公司中部合盛年产20万吨高纯多晶硅项目、中部合盛年产20GW光伏组件项目陆续实现量产，光伏业务贡献收入占比提升至6%。

图 7：2020 年-2025H1 公司营业收入构成



资料来源：Wind，长江证券研究所

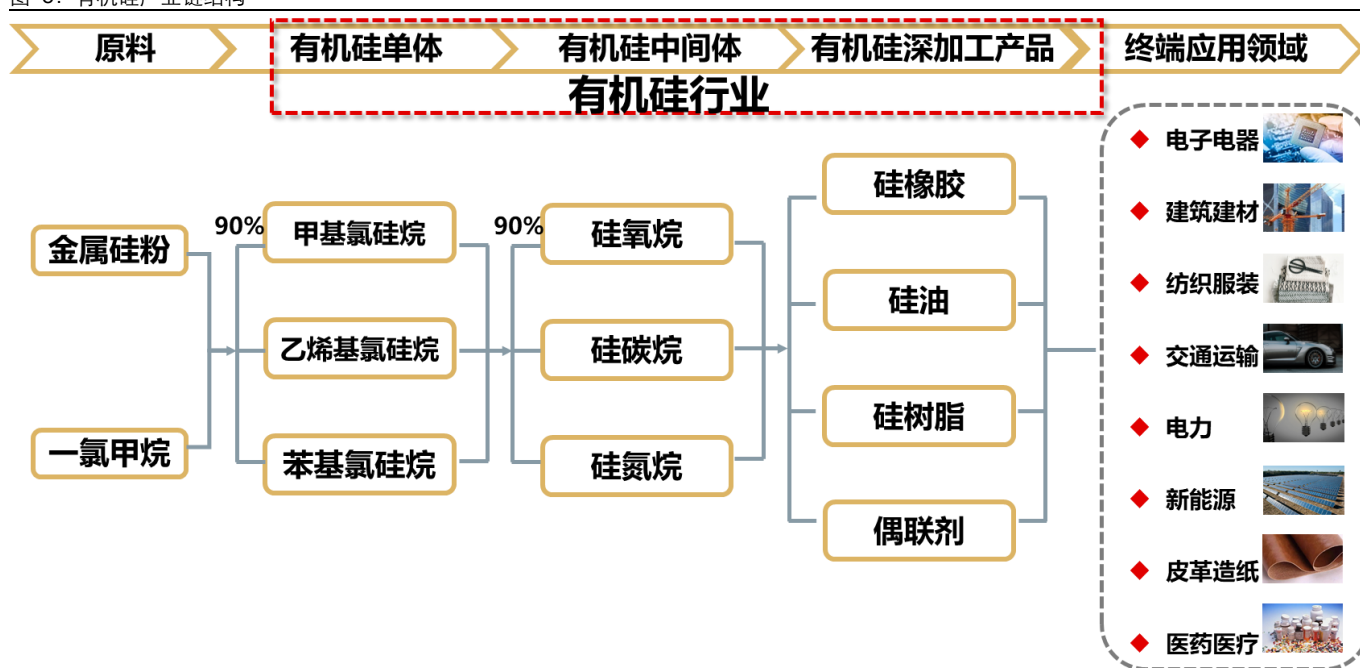
有机硅：终端需求广泛，景气在底部徘徊已久

简介：终端应用广泛的“工业味精”

有机硅是对含硅有机化合物的统称，包括有机硅单体、有机硅中间体及有机硅深加工产品。有机硅是指含有硅碳键（Si-C），且至少有一个有机基团是直接和硅原子相连的一大门类化合物，包括各类小分子化合物和高分子聚合物，产品种类众多、应用领域广泛，通常 1 吨有机硅中间体对应着 2 吨的有机硅单体。

有机硅终端应用广泛。有机硅材料具备耐温、耐候、电气绝缘、表面张力大等优异的性能，在建筑、电子电器、纺织等行业广泛应用，形成了 8000 多个品种，有“工业味精”之称。

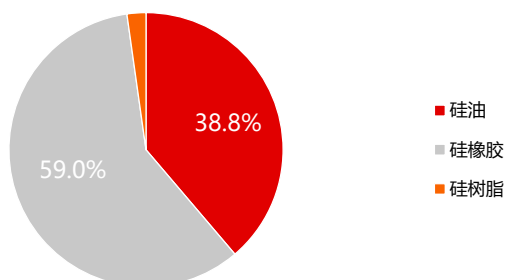
图 8：有机硅产业链结构



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

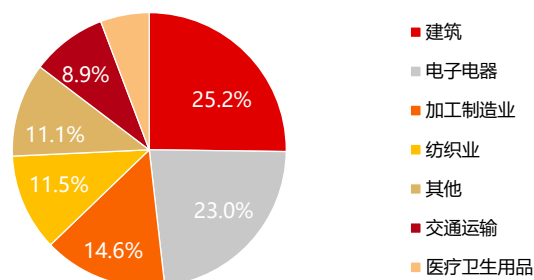
有机硅下游产品众多，应用领域各异。深加工产品主要包括硅橡胶、硅油、硅树脂和硅烷偶联剂四大类，其中硅橡胶根据硫化机理和硫化温度不同，可分为室温硫化硅橡胶（RTV）、高温硫化硅橡胶（HTV）、加成型硫化液体硅橡胶（LSR）三类。根据卓创资讯统计，2024 年有机硅深加工产品仍然以硅橡胶为主，其需求占比达到 59%，硅橡胶可分为室温胶、高温胶和液体胶，主要应用于建筑、电子电器等领域。有机硅终端应用涵盖在建筑、电子电器、加工制造业等行业，分别约占有有机硅终端消费的 25.2%、23.0% 和 14.6%。

图 9：2024 年有机硅产品结构



资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

图 10：2024 年有机硅下游应用领域结构

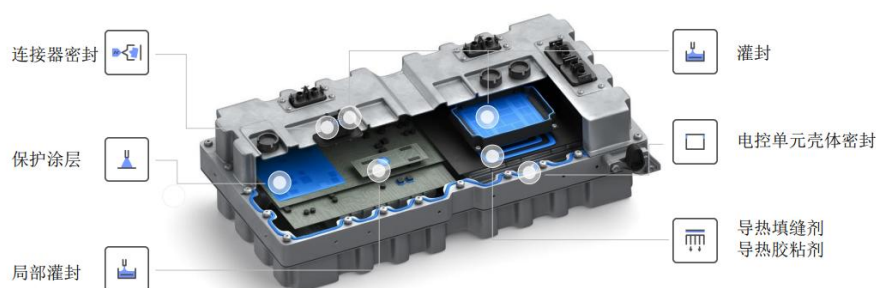


资料来源：百川盈孚，长江证券研究所

需求：新应用渗透率持续提升，长期需求稳健

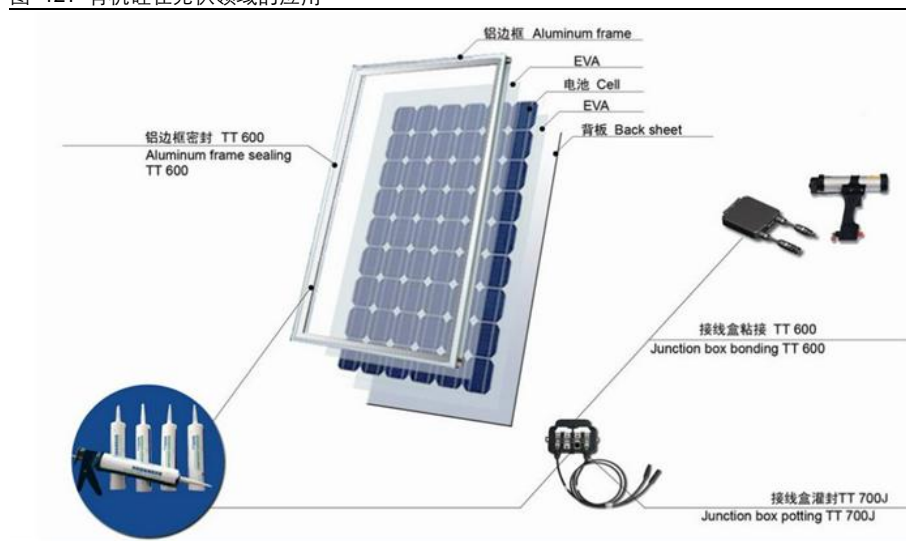
有机硅在新应用领域渗透率持续提高，长期需求并无担忧。除了传统的建筑、电子电器、加工制造和纺织等传统领域，不断有新领域使用有机硅代替传统材料。在自动驾驶领域，硅胶和硅胶密封剂可以可靠地保护此类车辆所需的传感器和电子元件，导热硅树脂能够更好的辅助电池的热管理，预计有机硅产品在新能源车的渗透率将会持续提高。在光伏领域，硅烷偶联剂是生产高端有机硅密封胶、光伏胶膜、玻璃纤维、涂料、塑料等材料的关键助剂，最主要的应用产品是光伏组件粘接密封胶和接线盒灌封胶，使用密封胶和灌封胶可以延长电池的使用寿命，提高接线盒的散热性和绝缘性，起到抗震防潮的作用。

图 11：新能源汽车有机硅产品



资料来源：瓦克化学，长江证券研究所

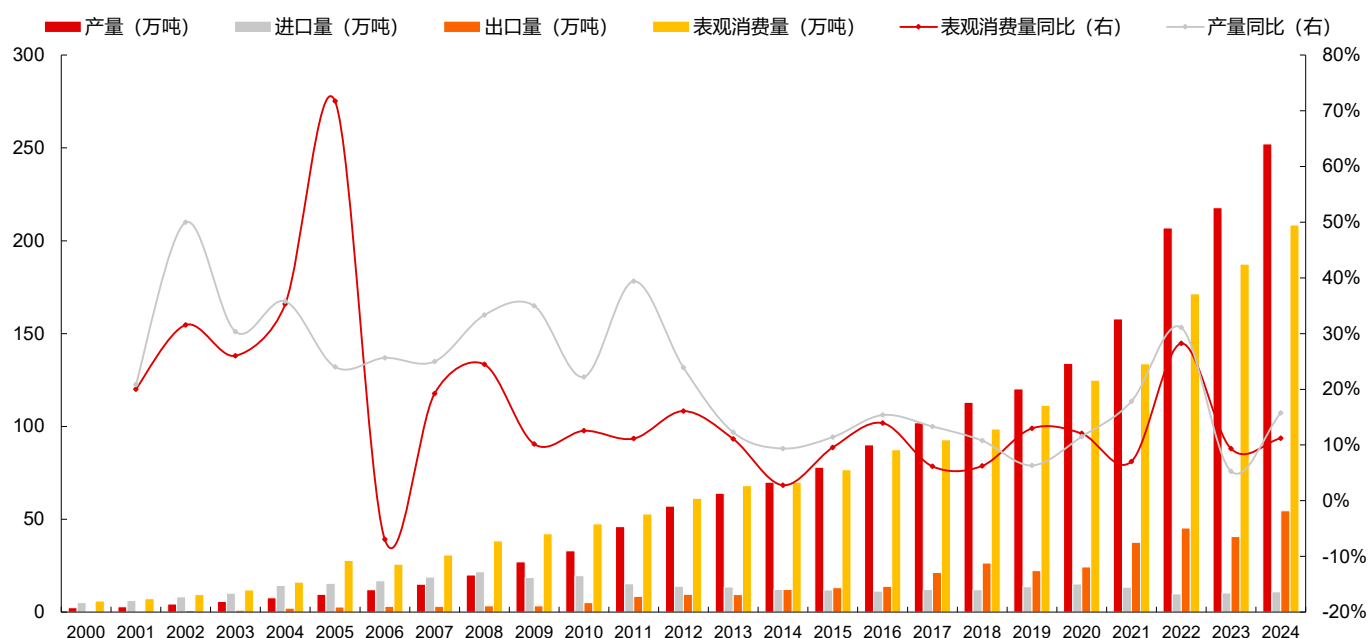
图 12：有机硅在光伏领域的应用



资料来源：SMM，长江证券研究所

中国有机硅内需快速增长，外需亦长期保持强劲。2008 年-2024 年有机硅表观消费量从 38.3 万吨增长至 208.5 万吨，期间复合增速为 11%，增长稳健。2008 年-2024 年出口量从 3.4 万吨增长至 54.6 万吨，期间复合增速高达 19%，预计未来仍保持较高增速。有机硅内需和外需旺盛，未来预计仍能拉动工业硅消费。

图 13：2000 年-2024 年国内有机硅中间体产量、表观消费量及同比



资料来源：《国内外有机硅行业市场现状与发展趋势》卜新平，东岳硅材招股书，卓创资讯，长江证券研究所

供给：海外产能不断退出，份额向国内集中，供给放缓

由于海外企业生产有机硅成本较高，近年来国外有机硅装置陆续退出。根据 CAFSI 统计，海外生产商主要有美国陶氏、法国埃肯、德国瓦克等传统化学品企业。截至 2025 年 7 月，海外有机硅中间体产能合计 96.8 万吨/年（含待关闭的 14.5 万吨），占全球单体产能的 26.4%。近年来，海外能源价格高企，且有机硅属于危化品，海外企业竞争优势不明显，因此海外有机硅单体扩产的可能性极低，且不断有海外装置产能退出：2021 年海外关闭了位于美国纽约沃特福德（Waterford）的 22 万吨/年的有机硅单体产能，2025 年 7 月，陶氏化学宣布 2026 年中关闭英国巴里工厂的基础硅氧烷设施，涉及 14.5 万吨 DMC 年产能。

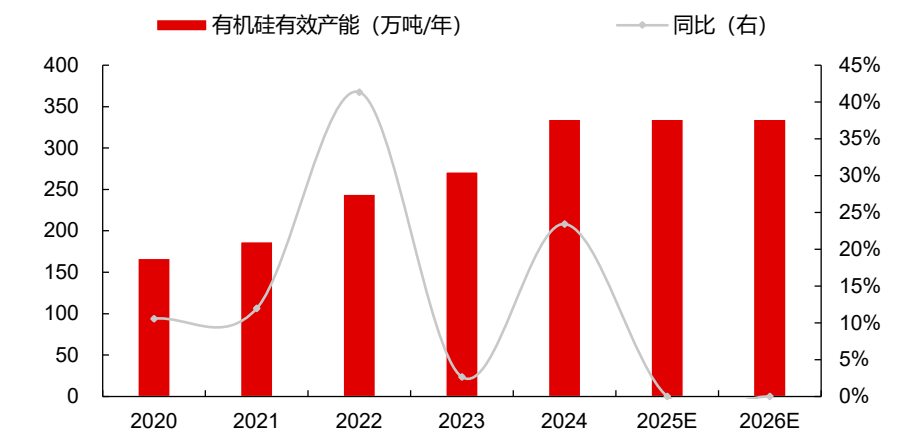
表 2：2025 年海外企业有机硅中间体产能

海外企业	装置所在地	产能（万吨/年）
陶氏	美国 Carrolton,Kentucky	20.0
	英国 Barry,Wales（2026 年中关闭）	14.5
埃肯	法国 Roussillon	10.0
瓦克	德国 Nunchritz	13.0
	德国 Burghausen	10.0
迈图	日本 Ota.GummaPrefecture	4.0
	韩国 Seosan	7.8
信越	日本群馬县 Isobe 和 Matsuida	10.5
	泰国 MapTaPhut,Rayong	7.0
合计		96.8

资料来源：CAFSI，长江证券研究所

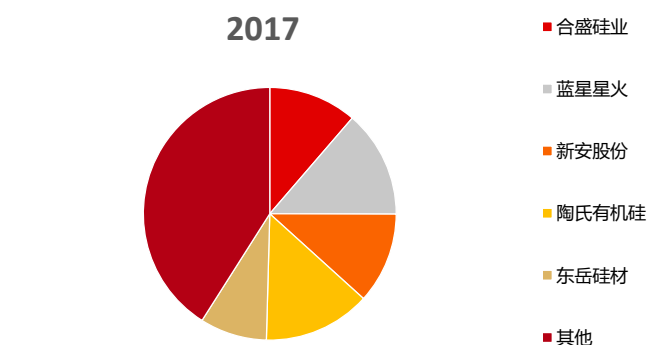
有机硅集中度较高，本轮扩产周期进入尾声。截至 2025 年 9 月底，中国有机硅中间体产能达到 335 万吨/年，CR5 为从 2017 年的 59.0%提升到 63.2%，行业集中度较高。最近一轮（2020 年-2021 年）有机硅涨价行情后，2023-2024 年新规划产能较多，截至目前基本已投产，仅有兴发集团的 20 万吨/年规划新增产能和新疆其亚集团的 160 万吨/年产能，预计投产需要较长时间，**预计 2025-2026 年产能无新增产能，本轮扩产周期已进入尾声，行业供给格局边际改善。**

图 14：中国有机硅供给扩张放缓



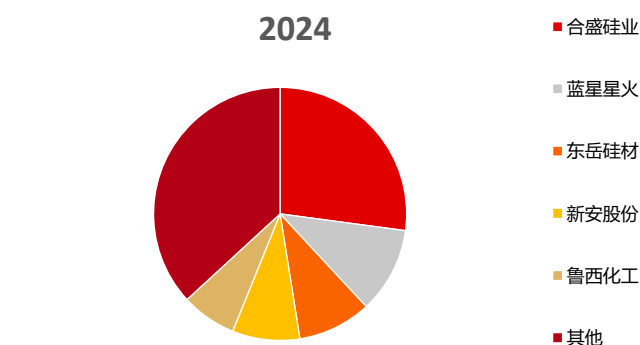
资料来源：百川盈孚，长江证券研究所

图 15：2017 年有机硅行业 CR5 为 59.0%



资料来源：：全国硅产业绿色发展战略联盟，百川盈孚，各公司年报，长江证券研究所

图 16：2024 年有机硅行业 CR5 为 63.2%



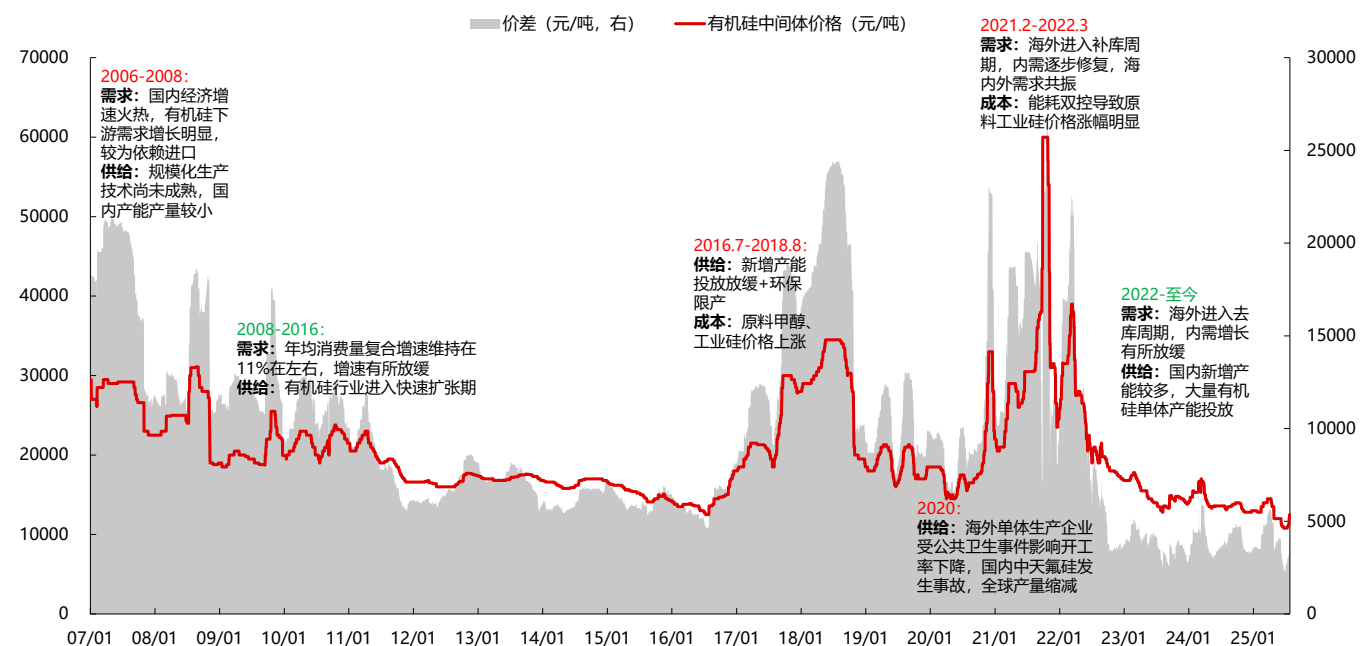
资料来源：SMM，中国化工报，各公司公告，百川盈孚，长江证券研究所

景气：底部徘徊已久，或将触底回升

过去几年，景气波动明显。回顾 2016 年以来有机硅价格走势，有过两轮上行周期：1) 2016 年受环保限产影响，一方面成本端原料价格上涨，另一方面供给端新增产能放缓同时开工率持续下降，有机硅价格从 10000 元/吨左右上涨至 35000 元/吨，价差接近翻倍；2) 2019 年以来，受能耗双控影响，有机硅及原料工业硅开工率大幅下降，另一方面受下游应用需求带动，有机硅价格一路攀升，在 2021 年 10 月达到 6 万元/吨，价差涨幅接近 3 倍，景气达到最高点；2022 年下半年以后，原材料金属硅跌价，同时供给大幅扩张，DMC 价格开始下降，同时价差迅速收窄，价格与原料成本倒挂；2023 年，新产能继续释放，同时国内下游地产需求疲软，海外市场进入去库周期，行业进入供给过剩阶段，企业亏损明显。

2024 年以来，海外市场去库周期基本进入尾声，出口量修复明显，同时国内规划产能基本已投放完毕。“反内卷”背景下，预计行业景气迎来持续边际改善。

图 17：2007 年 1 月至今有机硅价格及价差走势



资料来源：Wind，长江证券研究所

工业硅：消费韧性十足，景气或将迎来反转

简介：硅基产业链上游的基础工业原料

工业硅又称金属硅和结晶硅，呈银灰色结晶状，性硬且脆，采用含二氧化硅 98.5%以上的石英石和其他材料熔炼而成。工业硅的用途极其广泛，是一种基础的工业原料，处于硅基新材料产业链的上游。

图 18：工业硅产品外表

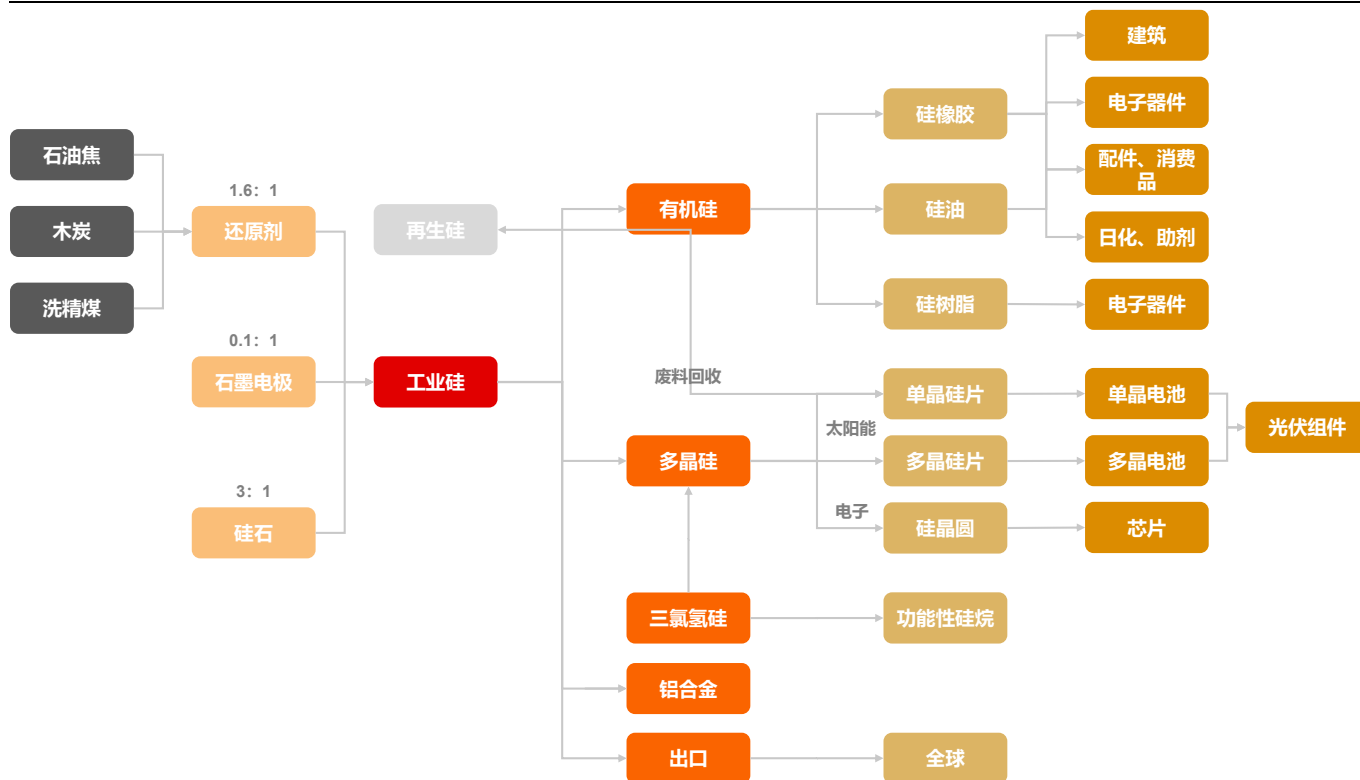


资料来源：百川盈孚，长江证券研究所

工业硅下游主要产品为多晶硅、有机硅和硅铝合金。工业硅是制造多晶硅等材料的主要原料，下游应用于光伏、半导体等产业。工业硅还是有机硅的最主要原料，用于生产硅烷、硅酮、硅油等产品，终端用途十分广泛，主要在建筑、电子元器件、光伏等领域。

工业硅作为添加剂，大量应用于铝合金中，提高铝金属的强度、硬度和耐磨性，终端应用领域有航空航天、汽车和机械制造等。

图 19：工业硅产业链

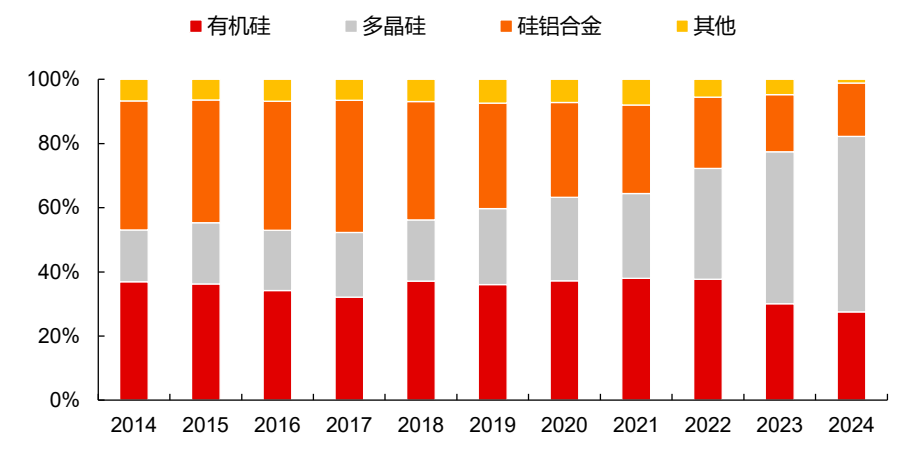


资料来源：百川盈孚，SMM，长江证券研究所

需求：结构不断变迁，消费韧性十足

工业硅下游需求结构悄然变迁，目前多晶硅占比较高。2014 年-2017 年，工业硅下游需求占比最高的是硅铝合金，随着汽车产量增速放缓，硅铝合金占比逐渐下降，有机硅后来居上，2018 年-2022 年，有机硅占比逐渐扩大，主要是受益于终端装配式建筑及新能源汽车行业快速成长，同时在新领域的应用范围持续扩大。2023 年-2024 年，光伏新增装机高速增长，快速拉动多晶硅消费，多晶硅占比快速提高，截至 2024 年，多晶硅需求占比为 54.7%，成为工业硅下游最大需求来源。

图 20：2014 年-2024 年中国工业硅消费结构



资料来源：SMM，百川盈孚，长江证券研究所

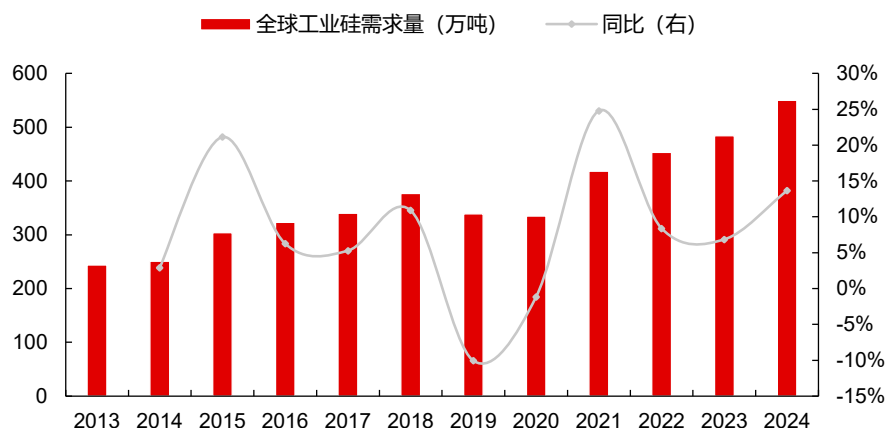
图 21：工业硅的部分终端应用



资料来源：ZDS，埃肯官网，SMM，长江证券研究所

长周期内全球工业硅需求量快速增长。2013 年-2024 年，全球工业硅消费量从 244 万吨增长至 550 万吨，全球光伏装机量不断增长，新能源汽车消费强劲，过去 11 年间工业硅需求稳步增长，期间复合增速为 7.7%。近两年，工业硅需求增速放缓，一方面全球光伏装机增速放缓，海外进入加息周期，欧美新能源汽车消费放缓，另外一方面海外开始去库，需求进入阶段性调整。2024 年海外需求重新进入补库周期，全球工业硅需求增速达到 13.6%。海外重新进入降息周期，新兴经济体 GDP 仍然处于增长通道，下游有机硅、多晶硅等需求仍然表现强劲，预计未来工业硅消费量仍能再上一个新台阶。

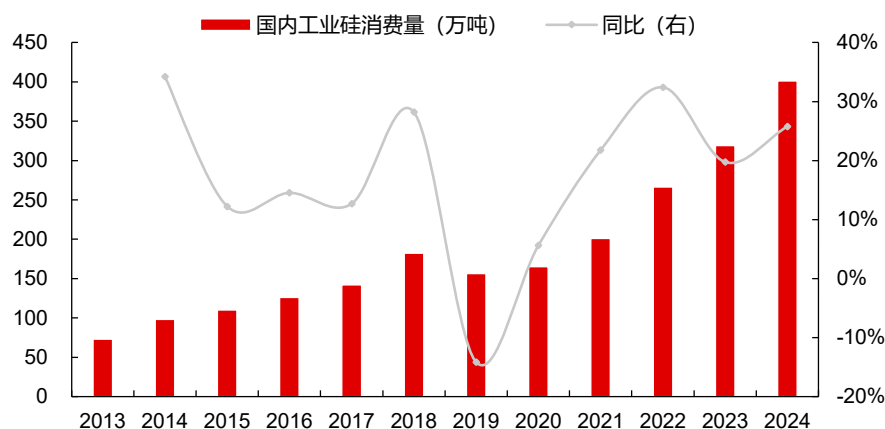
图 22：2013 年-2024 年全球工业硅需求量及同比



资料来源：SMM，中国期货业协会，华智硅能，华经产业研究院，长江证券研究所

长周期来看，国内工业硅需求增速较高。2013-2018 年，由于多晶硅、有机硅以及铝合金等下游产业维持快速发展，加之海外市场加大国内相应终端产品采购，国内需求呈现持续大幅增长的态势，期间需求量从 73.0 万吨增长至 182.1 万吨，期间复合增速达到 20.1%。2021 年-2024 年，国内工业硅需求受多晶硅在光伏领域的需求快速拉动，期间保持 25.9% 的复合增速，2024 年，国内工业硅消费量达到 401.3 万吨。

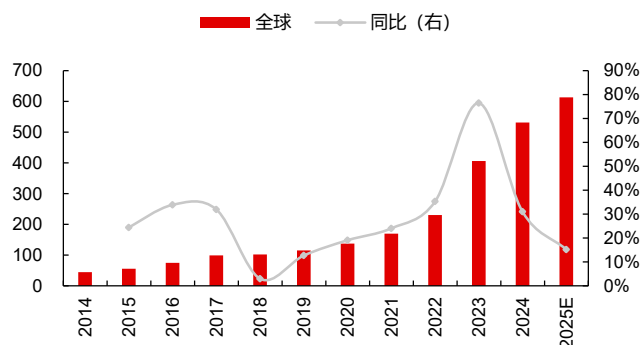
图 23：2013 年-2024 年国内工业硅需求量及同比



资料来源：中国有色金属工业协会硅业分会，百川盈孚，长江证券研究所长江证券研究所

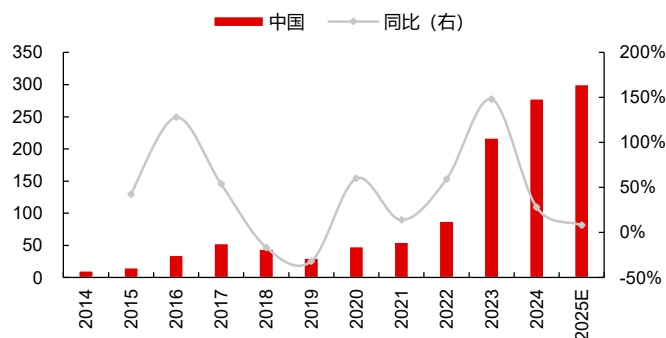
多晶硅：过去光伏装机快速，未来可能平稳增长。受到碳中和政策影响，过去 10 年国内光伏新增装机量保持高于全球的增速飞速增长，带动相关光伏组件需求量快速增长。2014 年-2023 年光伏装机量增速可观。展望未来，根据彭博中性预期，2024-2025 年，预计全球光伏装机量仍然保持 10% 以上增速，国内需求增速或有所放缓，大约保持 5% 左右的需求增速。

图 24：2014-2025E 全球光伏新增装机量（GW）及同比



资料来源：中国光伏行业协会，彭博，长江证券研究所

图 25：2014-2025E 中国光伏新增装机量（GW）及同比

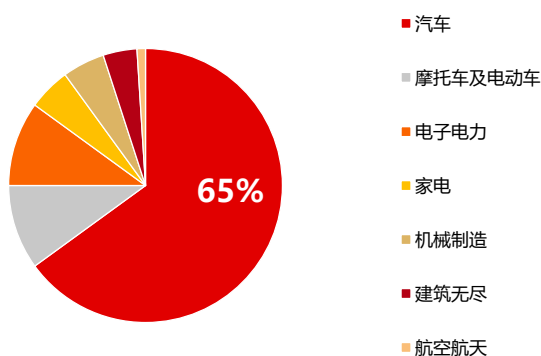


资料来源：中国光伏行业协会，彭博，长江证券研究所

有机硅：持续扩张新领域应用，韧性十足。有机硅材料具备耐温、耐候、电气绝缘、表面张力大等优异的性能，下游产品有硅橡胶、硅油、偶联剂及硅树脂，2024 年有机硅深加工产品仍然以硅橡胶为主，其需求占比达到 59%。有机硅需求在新领域持续提高渗透率，需求量长期增长有保障。有机硅需求具体情况可参考前一章节。

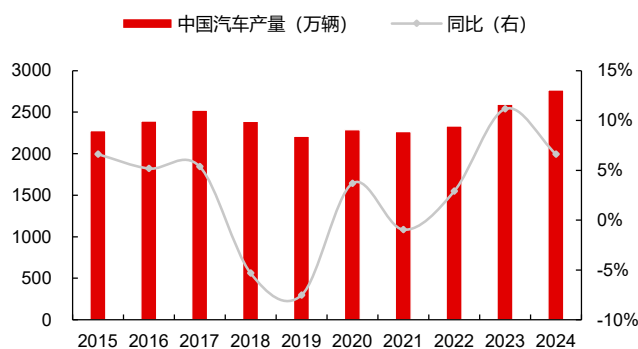
硅铝合金：汽车消费为主，增速平稳。铝合金铸造性能好，可铸出形状复杂的零件，密度比钢、铁小很多，在汽车等交通工具及航空器上应用广泛。铝合金可根据加工方法分为铸造铝合金和变形铝合金。硅铝合金属于铸造铝合金，通常硅含量为 4%~13%，铸造性能最佳，裂纹倾向性极小，收缩率低，有很好的耐腐蚀性和气密性以及足够的力学性能和焊接性能，在用量上几乎占铸造铝合金的 50%。2024 年铸造铝合金的主要终端应用为汽车领域，汽车占铸造铝合金需求的 65%，摩托车和电动车占比 10%左右，考虑下游主要应用汽车及摩托车需求增速放缓，预计未来国内铝合金需求对工业硅的拉动以低速增长为主，增量主要来自于汽车的轻量化。

图 26：2024 年铸造铝合金终端消费占比



资料来源：SMM，长江证券研究所

图 27：2015 年-2024 年中国汽车产量及同比

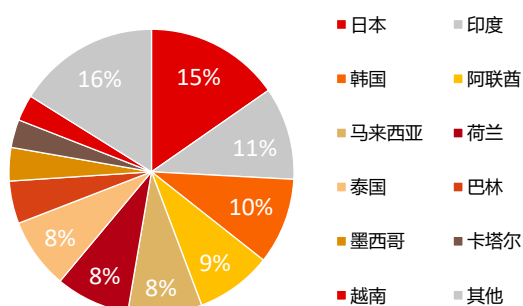


资料来源：Wind，长江证券研究所

出口量：长期有保障，短期看补库。工业硅出口至新兴国家占比较高，高增速支撑长期需求。以 2024 年来看，中国工业硅主要出口国有日本（15%）、印度（11%）、韩国（10%）、阿联酋（9%）、马来西亚（8%）等国家，其中包含印度、马来西亚、越南等部分新兴市场国家，这些新兴经济体未来 GDP 增速有望维持在较高水平，地产、汽车、电子元器件等需求旺盛，有望支撑起工业硅的长期需求。

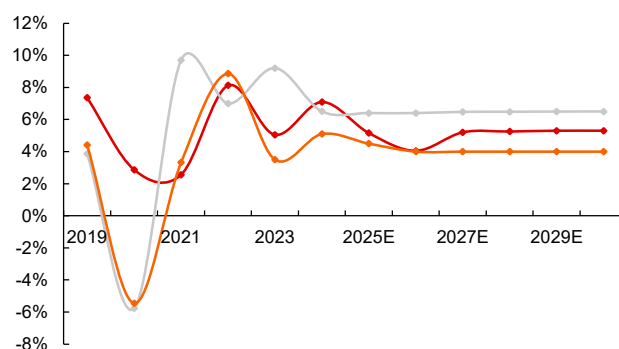
短期看，海外库存去化，重启补库周期。2021年8月能耗双控以后，国内工业硅景气回落，2022年工业硅出口量为64.5万吨，同比下降17.1%，2023年由于海外去库，出口量进一步回落至57.2万吨，同比下降11.3%。从月度出口数据来看，自2023Q3以来，海外工业硅迎来阶段性需求回暖，补库周期逐步启动。2024-2025年工业硅月度出口量逐步修复，2024年全年工业硅出口量为72.5万吨，同比增长26.7%。2025年1-7月，工业硅出口量为41.5万吨，同比下降1.0%，预计本轮补库周期重启后，海外需求对工业硅消费起到一定拉动作用。

图 28：2024 年中国工业硅主要出口国家占比



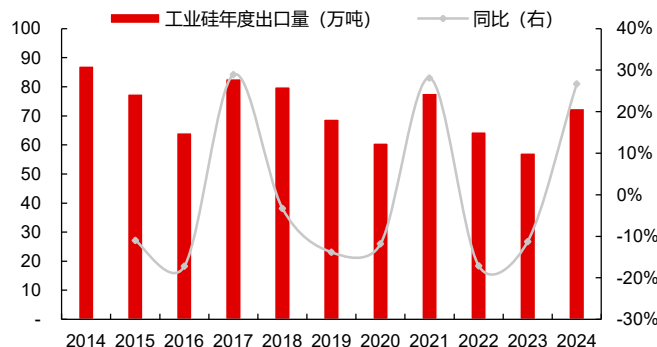
资料来源：海关总署，长江证券研究所

图 29：印度、越南、和马来西亚的 GDP 增长率预测



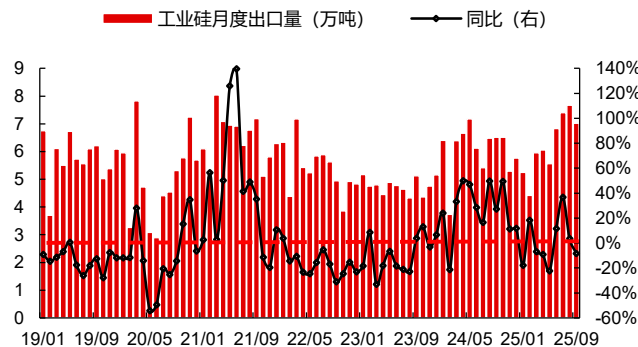
资料来源：IMF，长江证券研究所

图 30：2014 年-2024 年中国工业硅年度出口量及同比



资料来源：海关总署，长江证券研究所

图 31：2019.1-2025.9 中国工业硅月度出口量及同比

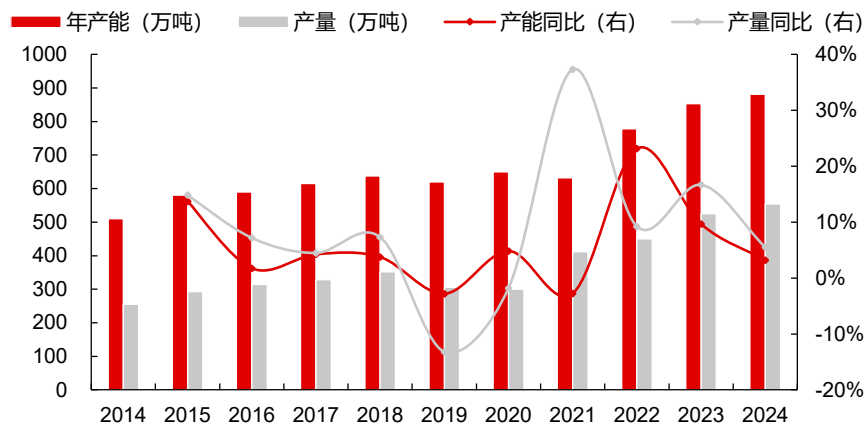


资料来源：海关总署，长江证券研究所

供给：中小产能有望出清，减轻供给侧压力

近两年全球工业硅产能扩张增速有所放缓。近两年光伏装机增速放缓后，工业硅产能增速有所放缓，2023 和 2024 年全球工业硅产能分别为 854 万吨/年和 881 万吨/年，同比分别增长 9.7%和 3.2%。

图 32：2014 年-2024 年全球工业硅年产能、产量及同比

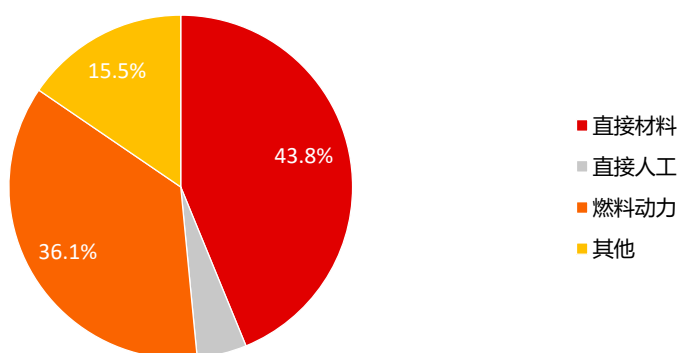


资料来源：SMM，华经产业研究网，中国光伏行业协会，中国有色金属工业协会硅业分会，CRM 联盟，长江证券研究所

海外：电价高企，产能增长停滞

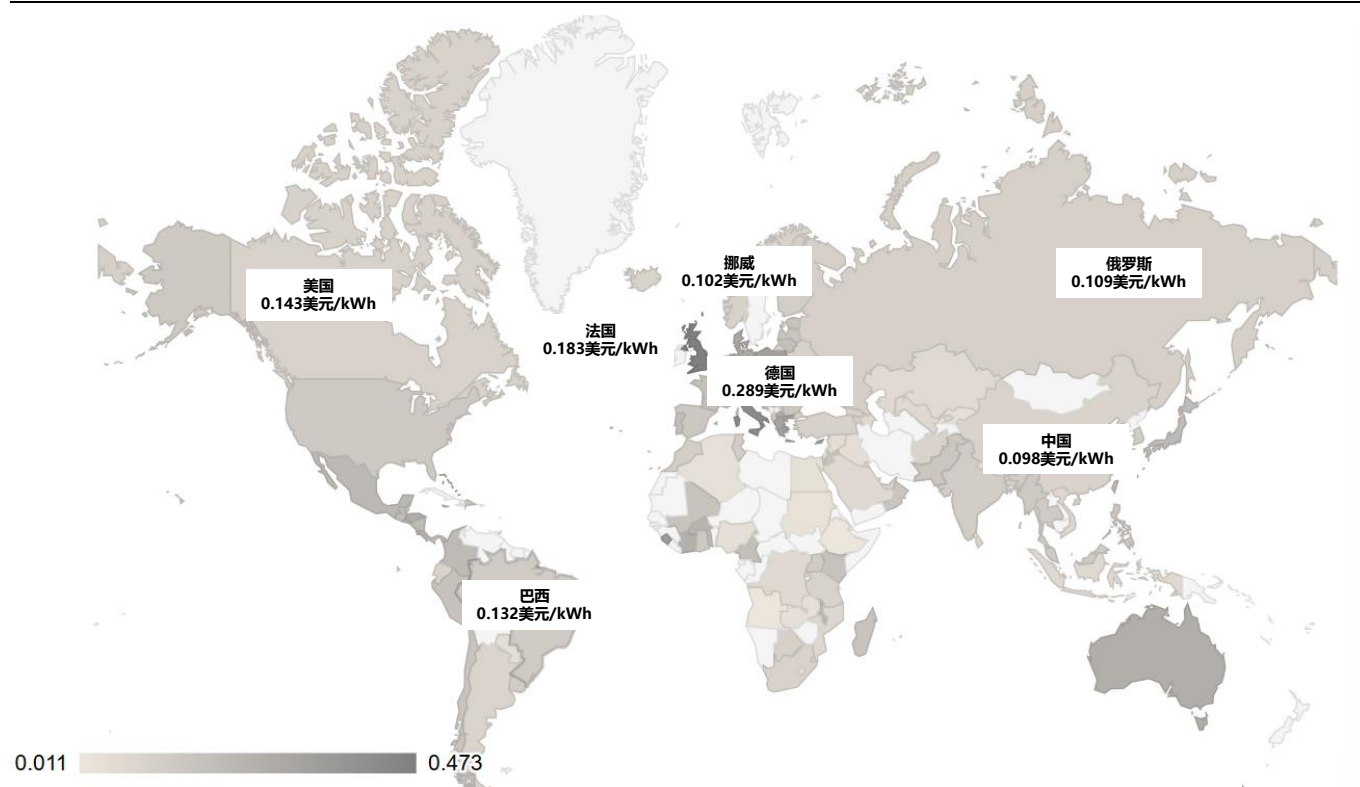
海外电价高企，产能增长基本停滞。电力成本对工业硅成本影响较大。以合盛硅业为例，2024 年工业硅生产成本中，燃料动力占比高达 36.1%。海外产能中，巴西和美国拥有高品质硅矿石资源，挪威拥有丰富的水电资源，分别拥有 28.5 万吨/年、23.6 万吨/年和 20 万吨/年的产能，占据海外产能的较大份额。剩余主要生产国包括法国、西班牙、南非、德国、俄罗斯、澳大利亚等。从以上主产国的工业电价来看，以巴西为例，2024Q4 巴西工业电价为 0.132 美元/kWh，相较中国的 0.098 美元/kWh 高出 35%，而巴西电价在海外相对有竞争优势，距离中国仍然有较大差距。因此近年海外产能在 2022 年以后基本没有增长，稳定在 153 万吨/年左右。

图 33：2024 年合盛硅业工业硅成本构成



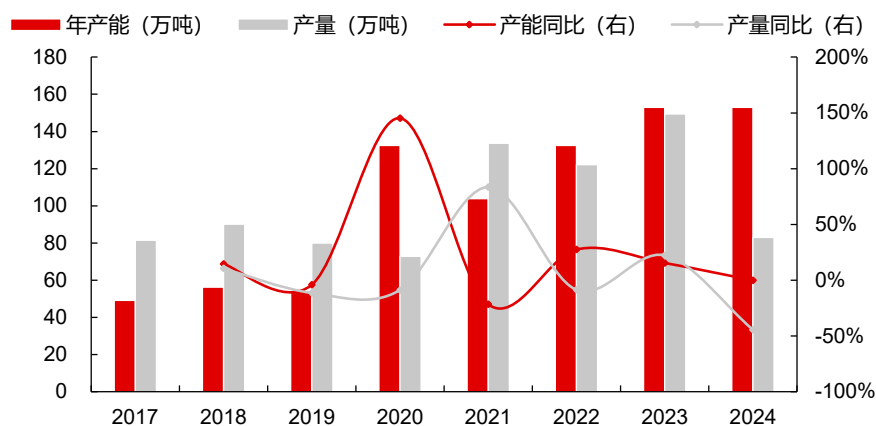
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 34：2024Q4 全球工业硅主产国工业用电价格



资料来源：Global Petrol Prices，长江证券研究所

图 35：2017 年-2024 年海外工业硅年产能、产量及同比



资料来源：SMM，华经产业研究网，中国光伏行业协会，中国有色金属工业协会硅业分会，CRM 联盟，长江证券研究所

表 3：2024 年海外主要工业硅产能情况

国家	公司名称	当前产能 (万吨/年)
美国	Globe Specialty Metals-Beverly	20
	Globe Specialty Metals-Niagara Falls	

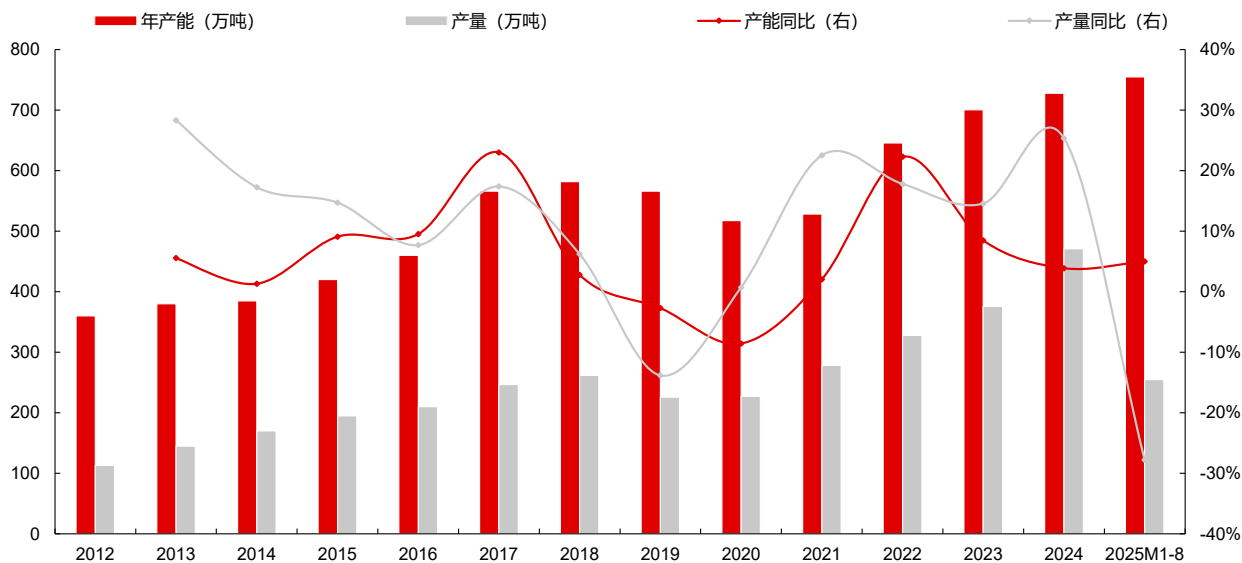
	Globe Specialty Metals-Selma	
	West Virginia Manufacturing	
	Dow Corning of Alabama	
	MisSiSsippi Silicon	3.6
法国、西班牙、南非	Ferroatlantica	26
加拿大	Quebec silicon	5
	Rima	8
	Llasa	5.5
巴西	Para (Dow Corning)	5
	Minas gerais (Dow Corning)	4.5
	Ital magnesio	1.5
	Minas ligas	4
挪威	Elkem	15
	Holla (Wacker)	5
德国	RW Silicium	3
俄罗斯	000Sual-Kremniy-Ural	5
	ZAO Kremniy	5
澳大利亚	Simco a	3.3
	其他	33.6

资料来源：中国有色金属工业协会硅业分会，长江证券研究所

国内：政策限制新增产能，供给扩张有所放缓

全球产能进一步向中国集中，国内供给扩张有所放缓。近年全球的工业硅产能增长主要来自国内，为了配套下游的光伏装机需求，我国工业硅产能从 2020 年的 518 万吨/年增长至 2024 年的 728 万吨/年，复合增速为 8.9%。近年来，受能耗双控政策限制，工业硅新产能投放有所放缓，产量稳步增加，2024 年国内工业硅产能为 728 万吨/年，增速仅为 3.9%，产量为 471 万吨，同比增长 25.4%。截至 2025 年 8 月，工业硅产能为 754.7 万吨/年，相比 2024 年底增速为 5.0%，1-8 月产量为 255.0 万吨，同比下滑 27.8%。

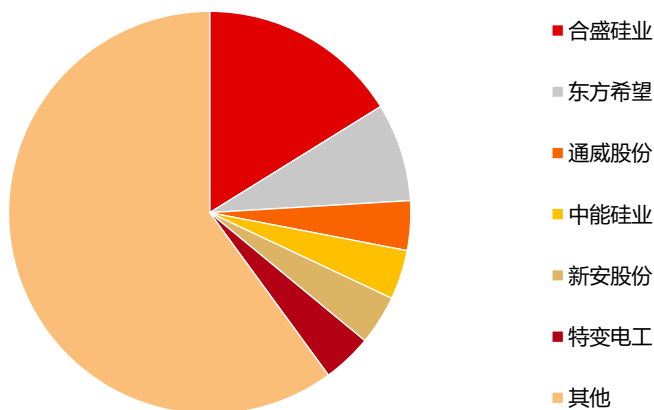
图 36：2012 年-2025M1-8 国内工业硅供给情况



资料来源：中国有色金属工业协会硅业分会，百川盈孚，长江证券研究所

行业集中度有待提高，目前呈现“一超多强”的竞争格局。国内工业硅行业生产企业众多，集中度较低，2024 年 CR6 为 39.9%。行业龙一为合盛硅业，截至 2024 年有 122 万吨/年的工业硅产能(2024 年产量为 187.1 万吨)，按照产能计算，行业内份额为 16.2%，但行业内实际开工率不高，按照产量计算行业内份额高达 39.8%。未来两年的待投产产能主要集中在 2025 年，行业普遍亏损，因此暂未看到 2026 年有投产规划。预计在中小产能逐步淘汰背景下，行业集中度有望提高。

图 37：2024 年国内工业硅供给格局



资料来源：百川盈孚，各公司公告，长江证券研究所

表 4：预计 2025 年国内工业硅新增产能规划梳理

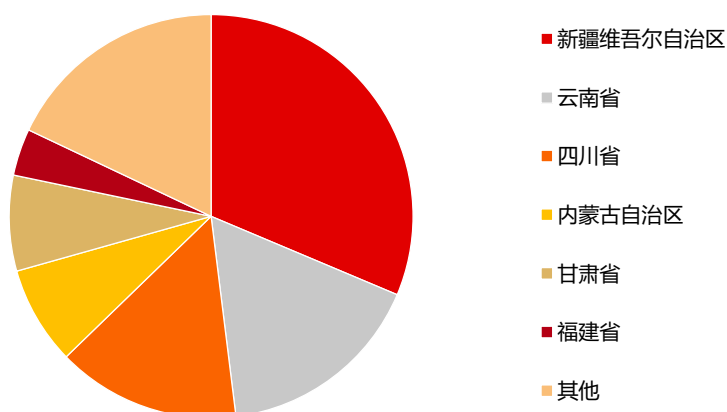
企业	2025 新增产能 (万吨/年)	备注
清电硅材料	40	无进展
天合光能	15	无进展

重庆煜林	3	已投产
东方日升	20	无进展
云南永昌	10	已投产
中剑实业	10	无进展
合计	98	

资料来源：百川盈孚，长江证券研究所

工业硅生产能耗高，产能主要分布在新疆、云南和四川等。工业硅行业在生产中对能源的消耗较高，能源成本是产业布局的重要考虑因素，因此工业硅企业多集中于能源资源丰富、价格较低的地区。新疆、云南和四川工业硅产能占全国产能比例分别为 31.4%、16.7%和 14.7%。

图 38：2024 年国内工业硅产能的区域分布



资料来源：百川盈孚，长江证券研究所

政策限制，助力产能出清，竞争格局有望优化。工业硅属于高能耗、高污染行业，近年来国家政策收紧，要求淘汰落后的矿热炉，并要求企业安装脱硫脱硝装置，无法负担高额环保投入的中小型企业退出市场。2017 年后新疆不再审批新增工业硅项目，行业准入门槛提高，工业硅行业新增产能难度较大。2023 年 12 月，发改委发布《产业结构调整指导目录（2024 年本）》，明确要求 2025 年底前淘汰 12500 万千伏安以下普通铁合金矿热电炉，并将 2×2.5 万千伏安（总容量 5.0 万千伏安）及以下普通铁合金矿热电炉列入限制类目录，禁止新建并督促进行改造。**展望未来，中小矿热炉的更新淘汰有助于行业竞争格局进一步优化。**

表 5：工业硅供给端政策梳理

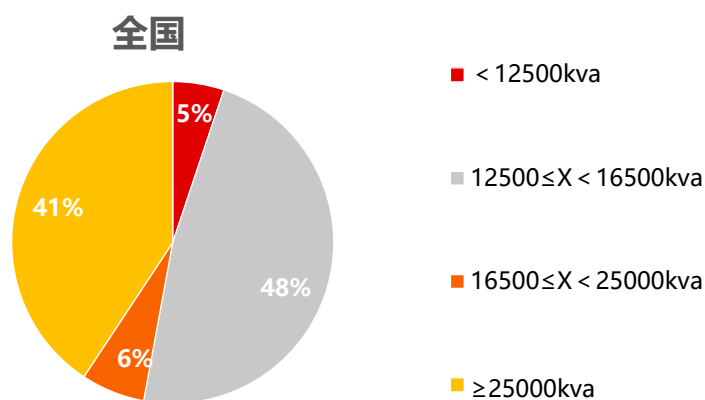
时间	政策文件名称	内容
2023	《产业结构调整指导目录（2024 年本）》	淘汰：12500 千伏安以下普通铁合金矿热电炉
		限制：2×2.5 万千伏安（总容量 5.0 万千伏安）及以下普通铁合金矿热电炉
2023	《工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023 年版）》	淘汰：到 2025 年底，基准水平以下工业硅产能需要完成技术改造或淘汰退出
2021		限制：不再审批铁合金、无下游转化的多晶硅、单晶硅等新增产能项目；

	内蒙古《关于确保完成“十四五”能耗双控目标若干保障措施》	淘汰：25000 千伏安及以下矿热炉
2019	《产业结构调整指导目录(2019 年本)》	限制：工业硅电耗高于 12000 千瓦时/吨的普通铁合金矿热电炉； 鼓励：高纯工业硅的生产、应用及其技术装备开发与应用
2017	云南《关于印发认真贯彻落实习近平总书记提出的“严禁三高项目进新疆”指示精神-着力推进硅基新材料产业健康发展实施意见的通知》	限制：到 2020 年，全省产能控制在 130 万吨以内，打造 3~5 户旗舰型综合龙头企业；新建工业硅项目，一律实施产能减量置换
2017	新疆《关于推动水电硅材加工一体化产业发展的实施意见》	限制：全省产能总额控制在 200 万吨，各地不得以任何方式新增工业硅项目
2015	《铁合金、电解金属锰行业规范条件》	限制：新建工业硅矿热炉应采用矮烟罩半封闭型，矿热炉容量大于 25000 千伏安，同步配套余热和煤气综合利用设施
2014	《新疆维吾尔自治区大气污染防治行动计划实施方案》	限制：推进电力、钢铁、有色等行业脱硫脱硝除尘

资料来源：国务院，内蒙古自治区发改委，国家发改委，新疆发改委，长江证券研究所

从炉型分布来看，目前全国工业硅炉型以中型（12500kva-25000kva）硅炉为主，占比达到 54%。根据国家发改委 2023 年 12 月发布的《产业结构调整指导目录（2024 年本）》，要求炉型在 12500kva 以下的中小产能在 2025 年底之前完成改造或淘汰，禁止新建介于 12500kva 与 25000kva 之间的工业硅矿热炉，并督促进行改造。全国 12500kva 以下工业硅矿热炉数量占比为 5%，这部分小产能在 2025 年底以前完成淘汰。在政策强约束下，国内停止新建中型电炉的工业硅产能，逐步淘汰小产能，行业供给有望逐步向大型产能集中，格局有望不断优化。

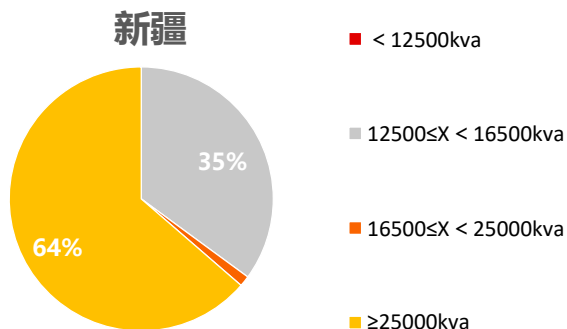
图 39：2025 年国内工业硅产能的炉型分布



资料来源：百川盈孚，长江证券研究所

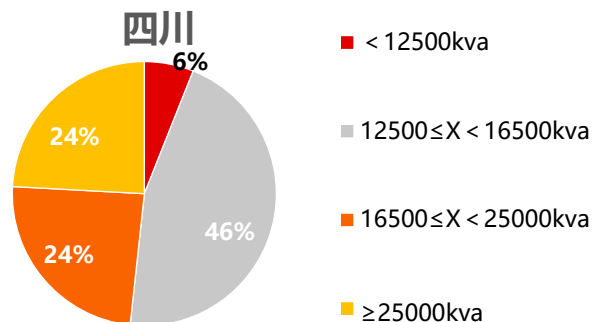
从地域分布来看，内蒙和四川产能出清潜力较大。新疆地区主要以 25000kva 以上大型装置为主，没有 12500kva 以下工业硅矿热炉，目前产能出清空间不大。但四川和内蒙炉型中，12500kva 以下工业硅矿热炉占比分别为 6%和 17%，可淘汰潜力较大。另外，云南的工业硅炉 82%左右为 12500kva-22500kva 的中型炉型产能，在节能降碳背景下，未来能耗指标可能会逐步提高，这部分产能或将面临升级改造或淘汰的压力。

图 40：2025 年新疆不同容量工业硅炉型分布



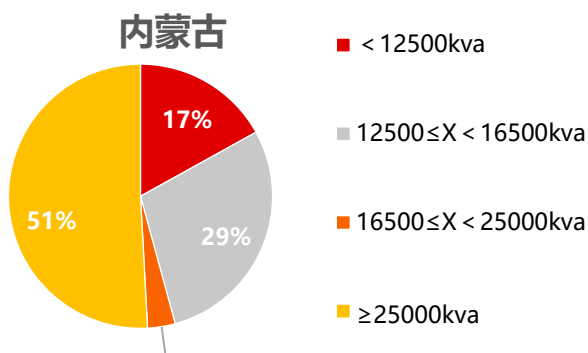
资料来源：百川盈孚，长江证券研究所

图 41：2025 年四川不同容量工业硅炉型分布



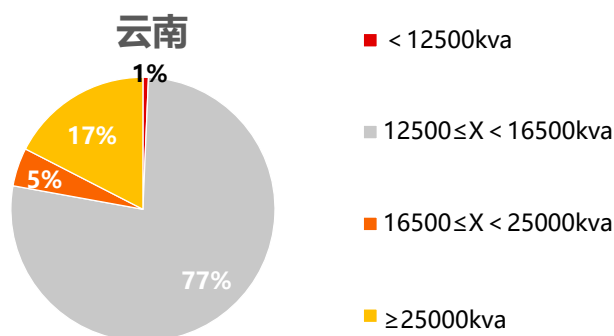
资料来源：百川盈孚，长江证券研究所

图 42：2025 年内蒙古不同容量工业硅炉型分布



资料来源：百川盈孚，长江证券研究所

图 43：2025 年云南不同容量工业硅炉型分布

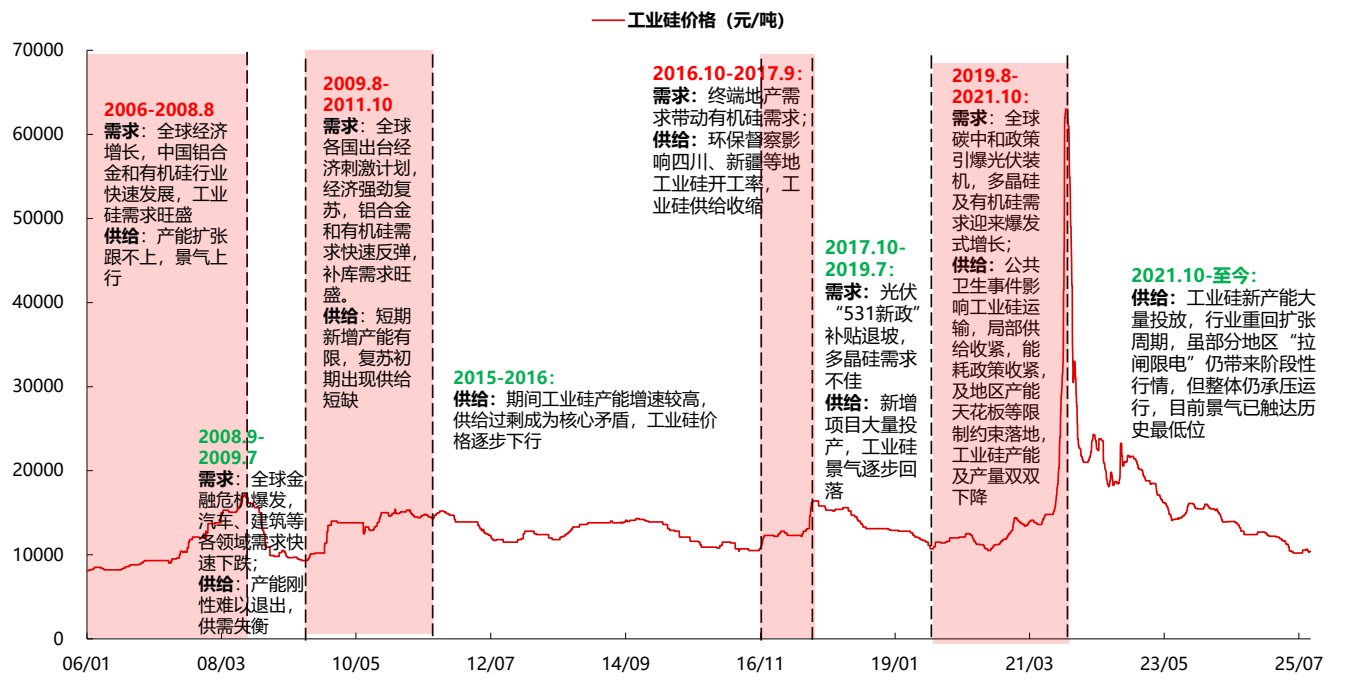


资料来源：百川盈孚，长江证券研究所

景气：价格触底，“反内卷”背景下或将迎来反转

目前工业硅价格触底，在景气底部徘徊两年。自 2016 年以来，工业硅经历两轮周期。2016 年下半年，受环保限产影响看，四川新疆等主产地开工下降，供给收紧，工业硅价格从 10000 元/吨左右上涨至 15800 元/吨左右。随着环保限产影响消散及大量新增产能投放，景气度随之回落。2019 年，受能耗双控影响，工业硅开工率锐减，价格从 12000 元/吨左右最高攀升至 60000 元/吨左右，拉闸限电影响消散后，行业重回扩张周期，近年行业整体仍承压运行，景气触达历史底部。

图 44：2006 年 1 月至今工业硅价格复盘



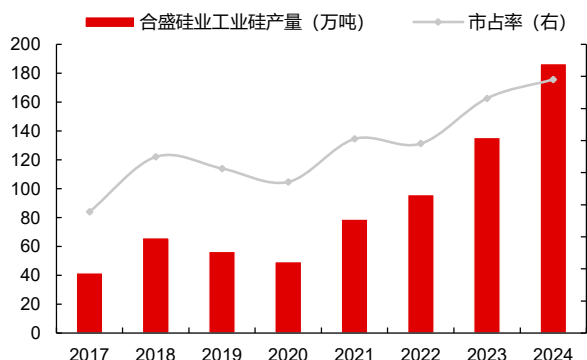
资料来源：百川盈孚，长江证券研究所

公司亮点：一体化龙头，份额逐年扩大

有机硅及工业硅双龙头，市占率逐年攀升

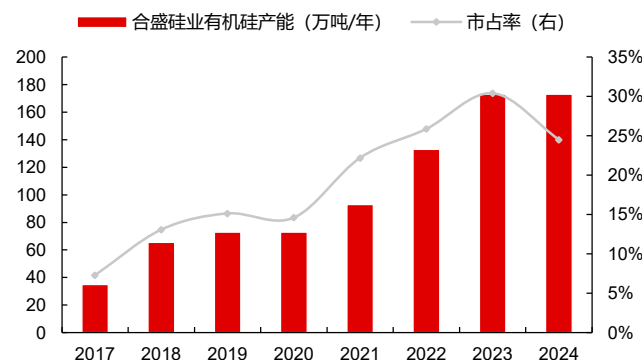
公司为硅产业链龙头。公司工业硅产能排名世界前列，产量连续多年排名全国第一，2019-2024 年市占率逐步提升至 40%，为工业硅行业的龙头。公司有机硅单体产能全国第一，2023 年煤电硅一体化项目 20 万吨硅氧烷项目投产后市占率达到 30.4%，2024 年是有机硅行业的投产大年，行业总产能从 569 万吨/年提升到 706 万吨/年，公司市占率下降至 24.5%。2024 年公司多晶硅产能投产，与工业硅和有机硅形成协同效应。未来，“反内卷”背景下，政策约束效应下中小产能退出，公司有机硅和工业硅市占率将进一步提升，夯实龙头地位。

图 45：2017-2024 年公司工业硅产量及市占率



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 46：2017-2024 年公司有机硅单体产能及市占率



资料来源：公司公告，长江证券研究所 注：有机硅产品众多，产量难以计算，此处用有机硅单体产能计算市占率

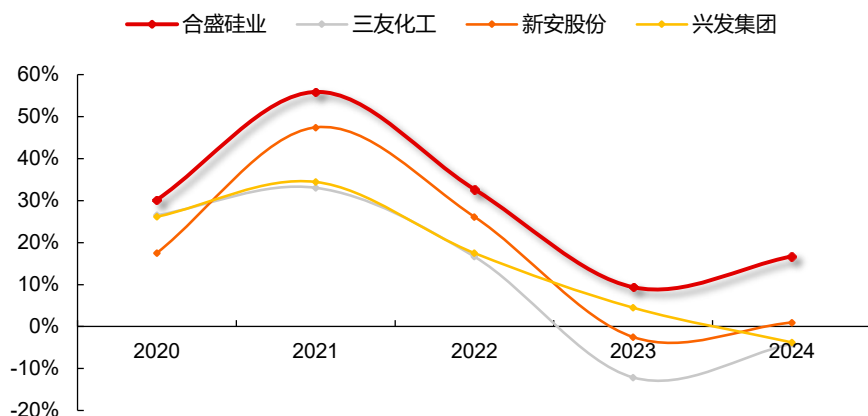
前向一体化：布局煤电硅联产，成本优势构筑护城河

自备原料石墨电极降低成本。公司石河子基地配有 3 万吨/年石墨电极产能，鄯善基地配有 11.5 万吨/年石墨电极产能，自备工业硅石墨电极原料，保障成本优势。根据合盛硅业年报，生产 1 吨工业硅需要 0.125 吨石墨电极原料，公司实现原料自给，无惧原料价格波动，构筑核心成本优势。

自备电厂带来显著能源优势，新疆煤炭具有成本优势。新疆地区生产的煤炭受开采条件较好、向内地运输不经济等因素影响，其本地的销售价格低于内地煤炭价格，公司通过采购当地的煤炭用于自备电厂发电形成了较为明显的成本优势。

硅基产业链一体化带来协同效应。公司工业硅产品除了保障自用外还有外售。公司打造起硅基产业链一体化，实现原料自给，降低了公司有机硅的生产成本。2024 年公司有机硅直接材料成本占总成本的比例为 63.6%，煤电硅联产及核心产业一体化使得公司的毛利率高于同业水平，公司的成本优势突出。**由于政策控制工业硅行业扩产，公司硅基产业链一体化优势难以被复制，有机硅成本优势构筑护城河。**

图 47：2020-2024 年公司和同业企业有机硅产品毛利率

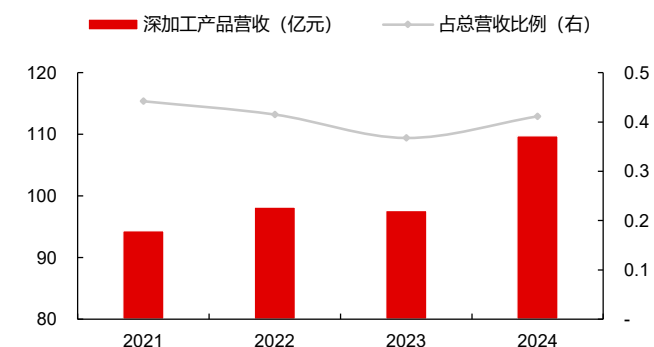


资料来源：各公司公告，长江证券研究所

后向一体化：延伸产业链，增强盈利空间

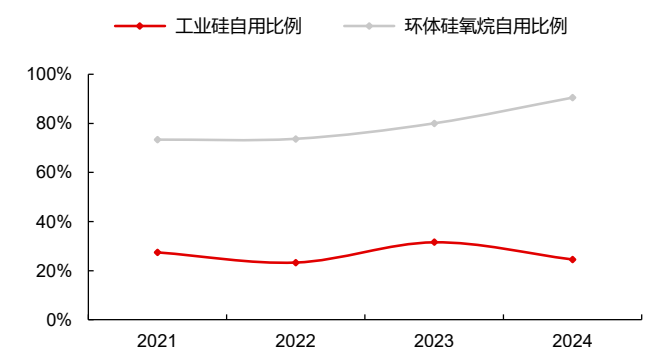
公司致力于延伸产业链，业务拓展至有机硅下游深加工产品。公司以工业硅业务起家，向下游有机硅产业链延伸。2021-2024 年，公司有机硅中间体环体硅氧烷自用比例逐年增加，由 73.5% 增长到 90.5%；工业硅自用比例保持在 30% 左右。公司建立起“工业硅-有机硅-有机硅深加工品”一体化产业链，无惧上游原料波动。

图 48：公司有机硅深加工产品营收及占总营收比例



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 49：公司主营产品自用比例



资料来源：公司公告，长江证券研究所

碳化硅产品未来可期。2025 年上半年合盛新材 2 万片宽禁带半导体碳化硅衬底及外延片产业化生产线项目已通过验收，并具备量产能力，碳化硅 6 英寸晶体良率达 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。

公司具备从上游发电厂、原料石墨电极到工业硅、有机硅单体再到有机硅深加工产品的全流程硅产业链，拥有领先的盈利水平。在工业硅和有机硅行业供需结构改善之际，市场份额向龙头集中，公司作为国内最大的硅生产商，将充分受益行业集聚和景气中枢上移，坐稳行业龙头之位。

投资建议：维持“买入”评级

公司是工业硅、有机硅双龙头，布局煤电硅一体化，成本领先于市场。工业硅和有机硅行业在底部徘徊许久，“反内卷”背景下行业景气有望迎来边际改善，公司作为硅产业链龙头，有望充分受益。预计公司 2025-2027 年归属净利润分别为 1.5、16.8 和 25.6 亿元，维持“买入”评级。

风险提示

1、下游需求恢复不及预期。公司产品下游主要应用于光伏、地产、汽车、电子等，下游整体需求恢复向好，但力度如果不及预期可能会对公司经营造成影响。

2、原材料价格大幅上涨。有机硅、工业硅产品原材料成本占比较高，若上游煤炭、还原剂等原材料价格大幅上涨，将导致产品成本端承受一定压力，公司盈利空间受到一定程度压缩，进而影响公司效益。

3、能耗双控政策放松。假如国家能耗双控政策放松，工业硅行业产能持续扩张叠加一些落后产能不及时出清，工业硅供给侧仍将承压，行业竞争加剧，将导致产品价格承压，影响公司业绩。

4、“反内卷”政策落地不及预期。工业硅和有机硅属于产能过剩行业，行业景气改善依赖“反内卷”相关政策支持，若政策落地不及预期，行业景气改善进度或不及预期，影响公司业绩。

5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。盈利预测假设不成立或不及预期的风险。在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设，我们预计随着工业硅及有机硅价格受益于反内卷有望企稳向上，公司收入及利润有望回到增长通道。基于以上假设，我们预测 2025E-2027E 营收分别为 308.00/359.00/371.00 亿元，同比增速分别为 15.4%/16.6%/3.3%，归属净利润分别为 1.46/16.84/25.56 亿元，同比增速分别为-91.6%/1049.4%/51.8%。若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等。极端悲观假设下，若工业硅需求不及预期，有机硅反内卷进度不及预期，则公司未来收入/业绩增速可能会有所下滑。假设悲观情况下，2025E-2027E 公司营业收入同比增速分别降低至 9.6%/10.4%/3.3%，则对应测算归母净利润同比增速将分别降低至-100.7%/892.0%/44.0%。

表 6：公司收入和利润敏感性分析（单位：百万元）

	基准情形				悲观情形			
	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	26692	30800	35900	37100	26692	29260	32310	33390
同比	0.4%	15.4%	16.6%	3.3%	0.4%	9.6%	10.4%	3.3%
毛利率	20.5%	7.1%	12.5%	15.4%	20.7%	6.1%	11.5%	14.4%
归母净利润	1740	146	1684	2556	1740	-13	-128	-184
同比	-33.6%	-91.6%	1049.4%	51.8%	-33.6%	-100.7%	892.0%	44.0%
净利率	6.5%	0.5%	4.7%	6.9%	6.5%	0.0%	-0.4%	-0.6%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	26692	30800	35900	37100	货币资金	1791	2862	6547	29253
营业成本	21209	28600	31400	31400	交易性金融资产	93	93	93	93
毛利	5483	2200	4500	5700	应收账款	441	863	1013	973
%营业收入	21%	7%	13%	15%	存货	9509	12125	13200	13416
营业税金及附加	504	572	670	692	预付账款	334	683	675	670
%营业收入	2%	2%	2%	2%	其他流动资产	1378	1534	1599	1623
销售费用	56	56	67	70	流动资产合计	13546	18161	23127	46029
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	48	59	69	80
管理费用	703	924	1077	1113	投资性房地产	189	133	72	13
%营业收入	3%	3%	3%	3%	固定资产合计	33395	23886	17344	15309
研发费用	572	924	1077	1113	无形资产	5066	6482	7839	8993
%营业收入	2%	3%	3%	3%	商誉	5	5	5	5
财务费用	892	0	0	0	递延所得税资产	268	388	388	388
%营业收入	3%	0%	0%	0%	其他非流动资产	38256	40181	48218	58248
加: 资产减值损失	-933	6	3	3	资产总计	90773	89295	97062	129065
信用减值损失	39	0	0	0	短期贷款	5633	2632	5632	35632
公允价值变动收益	3	0	0	0	应付款项	18562	21038	24266	24476
投资收益	94	91	115	118	预收账款	4	6	7	7
营业利润	2271	173	2150	3264	应付职工薪酬	360	522	571	565
%营业收入	9%	1%	6%	9%	应交税费	1843	2070	2416	2507
营业外收支	-42	15	15	15	其他流动负债	11526	9283	9283	9256
利润总额	2229	188	2165	3279	流动负债合计	37928	35551	42175	72443
%营业收入	8%	1%	6%	9%	长期借款	16750	16750	16750	16750
所得税费用	527	44	511	770	应付债券	0	0	0	0
净利润	1702	144	1653	2509	递延所得税负债	103	104	104	104
归属于母公司所有者的净利润	1740	146	1684	2556	其他非流动负债	3163	3946	3946	3946
少数股东损益	-38	-2	-30	-46	负债合计	57944	56351	62975	93244
EPS (元)	1.48	0.12	1.42	2.16	归属于母公司所有者权益	32851	32968	34141	35922
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	-22	-24	-54	-101
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	32830	32944	34087	35821
经营活动现金流净额	4517	13945	18009	12042	负债及股东权益	90773	89295	97062	129065
取得投资收益收回现金	155	91	115	118	基本指标				
长期股权投资	-11	-12	-10	-11		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-5607	-7305	-16937	-18683	每股收益	1.48	0.12	1.42	2.16
其他	1021	132	18	16	每股经营现金流	3.82	11.80	15.23	10.19
投资活动现金流净额	-4441	-7094	-16814	-18561	市盈率	37.54	454.36	39.53	26.04
债券融资	0	0	0	0	市净率	2.00	2.02	1.95	1.85
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	15.63	6.58	5.46	7.47
银行贷款增加 (减少)	8650	-3001	3000	30000	总资产收益率	2.0%	0.2%	1.8%	2.2%
筹资成本	-1751	-44	-510	-775	净资产收益率	5.3%	0.4%	4.9%	7.1%
其他	-7249	-2741	0	0	净利率	6.5%	0.5%	4.7%	6.9%
筹资活动现金流净额	-350	-5786	2490	29225	资产负债率	63.8%	63.1%	64.9%	72.2%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-274	1064	3685	22706	总资产周转率	0.31	0.34	0.39	0.33

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。