

评级变动报告

大全能源 688303.SH



鉴于光伏反内卷执行力度不及预期，叠加下游需求疲软导致多晶硅库存累积，2026年以来多晶硅价格有所回落，我们全面下调2026-2028年大全能源多晶硅单位售价预期。核心原因如下：

多晶硅价格下降：一方面，受多晶硅竞争激烈影响，2025年公司多晶硅单位售价低于预期；另一方面，2026年以来，受下游需求疲软影响，多晶硅价格再次步入下行通道，目前处于探底阶段，但由于基本面未出现明显改善，其价格反弹空间有限。

公司为多晶硅头部企业，具备一定的成本优势，受多晶硅产能过剩及反内卷不及预期影响，公司多晶硅售价跟随行业下降。综合评估，我们对大全能源的DDM估值下调了0.7%，目前处于合理估值状态。

公司基本信息



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。此外，公司切入AIDC赛道打造第二增长曲线，拟投60亿元建设“大全智慧能源系统制造基地项目”。项目聚焦智算中心（AIDC）的下一代智慧能源系统解决方案及相关设备的研发、制造与销售，具体产品包括储能系统、固态变压器、固态断路器和固态电池等。

公司深度评级

所属行业	TMT	成长空间	★★★★☆	DDM估值：价值	474.28亿(较上期-0.65%)
当前股价	18元	盈利趋势	★★★★☆	状态	合理估值(上行空间+23%)
总市值	386.14亿	产业格局	★★★★☆		
PE-TTM	-28.14	护城河	★★★★☆	动态估值：价值	474.30亿(较上期+0.63%)
PB-MRQ	1.01			状态	合理估值(上行空间+23%)

公司盈利预测

大全能源	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	163.3	74.1	48.4	62.2	78.9	100.7	129.6	141.6
归母净利润(亿)	57.6	-27.2	-11.3	2.3	7.9	12.4	21.3	23.0
归母净利润增速(%)	-69.9	-147.2	58.5	120.8	237.8	57.0	71.5	8.0
经营性净利润(亿)	60.8	-26.7	-12.4	2.3	7.9	12.4	21.3	23.0
经营性净利润增速(%)	-68.4	-143.9	53.6	118.9	237.8	57.0	71.5	8.0
经营性归母净利润(亿)	60.8	-26.7	-12.4	2.3	7.9	12.4	21.3	23.0
经营性归母净利润增速(%)	-68.4	-143.9	53.6	118.9	237.8	57.0	71.5	8.0

资料来源：壹评级

量化评级变动分析

经营绩效评级

经营绩效变动趋势图



数据来源：壹评级整理

本期数据截取时间：2026-03-31

业务控制力及财务健康下降0.5星级：上期星级2.0星，本期星级1.5星。

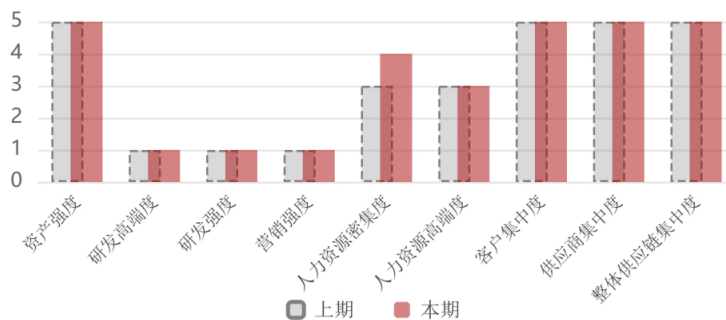
多晶硅产能过剩现象凸显，叠加下游需求疲软致使多晶硅库存位于历史高位，公司在产业链议价能力有所减弱，2026年一季度公司业务控制力星级有所下降。

盈利能力下降1.0星级：上期星级1.5星，本期星级0.5星。

光伏反内卷执行力度不及预期、下游需求疲软致使多晶硅累库，多晶硅价格下降，叠加公司惜售，使得其单位固定成本抬升，2026年一季度公司盈利承压下行。

商业模式评级

商业模式变动情况图



数据来源：壹评级整理

本期数据截取时间：2026-03-31

人力资源密集度提升1.00星：上期星级3.0星，本期星级4.0星。

受多晶硅产能过剩导致价格下降影响，公司惜售，使得其2026年一季度多晶硅销量同比大幅下滑，公司收入下降，进而导致其销售商品、提供劳务收到的现金大幅下降，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占比提升。

估值评级

公司DDM估值下调0.7%，主要是我们对公司近期收入进行了下修。

1、近期：我们对公司2026-2028年收入及归母净利润预测进行了全面下调，主要基于对公司产品销售单价的重新评估。

1) 未来三年收入预测的下降:

我们对公司营业收入的预测出现下调，主要是我们对公司多晶硅销售单价的预测做出调整。

多晶硅产品平均销售单价：经过评估，我们对2026-2028年公司多晶硅销售单价进行小幅下调，主要基于2025年公司多晶硅销售单价低于预期，叠加光伏反内卷不及预期及多晶硅累库影响，2026Q1多晶硅价格有所下降。

2、未来三年归母净利润预测的下降

我们对公司2026年归母净利润预测的下调幅度大于收入，主要是我们对公司多晶硅的毛利率及资产减值损失的预测做出调整。

多晶硅毛利率：经过评估，我们对公司2026年多晶硅毛利率进行了下调，主要基于2025年公司多晶硅毛利率低于此前预测值，叠加2026年光伏行业反内卷不及预期，多晶硅价格已有所回落，因此我们下调了2026年公司多晶硅毛利率。

资产减值损失：经过评估，我们对公司2026年的资产减值损失预测值进行上调，主要系2025年公司资产减值损失实际值高于预测值，叠加近期多晶硅价格再次走跌，预计2026年公司将会计提部分存货减值准备。

2、远期：我们对公司远期营业收入的预测维持不变，我们对长期多晶硅价格中枢、市占率预测未做出重大调整。

长期多晶硅价格中枢：经过评估，我们对长期多晶硅价格维持不变，主因虽然短期价格波动较大，但在DDM模型的永续期假设中，我们依然遵循均值回归原则，不因短期价格波动而大幅改变长期均衡价格假设，以保持估值的审慎性。

长期多晶硅市占率：经过评估，我们对公司多晶硅远期市占率未作出重大调整，基于公司现阶段产能情况及行业扩产情况未出现明显变动，因此不调整其远期市占率。

盈利预测

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，2026-2030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。2026-2030年随着公司多晶硅售价提升，公司毛利率有望改善。

公司整体业绩预测

大全能源	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	163.3	74.1	48.4	62.2	78.9	100.7	129.6	141.6
归母净利润(亿)	57.6	-27.2	-11.3	2.3	7.9	12.4	21.3	23.0
归母净利润增速(%)	-69.9	-147.2	58.5	120.8	237.8	57.0	71.5	8.0
经营性净利润(亿)	60.8	-26.7	-12.4	2.3	7.9	12.4	21.3	23.0
经营性净利润增速(%)	-68.4	-143.9	53.6	118.9	237.8	57.0	71.5	8.0
经营性归母净利润(亿)	60.8	-26.7	-12.4	2.3	7.9	12.4	21.3	23.0
经营性归母净利润增速(%)	-68.4	-143.9	53.6	118.9	237.8	57.0	71.5	8.0

数据来源：壹评级

公司分业务业绩预测

多晶硅	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	162.2	73.8	47.8	61.6	78.2	100.0	129.0	140.9
收入增速(%)	-47.3	-54.5	-35.2	28.8	27.1	27.9	28.9	9.3
经营性净利润(亿)	59.9	-26.8	-12.7	1.9	7.5	12.0	20.9	22.6
经营性净利率(%)	37.0	-36.4	-26.6	3.2	9.6	12.0	16.2	16.0
经营性净利润增速(%)	-68.6	-144.8	52.7	115.3	286.6	59.9	73.9	8.1
其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	1.0	0.3	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
收入增速(%)	-42.8	-69.0	86.9	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
经营性净利润(亿)	0.9	0.1	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
经营性净利率(%)	82.1	45.2	48.0	65.5	65.9	66.5	66.5	66.5
经营性净利润增速(%)	-42.1	-83.0	98.7	37.7	1.6	2.0	1.0	0.9

数据来源：壹评级

动态估值

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	3.1%	中低	较好	较强	7.8%	14.35	26.4
其他	1.0%	中低	一般	一般	7.5%	12.15	0.4
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)	152.4	193.5	345.9	119.3	-	-	465.2
其他(亿)	4.8	2.8	7.6	1.5	-	-	9.1
公司整体测算(亿)	157.2	196.3	353.5	120.8	-	-	474.3

数据来源：壹评级

DDM估值

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)	194.5	150.6	345.0	119.3	-	-	464.3
其他(亿)	5.7	2.8	8.4	1.5	-	-	10.0
公司整体测算(亿)	200.1	153.3	353.5	120.8	-	-	474.3

数据来源：壹评级

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。

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任何变更。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。