

► 事件

2025 年 8 月 26 日，公司发布 2025 年半年报，根据公告，公司 25H1 实现营业收入 14.70 亿元，同比-67.93%；归母净利润-11.47 亿元，扣非归母净利润-11.54 亿元。

分季度来看，公司 25Q2 实现营业收入 5.63 亿元，同比-64.87%，环比-37.96%；归母净利润-5.89 亿元，扣非归母净利润为-5.84 亿元，亏损基本和 25Q1 持平。我们认为公司业绩承压主要系光伏行业供需失衡、硅料环节供大于求，产品价格处于低位所致。

► 响应“反内卷”号召减产，精细化管理有效降本

公司积极响应国家“反内卷”倡议，上半年主动实施减产策略，25H1 公司多晶硅产量为 5.08 万吨，同比下降 60%，销量为 4.61 万吨，同比下降 52%。尽管减产导致人工、折旧等单位固定成本提升，但是公司通过降本增效与精细化管理，25H1 现金成本降至 37.66 元/kg，与去年同期相比下降 6.6%，现金亏损及经营活动净流出较去年同期大幅下降。展望下半年，公司将延续减产策略，控制合理库存水平，根据公司半年报，预计 25Q3 公司多晶硅产量为 2.7-3 万吨，25 年全年产量为 11-13 万吨。

► 资金充足+低负债运营，有望助力公司穿越周期

资金方面，截至 25H1，公司货币资金、银行承兑票据、定期存款及结构性存款等资金储备余额合计 120.9 亿元，资产负债率低至 8.04%，无任何有息负债。充裕的资金储备与稳健的财务表现，不仅为公司安全穿越行业周期铸就了坚实支撑，更为公司在周期底部提供了战略选择空间。

► 投资建议

预计公司 25-27 年营收分别为 38.53/84.78/122.06 亿元，归母净利润分别为-15.31/7.91/15.11 亿元，对应 8 月 27 日收盘价，26-27 年 PE 为 79x/42x，公司为硅料环节领先企业，良好的成本控制能力与资金实力有望帮助公司穿越周期，维持“推荐”评级。

► 风险提示

下游需求不及预期，市场竞争加剧风险，库存资产减值风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	7,411	3,853	8,478	12,206
增长率 (%)	-54.6	-48.0	120.0	44.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	-2,718	-1,531	791	1,511
增长率 (%)	-147.2	43.7	151.7	91.1
每股收益 (元)	-1.27	-0.71	0.37	0.70
PE	/	/	79	42
PB	1.6	1.6	1.6	1.5

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2025 年 8 月 27 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

29.23 元



分析师 邓永康

执业证书: S0100521100006

邮箱: dengyongkang@mszq.com

分析师 林誉韬

执业证书: S0100524070001

邮箱: linyutao@mszq.com

分析师 王一如

执业证书: S0100523050004

邮箱: wangyiru_yj@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书: S0100522120001

邮箱: zhubiye@mszq.com

相关研究

- 1.大全能源 (688303.SH) 2024 年三季度报点评: 业绩符合预期, 现金储备良好有望助力公司穿越周期-2024/11/01
- 2.大全能源 (688303.SH) 2024 年半年报点评: 业绩短期承压, 成本控制+产品质量铸就护城河-2024/08/27

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7,411	3,853	8,478	12,206
营业成本	7,332	4,531	6,841	9,501
营业税金及附加	68	77	170	244
销售费用	16	19	42	61
管理费用	297	347	678	854
研发费用	33	19	38	55
EBIT	-2,091	-1,101	794	1,613
财务费用	-143	15	33	18
资产减值损失	-2,941	-695	0	0
投资收益	126	154	170	183
营业利润	-3,085	-1,657	930	1,777
营业外收支	-136	-25	0	0
利润总额	-3,220	-1,682	930	1,777
所得税	-502	-151	140	267
净利润	-2,718	-1,531	791	1,511
归属于母公司净利润	-2,718	-1,531	791	1,511
EBITDA	-581	430	2,336	3,158

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,007	1,321	4,330	8,187
应收账款及票据	0	0	0	0
预付款项	76	91	137	190
存货	1,196	1,291	1,406	1,562
其他流动资产	10,287	12,358	12,905	13,346
流动资产合计	16,566	15,060	18,778	23,285
长期股权投资	4	4	4	4
固定资产	25,142	23,908	22,413	20,917
无形资产	1,144	1,143	1,140	1,138
非流动资产合计	27,634	26,323	24,824	23,325
资产合计	44,200	41,383	43,602	46,610
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	242	310	618	833
其他流动负债	3,519	2,186	3,306	4,589
流动负债合计	3,761	2,497	3,925	5,422
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	282	256	256	256
非流动负债合计	282	256	256	256
负债合计	4,043	2,753	4,181	5,679
股本	2,145	2,145	2,145	2,145
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	40,158	38,630	39,421	40,932
负债和股东权益合计	44,200	41,383	43,602	46,610

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-54.62	-48.00	120.03	43.96
EBIT 增长率	-131.81	47.32	172.09	103.10
净利润增长率	-147.17	43.69	151.65	91.08
盈利能力 (%)				
毛利率	1.07	-17.58	19.31	22.16
净利润率	-36.68	-39.72	9.33	12.38
总资产收益率 ROA	-6.15	-3.70	1.81	3.24
净资产收益率 ROE	-6.77	-3.96	2.01	3.69
偿债能力				
流动比率	4.41	6.03	4.78	4.29
速动比率	1.48	1.91	2.12	2.33
现金比率	1.33	0.53	1.10	1.51
资产负债率 (%)	9.15	6.65	9.59	12.18
经营效率				
应收账款周转天数	0.01	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	59.52	102.58	75.00	60.00
总资产周转率	0.16	0.09	0.20	0.27
每股指标 (元)				
每股收益	-1.27	-0.71	0.37	0.70
每股净资产	18.72	18.01	18.38	19.08
每股经营现金流	-2.51	-0.74	1.34	1.73
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	/	/	79	42
PB	1.6	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	/	148.42	27.30	20.19
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-2,718	-1,531	791	1,511
折旧和摊销	1,509	1,531	1,542	1,545
营运资金变动	-6,718	-1,979	720	847
经营活动现金流	-5,386	-1,588	2,883	3,720
资本开支	-527	-67	-44	-46
投资	-7,920	-3,000	0	0
投资活动现金流	-8,463	-2,076	126	137
股权募资	8	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-940	-22	0	0
现金净流量	-14,789	-3,686	3,009	3,857

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 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。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048