

钧达股份（002865）

2024 年报点评：24 年 N 型出货行业领先，25Q2 抢装涨价进行中

买入（维持）

2025 年 03 月 19 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书：S0600523070003

guoyn@dwzq.com.cn

证券分析师 徐毓嵘

执业证书：S0600524080007

xucr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	18657	9952	15898	21327	23715
同比（%）	60.90	(46.66)	59.75	34.15	11.20
归母净利润（百万元）	815.64	(591.11)	1,100.31	1,725.07	2,085.37
同比（%）	13.77	(172.47)	286.14	56.78	20.89
EPS-最新摊薄（元/股）	3.56	(2.58)	4.80	7.53	9.10
P/E（现价&最新摊薄）	16.48	(22.74)	12.21	7.79	6.44

投资要点

- **事件：**公司发布 2024 年报，全年营收 99 亿元，归母净利亏损 5.9 亿元，扣非亏损 11.2 亿元；2024 年 Q4 营收约 17.5 亿元，归母亏损 1.7 亿元（环比 Q3 亏损 2.5 亿元大幅减亏，毛利转正），扣非亏损 3.8 亿元。
- **N 型出货行业领先、25 年有望回暖修复：**2024 年公司电池出货 33.7GW，同增 13%，出货量位居全球前三；N 型出货 31GW（占比 90%+），出货量行业领先。全年外销占比提升至 24%（23 年约 5%）；Q4 出货约 7.3GW N 型（无 P 型），环比持平。全年单瓦亏损 1.5-2 分；Q4 受益外销占比提升至 50%+12 月电池价格修复，测算单瓦净利约-2 分，毛利转正、亏损环比收窄。2025 年随 P 电池出清+行业推动限产限价，我们预计公司全年开机率维持在 80%左右；当下在自律背景下满开状态，3 月价格基本不亏损，我们预计 2025 年 Q1 有望继续减亏。
- **技术布局深厚、推进海外布局：**公司 N 型“MoNo 2”双面率达 90%、效率突破 26.3%；2024 年电池量产效率提升 0.5pct+，单瓦非硅降低约 30%。中试 TBC 电池效率较主流 N 型提效 1-1.5pct，并推动 TBC 电池下一阶段量产准备。同时公司持续推动阿曼项目建设落地，投建 5GW N 型电池、计划于 2025 年建成投产，享受海外高端溢价。同时推动 H 股发行工作，我们预计 2025 年 H1 有望落地，构建海外资本平台，为公司全球化发展提供有利保障。
- **费用率稳中有降、经营现金微亏：**2024 年销售费用 6kw 元、管理费用约 3 亿元，分别同降 15%/25%，主要系股权激励业绩条件未完成相关费用转回所致；Q4 费用率 10.5%，较 Q3 费用率 13%环降 3pct，其中研发费用率、财务费用率环降 1-2pct。Q4 经营现金净流出 0.45 亿元，环比转负。
- **盈利预测与投资评级：**我们基本维持 2025-2026 年盈利预测、新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025 年-2027 年归母净利润 11.00/17.25/20.85 亿元（2025 年、2026 年前值为 11.06/17.36 亿元），同增 286.14%/56.78%/20.89%。基于公司光伏电池龙头地位，我们给予公司 2025 年 15X，对应目标价 72 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策不及预期，竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	58.91
一年最低/最高价	34.00/84.55
市净率(倍)	3.47
流通 A 股市值(百万元)	13,246.84
总市值(百万元)	13,499.33

基础数据

每股净资产(元,LF)	16.96
资产负债率(% ,LF)	76.38
总股本(百万股)	229.15
流通 A 股(百万股)	224.87

相关研究

《钧达股份(002865)：2024 年业绩预告点评：Q4 环比减亏，25 年有望回暖》

2025-01-24

《钧达股份(002865)：竞争加剧盈利承压，扩产中东布局海外》

2024-09-18

钧达股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6,332	7,789	10,886	10,825	营业总收入	9,952	15,898	21,327	23,715
货币资金及交易性金融资产	3,966	4,426	6,849	5,631	营业成本(含金融类)	9,880	13,806	18,297	20,310
经营性应收款项	924	1,760	2,144	3,019	税金及附加	47	48	64	71
存货	552	661	847	1,065	销售费用	63	56	64	71
合同资产	0	0	0	0	管理费用	303	350	341	320
其他流动资产	890	943	1,045	1,110	研发费用	199	286	363	356
非流动资产	10,128	12,349	13,888	15,262	财务费用	176	203	161	144
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	118	159	11	17
固定资产及使用权资产	8,151	10,306	11,619	12,938	投资净收益	5	3	4	5
在建工程	339	212	141	96	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	321	291	315	313	减值损失	(139)	(28)	(39)	(45)
商誉	855	855	855	855	资产处置收益	1	(3)	(6)	7
长期待摊费用	0	42	117	39	营业利润	(730)	1,281	2,007	2,426
其他非流动资产	462	642	840	1,022	营业外净收支	(2)	(1)	(1)	(1)
资产总计	16,459	20,138	24,774	26,088	利润总额	(731)	1,279	2,006	2,425
流动负债	6,377	5,137	7,428	7,893	减:所得税	(140)	179	281	339
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,590	539	863	1,381	净利润	(591)	1,100	1,725	2,085
经营性应付款项	3,475	2,214	4,685	3,077	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	83	264	251	630	归属母公司净利润	(591)	1,100	1,725	2,085
其他流动负债	230	2,119	1,629	2,805	每股收益-最新股本摊薄(元)	(2.58)	4.80	7.53	9.10
非流动负债	6,195	7,042	7,661	6,425	EBIT	(558)	1,353	2,198	2,587
长期借款	2,142	2,248	2,581	1,048	EBITDA	187	2,996	4,237	5,073
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	0.73	13.16	14.21	14.36
租赁负债	5	5	5	5	归母净利率(%)	(5.94)	6.92	8.09	8.79
其他非流动负债	4,048	4,789	5,075	5,372	收入增长率(%)	(46.66)	59.75	34.15	11.20
负债合计	12,572	12,179	15,090	14,318	归母净利润增长率(%)	(172.47)	286.14	56.78	20.89
归属母公司股东权益	3,887	7,959	9,684	11,770					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	3,887	7,959	9,684	11,770					
负债和股东权益	16,459	20,138	24,774	26,088					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	654	2,558	5,133	3,366	每股净资产(元)	16.96	30.75	37.41	45.47
投资活动现金流	(867)	(3,750)	(3,482)	(3,730)	最新发行在外股份(百万股)	229	229	229	229
筹资活动现金流	176	1,652	773	(853)	ROIC(%)	(5.42)	12.01	15.83	16.28
现金净增加额	(34)	460	2,424	(1,218)	ROE-摊薄(%)	(15.21)	13.82	17.81	17.72
折旧和摊销	745	1,643	2,039	2,486	资产负债率(%)	74.39	76.38	60.48	60.91
资本开支	(442)	(3,643)	(3,313)	(3,751)	P/E (现价&最新股本摊薄)	(22.74)	12.21	7.79	6.44
营运资本变动	312	(216)	1,256	(1,256)	P/B (现价)	3.46	1.91	1.57	1.29

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>