

战略性减产控销拖累成本表现，资金充裕助力穿越周期

核心观点

公司发布了 2025 年中报，上半年归母净利润为-11.47 亿元，其中 Q2 归母净利润为-5.89 亿元，同比增长 41.18%，环比下降 5.49%。Q2 由于硅料价格进一步探底，公司战略性减产控销，以控制亏损幅度，但得益于有效的成本费用管控，上半年公司现金流显著改善。此外，公司年产 1000 吨高纯半导体材料项目已经于 2024 年投产，目前已经进入分级验证阶段，尽管短期尚未贡献显著收益，但有助于推动公司进入更高附加值的半导体领域。

事件

公司发布了 2025 年中报，上半年营业收入为 14.7 亿元，同比下降 67.93%，归母净利润为-11.47 亿元，同比下降 71.10%；其中，Q2 单季度公司营业收入为 5.63 亿元，同比下降 64.87%，环比下降 37.96%，归母净利润为-5.89 亿元，同比增长 41.18%，环比下降 5.49%。

简评

Q2 公司战略性减产控销，静待价格回暖。Q2 硅料价格进一步探底，为控制亏损幅度，公司在 Q2 主动控制出货节奏，销量仅 1.81 万吨，环比下降 35.3%。由于销量下降，公司单位产品分摊的折旧等固定成本上升，Q2 单位成本环比增加 9.6%至 58.15 元/kg。

尽管公司处于亏损状态，但得益于有效的成本费用管控，上半年公司现金流显著改善。H1 经营活动现金净流出为 16.08 亿元，较去年同期的 34.65 亿元大幅收窄。截至 H1 期末，公司资产负债表健康，在手资金（含货币资金、银行承兑票据、定期及结构性存款）合计 120.9 亿元，资产负债率仅 8.04%，且无任何有息负债，为抵御行业寒冬构筑了坚实的安全垫。

半导体材料领先布局，构筑第二成长曲线。公司年产 1000 吨高纯半导体材料项目已经于 2024 年投产，当前已经进入分级验证阶段，尽管短期尚未贡献显著收益，但有助于推动公司进入更高附加值的半导体领域。

投资建议：预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为-12.14、7.32、12.27 亿元，同比增速分别为 55.34%、160.28%、67.66%，每股收益分别为-0.57、0.34、0.57 元，对应 9 月 16 日收盘市值的 PE 分别为-53.63、88.97、53.07 倍。

大全能源 (688303. SH)

维持

不评级

朱玥

zhuyue@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100008

SFC 编号:BTM546

王吉颖

wangjiying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521120004

发布日期：2025 年 09 月 18 日

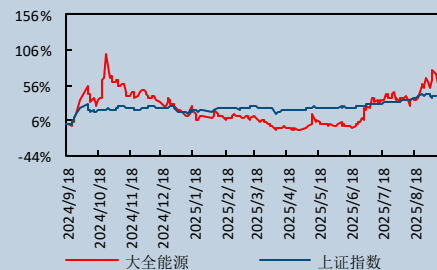
当前股价：30.35 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
16.87/12.40	59.82/45.46	57.01/14.19
12 月最高/最低价 (元)		38.44/17.53
总股本 (万股)		214,520.57
流通 A 股 (万股)		214,520.57
总市值 (亿元)		651.07
流通市值 (亿元)		651.07
近 3 月日均成交量 (万)		2375.15
主要股东		
Daqo New Energy Corp.		71.40%

股价表现



相关研究报告

24.11.21	【中信建投电力设备及新能源】大全能源(688303):亏损环比显著收窄，稳健经营+在手现金充足助力公司穿越周期
24.08.27	【中信建投电力设备及新能源】大全能源(688303):原材料、商品减值计提充分，穿越周期确定性强

风险提示：1、硅料行业竞争加剧。硅料过剩风险较大，导致价格迅速下跌，尽管公司成本优势显著，但短期硅料库存持续积累，竞争加剧可能导致硅料业务持续亏损；**2、光伏终端需求不及预期的风险。**我们预期未来光伏行业常态增速在 20-30%，但若由于电网消纳或其他环节出现瓶颈导致行业需求不及预期，公司硅料、电池、组件产品销售量可能也会受到影响。**3、原材料价格大幅上涨。**硅料主要原材料为工业硅，若由于限电等因素导致工业硅供应不足价格上涨，公司硅料成本可能上涨，影响盈利能力。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	16,329.08	7,410.52	4,050.11	6,210.00	6,810.00
YoY(%)	-47.22	-54.62	-45.35	53.33	9.66
净利润(百万元)	5,762.70	-2,718.13	-1,213.96	731.79	1,226.91
YoY(%)	-69.86	-147.17	55.34	160.28	67.66
毛利率(%)	40.35	1.07	-12.51	16.71	24.05
净利率(%)	35.29	-36.68	-29.97	11.78	18.02
ROE(%)	13.13	-6.77	-3.12	1.85	3.03
EPS(摊薄/元)	2.69	-1.27	-0.57	0.34	0.57
P/E(倍)	11.30	-23.95	-53.63	88.97	53.07
P/B(倍)	1.48	1.62	1.67	1.65	1.61

资料来源：iFinD，中信建投证券

分析师介绍

朱玥

中信建投证券电力设备新能源行业首席分析师。2021 年加入中信建投证券研究发展部，8 年证券行业研究经验，曾就职于兴业证券、方正证券，《财经》杂志，专注于新能源产业链研究和国家政策解读跟踪，在 2019 至 2022 年期间带领团队多次在新财富、金麒麟，水晶球等行业权威评选中名列前茅。

王吉颖

电力设备与新能源团队分析师，中央财经大学金融学硕士，2019-2020 年就职于兴业证券研究所电新团队，2021 年加入中信建投证券研究发展部电力设备新能源团队，研究方向为光伏，2022-2023 年所在团队获得的新财富最佳分析师评选第四名，2024 年所在团队获得新财富最佳分析师评选第五名，工作地为北京。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话:(8610) 56135088
联系人:李祉瑶
邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话:(8621) 6882-1600
联系人:翁起帆
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话:(86755) 8252-1369
联系人:曹莹
邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场2期18楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱:charleneliu@csci.hk