

## 合盛硅业 (603260.SH)

## 买入 (维持评级)

### 2025 年公司业绩承压，有机硅 2026 年景气有望上行

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	26,692	20,499	23,643	26,806	28,762
增长率 yoy (%)	0.4	-23.2	15.3	13.4	7.3
归母净利润 (百万元)	1,740	-2,991	1,175	2,172	2,737
增长率 yoy (%)	-33.6	-271.8	139.3	84.9	26.1
ROE (%)	5.2	-10.3	3.9	6.9	8.1
EPS 最新摊薄 (元)	1.47	-2.53	0.99	1.84	2.32
P/E (倍)	28.1	-16.4	41.7	22.5	17.9
P/B (倍)	1.5	1.7	1.6	1.5	1.4

资料来源: 聚源数据, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

**事件:** 2026年4月16日, 合盛硅业发布2025年度报告, 公司2025年营业收入为204.99亿, 同比下跌23.20%; 归母净利润-29.91亿元, 同比下跌271.84%; 扣非净利润-31.13亿元, 同比下跌302.07%。

2026年4月29日, 合盛硅业发布2026一季报, 公司1Q26营业收入为50.06亿, 同比下跌4.25%; 归母净利润0.77亿元, 同比下跌70.21%。

**点评: 2025 年公司盈利承压。** 2025 年公司总体销售毛利率 7.29%, 较 2024 年下降 13.26pcts。2025 年公司财务费用同比上涨 30.67%, 主要系借款利息增加所致; 销售费用同比增加 7.91%; 研发费用同比下跌 8.79%。我们认为, 公司 2025 年盈利水平承压的主要原因是公司所处行业整体经历阶段性供需结构调整, 主要产品价格持续承压; 此外, 由于公司光伏业务产生了较大的停工损失与运营亏损, 对相关资产计提了减值准备 17.30 亿元, 对公司盈利水平产生较大影响; 我们认为, 由于有机硅价格回暖, 1Q26 公司盈利水平跌幅收窄。

**2025 年公司经营活动净现金流同比下跌。** 2025 年公司经营活动产生的现金流量净额为 40.13 亿元, 同比下跌 11.16%; 投资性活动产生的现金流量净额为-13.79 亿元, 主要系光伏项目建设进度放缓, 支付工程设备款减少所致; 筹资活动产生的现金流量净额为-29.34 亿元, 主要系银行借款到期归还所致。期末现金及现金等价物余额为 4.81 亿元, 同比下跌 37.80%。应收账款 7.14 亿元, 同比上升 62.07%, 应收账款周转率上涨, 从 2024 年同期的 29.72 次变为 35.51 次。存货周转率下降, 从 2024 年同期的 2.55 次变为 2.29 次。

**光伏行业深度调整, 对公司业绩形成一定压力。** 根据公司 2025 年年报, 2025 年光伏行业经历了从规模扩张转向高质量发展的主动调整, 多晶硅市场在政策修复中受短期需求不足与高库存制约。2025 年国内多晶硅产量约为 133 万吨, 同比大幅减少 27.8%, 多晶硅厂家普遍降负运行; 尽管全年中国光伏新增装机量在相关政策刺激下达 3.17 亿千瓦, 同比增长 14%, 但整体装机增速明显放缓, 行业正处于转型阵痛与重构并存的深度调整期。

根据公司 2025 年年报, 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

#### 股票信息

行业	基础化工
2026年05月20日收盘价(元)	42.20
总市值(百万元)	49,889.13
流通市值(百万元)	49,889.13
总股本(百万股)	1,182.21
流通股本(百万股)	1,182.21
近3月日均成交额(百万元)	426.37

#### 作者



分析师 肖亚平

SAC: S1070523020001

邮箱: xiaoyaping@cgws.com



分析师 王彤

SAC: S1070525100002

邮箱: wangtong@cgws.com

#### 相关研究

- 1、《3Q25 公司环比实现扭亏为盈, 静待工业硅-多晶硅产业链景气回升》2025-11-18

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。根据公司 2025 年度计提资产减值准备的公告，公司对合并报表范围内截至 2025 年 12 月 31 日存在减值迹象的资产相应计提了减值准备 17.30 亿元，其中在建工程减值损失 8.70 亿元。我们认为，公司持续优化光伏板块资产与业务结构，后续业绩压力有望减缓。

**有机硅价格回升，利好公司业绩修复。**根据公司 2025 年报，公司有机硅板块 2025 年实现营业收入 95.75 亿元，占主营收入 47.30%，毛利率 11.77%。根据公司 2025 年报，2025 年国内聚硅氧烷均价同比回落约 12%，4Q25 伴随行业自律协同推进，其价格企稳回升；2025 年聚硅氧烷消费量同比增长 9.5%。根据公司 2025 年度主要经营数据公告，2025 年公司硅橡胶、硅油、环体硅氧烷全年均价同比分别下降 12.13%、0.75%、8.00%，4Q25 核心产品均价均环比回升。根据财联社及百川盈孚，2025 年末有机硅“反内卷”行业会议召开，企业达成减产 30% 的共识，并落地错峰减排调控措施，有机硅价格逐步回升，行业盈利水平得到初步修复。进入 2026 年，根据百川盈孚，有机硅市场继续执行减产提价的政策引导，有机硅 DMC 价格延续上涨趋势，截至 2026 年 4 月 23 日，有机硅 DMC 价格为 14800 元/吨，而 2025 年有机硅 DMC 均价仅 12337.9 元/吨。

根据公司 2025 年年报，公司工业硅板块 2025 年实现营业收入 90.77 亿元，占主营收入 44.84%，毛利率 16.48%。2025 年国内工业硅市场需求收缩，全年均价同比下降约 27%，4Q25 伴随有机硅行业需求增加而价格回升。根据公司 2025 年度主要经营数据公告，2025 年公司工业硅产量 145.47 万吨，对外销量 110.56 万吨，全年均价 8198.51 元/吨，同比下降 26.63%，4Q25 均价环比上涨 2.46%。我们认为，在行业减产逐步落地的背景下，有机硅行业景气上行，产品价格上涨，也有望增加对工业硅的需求，利好公司盈利修复。

**公司协同技术创新与主业深耕，有望进一步提升全产业链优势。**根据公司关于 2026 年度“提质增效重回报”行动方案公告，2025 年公司聚焦硅基新材料领域实现多项突破：在有机硅领域，氨基硅油等高端产品实现产业化，布局医疗、电子级等高附加值产品；在碳化硅领域，完整掌握全产业链核心工艺，6/8 英寸衬底全面量产，12 英寸衬底研发顺利并推进送样，关键技术指标对标国际龙头。我们认为，公司产品产业化落地有利于长期发展。根据公司 2025 年报，公司拟通过转让中创智芯 100% 股权（交易金额 4.79 亿元）剥离非核心资产，预计完成资产减值计提实现风险出清。2026 年公司预计将适度收缩光伏业务投入，更加聚焦硅基主业，持续完善产业链布局。

**投资建议：**预计公司 2026-2028 年实现营业收入分别为 236.43/268.06/287.62 亿元，实现归母净利润分别为 11.75/21.72/27.37 亿元，对应 EPS 分别为 0.99/1.84/2.32 元，当前股价对应的 PE 倍数分别为 41.7X、22.5X、17.9X。我们基于以下几个方面：1) 有机硅行业减产提价的行业自律行动逐步落地，有望支撑有机硅产品价格上涨，利好公司业绩修复；2) 公司聚焦硅基主业发展，放缓光伏业务，剥离非核心资产，对业绩的压力有望逐渐放缓。我们看好有机硅景气延续，维持“买入”评级。

**风险提示：**原材料价格变动风险；下游需求不及预期风险；控股股东减持股份；偿债及资产减值风险等

## 财务报表和主要财务比率

### 资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	13546	11307	13925	13206	16695
现金	1791	2047	1773	2332	3595
应收票据及应收账款	441	726	732	855	883
其他应收款	321	264	410	354	466
预付账款	334	334	437	437	501
存货	9509	7109	9581	8318	10300
其他流动资产	1151	827	992	910	951
<b>非流动资产</b>	77227	72299	78967	85994	89484
长期股权投资	48	50	42	26	14
固定资产	33395	31381	39345	46452	51047
无形资产	5066	4977	5684	6499	7383
其他非流动资产	38718	35891	33895	33017	31040
<b>资产总计</b>	90773	83607	92892	99200	106179
<b>流动负债</b>	37928	34427	40942	46094	50198
短期借款	5633	5393	6574	9879	8973
应付票据及应付账款	19190	17579	27332	25156	31623
其他流动负债	13104	11455	7036	11059	9602
<b>非流动负债</b>	20016	19881	21449	20986	21542
长期借款	16750	16211	16568	16710	16964
其他非流动负债	3266	3671	4880	4276	4578
<b>负债合计</b>	57944	54309	62391	67080	71740
少数股东权益	-22	50	67	105	145
股本	1182	1182	1182	1182	1182
资本公积	11384	11301	11311	11315	11339
留存收益	20724	17206	18161	19923	22208
归属母公司股东权益	32851	29249	30433	32015	34294
<b>负债和股东权益</b>	90773	83607	92892	99200	106179

### 现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	4517	4013	9479	9485	10318
净利润	1702	-3030	1193	2210	2777
折旧摊销	3108	3743	3160	4080	4936
财务费用	892	1165	976	1119	1169
投资损失	-94	91	51	31	26
营运资金变动	-1895	275	3399	1035	68
其他经营现金流	804	1769	699	1011	1343
<b>投资活动现金流</b>	-4441	-1379	-9852	-11130	-8444
资本支出	5609	1192	9836	11123	8439
长期投资	570	80	8	16	13
其他投资现金流	597	-267	-25	-23	-18
<b>筹资活动现金流</b>	-350	-2934	-489	-1054	24
短期借款	-1485	-240	1181	3305	-907
长期借款	-6760	-540	358	142	253
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	-83	10	4	25
其他筹资现金流	7895	-2071	-2038	-4505	652
<b>现金净增加额</b>	-261	-292	-863	-2699	1898

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

### 利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	26692	20499	23643	26806	28762
营业成本	21209	19005	19087	20470	21292
营业税金及附加	504	414	446	512	554
销售费用	56	61	48	58	67
管理费用	703	702	605	739	818
研发费用	572	521	583	622	681
财务费用	892	1165	976	1119	1169
资产和信用减值损失	-894	-1730	-725	-1018	-1351
其他收益	311	569	326	387	399
公允价值变动收益	3	0	1	1	1
投资净收益	94	-91	-51	-31	-26
资产处置收益	0	-3	25	6	7
<b>营业利润</b>	2271	-2625	1472	2631	3210
营业外收入	120	37	64	73	74
营业外支出	162	215	138	142	164
<b>利润总额</b>	2229	-2802	1399	2562	3120
所得税	527	228	206	353	343
<b>净利润</b>	1702	-3030	1193	2210	2777
少数股东损益	-38	-40	18	38	39
<b>归属母公司净利润</b>	1740	-2991	1175	2172	2737
EBITDA	6225	2092	5523	7746	9211
EPS (元/股)	1.47	-2.53	0.99	1.84	2.32

### 主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	0.4	-23.2	15.3	13.4	7.3
营业利润 (%)	-33.6	-215.6	156.1	78.7	22.0
归属母公司净利润 (%)	-33.6	-271.8	139.3	84.9	26.1
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	20.5	7.3	19.3	23.6	26.0
净利率 (%)	6.4	-14.8	5.0	8.2	9.7
ROE (%)	5.2	-10.3	3.9	6.9	8.1
ROIC (%)	3.5	-3.0	3.2	4.7	5.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	63.8	65.0	67.2	67.6	67.6
净负债比率 (%)	103.3	98.6	99.1	104.6	96.9
流动比率	0.4	0.3	0.34	0.29	0.33
速动比率	0.1	0.1	0.08	0.08	0.10
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	29.7	35.5	32.6	34.1	33.3
应付账款周转率	1.3	1.1	1.2	1.1	1.2
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	1.47	-2.53	0.99	1.84	2.32
每股经营现金流 (最新摊薄)	3.82	3.39	8.02	8.02	8.73
每股净资产 (最新摊薄)	27.79	24.74	25.73	27.07	28.98
<b>估值比率</b>					
P/E	28.1	-16.4	41.7	22.5	17.9
P/B	1.5	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	13.3	37.2	14.3	10.7	8.9

## 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上		
行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数			

## 长城证券产业金融研究院

### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层  
邮编：518033  
传真：86-755-83516207

### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层  
邮编：200126  
传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

### 北京

地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层  
邮编：100031  
传真：86-10-88366686