



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

专题报告

2025-09-04

工业硅：驱动不足

陈张滢

黑色研究员

从业资格号：F03098415

交易咨询号：Z0020771

☎ 0755-23375161

✉ chenzy@wkqh.cn

万林新（联系人）

黑色研究员

从业资格号：F03133967

☎ 0755-23375162

✉ wanlx@wkqh.cn

报告要点：

从见底时间、见高点时间以及最大振幅来看，多晶硅和焦煤是此轮“反内卷”行情上涨的明星品种，工业硅则是以跟随为主。

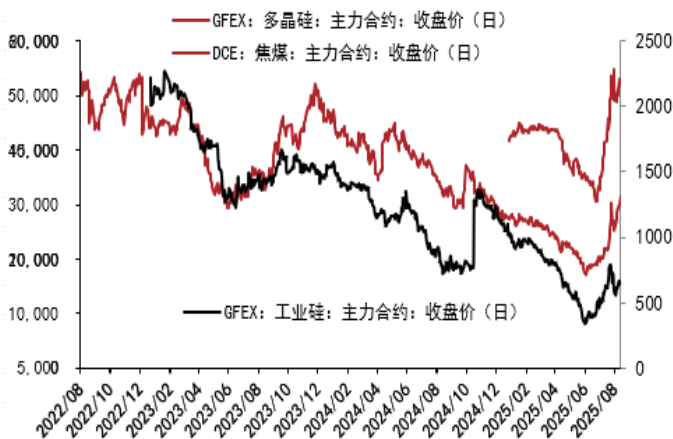
当前工业硅“弱现实”格局尚未扭转，价格反弹后企业利润较前期有一定改善。供给方面，丰水期企业复产迅速，压力仍存；下游有效需求不足，相较供给端增长乏力；最终体现为显性库存去化较为缓慢。

总体而言，在反内卷以及当前宏观偏宽松环境下，短期工业硅估值相对合理，随市场情绪以及供需变化波动，缺乏自身故事的驱动。中长期看点在于产业链利润再分配，以及去产能政策是否会进一步扩散。

“反内卷”情绪影响下的跟涨品种

简要回顾本轮工业硅反弹行情，6 月 4 日，工业硅与焦煤先于多晶硅期货价格见底，26 日在大厂停炉消息推动下向上突破反弹，短暂见顶回落后，7 月 1 日中央财经委员会第六次会议召开，次日多晶硅盘面快速拉涨，工业硅作为产能过剩品种乘“反内卷”情绪之风而上，主力合约价格最高突破 10000 元/吨。从见底时间、见高点时间以及最大振幅来看，多晶硅和焦煤是此轮“反内卷”上涨的明星品种，工业硅则是以跟随为主。

图 1：工业硅、多晶硅、焦煤主力合约收盘价（元/吨）



数据来源：广期所、大商所、MYSTEEL、五矿期货研究中心

图 2：三品种行情统计

	焦煤	多晶硅	工业硅
最低点	710.5	30335	7015
见底时间	6月3日	6月25日	6月4日
最高点	1307.5	55810	10015
高点时间	8月13日	7月24日	7月23日
最大振幅	84.03%	83.98%	42.77%

数据来源：大商所、广期所、五矿期货研究中心

在上涨过程中，工业硅行业也有“反内卷”相关消息：四川省铁合金（工业硅）工业协会于 2025 年 7 月 28 日提出工业硅反内卷共同倡议，旨在反对恶性竞争、促进工业硅行业健康发展。8 月 4 日，在昆明召开全国工业硅行业反内卷会议，讨论《全国工业硅生产企业自律公约》（草案），进一步推动行业自律。但是从市场的反应来看，这些消息对工业硅盘面的实际影响较为有限，一方面，“反内卷”带来的市场情绪已经经历了一段时间的发酵，市场对此类信息有所脱敏，边际上变得不敏感；另一方面，俗话说“打铁还需自身硬”，工业硅自身格局偏弱，也使得大家对其想象空间一定程度受限。

相比于多晶硅而言，工业硅反内卷的难点在于：（1）行业本身进入门槛相对不高，不需要像多晶硅行业前期的巨额投入以及较长时间的建设周期，小企业通过技改也可以达到较高生产效率，产品质量不如多晶硅产品严苛。（2）企业数量多，根据百川盈孚统计，行业有效产能企业数量接近 200 家，统一行动难度明显增加；（3）产能治理的路径不够清晰，尽管此前有传闻要退出 12500KVA 以下的小炉子，但至今未见具体下文。

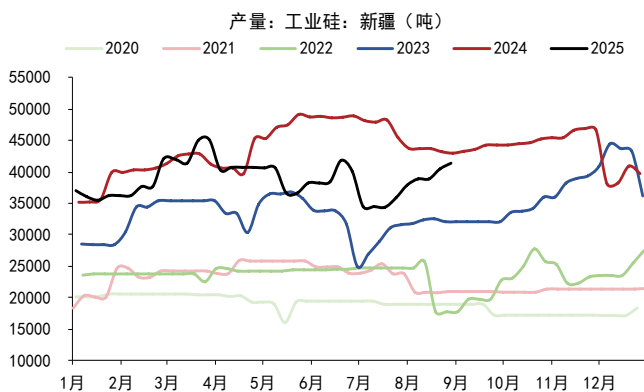
弱现实依旧

供给端复产迅速，压力仍存

从各主产区的生产情况来看，西北地区由于其电力价格稳定，企业对于套保工具运用度较高，同时拥有自备电的大厂生产成本偏低，因此在上半年价格“跌跌不休”的情况下依然能够保持

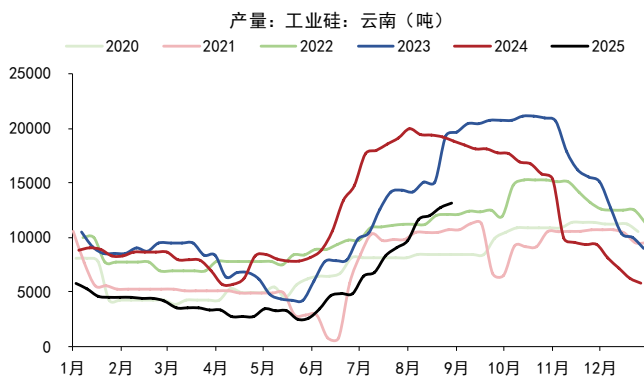
较为稳定的开工率。西南产区有枯水期电力价格等因素影响，在价格跌破现金成本后开工确实存在困难，但是在期现价格反弹以及时间进入丰水期之后，开工率有显著的回升。7 月至今各主产区开炉数陆续增加，开工率明显提高，周产量已连续数周增长，供应压力依旧存在。

图 3：新疆工业硅产量（吨）



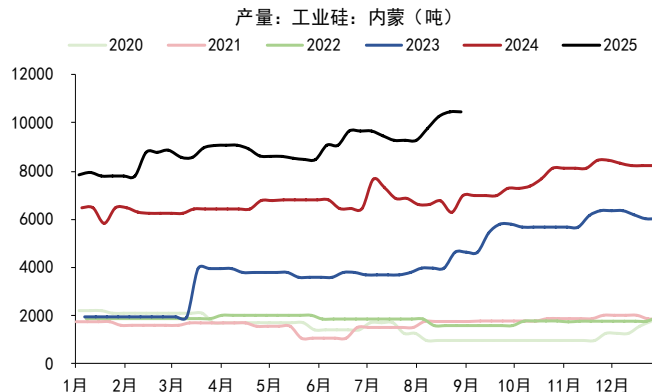
数据来源：百川盈孚、五矿期货研究中心

图 5：云南工业硅产量（吨）



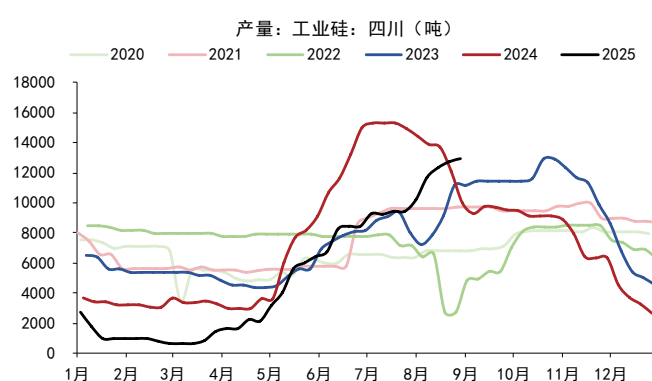
数据来源：百川盈孚、五矿期货研究中心

图 4：内蒙工业硅产量（吨）



数据来源：百川盈孚、五矿期货研究中心

图 6：四川工业硅产量（吨）

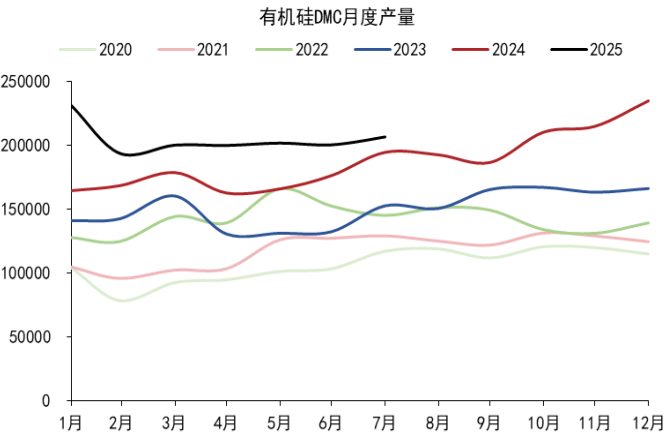


数据来源：百川盈孚、五矿期货研究中心

有效需求不足，相较供给端增长乏力

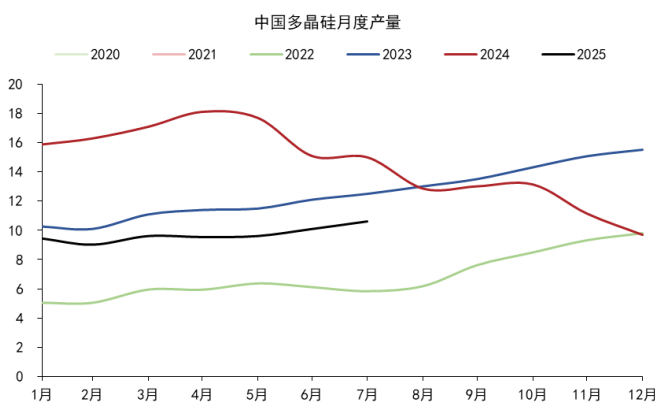
从我们测算的下游需求来看，2025 年上半年，工业硅下游需求累计同比下降约 15%，主要源于多晶硅产量的显著降低。两大下游而言，2025 年 1-7 月，百川统计有机硅 DMC 累计产量 143.34 万吨，同比增长 18.17%，有机硅产量在产能经历扩张周期后出现明显增长，对工业硅需求起到一定支撑作用，但从企业后续投产节奏来看，快速扩张周期或接近尾声，后续边际增量已趋缓。SMM 口径下 7 月多晶硅产量 10.63 万吨，环比+0.53 万吨；1-7 月多晶硅累计产量 67.94 万吨，同比-41.03%。下游需求占比方面，多晶硅占比在 2025 年上半年较 2024 年出现显著下降，测算由 41%降至 30%，是工业硅需求的最大拖累项，往后若多晶硅产能整合政策落地，企业自发维持低开工率水平，工业硅将面临有效需求不足的问题。

图 7：有机硅 DMC 月度产量(吨)



数据来源：百川盈孚、五矿期货研究中心

图 8：多晶硅月度产量（万吨）

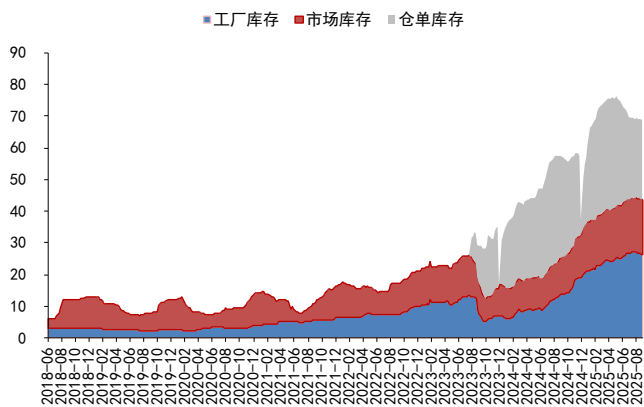


数据来源：SMM、五矿期货研究中心

库存去化有难度，价格反弹后利润改善

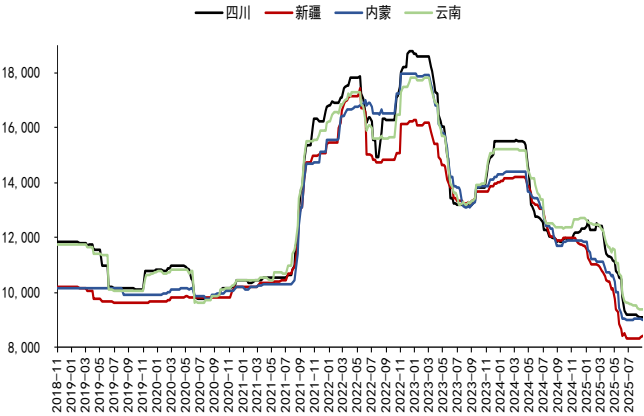
截至 8 月底，百川盈孚口径工业硅显性库存 68.82 万吨，其中仓单库存超过 25 万吨。尽管近期下游多晶硅与有机硅 DMC 都有不同程度的复产，但由于供给端的快速恢复，尤其是西南产区的开工率上升速度快，库存去化不明显。从生产企业的成本看，进入丰水期后，测算多数企业的现金成本在 8500-9000 元左右（西北自备电大厂的成本会明显更低），完全成本在 10000 元左右，当前价格下企业基本能够保住现金流，但是完全成本仍是亏损状态。按当前供需平衡表大致推演，即使工业硅产量跟随下游需求而下调，2025 年仍将延续过剩格局。

图 9：工业硅显性库存（万吨）



数据来源：百川盈孚、广期所、五矿期货研究中心

图 10：工业硅主产区生产成本（元/吨）



数据来源：百川盈孚、五矿期货研究中心

小结

短期工业硅仍然受到“弱现实”影响，显性库存处于高位；生产企业套保比例加大后供应压力回升；丰水期成本下移；需求端提振有限，且主要下游行业多晶硅面临产能整合。中长期角度而言，假设多晶硅产能整合政策成功落地，中期内工业硅需求缺乏支撑，单一情境下价格或贴近于多数企业现金成本，随大厂开工率变化而波动。若工业硅行业同步进行反内卷相关行动（需



实际执行而非口号)，则中长期工业硅价格有望向多数企业完全成本靠拢，并根据短期的供需阶段性矛盾获得一定利润，利润空间将取决于去产能的力度。

综上所述，在反内卷以及当前宏观偏宽松环境下，短期工业硅估值相对合理，随市场情绪以及供需变化波动，缺乏自身故事的驱动。中长期看点在于产业链利润再分配，以及去产能政策是否会进一步扩散。

免责声明

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有**商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询**等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

公司总部

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：www.wkqh.cn