

行业景气低迷但曙光已现,公司聚焦优势主业可期渡过至暗时刻

合盛硅业 (603260.SH)

核心观点

2025年以来,受到低迷的产品价格影响,公司盈利有所下滑。但一方面目前公司主要产品价格都在底部,可以说价格继续下行的空间已经不大。另一方面,25年下半年以来,我们在有机硅、多晶硅行业均已经看到了“反内卷”相关政策或举措的落地。综合而言,我们认为行业景气度将逐步回暖,带动公司盈利的逐步回升。公司作为硅行业龙头,仍然有充分投资价值。

事件

近期,硅产业链正在落地“反内卷”相关政策或举措,包括但不限于:2025年12月,多家硅料龙头合资设立光和谦成公司。

简评

硅基新材料龙头企业,规模化一体化布局,成本行业领先。合盛硅业是我国硅化工行业中业务链最完整、生产规模最大的企业,目前形成以工业硅为基础产业的有机硅和光伏两大垂直产业链。目前公司具有工业硅产能122万吨/年,有机硅单体产能173万吨/年,多晶硅产能5万吨/年,规模化和成本优势显著。

工业硅:行业仍然磨底,公司依靠卓越成本优势取胜。工业硅的主要下游为有机硅和多晶硅。目前,虽然行业产能新增已经很少,且潜在还有部分产能退出。但由于光伏需求转弱,且下游有机硅、多晶硅均可能因为反内卷而产量缩减,预计工业硅供需小幅提振,且工业硅价格在2026年相比2025年小幅上行,且在27-28年维持小幅上行节奏;而合盛工业硅产能由于地处新疆能源成本较低、自备电厂且有技术工艺优势,成本显著低于同行,这使得即使行业仍然磨底,公司工业硅盈利预计也将较为可观。

有机硅:行业扩产大潮结束、行业自律反内卷,景气有望逐步回升。2025年有机硅行业由于供需失衡,景气仍然相对低迷。但如果展望2026年,一方面行业产能扩张基本已经结束、26年内预计没有新增大型产能;需求方面,消费电子、电器、电动汽车等。

维持

买入

卢昊

luhaobj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100005

SFC 编号:BVG915

邓天泽

dengtianze@csc.com.cn

010-56135295

SAC 编号:S1440522080003

发布日期: 2026年01月04日

当前股价: 52.70元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1个月	3个月	12个月
	-6.39/-8.46	8.15/5.39	-5.91/-22.39
12月最高/最低价(元)			65.50/45.19
总股本(万股)			118,220.69
流通A股(万股)			118,220.69
总市值(亿元)			623.02
流通市值(亿元)			623.02
近3月日均成交量(万)			1438.79
主要股东			
宁波合盛集团有限公司			41.16%

股价表现



领域预计仍将支撑内需维持小幅增长；且 26 年海外预计仍有部分产能退出，国内出口需求预计维持 15% 左右的较高水平。本文判断有机硅行业 2026 年开工率将从 2025 年的 73.46% 回升到 77.25% 左右。价格方面，由于有机硅行业企业已开启减产挺价，预计 26 年均价相比 25 年明显提高，且 27-28 年继续小幅上涨。

多晶硅：反内卷重点关注行业，承债式收储或成为良好退出途径

多晶硅由于此前数年产能投放极多、且光伏需求转弱，目前产能明显过剩，并成为国家反内卷政策的重点关注行业。价格方面，预计在反内卷政策关注下，多晶硅价格在 26 年相比 25 年有明显上涨，并在 27-28 年继续维持小幅上行。而公司多晶硅虽然原料自给，但并无明显成本优势，寻求退出对于公司是明智选择。特别若承债式收储启动，则对公司而言可能成为良好退出途径。

核心结论和投资建议：目前产业链景气度仍然低迷，但反内卷之下，行业反转的曙光已现，后续可预期公司聚焦在优势的工业硅、有机硅业务，且盈利随着行业转暖不断改善，债务问题也有望在进一步的盈利回升、股权融资之下得到有效缓解。本文预计公司 25、26、27、28 年归母净利润分别为-0.82、26.51、43.81、51.32 亿元，维持对公司的买入评级。

表 1：预测与比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	26583.56	26692.25	18814.04	22657.96	25815.61	26744.54
YoY(%)	12.37%	0.41%	-29.51%	20.43%	13.94%	3.60%
净利润(百万元)	2622.83	1740.48	-82.39	2651.16	4380.95	5132.32
YoY(%)	-49.05%	-33.64%	-104.73%	3317.73%	65.25%	17.15%
毛利率(%)	20.15%	20.54%	11.62%	23.76%	29.52%	31.96%
净利率(%)	9.72%	6.38%	-0.43%	11.44%	16.60%	18.77%
ROE(%)	8.09%	5.30%	-0.25%	7.64%	11.56%	12.32%
EPS(摊薄/元)	2.219	1.472	-0.070	2.243	3.706	4.341
P/E(倍)	24.77	37.33	-788.59	24.51	14.83	12.66
P/B(倍)	2.00	1.98	1.98	1.87	1.71	1.56

资料来源：Wind、中信建投

风险提示：

(1) 行业格局优化不及预期的风险：在国家反内卷政策号召及行业自律减产之下，无论工业硅、有机硅、多晶硅行业均出现了供给收缩的良好势头。但这种供应收缩是否能够维持，仍然难以定论。如果供给端行业格局的优化速度不及预期，则行业可能仍然难以实现供需和价格的反转。**(2) 下游需求不及预期：**多晶硅、有机硅等产品需求不及预期将会影响公司经营情况。**(3) 原材料价格上涨风险：**工业硅原料石油焦、碳质还原剂、电费价格上涨可能影响公司的毛利率，进而影响公司的盈利能力。

分析师介绍

卢昊

中信建投证券石化能源及化工行业首席分析师。上海交通大学硕士，具备 4 年化工实业和 7 年证券研究经验。

邓天泽

复旦大学物理学本科，人民大学金融学硕士。2019 年 7 月加入中信建投化工组，主要覆盖煤化工、吸附分离材料、饲料氨基酸、纯碱、钾肥、民爆等领域。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投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，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。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。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。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

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。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：(8610) 56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：(8621) 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：(86755) 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：(852) 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk