

公司研究

颗粒硅现金成本维持行业领先，钙钛矿、新材料等新兴业务发展可期

——协鑫科技（3800.HK）2025 年年报点评

要点

事件：公司发布 2025 年年报，2025 年实现营业收入 144.25 亿元，同比-4.46%，实现归母净利润-28.68 亿元，同比减亏，2025 年度 EBITDA 28.48 亿元。

颗粒硅市占率持续提升，现金成本持续下降保持行业领先。

公司凭借颗粒硅的产品竞争力提升实现市占率的稳步提升，2025 年颗粒硅市场占比同比+8.3 个 pct 至 22.9%；2025 年公司颗粒硅平均对外含税销售价格约为 40.0 元/kg（同比增加 1.35 元/kg），在硅片销量同比-28.6%的基础上光伏材料业务营业收入同比-4.1%至 143.41 亿元。公司通过持续的技改优化使得颗粒硅的现金成本（含研发）持续下降，2025 年平均为 25.12 元/kg（同比下降 8.4 元/kg），2025 年逐季下降至 Q4 的 24.03 元/kg，带动板块毛利率同比+26.3 个 pct 至 9.4%，板块亏损大幅收窄（从 2024 年的-53.47 亿元减少至-20.85 亿元）。2026Q1 公司颗粒硅平均对外销售含税售价约 44.04 元/kg（相较 2025Q4 环比降低 4.45 元/kg），平均生产现金成本（含研发）约为 25.37 元/kg（相较 2025Q4 环比提升 1.34 元/kg），光伏材料业务分部实现 EBITDA 约 5.64 亿元。

颗粒硅品质稳定提升，客户集中度持续提升。

公司持续推进工艺优化、技术升级与材料迭代，颗粒硅产品质量实现稳步提升，截至 2025Q4 公司颗粒硅的 5 金属总元素杂质含量 $\leq 0.5\text{ppbw}$ 的产品稳定水平提升至 98.0%，已基本全面实现浊度低于 100NTU，同时浊度 $\leq 70\text{NTU}$ 的产品比例提升至 91.0%。在品质提升的背景下公司客户集中度持续提升，前五大客户的出货量已经从 2023 年的 14.71 万吨稳步提升至 2025 年的 20.19 万吨。

高度重视研发投入，钙钛矿、新材料等新兴业务发展可期。

公司始终重视研发投入，2025 年研发投入 8.49 亿元，研发费用率 5.88%。在研发支持下公司各项新兴业务均实现突破：钙钛矿方面，协鑫光电的 GW 级钙钛矿产业基地正式投产，全尺寸组件（ 2.76m^2 ）量产效率突破 27%，2026 年 2 月成为全球首家获钙钛矿叠层组件 IEC 双认证的企业；新材料方面，公司通过 60 万吨自产硅烷气、CVD 工艺及低碳排放等优势，开创硅碳负极新路径，同时前沿布局碳纳米材料，以满足未来新型新能源电池的技术需求。

维持“买入”评级：产业链价格及盈利持续承压，我们下调盈利预测，预计公司 26-28 年实现归母净利润-2.99/10.62/20.12 亿元（转亏/下调 47%/新增）。公司颗粒硅产品竞争优势逐步显现，布局的硅烷气、钙钛矿等技术有望贡献新成长空间，我们看好公司后续发展前景，**维持“买入”评级。**

风险提示：行业波动风险；订单履行风险；核心技术人员流失的风险；技术替代、项目达产不及预期等风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	15098	14425	13753	15112	16448
营业收入增长率	-55.20%	-4.46%	-4.66%	9.88%	8.84%
净利润（百万元）	-4750	-2868	-299	1062	2012
净利润增长率	-289.25%	-	-	-	89.51%
EPS（元）	-0.18	-0.10	-0.01	0.03	0.06
ROE（归属母公司）（摊薄）	-11.91%	-7.44%	-0.75%	2.66%	4.94%
P/E	-	-	-	25	13
P/B	0.6	0.6	0.7	0.7	0.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-5-7；汇率：按 1HKD=0.8716CNY 换算

买入（维持）

当前价：0.92 港元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452071

yinzs@ebsec.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

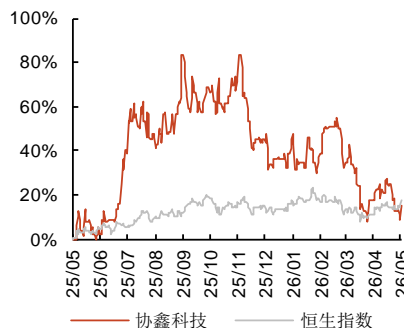
021-52523827

haopian@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	332.16
总市值(亿港元)	305.59
一年最低/最高(港元)	0.80/1.47
近 3 月换手率	56.04%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-8.14	-15.40	0.46
绝对	-2.13	-16.36	17.95

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	15,098	14,425	13,753	15,112	16,448
销售成本	-17,608	-13,089	-12,077	-12,275	-12,685
毛利	-2,510	1,336	1,676	2,837	3,764
其他收入	1,009	997	950	1,044	1,136
销售费用	-290	-363	-346	-380	-414
管理费用	-1,855	-1,613	-1,401	-1,388	-1,346
其他支出	314	-618	-589	-647	-705
信用减值损失-扣除拨回	-989	-1,761	-100	0	0
财务费用	-618	-467	-463	-471	-479
分占合营公司盈利/亏损	-1,254	-207	-7	193	293
除税前盈利	-6,193	-2,696	-281	1,187	2,249
所得税开支	545	-227	-24	-104	-198
净利润	-5,648	-2,923	-305	1,082	2,051
归属本公司所有者净利	-4,750	-2,868	-299	1,062	2,012
稀释每股收益 (元)	-0.18	-0.10	-0.01	0.03	0.06

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	-3,304	-3,502	3,538	5,435	5,940
净利润	-5,648	-2,923	-305	1,082	2,051
折旧摊销	4,096	4,197	3,687	3,450	3,240
减: 净营运资金增加	2,373	7,065	-156	-903	-649
其他	-4,125	-11,842	312	1,806	1,299
投资活动现金流	-6,036	-1,737	-1,561	-1,561	-1,561
资本性支出	-4,364	-1,556	-1,561	-1,561	-1,561
其他	-1,672	-181	0	0	0
融资活动现金流	7,689	9,395	312	312	312
债务净变化	8,678	5,624	312	312	312
股本净变化	-22	6,318	0	0	0
其他	-967	-2,547	0	0	0
净现金流	-1,651	4,156	2,289	4,186	4,691

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	-17%	9%	12%	19%	23%
归母净利润率	-31%	-20%	-2%	7%	12%
ROE	-12%	-7%	-1%	3%	5%
ROIC	-8%	-4%	0%	2%	4%
ROA	-6%	-4%	0%	1%	2%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	44%	43%	42%	44%	45%
货币资金/流动负债合计	0.17	0.23	0.34	0.40	0.47
流动比率	1.17	1.23	1.34	1.40	1.47
速动比率	0.93	0.85	0.84	0.79	0.74

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
非流动资产	48,729	45,614	43,462	41,591	39,931
不动产、厂房和设备	34,761	31,015	28,980	27,178	25,580
联营公司及共同控制体权益	5,722	3,369	3,369	3,369	3,369
无形资产	63	65	67	68	68
递延所得税资产	1,111	854	854	854	854
其他非流动资产	7,072	10,312	10,193	10,124	10,060
流动资产	26,145	30,269	30,963	35,961	41,328
存货	2,014	1,897	1,871	1,970	2,106
应收账款及票据	11,556	12,690	11,335	11,615	11,729
受限制存款及现金	4,702	4,595	4,381	4,814	5,239
预付款项、按金及其他应	0	0	0	0	0
现金及现金等价物	5,174	9,292	11,581	15,767	20,459
其他流动资产	2,699	1,795	1,795	1,795	1,795
非流动负债	10,150	7,912	8,015	8,117	8,220
长期借款	8,353	6,047	6,149	6,252	6,354
其他非流动负债	1,797	1,865	1,865	1,865	1,865
流动负债	22,431	24,554	23,146	25,630	28,208
应付账款及票据	10,967	10,947	9,430	8,902	8,495
应计费用及其他应付款	312	252	233	237	244
短期借款	10,636	12,364	12,574	12,783	12,993
其他流动负债	517	991	910	3,708	6,476
母公司拥有人应占权益	37,177	39,867	39,717	40,248	41,254
股本	2,343	2,919	2,919	2,919	2,919
储备	34,834	36,947	36,798	37,329	38,335
非控股权益	5,116	3,550	3,547	3,557	3,577

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	1.92%	2.52%	2.52%	2.52%	2.52%
管理费用率	12.28%	11.18%	10.18%	9.18%	8.18%
财务费用率	4.10%	3.23%	3.37%	3.12%	2.91%
所得税率	8.80%	-8.41%	-8.41%	8.80%	8.80%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
稀释每股收益 (元)	-0.18	-0.10	-0.01	0.03	0.06
每股经营现金 (元)	-0.12	-0.12	0.11	0.16	0.18
每股净资产 (元)	1.38	1.40	1.20	1.21	1.24
每股股利 (元)	-	-	-	-	-
每股销售收入 (元)	0.56	0.51	0.41	0.45	0.50

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	-	-	-	25	13
PB	0.58	0.57	0.67	0.66	0.65
EV/EBITDA	-38.52	33.81	16.25	12.27	10.49
股息率	-	-	-	-	-

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司

香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼