

## 盈利能力边际改善，海外占比显著提升

2025 年 04 月 15 日

## 事件

2025 年 4 月 14 日，公司发布 2025 年一季报。根据公司公告，2025 年一季度公司实现收入 18.75 亿元，同比-49.52%，环比+7.14%；归母净利润-1.06 亿元，实现扣非归母净利润-2.17 亿元，亏损情况环比边际改善。

## 费用控制能力提升，盈利能力边际改善

根据公司公告，25Q1 公司销售毛利率/净利率分别为 5.88%/-5.65%，环比 24Q4 分别提升 3.12/4.31Pcts；25Q1 公司费用控制能力环比提升显著，其中销售费用率为 0.58%，环比-0.62Pcts，管理费用率（含研发费用）为 6.56%，环比-1.33Pcts。

## 海外市场布局加速，港股发行有望为公司发展注入新动能

公司当前电池片资产均为 N 型 TOPCon 技术路线，产品质量得到海内外客户充分认可，出货量持续保持行业领先，25Q1 实现 N 型 TOPCon 出货 7.15GW。公司加速布局海外市场，海外占比由 24 年全年的 23.85%提升至 25Q1 的 58%，印度、土耳其、欧洲等主要海外市场占有率行业领先。产能方面，公司拟于阿曼投资建设 5GW 高效电池产能，进一步通过产能出海形式，增强公司全球市场电池产品供应能力，根据公司公告，该项目计划于 2025 年底建成投产。此外，公司拟通过港交所上市的方式，构建国际化资本运作平台，整合各类股东资源，为公司全球化发展提供保障，港股发行后公司有望进一步规划海外高效电池产能，助力公司海外业务高质量发展。

## 投资建议

我们预计公司 25-27 年实现营收 124.58/151.69/177.60 亿元，归母净利润为 7.64/13.68/18.98 亿元，根据 25 年 4 月 14 日收盘价，25-27 年 PE 为 12x/7x/5x。公司为光伏电池片专业化领先企业，TOPCon 技术优势显著，海外市场持续开拓，看好产业供需改善后公司盈利与收入迎来增长，维持“推荐”评级。

## 风险提示

下游需求不及预期、市场竞争加剧、产能建设不及预期等。

## 推荐

维持评级

当前价格：

40.46 元



## 分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

## 分析师 林誉韬

执业证书：S0100524070001

邮箱：linyutao@mszq.com

## 分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

邮箱：zhubiye@mszq.com

## 分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

邮箱：wangyiru\_yj@mszq.com

## 相关研究

- 1.钩达股份 (002865.SZ) 2024 年年报点评：N 型出货提升显著，海外业务持续扩张-2025/03/18
- 2.钩达股份 (002865.SZ) 2024 年三季报点评：业绩短期承压，海外产能放量在即-2024/11/03
- 3.钩达股份 (002865.SZ) 首次覆盖报告：TOPCon 领军企业，加速布局海外市场-2024/10/21

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	9,952	12,458	15,169	17,760
增长率 (%)	-46.7	25.2	21.8	17.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	-591	764	1,368	1,898
增长率 (%)	-172.5	229.3	79.1	38.7
每股收益 (元)	-2.58	3.33	5.97	8.28
PE	/	12	7	5
PB	2.4	2.0	1.5	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 14 日收盘价）

## 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	9,952	12,458	15,169	17,760
营业成本	9,880	10,605	12,548	14,584
营业税金及附加	47	50	61	71
销售费用	63	56	68	80
管理费用	303	299	364	426
研发费用	199	237	273	302
EBIT	-558	1,203	1,844	2,285
财务费用	176	270	269	134
资产减值损失	-132	-107	-94	-88
投资收益	5	6	8	0
营业利润	-730	832	1,488	2,064
营业外收支	-2	-1	-1	-1
利润总额	-731	831	1,487	2,063
所得税	-140	66	119	165
净利润	-591	764	1,368	1,898
归属于母公司净利润	-591	764	1,368	1,898
EBITDA	187	1,962	2,631	3,101

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,536	3,640	4,937	6,707
应收账款及票据	646	787	959	1,122
预付款项	91	106	125	146
存货	552	424	533	642
其他流动资产	1,508	1,580	1,645	1,629
流动资产合计	6,332	6,538	8,199	10,245
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	8,144	8,569	8,995	9,420
无形资产	321	321	321	321
非流动资产合计	10,128	10,602	11,002	11,302
资产合计	16,459	17,140	19,201	21,547
短期借款	1,511	1,511	1,511	1,511
应付账款及票据	3,475	3,535	4,183	4,861
其他流动负债	1,391	1,316	1,361	1,405
流动负债合计	6,377	6,362	7,055	7,777
长期借款	2,142	2,142	2,142	2,142
其他长期负债	4,053	3,984	3,984	3,984
非流动负债合计	6,195	6,127	6,127	6,127
负债合计	12,572	12,489	13,182	13,904
股本	229	229	229	229
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3,887	4,651	6,019	7,643
负债和股东权益合计	16,459	17,140	19,201	21,547

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	-46.66	25.18	21.76	17.08
EBIT 增长率	-130.26	315.43	53.31	23.92
净利润增长率	-172.47	229.26	79.05	38.71
盈利能力 (%)				
毛利率	0.73	14.87	17.27	17.88
净利润率	-5.94	6.13	9.02	10.69
总资产收益率 ROA	-3.59	4.46	7.13	8.81
净资产收益率 ROE	-15.21	16.43	22.73	24.83
偿债能力				
流动比率	0.99	1.03	1.16	1.32
速动比率	0.73	0.77	0.91	1.06
现金比率	0.55	0.57	0.70	0.86
资产负债率 (%)	76.38	72.86	68.65	64.53
经营效率				
应收账款周转天数	0.69	0.78	0.68	0.70
存货周转天数	23.31	16.57	13.73	14.50
总资产周转率	0.57	0.74	0.83	0.87
每股指标 (元)				
每股收益	-2.58	3.33	5.97	8.28
每股净资产	16.96	20.30	26.27	33.35
每股经营现金流	2.86	6.86	11.65	14.63
每股股利	0.00	0.00	1.19	1.66
估值分析				
PE	/	12	7	5
PB	2.4	2.0	1.5	1.2
EV/EBITDA	62.25	5.92	4.42	3.75
股息收益率 (%)	0.00	0.00	2.95	4.09

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-591	764	1,368	1,898
折旧和摊销	745	759	787	816
营运资金变动	312	-232	224	346
经营活动现金流	654	1,572	2,671	3,353
资本开支	-442	-1,258	-1,187	-1,115
投资	-425	0	0	0
投资活动现金流	-867	-1,226	-1,179	-1,115
股权募资	62	0	0	0
债务募资	1,360	-41	0	0
筹资活动现金流	176	-242	-195	-468
现金净流量	-34	104	1,297	1,770

## 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：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

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