

钩达股份（002865.SZ）

收官业绩基本符合预期，关注出海节奏与行业拐点

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	18,657	9,952	13,867	17,242	19,601
增长率 yoy（%）	60.9	-46.7	39.3	24.3	13.7
归母净利润（百万元）	816	-591	788	1,384	1,783
增长率 yoy（%）	13.8	-172.5	233.2	75.7	28.8
ROE（%）	17.3	-15.2	16.8	23.2	23.3
EPS 最新摊薄（元）	3.56	-2.58	3.44	6.04	7.78
P/E（倍）	16.6	-22.8	17.1	9.8	7.6
P/B（倍）	2.9	3.5	2.9	2.3	1.8

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：2025 年 3 月 18 日，公司发布 2024 年年报，报告期内公司实现营业收入 99.52 亿元，同比下降 46.66%，实现归母净利润 -5.91 亿元，同比下降 172.47%，实现扣非归母净利润-11.18 亿元，同比下降 299.96%；对应四季度单季度实现营收 17.5 亿元，环比下降 4.26%，实现归母净利润-1.74 亿元，环比+30.44%，实现扣非归母净利润-3.83 亿元，环比-11.01%。

N 型电池出货领先，产品盈利基本探底。报告期内公司实现光伏电池产品出货量约 33.74GW，同比增长约 12.62%，其中 N 型电池出货 30.99GW，占比超 90%，根据 InfoLink 数据统计，24 年公司电池产品出货排名全球第三，N 型电池产品出货量保持行业领先，预计对应四季度单季度出货约 7.29GW，环比三季度略微持平。公司 24Q4 单季度综合毛利率/净利率为 2.76%/-9.96%，环比+5.03/3.74 个 pct，测算该季度电池片单瓦亏损约 2 分钱，年末下游组件厂排产不振影响出货表现，但电费补贴等政府补助因素减缓公司成本压力，单位亏损环比缩窄。

降本增效打磨自身，出海步伐坚定。公司深耕 N 型 TOPCon 电池工艺技术持续优化升级，通过金属复合降低、钝化性能提升、光学性能优化、栅线细线化等多项提效降本措施的探索及导入，2024 年实现电池平均量产转化效率提升 0.5%以上，单瓦非硅成本降低约 30%。而面对国内供给加速出清的压力，公司积极调整市场结构，持续开拓电池片产能缺口较大的海外市场，报告期内海外销售占比从 2023 年 4.69%大幅增长至 23.85%，成为海外多个国家、地区光伏电池的主要供应商，在印度、土耳其、欧洲等主要市场占有率行业领先，并进一步通过推动 H 股上市与阿曼 N 型电池项目加速出海布局，稀缺海外产能满足高价值市场需求，享受出海溢价。

投资建议：预计公司 2025-2027 年实现营业收入分别为 138.67 亿元、172.42 亿元和 196.01 亿元，实现归母净利润分别为 7.88 亿元、13.84 亿元、17.83 亿元，同比增长 233.2%、75.7%、28.8%。对应 EPS 分别为 3.44、6.04、7.78 元，当前股价对应 2025-2027 PE 倍数分别为 17.1X、9.8X、7.6X，光伏产业链正处于去产能周期的后程阶段，产业链各环节价格逐步企稳，叠加行业协会及有关主管部门加强引导，行业供求有望回归良性发展轨道，公司高效 TOPCon 电池片产能规模、转换效率持续领先，行业回暖带来业绩修复、

增持（维持评级）

股票信息

行业	汽车
2025 年 3 月 17 日收盘价（元）	58.65
总市值（百万元）	13,439.75
流通市值（百万元）	13,188.38
总股本（百万股）	229.15
流通股本（百万股）	224.87
近 3 月日均成交额（百万元）	617.07

股价走势



作者

分析师 于夕朦

执业证书编号：S1070520030003

邮箱：yuximeng@cgws.com

分析师 吴念峻

执业证书编号：S1070524070003

邮箱：wunianjun@cgws.com

分析师 于振洋

执业证书编号：S1070524080002

邮箱：yuzhenyang@cgws.com

相关研究

- 《业绩加速探底，静候行业修复与海外布局带来盈利弹性》2024-11-08
- 《N 型出货领跑，出海放量在即—钩达股份（002865.SZ）2023 年报点评》2024-03-19

积极出海享受红利溢价，维持“增持”评级。

风险提示：光储装机不及预期、原材料成本波动风险、海外汇兑风险、行业竞争加剧风险等

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7000	6332	7324	8120	10944
现金	3608	3536	2985	4062	6149
应收票据及应收账款	156	646	861	1016	1116
其他应收款	8	47	33	63	47
预付账款	176	91	108	122	145
存货	727	552	657	810	845
其他流动资产	2326	1461	2680	2046	2642
非流动资产	11385	10128	10856	11230	11521
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	8075	8144	8725	9121	9443
无形资产	239	321	348	375	379
其他非流动资产	3071	1663	1783	1734	1699
资产总计	18385	16459	18180	19351	22465
流动负债	6461	6377	7616	7790	9532
短期借款	450	1511	981	1246	1113
应付票据及应付账款	3883	3475	4083	5089	5592
其他流动负债	2128	1391	2553	1455	2826
非流动负债	7215	6195	5842	5420	5003
长期借款	2010	2142	1836	1441	1015
其他非流动负债	5205	4053	4006	3979	3988
负债合计	13676	12572	13458	13210	14535
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	227	229	229	229	229
资本公积	2995	3033	2941	2941	2941
留存收益	1487	726	1428	2666	4321
归属母公司股东权益	4709	3887	4722	6141	7931
负债和股东权益	18385	16459	18180	19351	22465

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1979	654	1865	2349	3626
净利润	816	-591	788	1384	1783
折旧摊销	545	743	526	588	619
财务费用	197	176	129	72	8
投资损失	-3	-5	-5	-6	-7
营运资金变动	-624	328	410	163	1115
其他经营现金流	1049	4	17	148	108
投资活动现金流	-2778	-867	-819	-956	-902
资本支出	2781	444	1325	991	895
长期投资	0	-425	0	0	0
其他投资现金流	3	1	506	34	-8
筹资活动现金流	2205	176	-1597	-315	-637
短期借款	-139	1061	-530	265	-133
长期借款	352	132	-306	-395	-426
普通股增加	86	2	0	0	0
资本公积增加	2898	38	-92	0	0
其他筹资现金流	-993	-1056	-668	-185	-78
现金净增加额	1406	-34	-551	1077	2087

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	18657	9952	13867	17242	19601
营业成本	15906	9880	12093	14675	16555
营业税金及附加	62	47	53	62	78
销售费用	74	63	71	43	45
管理费用	402	303	360	486	531
研发费用	304	199	215	306	326
财务费用	197	176	129	72	8
资产和信用减值损失	-1004	-139	-145	-148	-108
其他收益	35	118	90	100	97
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	3	5	5	6	7
资产处置收益	-0.42	0.92	0	0	0
营业利润	746	-730	896	1557	2053
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	3	4	3	3	3
利润总额	744	-731	895	1555	2051
所得税	-71	-140	107	171	269
净利润	816	-591	788	1384	1783
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	816	-591	788	1384	1783
EBITDA	1488	205	1509	2198	2659
EPS (元/股)	3.56	-2.58	3.44	6.04	7.78

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	60.9	-46.7	39.3	24.3	13.7
营业利润 (%)	-16.3	-197.8	222.8	73.7	31.9
归属母公司净利润 (%)	13.8	-172.5	233.2	75.7	28.8
获利能力					
毛利率 (%)	14.7	0.7	12.8	14.9	15.5
净利率 (%)	4.4	-5.9	5.7	8.0	9.1
ROE (%)	17.3	-15.2	16.8	23.2	23.3
ROIC (%)	8.2	-3.5	7.2	10.9	12.4
偿债能力					
资产负债率 (%)	74.4	76.4	74.0	68.3	64.7
净负债比率 (%)	91.0	131.6	91.8	51.6	5.9
流动比率	1.1	1.0	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.9	0.8	0.7	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	1.4	0.6	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	660.4	523.2	591.8	557.5	574.6
应付账款周转率	7.6	3.4	2.8	3.0	2.4
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	3.56	-2.58	3.44	6.04	7.78
每股经营现金流 (最新摊薄)	8.64	2.86	8.14	10.25	15.82
每股净资产 (最新摊薄)	20.55	16.96	20.40	25.99	33.37
估值比率					
P/E	16.6	-22.8	17.1	9.8	7.6
P/B	2.9	3.5	2.9	2.3	1.8
EV/EBITDA	12.0	88.7	11.8	7.5	5.2

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。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所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
 邮编：100044

传真：86-10-88366686