

大全能源（688303.SH）

公司报告 | 首次评级报告



2025年10月30日

基本信息

所属行业	TMT
当前股价	29.63
总市值	635.62亿
PE-TTM	-23.61
PB-MRQ	1.63

估值结果

DDM估值	价值	477.36亿
	上行空间	-25%
	状态	偏高估
动态估值	价值	471.35亿
	上行空间	-26%
	状态	偏高估

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

大全能源为多晶硅龙头企业，其主营产品多晶硅主要应用于光伏行业。

公司成长空间星级较好，主要原因为目前多晶硅产能过剩，多晶硅价格位于历史底部，后续随着多晶硅行业落后产能出清，多晶硅价格有望回升。此外，公司作为多晶硅头部企业，产能先进，后续市占率有望提升。公司盈利趋势星级较好，主要原因目前多晶硅产能过剩，行业资本开支大幅下滑，叠加在反内卷政策导向下，多晶硅价格已触底回升，后续公司盈利有望迎来边际改善。公司产业格局星级一般，主要原因多晶硅同质化程度高，且属于重资产行业，落后产能较难退出。公司护城河星级一般，主要系多晶硅行业护城河主要来源于成本优势，随着多晶硅工艺逐渐发展成熟，一、二线企业成本差距有所收窄，未来公司的成本优势或将存在一定的衰退风险。

基于未来在光伏行业反内卷政策推动下，多晶硅价格触底回升及公司市占率提升的核心假设，当前公司估值偏高估。

我们区别于市场的观点

相较于市场观点，我们对光伏行业反内卷推动多晶硅价格上涨幅度采取更保守的预测，主要原因目前多晶硅基本面未出现明显改善，前期多晶硅价格大幅上涨主要基于“报价不得低于企业自身完全成本”的政策导向，导致其成交量有限，且价格向光伏组件端传导有所受阻，叠加目前多晶硅收储还未取得明显进展。

风险提示

- 1) 若后续多晶硅产能出清不及预期，将会对公司产品售价及销量产生影响，进而导致公司业绩不及预期；
- 2) 光伏行业经过近几年快速发展，若后续光伏新增装机需求不及预期，或将对公司多晶硅销量产生影响，导致公司业绩不及预期。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	4
3.2 研发强度	5
3.3 人力资源密集度	5
3.4 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	9
表4：公司整体及分业务动态估值	9
表5：公司整体及分业务DDM估值	10

1. 基本信息

公司主营产品为高纯多晶硅，处于光伏产业链上游，目前已具备年产30.5万吨多晶硅产能，属于多晶硅行业第一梯队企业。

2. 业务介绍

对于大全能源公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

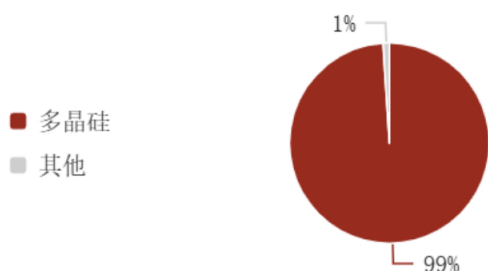
多晶硅：

多晶硅是光伏电池与半导体设备的主要原材料，根据纯度，多晶硅可分为太阳能级（光伏级）多晶硅与电子级（半导体级）多晶硅。公司主营产品为光伏级多晶硅，主要用于制造光伏硅片。我们对该业务的界定为全球光伏级多晶硅市场。

其他：

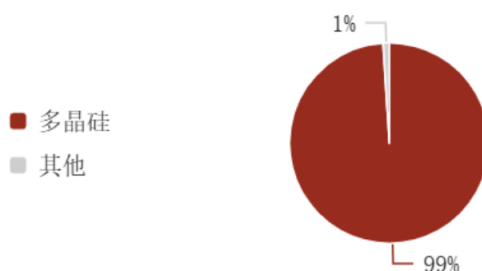
公司其他业务主要为多晶硅生产过程中的副产品，包括少量粉末碳头料、液碱等，收入占比较小。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

大全能源主营业务为多晶硅，具备重资产属性，前期资本投入较大，行业具备一定的规模经济特征，公司作为多晶硅龙头企业，具备一定的成本优势。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

多晶硅属于重资产行业，前期资本投入较大，单万吨多晶硅投资成本在5-9亿元，资产周转率较低，2024年公司固定资产周转率仅为0.34次。

3.2 研发强度

低

较低

中等

较高

高

公司研发强度较低，2024年公司研发费用率为0.44%，主要系多晶硅作为上游原材料，技术变革不大，更注重规模化生产及成本控制所致。

3.3 人力资源密集度

低

较低

中等

较高

高

公司人力资源密集度较高，2024年公司支付给职工以及为职工支付的现金与销售商品、提供劳务收到的现金比值为32.8%，主要系多晶硅生产工艺复杂，涉及一系列复杂的化学反应和精馏提纯过程，并需要24小时不间断运行，需配备人员保障设备连续稳定运行所致。

3.4 客户集中度

低

较低

中等

较高

高

公司客户集中度较高，2024年公司前五名客户销售额合计占总销售额的比例达75.6%，主要系公司下游光伏硅片行业集中度较高所致。

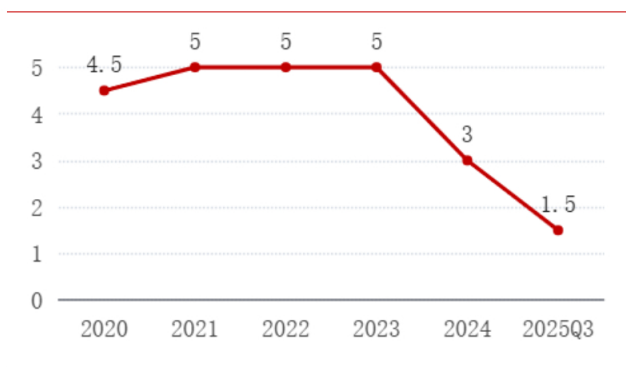
4. 历史经营绩效

2024年以来公司经营绩效有所下降，主要系多晶硅行业竞争格局恶化，公司盈利能力、成长能力、业务控制力均有所下降所致。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



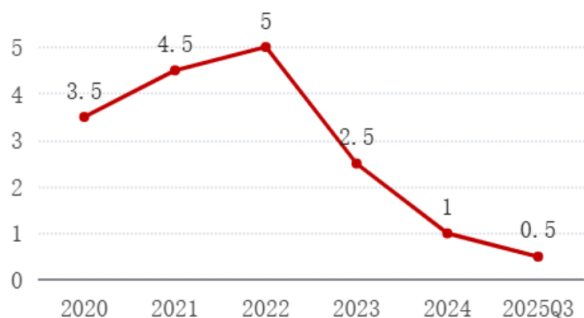
数据来源：公司财报，壹评级

2020-2023年，公司盈利能力星级维持高位，主要系“双碳”政策推动+光伏度电成本下降，带动光伏装机需求爆发，进而推高多晶硅需求，叠加多晶硅扩产周期长，供给难跟需求，供不应求下价格大涨，支撑公司盈利。2024年以来，公司多晶硅盈利能力星级有所下滑，源于行业供需逆转，此前多晶硅高成长吸引大量投资，2024年产能集中释放致供给过剩，多晶硅价格大跌，压制公司盈利。

4.2 历史成长能力

☆☆☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



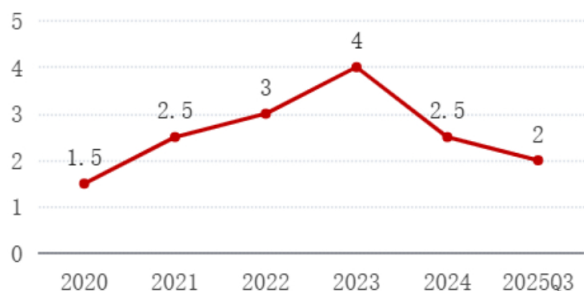
数据来源：公司财报，壹评级

2020-2022年公司成长能力星级呈上升趋势，主要系下游需求带动使得公司多晶硅量价齐升所致。2023-2024年公司成长能力星级呈下降趋势，主要系多晶硅产能释放，使得公司多晶硅产品售价大幅下跌所致。2025年上半年公司成长能力星级进一步下降，主要系多晶硅行业产能过剩严重，公司控产使得其多晶硅销量同比下降，叠加公司多晶硅售价进一步下跌所致。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★☆☆☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



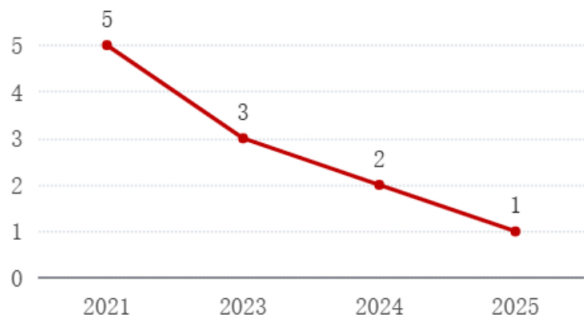
数据来源：公司财报，壹评级

2020-2023年公司业务控制力星级呈上升趋势，其中2021年、2022年主要系多晶硅供不应求，公司在产业链具备较强的议价能力，2023年随着多晶硅产能释放，多晶硅价格有所下跌，但仍位于较高位置，叠加公司推进成本下降，公司回款情况良好。2024年公司业务控制力星级有所下降，主要系多晶硅供给过剩，公司在产业链议价能力减弱所致。2025年上半年公司业务控制力星级保持稳定。

4.4 股东回报评级

☆☆☆☆☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

近年来公司股东回报星级呈下降趋势，其中2021-2023年主要系多晶硅行业成长空间大，公司加大多晶硅产能建设力度所致，2020-2023年公司多晶硅产能年均复合增长率为43.1%，2024年、2025年上半年主要系多晶硅供给过剩导致公司业绩亏损，公司需储备资金以度过寒冬。

5. 四维评级

综合来看，公司成长空间星级及盈利趋势星级较好，多晶硅行业当前位于周期底部，后续随着光伏行业反内卷推进，公司成长空间尚可且盈利能力有望改善。公司产业格局星级及护城河星级一般，多晶硅同质化程度较高，产能退出难度较高，且行业进入壁垒不高所致。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长能力星级较高，主要系在反内卷政策导向下，未来公司多晶硅有望迎来量价齐升。

多晶硅(3.5星)：

当前多晶硅行业处于周期底部，2025年7月起，在光伏行业反内卷政策推动下，多晶硅价格已触底回升；且该反内卷进程仍在持续推进，预计后续多晶硅落后产能出清速度将加快，据此测算2024-2029年公司收入年均复合增速有望达10%-15%。此外，2024年受多晶硅产能过剩、价格大跌影响，公司业绩基数较低；随着后续多晶硅价格回升，预计公司未来3年收入年均复合增速较过去3年将显著提升，因此公司多晶硅成长能力星级较高。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势星级较高，主要系当前光伏行业正在进行反内卷，预计后续将带动公司盈利改善。

多晶硅(3.5星)：

公司多晶硅盈利趋势星级较高，主要系2025年上半年公司多晶硅毛利率为-36.4%，位于历史低位。考虑到目前光伏行业正在进行反内卷，预计后续随着反内卷政策进一步推进，多晶硅行业落后产能有望加速出清，带动多晶硅竞争格局向好及公司多晶硅盈利改善。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局星级一般，主要系公司主营产品同质化程度高叠加产能退出难度较大所致。

多晶硅(3星)：

公司多晶硅产业格局星级一般，主要系多晶硅同质化程度较高，且多晶硅行业属于重资产行业，产能退出难度较大，使得公司产业属性分数较低。此外，目前多晶硅行业处于产能过剩阶段，叠加下游光伏硅片行业集中度较高，使得公司议价能力有所减弱所致。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河星级一般，主要系公司具备一定的成本优势，后续存在被削弱的风险。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
多晶硅	(3星) 公司多晶硅护城河宽度星级一般，主要系当前多晶硅行业产能过剩，叠加下游光伏硅片行业集中度较高，公司议价能力较弱，使得公司业绩控制力星级较低。此外，多晶硅产能过剩导致公司多晶硅亏损，2024年经壹评级调整后公司净资产收益率为-10.9%。	(3星) 公司具备规模经济及技术优势护城河。规模经济方面，多晶硅为重资产行业，公司为多晶硅行业第一梯队企业，具备一定的规模效应。由于多晶硅行业进入壁垒不高，后续若其他企业大规模扩产，或将减弱公司该优势。技术优势方面，公司不断优化生产工艺，通过引入先进控制技术、优化设备运行参数等方式，提高能源利用效率，进一步降低生产成本。由于多晶硅技术变革低，随着工艺逐渐成熟，一、二线企业成本差距有所收窄，后续公司该业务护城河优势或将被削弱。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

目前公司估值偏高估，主要系在光伏行业反内卷推动下，多晶硅作为最有望受益的环节，公司股价受情绪面催化影响涨幅较大所致。

6.1 核心假设及逻辑

多晶硅：

收入假设：

1) 销量：2025年受行业自律控产影响，公司排产下降，公司多晶硅销量将同步下滑。在光伏行业反内卷推动下，多晶硅落后产能出清有望加速，叠加预计下游光伏新增装机需求呈上升趋势，预计2026-2029年公司多晶硅销量有所提升。

2) 价格：受多晶硅产能过剩影响，预计2025年公司多晶硅售价同比下降。后续在光伏行业反内卷推动下，2026-2029年公司多晶硅售价有望提升。

盈利能力假设：

毛利率：受多晶硅产能过剩及公司开工率下降导致折旧成本提升影响，预计2025年公司多晶硅毛利率进一步承压下行。2026-2029年随着公司多晶硅售价提升，公司毛利率有望改善。

表2：公司整体业绩预测

大全能源	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	309.4	163.3	74.1	42.5	66.3	84.2	107.6	138.6
归母净利润(亿)	191.2	57.6	-27.2	-9.3	5.3	8.1	12.2	21.8
归母净利润增速(%)	234.0	-69.9	-147.2	65.7	157.3	51.2	51.1	78.3
经营性净利润(亿)	192.7	60.8	-26.7	-9.3	5.3	8.1	12.2	21.8
经营性净利润增速(%)	236.5	-68.4	-143.9	65.1	157.3	51.2	51.1	78.3
经营性归母净利润(亿)	192.7	60.8	-26.7	-9.3	5.3	8.1	12.2	21.8
经营性归母净利润增速(%)	236.5	-68.4	-143.9	65.1	157.3	51.2	51.1	78.3

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

多晶硅	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	307.6	162.2	73.8	42.1	66.0	83.8	107.2	138.2
收入增速(%)	185.1	-47.3	-54.5	-42.9	56.6	27.1	27.9	28.9
经营性净利润(亿)	191.2	59.9	-26.8	-9.6	5.1	7.8	11.9	21.5
经营性净利率(%)	62.2	37.0	-36.4	-22.7	7.7	9.3	11.1	15.5
经营性净利润增速(%)	235.7	-68.6	-144.8	64.3	153.0	53.7	52.7	80.1
其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	1.8	1.0	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
收入增速(%)	331.5	-42.8	-69.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
经营性净利润(亿)	1.5	0.9	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
经营性净利率(%)	81.1	82.1	45.2	73.7	76.1	75.6	76.7	76.3
经营性净利润增速(%)	374.9	-42.1	-83.0	67.9	6.4	2.3	4.5	2.5

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
多晶硅	3.3%	中低	较好	较强	7.5%	15	24.6
其他	3.0%	中低	一般	一般	7.5%	12.15	0.3
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
多晶硅(亿)	132.5	207.0	339.5	127.2	-	-	466.7
其他(亿)	1.5	2.6	4.1	0.6	-	-	4.6
公司整体测算(亿)	134.0	209.6	343.6	127.8	-	-	471.4

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
多晶硅(亿)	184.0	160.2	344.2	127.2	-	-	471.4
其他(亿)	3.1	2.4	5.4	0.6	-	-	6.0
公司整体测算(亿)	187.1	162.6	349.6	127.8	-	-	477.4

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性星级一般，一方面，通过对比公司历史实际业绩与预测业绩，发现历史可预测性一般；另一方面，目前多晶硅收储未取得明显进展，存在一定不确定性，导致后续多晶硅落后产能出清进展存在一定不确定性。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。