

多晶硅价格回升+成本显著下行, Q3 实现扭亏为盈

2025 年 11 月 02 日

事件

2025 年 10 月, 公司发布 2025 年三季报, 根据公告, 公司 25Q1-Q3 实现营业收入 32.43 亿元, 同比-46.00%; 归母净利润-10.73 亿元, 扣非归母净利润-10.94 亿元。

分季度来看, 公司 25Q3 实现营业收入 17.73 亿元, 同比+24.75%, 环比+214.93%; 归母净利润 0.73 亿元, 扣非归母净利润为 0.60 亿元, 同环比均扭亏为盈。我们认为, 公司 Q3 单季度利润转正主要系硅料价格上行, 公司多晶硅产品迎来量价齐升, 叠加公司降本增效持续推进, 单位成本显著降低所致。

顺应市场变化, Q3 量利齐升

行业在国家“反内卷”政策引导下出现价格修复趋势, 公司积极顺应市场变化, 适时调整生产计划与销售策略, 有效把握价格回升窗口, 实现了产销环节的协同运作。25 年 Q1-Q3 公司多晶硅产量为 8.15 万吨, 同比-52.3%, 销量为 8.85 万吨, 同比-36.4%, 其中 25Q3 单季度公司实现销量 4.24 万吨, 环比+134.0%, 销量显著提升。成本方面, 公司降本增效持续推进, 25Q3 单位成本、现金成本分别为 46.04 元/kg、34.63 元/kg, 分别环比-20.8%、11.1%。展望下半年, 基于当前市场动态、产品价格及市场趋势的变化情况, 结合年度例行检修计划进度, 根据公司公告, 预计第四季度多晶硅产量 3.95-4.25 万吨, 2025 年全年预期产量为 12.1-12.4 万吨。

资金充足+低负债运营, 强抗风险能力助力公司穿越周期

公司继续保持稳健的财务结构, 资产负债率维持在 8.20% 的行业较低水平。截至报告期末, 包括货币资金、定期存款、结构性存款及应收票据在内的现金储备规模达 130.12 亿元, 为公司应对行业周期性波动及把握未来市场机遇提供了有力的资金支持。

投资建议

预计公司 25-27 年营收分别为 51.67/84.78/107.46 亿元, 归母净利润分别为-9.99/14.20/22.23 亿元, 对应 10 月 31 日收盘价, 26-27 年 PE 为 45x/29x, 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	5,167	8,478	10,746
增长率 (%)	-54.6	-30.3	64.1	26.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	-2,718	-999	1,420	2,223
增长率 (%)	-147.2	63.3	242.1	56.6
每股收益 (元)	-1.27	-0.47	0.66	1.04
PE	/	/	45	29
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 10 月 31 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

29.95 元



分析师 邓永康

执业证书: S0100521100006

邮箱: dengyongkang@glms.com.cn

分析师 林誉韬

执业证书: S0100524070001

邮箱: linyutao@glms.com.cn

分析师 王一如

执业证书: S0100523050004

邮箱: wangyiru_yj@glms.com.cn

分析师 朱碧野

执业证书: S0100522120001

邮箱: zhubiye@glms.com.cn

相关研究

- 1.大全能源 (688303.SH) 2025 年半年报点评: 精细化管理有效降本, 资金充足+低负债运营助力公司穿越周期-2025/08/28
- 2.大全能源 (688303.SH) 2024 年三季报点评: 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
- 3.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	5,167	8,478	10,746
营业成本	7,332	5,160	6,301	7,481
营业税金及附加	68	83	136	172
销售费用	16	21	34	43
管理费用	297	362	593	752
研发费用	33	21	34	43
EBIT	-2,091	-427	1,465	2,362
财务费用	-143	15	25	19
资产减值损失	-2,941	-792	-24	-29
投资收益	126	186	254	301
营业利润	-3,085	-1,047	1,670	2,615
营业外收支	-136	-50	0	0
利润总额	-3,220	-1,098	1,670	2,615
所得税	-502	-99	251	392
净利润	-2,718	-999	1,420	2,223
归属于母公司净利润	-2,718	-999	1,420	2,223
EBITDA	-581	1,111	3,028	3,941

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,007	2,917	4,223	7,024
应收账款及票据	0	0	0	0
预付款项	76	103	126	150
存货	1,196	198	1,184	1,406
其他流动资产	10,287	12,546	12,938	13,207
流动资产合计	16,566	15,764	18,472	21,786
长期股权投资	4	4	4	4
固定资产	25,142	24,102	22,786	21,457
无形资产	1,144	1,143	1,140	1,138
非流动资产合计	27,634	26,487	25,168	23,836
资产合计	44,200	42,251	43,640	45,623
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	242	353	397	451
其他流动负债	3,519	2,489	2,414	2,120
流动负债合计	3,761	2,842	2,811	2,571
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	282	245	245	245
非流动负债合计	282	245	245	245
负债合计	4,043	3,088	3,057	2,816
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	39,164	40,583	42,807
负债和股东权益合计	44,200	42,251	43,640	45,623

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	-30.27	64.08	26.74
EBIT 增长率	-131.81	79.60	443.49	61.20
净利润增长率	-147.17	63.25	242.13	56.60
盈利能力 (%)				
毛利率	1.07	0.14	25.68	30.38
净利率	-36.68	-19.33	16.74	20.69
总资产收益率 ROA	-6.15	-2.36	3.25	4.87
净资产收益率 ROE	-6.77	-2.55	3.50	5.19
偿债能力				
流动比率	4.41	5.55	6.57	8.48
速动比率	1.48	2.30	2.93	4.39
现金比率	1.33	1.03	1.50	2.73
资产负债率 (%)	9.15	7.31	7.00	6.17
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	13.81	70.00	70.00
总资产周转率	0.16	0.12	0.20	0.24
每股指标 (元)				
每股收益	-1.27	-0.47	0.66	1.04
每股净资产	18.72	18.26	18.92	19.95
每股经营现金流	-2.51	0.11	0.60	1.28
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	/	/	45	29
PB	1.6	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	/	56.28	20.65	15.87
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	-999	1,420	2,223
折旧和摊销	1,509	1,538	1,562	1,578
营运资金变动	-6,718	-805	-1,456	-783
经营活动现金流	-5,386	236	1,296	2,747
资本开支	-527	-293	-244	-246
投资	-7,920	-3,000	0	0
投资活动现金流	-8,463	-2,295	11	55
股权募资	8	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-940	-32	0	0
现金净流量	-14,789	-2,091	1,306	2,801

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。	公司评级	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