

信义山证汇通天下

证券研究报告

太阳能

大全能源（688303.SH）

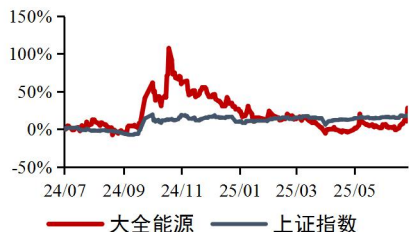
买入-B(首次)

在手现金充裕，供给侧改善预期增长

2025 年 7 月 4 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 7 月 2 日

收盘价（元）：	23.75
年内最高/最低（元）：	38.44/16.68
流通 A 股/总股本（亿）：	5.53/21.45
流通 A 股市值（亿）：	131.27
总市值（亿）：	509.49

基础数据：2025 年 3 月 31 日

基本每股收益(元)：	-0.26
摊薄每股收益(元)：	-0.26
每股净资产(元)：	18.46
净资产收益率(%)：	-1.41

资料来源：最闻

分析师：

肖索

执业登记编码：S0760522030006

邮箱：xiaosuo@sxzq.com

贾惠淋

执业登记编码：S0760523070001

邮箱：jiahuilin@sxzq.com

事件描述

➢ 7 月 1 日，中央财经委员会第六次会议召开，会议强调纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。

事件点评

➢ 供给侧改革预期增强，产能有望有序退出。6 月 29 日，人民日报头版推出金社平文章《在破除“内卷式”竞争中实现高质量发展》指出，要深化要素市场化配置改革，主动破除地方保护、市场分割和“内卷式”竞争。当前光伏全产业链基本均处于亏损状态，已看到行业基于自律的主动产能管控。官媒和高层会议连续发声强调反内卷，深化供给侧改革的预期增强，预计后续落后产能有望有序出清。从硅料端来看，头部硅料企业有望或充分受益。

➢ 短期业绩承压，在手现金充裕。2024 年，公司实现营业收入 74.1 亿元，同比-54.6%；实现归母净利润-27.2 亿元，同比-147.2%。2025 年 Q1，公司实现营业收入 9.1 亿元，同比-69.6%，环比-35.5%；实现归母净利润-5.6 亿元，同比-268.8%，环比+65.5%。截至 2025 年一季度末，公司货币资金 31.0 亿元，交易性金融资产 12.2 亿元，合计 43.2 亿元，现金储备充裕；此外，公司无长期借款和短期借款，财务稳健、资金安全性高。

➢ 主动降低产量，加大库存消化力度。2024 年全年，公司多晶硅生产量为 20.5 万吨，实现销售量 18.1 万吨；单位售价 40.68 元/kg，单位成本 46.44 元/kg，单位现金成本 38.82 元/kg。2025 年 Q1，多晶硅供需矛盾仍然突出，成本倒挂现象普遍，公司主动减产推动库存去化。2025 年 Q1，公司多晶硅产量为 2.48 万吨，同比-60.2%，环比-27.5%；销量为 2.8 万吨，同比-48.1%，环比-33.6%；单位售价 31.77 元/kg，单位现金成本 36.82 元/kg，开工率下降对成本造成一定影响。公司预计 2025 年 Q2 公司产量 2.5-2.8 万吨，2025 年全年产量 11-14 万吨。

投资建议

➢ 公司作为硅料行业第一梯队企业，具有穿越周期的能力。我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为-0.74/0.45/1.04，对应公司 7 月 3 日收盘价，2025-2027 年 PE 分别为-31.4/51.3/22.4，首次覆盖，给予“买入-B”评级。



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

风险提示

➤ 包含但不限于以下风险：

- 1、**行业自律不及预期：**当前多晶硅行业库存水平较高，供需矛盾较为突出，若多晶硅企业自律减产不及预期或供给侧改革进度不及预期，或对多晶硅价格产生负面影响。
- 2、**下游需求不及预期：**国内需求受组件价格、消纳等因素影响，海外需求受各国关税等政策影响，若下游需求不及预期会对公司业绩产生负面影响
- 3、**原材料价格波动风险：**公司原材料主要为工业硅，工业硅价格波动会影响公司成本，从而对盈利造成影响。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	16,329	7,411	4,650	8,378	10,115
YoY(%)	-47.2	-54.6	-37.3	80.2	20.7
净利润(百万元)	5,763	-2,718	-1,582	968	2,221
YoY(%)	-69.9	-147.2	41.8	161.2	129.4
毛利率(%)	40.3	1.1	-28.1	22.5	31.3
EPS(摊薄/元)	2.69	-1.27	-0.74	0.45	1.04
ROE(%)	13.1	-6.8	-4.1	2.6	6.1
P/E(倍)	8.6	-18.3	-31.4	51.3	22.4
P/B(倍)	1.1	1.2	1.3	1.3	1.4
净利率(%)	35.3	-36.7	-34.0	11.6	22.0

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	23374	16566	14830	13688	14048
现金	19629	5007	3185	2134	2533
应收票据及应收账款	12	0	6	7	9
预付账款	102	76	79	88	95
存货	1336	1196	1286	952	1034
其他流动资产	2295	10287	10273	10507	10376
非流动资产	27322	27634	27523	28053	26791
长期投资	4	4	4	4	4
固定资产	17856	25142	24984	25228	23719
无形资产	1083	1144	1299	1486	1700
其他非流动资产	8378	1344	1235	1334	1367
资产总计	50695	44200	42353	41741	40838
流动负债	5875	3761	3496	4393	4042
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	661	242	552	313	614
其他流动负债	5214	3519	2943	4079	3428
非流动负债	941	282	282	282	282
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	941	282	282	282	282
负债合计	6816	4043	3777	4674	4324
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	2145	2145	2145	2145	2145
资本公积	17511	17478	17478	17478	17478
留存收益	24461	20850	19568	20355	22281
归属母公司股东权益	43879	40158	38576	37067	36514
负债和股东权益	50695	44200	42353	41741	40838

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	8741	-5386	-597	3509	3550
净利润	5763	-2718	-1582	968	2221
折旧摊销	1058	1509	1617	1726	1801
财务费用	-331	-143	-123	-71	-60
投资损失	0	-126	-154	-100	-100
营运资金变动	1540	-6682	-351	987	-311
其他经营现金流	712	2773	-4	-1	-1
投资活动现金流	-5090	-8463	-1348	-2155	-437
筹资活动现金流	-7746	-940	123	-2405	-2714

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	2.69	-1.27	-0.74	0.45	1.04
每股经营现金流(最新摊薄)	4.07	-2.51	-0.28	1.64	1.66
每股净资产(最新摊薄)	20.45	18.72	17.98	17.28	17.02

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	16329	7411	4650	8378	10115
营业成本	9741	7332	5956	6490	6952
营业税金及附加	174	68	43	77	93
营业费用	15	16	14	18	20
管理费用	332	297	256	293	354
研发费用	71	33	17	31	41
财务费用	-331	-143	-123	-71	-60
资产减值损失	-32	-3071	-465	-419	-101
公允价值变动收益	0	0	4	1	1
投资净收益	0	126	154	100	100
营业利润	6903	-3085	-1820	1222	2715
营业外收入	1	4	4	3	3
营业外支出	34	140	67	78	80
利润总额	6869	-3220	-1883	1147	2638
所得税	1107	-502	-301	179	417
税后利润	5763	-2718	-1582	968	2221
少数股东损益	0	0	0	-0	-0
归属母公司净利润	5763	-2718	-1582	968	2221
EBITDA	7338	-1861	-389	2793	4369

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-47.2	-54.6	-37.3	80.2	20.7
营业利润(%)	-69.4	-144.7	41.0	167.1	122.2
归属于母公司净利润(%)	-69.9	-147.2	41.8	161.2	129.4
获利能力					
毛利率(%)	40.3	1.1	-28.1	22.5	31.3
净利率(%)	35.3	-36.7	-34.0	11.6	22.0
ROE(%)	13.1	-6.8	-4.1	2.6	6.1
ROIC(%)	11.8	-7.0	-4.3	2.4	5.9
偿债能力					
资产负债率(%)	13.4	9.1	8.9	11.2	10.6
流动比率	4.0	4.4	4.2	3.1	3.5
速动比率	3.4	1.4	1.0	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.2	0.1	0.2	0.2
应收账款周转率	26.9	1251.5	1500.0	1300.0	1300.0
应付账款周转率	11.8	16.2	15.0	15.0	15.0
估值比率					
P/E	8.6	-18.3	-31.4	51.3	22.4
P/B	1.1	1.2	1.3	1.3	1.4
EV/EBITDA	4.2	-24.2	-120.2	17.1	10.9

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

