



钧达股份 (002865.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

产品及销售区域结构全面优化，盈利改善已明确进入右侧区间

业绩简评

2025年3月17日，公司发布2024年报。2024年公司实现营业收入99.5亿元，同比-46.7%，实现归母净利润-5.9亿元，同比亏损；其中Q4单季度实现营业收入17.5亿元，环比-4.3%；实现归母净利润-1.7亿元，环比减亏，我们预计海外业务占比提升是驱动公司盈利能力环比改善的关键因素，整体业绩符合预期。

经营分析

产品结构率先完成N/P切换、高盈利海外市场业务持续强化：2024年公司电池产品出货33.7GW，同比增长12.6%，Infolink电池片出货排名全球第三，其中N型出货31.0GW、占比超90%，同比增长50.6%，单Q4公司电池出货7.3GW，N型占比达到100%，保持全球第一。公司积极经营海外市场，2024年公司海外销售占比23.9%，同比+19.2PCT，单Q4海外占比49.1%，环比+14.4PCT，预计2025年海外占比将继续维持50%左右水平。除在印度、土耳其、欧洲等主要海外市场实现高市占外，2024年底公司规划在阿曼地区建设高效电池产能，辐射美国等海外高盈利市场，投产后有望为公司带来丰厚的盈利贡献。

公司盈利能力修复迈入右侧已确认，并有望持续改善：一方面，公司持续导入降本增效工艺，2024年TOPCon电池平均量产转换效率提升0.5%，单瓦非硅成本降低30%，叠加出货结构优化，公司盈利能力显著修复，2024Q4实现毛利率2.8%，环比转正，实现净利率-10.0%，环比修复3.7PCT；另一方面，春节后随季节性需求复苏并叠加政策节点造成的分布式抢装，产业链价格逐步回暖，根据Infolink，210RN电池片价格连续四周上涨至0.32元/W、涨幅达14%，根据我们测算，当前产业链价格水平下头部厂商已经位于盈亏边际，考虑电池环节供需逐步改善、抢装势头下电池片涨价持续性明确，公司作为专业化TOPCon电池龙头，有望持续展现盈利修复弹性。

盈利预测、估值与评级

根据公司海外产能建设进度，预计公司2025-2027年盈利分别为12.75/17.65/21.37亿元，对应EPS为5.57、7.70、9.33元，当前股价对应PE分别为11/8/6倍，维持“买入”评级。

风险提示

产业链价格波动风险；技术推进不及预期；行业竞争加剧；海外贸易风险。

新能源与电力设备组

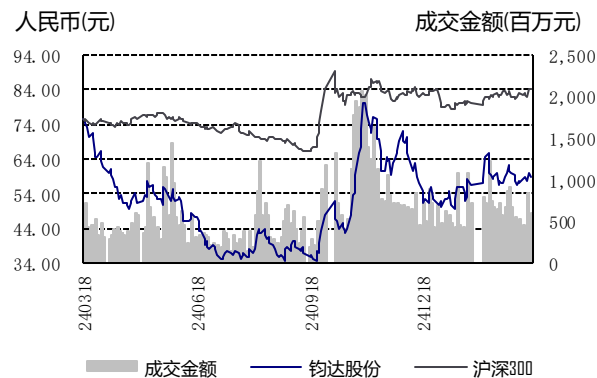
分析师：姚遥 (执业S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：58.65元

相关报告：

1. 《钧达股份公司深度研究：TOPCon电池龙头，迎国内外盈利双升》，2025.1.15



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	18,657	9,952	13,633	15,503	17,448
营业收入增长率	60.90%	-46.66%	36.98%	13.72%	12.54%
归母净利润(百万元)	816	-591	1,275	1,765	2,137
归母净利润增长率	13.77%	-172.47%	315.75%	38.39%	21.09%
摊薄每股收益(元)	3.587	-2.580	5.566	7.702	9.326
每股经营性现金流净额	8.70	2.86	10.14	9.11	11.65
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.32%	-15.21%	24.70%	26.08%	24.77%
P/E	21.60	-19.81	10.54	7.61	6.29
P/B	3.74	3.01	2.60	1.99	1.56

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	11,595	18,657	9,952	13,633	15,503	17,448
增长率		60.9%	-46.7%	37.0%	13.7%	12.5%
主营业务成本	-10,250	-15,906	-9,880	-11,385	-12,695	-13,982
%销售收入	88.4%	85.3%	99.3%	83.5%	81.9%	80.1%
毛利	1,346	2,751	72	2,248	2,808	3,466
%销售收入	11.6%	14.7%	0.7%	16.5%	18.1%	19.9%
营业税金及附加	-39	-62	-47	-89	-101	-113
%销售收入	0.3%	0.3%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-21	-74	-63	-82	-93	-105
%销售收入	0.2%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
管理费用	-147	-402	-303	-341	-388	-436
%销售收入	1.3%	2.2%	3.0%	2.5%	2.5%	2.5%
研发费用	-249	-304	-199	-273	-310	-349
%销售收入	2.2%	1.6%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	889	1,909	-539	1,464	1,917	2,463
%销售收入	7.7%	10.2%	n.a	10.7%	12.4%	14.1%
财务费用	-150	-197	-176	-172	-156	-173
%销售收入	1.3%	1.1%	1.8%	1.3%	1.0%	1.0%
资产减值损失	-71	-1,004	-139	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	212	3	5	10	10	10
%税前利润	23.7%	0.4%	-0.7%	0.7%	0.5%	0.4%
营业利润	892	746	-730	1,401	1,939	2,375
营业利润率	7.7%	4.0%	n.a	10.3%	12.5%	13.6%
营业外收支	0	-2	-2	0	0	0
税前利润	892	744	-731	1,401	1,939	2,375
利润率	7.7%	4.0%	n.a	10.3%	12.5%	13.6%
所得税	-71	71	140	-126	-175	-237
所得税率	7.9%	-9.6%	n.a	9.0%	9.0%	10.0%
净利润	821	816	-591	1,275	1,765	2,137
少数股东损益	104	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	717	816	-591	1,275	1,765	2,137
净利率	6.2%	4.4%	n.a	9.4%	11.4%	12.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	821	816	-591	1,275	1,765	2,137
少数股东损益	104	0	0	0	0	0
非现金支出	492	1,552	884	707	788	897
非经营收益	-8	115	50	421	-298	-97
营运资金变动	-1,149	-503	312	-80	-167	-268
经营活动现金净流	156	1,979	654	2,324	2,088	2,669
资本开支	-525	-2,781	-442	-1,043	-1,401	-1,902
投资	-208	0	-425	-400	-400	-400
其他	0	3	0	10	10	10
投资活动现金净流	-733	-2,778	-867	-1,433	-1,791	-2,292
股权募资	0	2,804	62	0	0	0
债权募资	2,632	622	1,360	-476	174	288
其他	-1,024	-1,221	-1,245	-125	-273	-388
筹资活动现金净流	1,607	2,205	176	-601	-99	-101
现金净流量	1,030	1,406	-34	290	199	277

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,873	3,608	3,536	3,824	4,022	4,298
应收款项	1,079	1,903	880	888	990	987
存货	339	727	552	624	696	766
其他流动资产	268	762	1,364	1,824	2,257	2,690
流动资产	3,559	7,000	6,332	7,159	7,964	8,741
%总资产	37.5%	38.1%	38.5%	40.1%	40.5%	40.4%
长期投资	78	7	0	0	0	0
固定资产	4,463	9,351	8,483	8,799	9,340	10,276
%总资产	47.0%	50.9%	51.5%	49.3%	47.5%	47.5%
无形资产	1,023	1,097	1,176	1,275	1,346	1,415
非流动资产	5,930	11,385	10,128	10,680	11,692	12,897
%总资产	62.5%	61.9%	61.5%	59.9%	59.5%	59.6%
资产总计	9,489	18,385	16,459	17,840	19,656	21,638
短期借款	1,216	1,314	2,590	1,984	2,158	2,446
应付款项	2,711	4,403	3,608	3,400	3,427	3,252
其他流动负债	450	744	180	447	460	467
长期贷款	1,658	2,010	2,142	2,142	2,142	2,142
其他长期负债	2,403	5,205	4,053	4,704	4,703	4,702
负债	8,438	13,676	12,572	12,677	12,889	13,009
普通股股东权益	1,051	4,709	3,887	5,162	6,767	8,629
其中：股本	142	227	229	229	229	229
未分配利润	813	1,475	714	1,989	3,594	5,456
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	9,489	18,385	16,459	17,840	19,656	21,638

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	5.066	3.587	-2.580	5.566	7.702	9.326
每股净资产	7.425	20.710	16.963	22.528	29.530	37.656
每股经营现金净流	1.101	8.704	2.856	10.143	9.113	11.647
每股股利	0.597	0.746	0.000	0.000	0.700	1.200
回报率						
净资产收益率	68.23%	17.32%	-15.21%	24.70%	26.08%	24.77%
总资产收益率	7.56%	4.44%	-3.59%	7.15%	8.98%	9.88%
投入资本收益率	19.47%	24.13%	-4.98%	13.40%	14.89%	15.98%
增长率						
主营业务收入增长率	304.95%	60.90%	-46.66%	36.98%	13.72%	12.54%
EBIT 增长率	1597.52%	114.71%	-128.25%	-371.42%	30.93%	28.48%
净利润增长率	-501.35%	13.77%	-172.47%	315.75%	38.39%	21.09%
总资产增长率	57.76%	93.74%	-10.47%	8.39%	10.18%	10.08%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.4	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
存货周转天数	13.8	12.2	23.6	20.0	20.0	20.0
应付账款周转天数	35.5	47.8	105.8	70.0	65.0	55.0
固定资产周转天数	130.8	158.0	298.7	221.2	202.5	193.2
偿债能力						
净负债/股东权益	95.29%	-6.02%	19.71%	-10.22%	-14.06%	-15.53%
EBIT 利息保障倍数	5.9	9.7	-3.1	8.5	12.3	14.2
资产负债率	88.93%	74.39%	76.38%	71.06%	65.57%	60.12%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	5	10	22
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.09	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究