

分析师：唐俊男
登记编码：S0730519050003
tangjn@ccnew.com 021-50586738

亏损幅度明显收窄，持续降本与充裕现金 储备支撑公司穿越周期

——大全能源(688303)年报点评

证券研究报告-年报点评

买入(上调)

市场数据(2026-04-22)

收盘价(元)	23.29
一年内最高/最低(元)	35.74/17.69
沪深300指数	4,799.63
市净率(倍)	1.28
流通市值(亿元)	499.62

发布日期：2026年04月23日

事件：

2025年，公司实现营业总收入48.39亿元，同比下降34.71%，归母净利润-11.29亿元，同比减亏58.5%，扣非归母净利润-11.53亿元。

点评：

● **公司业绩亏损幅度大幅收窄。**2025年，公司营业收入大幅下降，但净利润亏损幅度同比大幅收窄。营业收入下滑的主要原因为多晶硅行业产能过剩，多晶硅销售均价同比下滑，且公司持续减产控产、清库存，多晶硅销量延续下滑趋势。公司净利润亏损幅度有所收窄，主要原因为单位生产成本高于单位售价的背景下，降低开工率压缩销量以及资产减值计提的减少。具体来看，2025年公司多晶硅产量12.37万吨，同比下降39.70%；销量12.67万吨，同比下降30.14%；库存量1.67万吨，同比下降29.80%。公司自2024年下半年起减产控产，产品产销持续下降。因2025Q3多晶硅市场回暖、价格止跌起升，销售发货增加、库存出清。2025年公司多晶硅全年销售均价为37.70元/kg，同比下降7.33%；全年平均生产成本48.55元/kg，同比上升4.54%。低开工率导致折旧、人工、能耗摊薄不足，导致单位生产成本上扬。2025年，公司资产减值损失8.14亿元，其中，存货跌价损失8.08亿元。另外，公司的其他应收款坏账损失1.33亿元。公司经营业绩呈好转迹象。

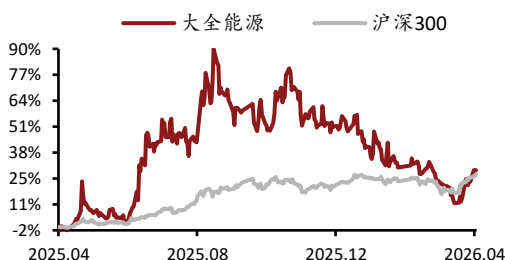
● **公司稳居多晶硅行业第一梯队，持续降本增效构筑成本领先优势。**公司是国内多晶硅行业的主要参与者之一，生产基地位于内蒙和新疆，产能规模达30.5万吨/年。2025年，国内多晶硅产量134万吨，公司多晶硅产量12.36万吨，份额为9.22%，稳居行业第一梯队。尽管由于产能利用率不足推高公司单位生产成本，但是公司现金成本维持下行趋势，2025年前四季度单位现金成本分别达36.82、38.96、34.63和33.95元/公斤。公司从工艺流程优化、设备升级、物料循环利用、能源综合利用等多维度持续夯实成本护城河。公司在还原炉电耗控制、冷氢化转化率提升等核心环节取得突破，显著降低了生产单耗，还原电单耗持续保持行业领先水平；改进高纯石墨件循环利用、优化络合剂性能以及实施自动水淬工艺，有效降低了贵金属物料消耗和固废处理成本，并同步提升硅料良品率；对全厂热力、冷量、蒸汽系统进行集成优化，全面提升能源利用效率。

● **多晶硅行业进入去产能周期，关注反内卷政策的执行力度。**2025年下半年，中央政治局会议提出“依法依规治理企业无序竞争，推进重点行业产能治理，规范地方招商引资行为”。2026年4月，工信部等四部门联合召开光伏行业座谈会，要求全力推进供给侧改

基础数据(2025-12-31)

每股净资产(元)	18.19
每股经营现金流(元)	-0.74
毛利率(%)	-2.13
净资产收益率_摊薄(%)	-2.89
资产负债率(%)	8.62
总股本/流通股(万股)	214,520.57/214,520.57
B股/H股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深300指数表现



资料来源：中原证券研究所，聚源

相关报告

《大全能源(688303)中报点评：上半年业绩亏损，稳健经营和雄厚资金巩固领先地位》

2025-09-08

联系人：李智

电话：0371-65585629

地址：郑州郑东新区商务外环路10号18楼

地址：上海浦东新区世纪大道1788号T1座22楼

革。从多晶硅行业角度来看，前期发布的多晶硅能耗限额标准征求意见稿对三氯氢硅法单位综合能耗设置 5/5.5/6.4 kgce/kg 三级标准，约 30%产能超出 3 级标准、存在整改、退出的情形。若严格执行，将推动低效率产能加速出清。叠加 2026 年 4 月 1 日起取消光伏产品增值税出口退税，行业竞争从价格主导转向技术与质量主导。头部企业市场份额领先、技术储备扎实、资金实力雄厚，有望成为行业并购整合的受益者、主导者。

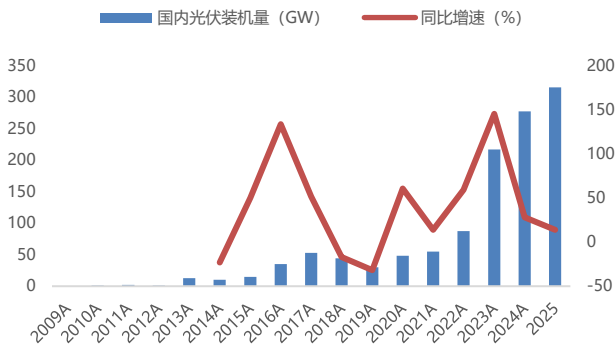
- **公司货币资金储备充裕，铸就穿越周期的底气。**截至 2025 年末，公司持有货币资金 45.3 亿元、定期存款 70.3 亿元、可转让大额存单 7.2 亿元、银行承兑汇票 9.5 亿元，资金储备合计约 132.3 亿元。公司资产负债率保持 8.62% 的极低水平，且无任何有息负债。公司稳健经营、资金实力雄厚。公司前期多晶硅扩产项目均已完工，且无大额资本开支计划。公司稳健的财务结构为公司抵御行业长期寒冬和未来战略布局奠定扎实的基础。
- **投资建议：**预计公司 2026、2027、2028 年归属于上市公司股东的净利润为 1.42、15.55 和 26.03 亿元，对应的全面摊薄 EPS 分别为 0.07、0.72 和 1.21 元/股，按照 4 月 22 日 23.29 元/股收盘价计算，对应 2026、2027、2028 年 PE 分别为 351.85 倍、32.13 倍和 19.19 倍。目前多晶硅行业处于周期低谷，尽管出清周期较长，但行业普遍亏损和政策反内卷将加速行业优胜劣汰、推动多晶硅行业供需格局改善。公司作为行业第一梯队企业，主动控制开工率减少供给，保持充裕的现金储备实现经营安全和战略上的灵活选择，盈利能力呈改善趋势，提升公司投资评级至“买入”。

风险提示：多晶硅行业产能出清不及预期；价格持续低迷风险；全球新增光伏装机需求不及预期风险。

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	7,411	4,839	6,402	8,684	10,409
增长比率（%）	-54.62	-34.71	32.31	35.65	19.86
净利润（百万元）	-2,718	-1,129	142	1,555	2,603
增长比率（%）	-147.17	58.46	112.58	994.95	67.42
每股收益(元)	-1.27	-0.53	0.07	0.72	1.21
市盈率(倍)	—	—	351.85	32.13	19.19

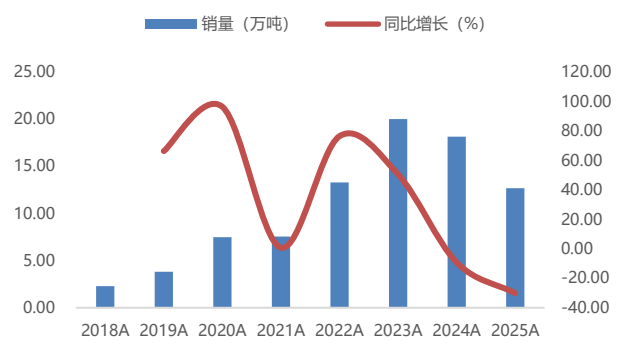
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：我国光伏装机容量和同比增长



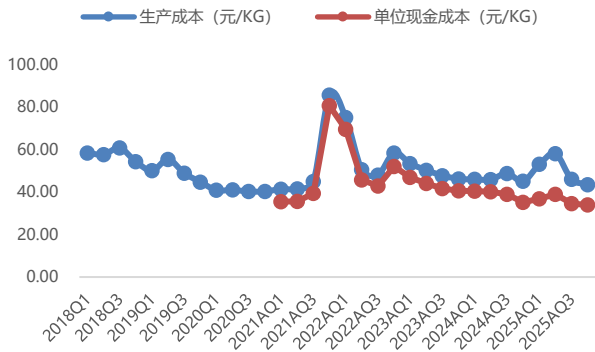
资料来源：CPIA，中原证券研究所

图 2：公司多晶硅销量和同比增速



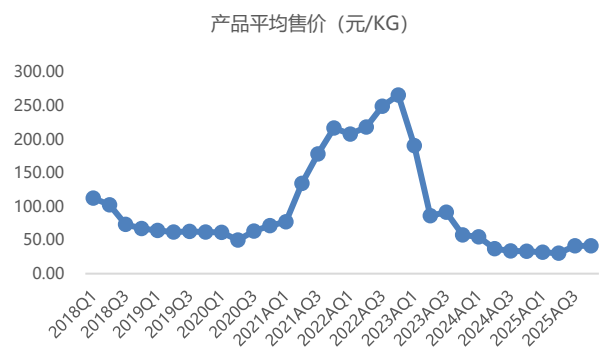
资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 3：公司多晶硅平均成本



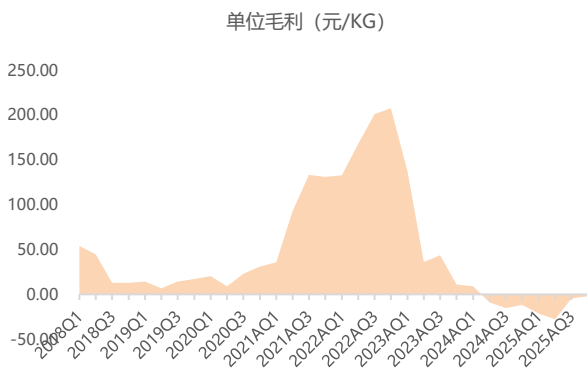
资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 4：公司多晶硅平均售价



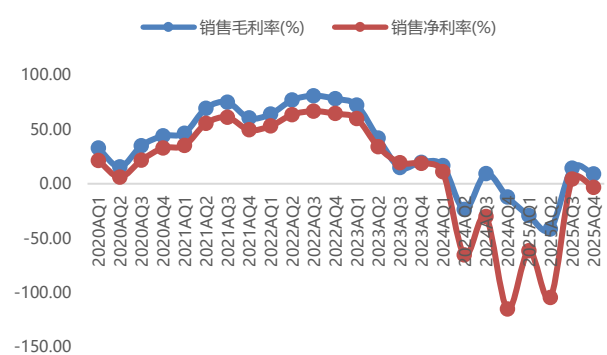
资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 5：公司单位产品毛利走势



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 6：公司主营业务销售毛利率和销售净利率走势



资料来源：Wind，中原证券研究所

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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	16,566	16,373	18,367	20,609	23,534
现金	5,007	4,527	6,040	7,697	10,168
应收票据及应收账款	0	0	0	0	0
其他应收款	144	24	36	48	58
预付账款	76	154	184	202	216
存货	1,196	1,351	1,620	1,775	1,903
其他流动资产	10,143	10,318	10,488	10,887	11,189
非流动资产	27,634	26,331	25,020	23,696	22,361
长期投资	4	4	4	4	4
固定资产	25,142	23,682	22,358	21,009	19,622
无形资产	1,144	1,120	1,120	1,120	1,120
其他非流动资产	1,344	1,524	1,537	1,563	1,615
资产总计	44,200	42,704	43,387	44,306	45,896
流动负债	3,761	3,465	4,066	4,429	4,916
短期借款	0	0	0	0	100
应付票据及应付账款	242	910	972	953	1,012
其他流动负债	3,519	2,555	3,094	3,476	3,804
非流动负债	282	217	217	217	217
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	282	217	217	217	217
负债合计	4,043	3,681	4,282	4,646	5,133
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	2,145	2,145	2,145	2,145	2,145
资本公积	17,478	17,478	17,478	17,478	17,478
留存收益	20,850	19,721	19,863	20,418	21,521
归属母公司股东权益	40,158	39,023	39,105	39,660	40,763
负债和股东权益	44,200	42,704	43,387	44,306	45,896

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	-5,386	-1,577	1,665	2,718	3,940
净利润	-2,718	-1,129	142	1,555	2,603
折旧摊销	1,509	1,738	1,611	1,624	1,635
财务费用	46	34	0	0	3
投资损失	-126	-163	-208	-239	-234
营运资金变动	-6,707	-2,832	120	-222	-67
其他经营现金流	2,610	775	0	0	0
投资活动现金流	-8,463	463	-92	-61	-66
资本支出	-527	-167	-300	-300	-300
长期投资	-7,920	380	0	0	0
其他投资现金流	-15	249	208	239	234
筹资活动现金流	-940	-6	-60	-1,000	-1,403
短期借款	0	0	0	0	100
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-33	0	0	0	0
其他筹资现金流	-908	-6	-60	-1,000	-1,503
现金净增加额	-14,789	-1,121	1,514	1,656	2,471

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	7,411	4,839	6,402	8,684	10,409
营业成本	7,332	4,941	6,138	6,728	7,212
营业税金及附加	68	71	96	130	156
营业费用	16	24	26	30	0
管理费用	297	260	320	434	520
研发费用	33	19	26	35	42
财务费用	-143	19	-113	-151	-190
资产减值损失	-2,941	-814	0	0	0
其他收益	52	34	45	61	73
公允价值变动收益	0	10	0	0	0
投资净收益	126	153	208	239	234
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	-3,085	-1,247	162	1,777	2,975
营业外收入	4	4	0	0	0
营业外支出	140	37	0	0	0
利润总额	-3,220	-1,280	162	1,777	2,975
所得税	-502	-151	20	222	372
净利润	-2,718	-1,129	142	1,555	2,603
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	-2,718	-1,129	142	1,555	2,603
EBITDA	-581	354	1,660	3,250	4,420
EPS (元)	-1.27	-0.53	0.07	0.72	1.21

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入 (%)	-54.62	-34.71	32.31	35.65	19.86
营业利润 (%)	-144.69	59.59	113.02	994.95	67.42
归属母公司净利润 (%)	-147.17	58.46	112.58	994.95	67.42
获利能力					
毛利率 (%)	1.07	-2.13	4.12	22.52	30.71
净利率 (%)	-36.68	-23.34	2.22	17.90	25.01
ROE (%)	-6.77	-2.89	0.36	3.92	6.39
ROIC (%)	-4.39	-3.13	0.11	3.59	5.96
偿债能力					
资产负债率 (%)	9.15	8.62	9.87	10.49	11.18
净负债比率 (%)	10.07	9.43	10.95	11.71	12.59
流动比率	4.41	4.73	4.52	4.65	4.79
速动比率	1.48	1.80	1.95	2.26	2.60
营运能力					
总资产周转率	0.16	0.11	0.15	0.20	0.23
应收账款周转率	110915.15	41421.30	128033.71	—	—
应付账款周转率	17.18	26.08	31.36	32.81	34.68
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	-1.27	-0.53	0.07	0.72	1.21
每股经营现金流 (最新摊薄)	-2.51	-0.74	0.78	1.27	1.84
每股净资产 (最新摊薄)	18.72	18.19	18.23	18.49	19.00
估值比率					
P/E	—	—	351.85	32.13	19.19
P/B	1.24	1.28	1.28	1.26	1.23
EV/EBITDA	-80.46	149.79	26.46	13.01	9.03

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。