

战略转型再拓新篇

华泰研究

2026年5月18日 | 中国香港

公告点评

新能源及动力系统

公司发布《整体战略转型规划》，将以“硅、锂、碳”为核心，打造新能源材料多元化产品矩阵，覆盖上游资源整合、先进材料制造、行业标准制定及前沿科技闭环的高价值产业链。公司颗粒硅经营稳健，1Q26光伏材料业务分部 EBITDA 为 5.64 亿元，同比+11.7%，颗粒硅平均现金成本为 25.37 元/kg，同比下降 6.3%，我们看好公司持续降低颗粒硅生产成本、提升产品品质，有望受益于行业供需格局重塑。同时，公司深化战略转型，加速拓展磷酸铁锂、硅碳负极等新业务，并积极布局海外产能与上游矿产资源，有望贡献业绩增量，维持“买入”评级。

布局铁红法磷酸铁锂，卡位高端动力与长时储能

公司采用铁红法工艺制备磷酸铁锂，具备流程极简、低能耗、零排放的绿色制造属性。根据高工锂电统计，公司铁红法工艺单吨成本较传统磷酸铁法降低 1600-2000 元。在 CIBF2026 上，协鑫锂电展示其第四代半产品 C16 与第五代产品 C18 两款高压实磷酸铁锂材料，两款产品在压实密度、容量、平台电压等核心指标上均处于行业领先水平，满足高端动力与长时储能需求。目前公司乐山鑫能项目已建成 20 万吨产能并进入生产调试阶段，依托于优质品质与成本优势，公司产品已通过国内动力及储能头部企业认证，并实现批量导入与提前锁产。展望后续，公司将持续深化与核心客户在联合研发、定制化产品开发及供应链安全等领域的战略协同，受益于下游旺盛意向需求持续推进产能扩张。

依托硅烷气原料优势，加速硅碳负极产业化应用

公司作为全球最大硅烷气生产商，将对徐州及乐山基地部分颗粒硅产能进行技术改造与装置复用，通过 CVD 工艺实现多孔碳均匀沉积与包裹，打造低成本、规模化量产壁垒，加速硅碳负极在高端动力电池、消费电子及低空经济等场景的导入。展望后续，公司将与下游标杆客户建立联合验证与应用开发平台，以快速适配多场景、差异化的市场需求，缩短从材料创新到产业化应用的转化周期。

拓展国际化布局，强化原材料自主可控

公司将在合法合规框架下，通过产业资本合作、设立海外运营实体等方式，布局海外产能，实现对核心客户的属地化供应、即时技术响应与全流程碳足迹追溯，以贴近核心市场并获取绿色溢价。针对战略性新兴产业的上游需求，公司积极推进全球范围内锂、磷、钴、铁等核心矿产资源的整合与锁定，从源头实现材料成本可控与供应链安全自主。

盈利预测与估值

考虑到新业务盈利能力及出货规模暂不明朗，我们审慎起见暂不考虑新业务业绩贡献，基本维持公司 26-28 年归母净利润为 12.77/21.41/27.04 亿元，对应 EPS 为 0.04/0.06/0.08 元。我们看好全球能源转型支撑光伏中长期需求向好，叠加落后产能出清优化竞争格局，27 年产业链盈利能力有望回归合理水平，且公司磷酸铁锂等新业务有望 27 年开始放量，因此切换至 27 年估值，参考可比公司 Wind 一致预期 PE 均值为 34.25x，给予公司 2027 年 34.25xPE，结合港元：人民币为 1: 0.8734，给予目标价为 2.35 港元（前值 1.70 港元，对应 26 年 39.29xPE）。

风险提示：下游需求不及预期；供给侧改革不及预期；光伏产业链价格修复不及预期；新业务拓展不及预期。

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

2.35

刘俊

SAC No. S0570523110003
SFC No. AVM464

研究员

karlliu@htsc.com
+(852) 3658 6000

边文蛟

SAC No. S0570518110004
SFC No. BJSJ399

研究员

bianwenjiao@htsc.com
+(86) 755 8277 6411

苗雨菲

SAC No. S0570523120005
SFC No. BTM578

研究员

miaoyufei@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

宫宇博*

SAC No. S0570124070070

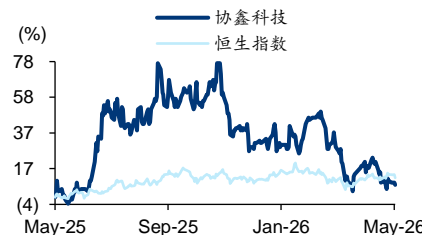
联系人

gongyubo@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

收盘价 (港币 截至 5 月 15 日)	0.89
市值 (港币百万)	29,563
6 个月平均日成交额 (港币百万)	380.15
52 周价格范围 (港币)	0.76-1.51

股价走势图



资料来源：S&P

经营预测指标与估值

会计年度 (人民币)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万)	14,425	16,950	18,468	19,630
+/-%	(4.46)	17.51	8.95	6.29
归属母公司净利润 (百万)	(2,868)	1,277	2,141	2,704
+/-%	39.63 (144.52)	67.67	26.29	
EPS (最新摊薄)	(0.09)	0.04	0.06	0.08
ROE (%)	(7.44)	3.12	5.04	6.18
PE (倍)	(9.19)	19.75	11.78	9.33
PB (倍)	0.66	0.60	0.58	0.57
EV EBITDA (倍)	21.46	6.78	5.56	5.08
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

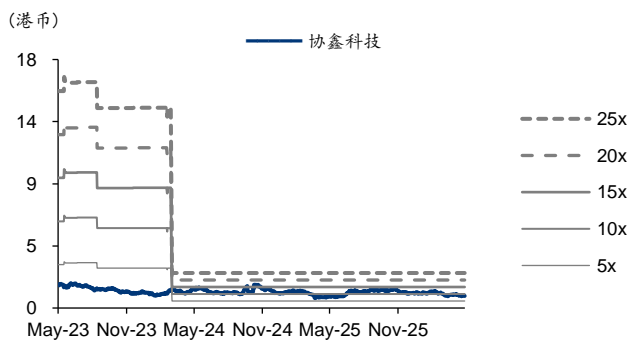
资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表1：可比公司估值表（Wind一致预期，截至2026年5月15日收盘价）

公司代码	公司简称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
600438 CH	通威股份	16.25	731.57	-0.55	0.52	1.09	-29.57	31.49	14.97
688303 CH	大全能源	21.19	454.57	0.02	0.56	1.22	950.22	37.91	17.31
601012 CH	隆基绿能	15.60	1,182.18	-0.03	0.47	0.83	-567.27	33.36	18.70
	均值						117.79	34.25	16.99

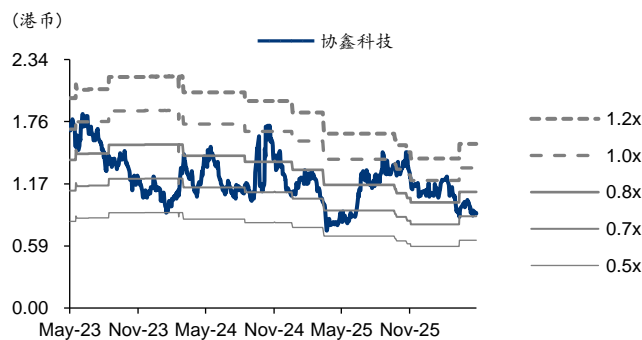
资料来源：Wind，华泰研究

图表2：协鑫科技 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表3：协鑫科技 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	15,098	14,425	16,950	18,468	19,630
销售成本	(17,608)	(13,089)	(12,932)	(13,486)	(14,023)
毛利润	(2,510)	1,336	4,019	4,982	5,607
销售及分销成本	(289.67)	(363.02)	(339.01)	(350.89)	(353.34)
管理费用	(1,855)	(1,613)	(1,695)	(1,754)	(1,826)
其他收入/支出	314.22	(617.86)	(198.32)	(203.15)	(210.04)
财务成本净额	(618.38)	(466.61)	(350.00)	(300.00)	(300.00)
应占联营公司利润及亏损	(1,254)	(207.38)	120.00	250.00	400.00
税前利润	(6,193)	(2,696)	1,576	2,643	3,338
税费开支	545.00	(226.86)	(157.64)	(264.31)	(333.80)
少数股东损益	897.56	55.46	(141.87)	(237.88)	(300.42)
归母净利润	(4,750)	(2,868)	1,277	2,141	2,704
折旧和摊销	(4,017)	(4,112)	(4,236)	(4,363)	(4,450)
EBITDA	(1,557)	1,883	6,162	7,306	8,088
EPS (人民币, 基本)	(0.18)	(0.09)	0.04	0.06	0.08

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
存货	2,014	1,897	2,054	2,216	2,302
应收账款和票据	16,255	17,380	19,346	20,668	21,864
现金及现金等价物	5,174	9,292	9,757	9,952	10,151
其他流动资产	791.49	679.38	733.16	805.84	829.99
总流动资产	26,145	30,269	31,633	32,731	33,855
固定资产	34,761	31,015	31,635	31,951	32,271
无形资产	1,519	1,567	1,599	1,615	1,631
其他长期资产	7,993	10,595	10,983	11,345	11,860
总长期资产	48,729	45,614	46,526	46,992	47,462
总资产	74,874	75,883	78,159	79,722	81,317
应付账款	10,967	10,947	10,606	11,871	11,500
短期借款	10,691	12,406	12,654	12,401	12,153
其他负债	0.00	0.00	1,295	458.36	1,182
总流动负债	22,431	24,554	24,556	24,731	24,835
长期债务	8,405	6,097	6,219	6,095	5,973
其他长期债务	1,745	1,815	1,833	1,851	1,870
总长期负债	10,150	7,912	8,052	7,946	7,843
股本	2,343	2,919	2,919	2,919	2,919
储备/其他项目	34,834	36,947	38,941	40,197	41,490
股东权益	37,177	39,867	41,860	43,116	44,409
少数股东权益	5,116	3,550	3,692	3,930	4,230
总权益	42,293	43,416	45,552	47,045	48,639

估值指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	(4.71)	(9.19)	19.75	11.78	9.33
PB	0.60	0.66	0.60	0.58	0.57
EV EBITDA	(29.92)	21.46	6.78	5.56	5.08
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	(29.70)	(26.61)	8.13	21.85	20.07

资料来源:公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
EBITDA	(1,557)	1,883	6,162	7,306	8,088
融资成本	618.38	466.61	350.00	300.00	300.00
营运资本变动	(2,373)	(7,065)	(2,519)	(290.68)	(1,677)
税费	545.00	(226.86)	(157.64)	(264.31)	(333.80)
其他	(536.82)	1,441	675.14	(1,487)	(76.81)
经营活动现金流	(3,304)	(3,502)	4,511	5,564	6,300
CAPEX	(4,230)	(1,500)	(1,350)	(1,080)	(864.24)
其他投资活动	(1,807)	(236.61)	(249.99)	(94.29)	(96.36)
投资活动现金流	(6,036)	(1,737)	(1,600)	(1,175)	(960.60)
债务增加量	13,985	11,449	370.07	(377.47)	(369.93)
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(6,295)	(2,054)	366.49	(1,185)	(1,710)
融资活动现金流	7,689	9,395	736.56	(1,563)	(2,080)
现金变动	(1,651)	4,156	3,647	2,827	3,259
年初现金	6,821	5,174	9,292	12,939	15,766
汇率波动影响	3.53	(37.70)	0.00	0.00	0.00
年末现金	5,174	9,292	12,939	15,766	19,026

业绩指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
增长率 (%)					
营业收入	(55.20)	(4.46)	17.51	8.95	6.29
毛利润	(121.47)	(153.22)	200.83	23.96	12.55
营业利润	(231.21)	(71.01)	(241.96)	49.64	20.38
净利润	(289.25)	39.63	(144.52)	67.67	26.29
EPS	(289.38)	(51.07)	(144.52)	67.67	26.29
盈利能力比率 (%)					
毛利率	(16.63)	9.26	23.71	26.97	28.56
EBITDA	(10.32)	13.05	36.35	39.56	41.20
净利率	(31.46)	(19.88)	7.53	11.59	13.77
ROE	(11.91)	(7.44)	3.12	5.04	6.18
ROA	(6.03)	(3.80)	1.66	2.71	3.36
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	37.45	23.11	21.78	19.82	17.96
流动比率	1.17	1.23	1.29	1.32	1.36
速动比率	1.08	1.16	1.20	1.23	1.27
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.19	0.19	0.22	0.23	0.24
应收账款周转天数	458.69	419.71	390.00	390.00	390.00
应付账款周转天数	257.75	301.36	300.00	300.00	300.00
存货周转天数	50.07	53.78	55.00	57.00	58.00
现金转换周期	251.01	172.14	145.00	147.00	148.00

每股指标 (人民币)

EPS	(0.18)	(0.09)	0.04	0.06	0.08
每股净资产	1.38	1.20	1.26	1.30	1.34

免责声明

分析师声明

本人, 刘俊、边文姣、苗雨菲, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意, 标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格)。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券(华泰证券(美国)有限公司除外)不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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, 华泰证券及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 协鑫科技（3800 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师刘俊、边文姣、苗雨菲本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 协鑫科技（3800 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的12个月内担任了标的证券公开发行或144A条款发行的经办人或联席经办人。
- 协鑫科技（3800 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前12个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 协鑫科技（3800 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后3个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 协鑫科技（3800 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力(含此期间的股息回报)相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数, 台湾市场基准为台湾加权指数, 日本市场基准为日经 225 指数, 新加坡市场基准为海峡时报指数, 韩国市场基准为韩国有价证券指数, 英国市场基准为富时 100 指数, 德国市场基准为 DAX 指数), 具体如下:

行业评级

增持: 预计行业股票指数超越基准
中性: 预计行业股票指数基本与基准持平
减持: 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入: 预计股价超越基准 15% 以上
增持: 预计股价超越基准 5%~15%
持有: 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出: 预计股价弱于基准 15% 以上
暂停评级: 已暂停评级、目标价及预测, 以遵守适用法规及/或公司政策
无评级: 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231
新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019
电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521
电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码: 518017
电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062
电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123
电子邮件: research@htsc.com
<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东(纽约 10017)
电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话: +65 68603600
传真: +65 65091183
<https://www.htsc.com.sg>

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/
邮政编码: 100032
电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275
电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120
电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068
电子邮件: ht-rd@htsc.com

©版权所有 2026 年华泰证券股份有限公司