

合盛硅业 (603260.SH)

增持 (维持)

光伏板块拖累全年业绩，一季度有机硅价格大幅上涨

事件：公司发布 2025 年年报和 2026 年一季报，2025 年公司实现收入 205 亿元，同比下降 23.20%，归母净利润-29.9 亿元，同比下降 271.8%，扣非净利润-31.1 亿元，同比下降 302.1%，公司计提的存货跌价损失及长期资产减值损失合计 16.99 亿元；2026 年一季度公司实现收入 50.1 亿元，同比下降 4.25%，归母净利润 0.77 亿元，同比下降 70.2%。

□ 全年工业硅和有机硅景气度偏低，光伏业务板块拖累较大。2025 年，工业硅、有机硅和多晶硅行业处于阶段性供需结构深度调整期，产品价格面临下行压力。报告期内，公司工业硅实现收入 90.8 亿元，同比下降 34.1%，毛利率 16.5%，同比下降 9.62 pct，销量 110.6 万吨，同比下降 10.1%，均价 0.82 万元/吨，同比下跌 26.6%；有机硅实现收入 95.7 亿元，同比下降 21.5%，毛利率 11.77%，同比下降 4.94 pct，其中硅橡胶销量 74.7 万吨，同比下降 10.5%，销售均价 1.09 万元/吨，同比下降 12.1%。全年公司业绩亏损的主要原因集中于光伏业务板块，多晶硅行业虽在政策与市场协同作用下逐步修复，但仍面临短期需求不足、库存较高等挑战。在此背景下，公司光伏业务受多晶硅产线停产以及光伏组件产线产能利用率偏低等因素叠加影响，产生了较大的停工损失与运营亏损。

□ 一季度工业硅价格底部盘整，有机硅价格环比大幅上涨。2026 年一季度，公司工业硅收入 26.7 亿元，同比增长 10.1%，销量 34.0 万吨，同比增长 31%，销售均价 0.78 万元/吨，同比下降 16%，环比下降 3.45%；硅橡胶收入 16.5 亿元，同比下降 20.0%，销量 13.1 万吨，同比下降 24.4%，销售均价 1.26 万元/吨，同比上涨 5.7%，环比上涨 20.6%。自 2025 年四季度以来，有机硅随着行业自律协同的深度推进与供需结构的持续改善，价格已呈现显著回升态势，整体看，下游需求的有效支撑与供给端的主动调整形成合力，推动市场逐步好转。多晶硅市场在政策修复中仍受短期需求不足与高库存制约，行业正处于转型阵痛与重构并存的深度调整期。

□ 公司产业链一体化优势明显，行业景气回升业绩弹性大。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，截至 2025 年末，公司工业硅产能 122 万吨/年，有机硅单体产能 173 万吨/年，多晶硅产能 5 万吨/年，已经与多晶硅、有机硅、硅铝合金行业中的龙头企业、知名企业建立了广泛、密切的业务合作关系。公司行业龙头地位突出，当前工业硅市场价底部盘整，有机硅市场持续上行，核心产品景气度上行，公司业绩向上弹性大。此外，公司碳化硅产品在关键技术指标方面已追赶上国际龙头企业水平，6/8 英寸碳化硅衬底已全面量产，良率和质量均处于行业前列，12 英寸碳化硅衬底研发顺利，已推进送样，光学用 8/12 英寸衬底研发也取得突破。

□ 维持“增持”投资评级。预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 6.78 亿、13.83 亿、22.24 亿元，EPS 分别为 0.57、1.17、1.88 元，当前股价对应 PE 分别为 78、38、24 倍，维持“增持”投资评级。

□ 风险提示：核心产品价格下跌、下游市场需求不足、新项目投产不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
------	------	------	-------	-------	-------

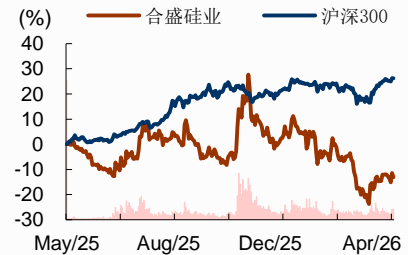
周期/化工
目标估值：NA
当前股价：44.6 元

基础数据

总股本 (百万股)	1182
已上市流通股 (百万股)	1182
总市值 (十亿元)	52.7
流通市值 (十亿元)	52.7
每股净资产 (MRQ)	24.9
ROE (TTM)	-10.8
资产负债率	63.5%
主要股东	罗立国
主要股东持股比例	0.89%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	7	-9	-12
相对表现	-1	-13	-40



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

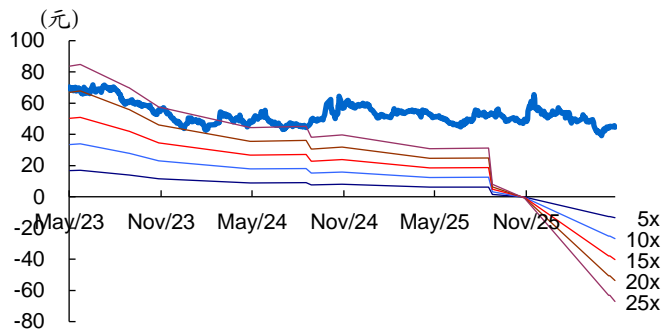
- 1、《合盛硅业 (603260) 一三季度业绩环比大幅改善，行业景气度仍在底部盘整》2025-11-01
- 2、《合盛硅业 (603260) 一上半年业绩有所承压，工业硅和有机硅景气度偏低》2025-08-29
- 3、《合盛硅业 (603260) 一景气度低迷业绩有所承压，行业双龙头地位稳固》2025-04-24

周锋 S1090515120001
zhouzheng3@cmschina.com.cn
曹承安 S1090520080002
caochengan@cmschina.com.cn

营业总收入(百万元)	26692	20499	21509	24291	27960
同比增长	0%	-23%	5%	13%	15%
营业利润(百万元)	2271	(2625)	1124	1952	3017
同比增长	-34%	-216%	143%	74%	55%
归母净利润(百万元)	1740	(2991)	678	1383	2224
同比增长	-34%	-272%	123%	104%	61%
每股收益(元)	1.47	-2.53	0.57	1.17	1.88
PE	30.3	-17.6	77.7	38.1	23.7
PB	1.6	1.8	1.8	1.7	1.6

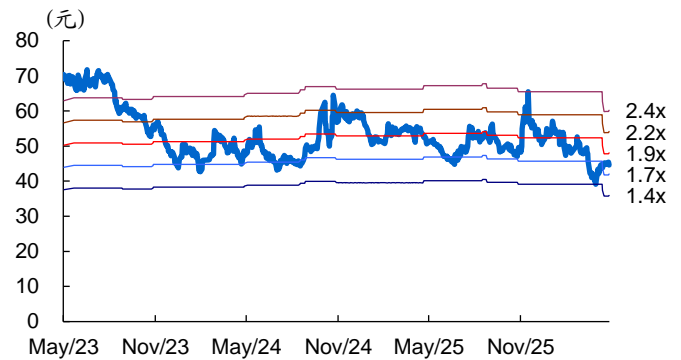
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 合盛硅业历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 合盛硅业历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	13546	11307	10534	11883	13326
现金	1791	2047	1858	2230	2364
交易性投资	93	11	11	11	11
应收票据	0	12	13	15	17
应收款项	441	714	749	846	974
其它应收款	321	264	277	313	360
存货	9509	7109	6466	7165	8106
其他	1392	1150	1160	1303	1494
非流动资产	77227	72299	69982	67905	66043
长期股权投资	48	50	50	50	50
固定资产	33395	31381	29576	27958	26509
无形资产商誉	5071	4981	4483	4035	3631
其他	38713	35887	35873	35861	35852
资产总计	90773	83607	80516	79788	79370
流动负债	37928	34427	30649	28588	26054
短期借款	5633	5393	9059	5236	332
应付账款	19190	17579	15989	17719	20046
预收账款	556	289	263	292	330
其他	12548	11165	5338	5341	5346
长期负债	20016	19881	19881	19881	19881
长期借款	16750	16211	16211	16211	16211
其他	3266	3671	3671	3671	3671
负债合计	57944	54309	50531	48469	45935
股本	1182	1182	1182	1182	1182
资本公积金	10884	10801	10801	10801	10801
留存收益	20785	17266	17944	19259	21345
少数股东权益	(22)	50	59	77	106
归属于母公司所有者权益	32851	29249	29927	31242	33328
负债及权益合计	90773	83607	80516	79788	79370

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	4517	4013	4222	6368	7066
净利润	1702	(3030)	687	1401	2254
折旧摊销	3108	3743	3773	3533	3317
财务费用	896	1162	1275	1128	912
投资收益	(124)	72	(478)	(478)	(478)
营运资金变动	(897)	2070	(1035)	784	1061
其它	(168)	(3)	0	0	0
投资活动现金流	(4441)	(1379)	(977)	(977)	(977)
资本支出	(5609)	(1192)	(1455)	(1455)	(1455)
其他投资	1168	(187)	478	478	478
筹资活动现金流	(350)	(2934)	(3434)	(5019)	(5954)
借款变动	(779)	(1557)	(2158)	(3823)	(4903)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(500)	(83)	0	0	0
股利分配	(804)	(532)	0	(68)	(138)
其他	1733	(761)	(1275)	(1128)	(912)
现金净增加额	(274)	(300)	(189)	372	135

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	26692	20499	21509	24291	27960
营业成本	21209	19005	17285	19156	21671
营业税金及附加	504	414	435	491	565
营业费用	56	61	64	72	83
管理费用	703	702	737	832	958
研发费用	572	521	547	618	711
财务费用	892	1165	1275	1128	912
资产减值损失	(894)	(1733)	(520)	(520)	(520)
公允价值变动收益	3	0	0	0	0
其他收益	311	569	569	569	569
投资收益	94	(91)	(91)	(91)	(91)
营业利润	2271	(2625)	1124	1952	3017
营业外收入	120	37	37	37	37
营业外支出	162	215	215	215	215
利润总额	2229	(2802)	947	1774	2840
所得税	527	228	260	373	586
少数股东损益	(38)	(40)	9	18	29
归属于母公司净利润	1740	(2991)	678	1383	2224

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	0%	-23%	5%	13%	15%
营业利润	-34%	-216%	143%	74%	55%
归母净利润	-34%	-272%	123%	104%	61%
获利能力					
毛利率	20.5%	7.3%	19.6%	21.1%	22.5%
净利率	6.5%	-14.6%	3.2%	5.7%	8.0%
ROE	5.3%	-9.6%	2.3%	4.5%	6.9%
ROIC	3.7%	-2.6%	3.2%	4.6%	6.1%
偿债能力					
资产负债率	63.8%	65.0%	62.8%	60.7%	57.9%
净负债比率	35.9%	32.8%	31.4%	26.9%	20.8%
流动比率	0.4	0.3	0.3	0.4	0.5
速动比率	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4
存货周转率	2.5	2.3	2.5	2.8	2.8
应收账款周转率	29.7	35.1	28.9	29.9	30.2
应付账款周转率	1.2	1.0	1.0	1.1	1.1
每股资料(元)					
EPS	1.47	-2.53	0.57	1.17	1.88
每股经营净现金	3.82	3.39	3.57	5.39	5.98
每股净资产	27.79	24.74	25.31	26.43	28.19
每股股利	0.45	0.00	0.06	0.12	0.19
估值比率					
PE	30.3	-17.6	77.7	38.1	23.7
PB	1.6	1.8	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	16.6	50.5	16.4	15.3	14.0

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。