

2025年03月28日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

N型出货占比持续提升，关注出海进度

—钧达股份（002865.SZ）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：张涵 S1050521110008
zhanghan3@cfsc.com.cn
联系人：罗笛箫 S1050122110005
luodx@cfsc.com.cn

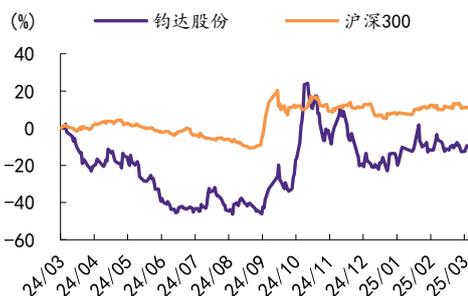
钧达股份发布 2024 年年度报告，2024 年公司实现营业收入 99.52 亿元，同比下滑 46.66%；实现归母净利润-5.91 亿元，同比下滑 172.47%。

基本数据

2025-03-27

| | |
|------------|-----------|
| 当前股价(元) | 56.36 |
| 总市值(亿元) | 129 |
| 总股本(百万股) | 229 |
| 流通股本(百万股) | 225 |
| 52周价格范围(元) | 34.8-80.4 |
| 日均成交额(百万元) | 569.29 |

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

1、《钧达股份（002865）：领先的专业化 N 型电池厂商，出海布局中东产能》2024-06-26

投资要点

行业下行带来全年亏损，预计 25 年企稳回升

2024Q4 公司实现营业收入 17.5 亿元，实现归母净利润-1.7 亿元，主要是受制于行业处于去产能周期，产业链价格下行，对公司经营业绩造成不利影响。目前，光伏行业去产能周期进入后程，光伏行业供需关系逐步改善，产业链各环节价格逐步提升。行业协会持续强化自律，呼吁光伏企业不得低于成本销售与投标，防止“内卷式”恶性竞争，促进市场优胜劣汰，一季度电池片价格已明显上涨，预计光伏行业企稳回升。

N 型电池出货提升，保持行业领先

公司于 2022 年底率先实现 N 型 TOPCon 电池大规模量产。截至 2024 年底，公司已拥有 44GW N 型电池产能，2024 年公司实现电池产品出货 33.74GW，同比增长 12.62%；其中 N 型电池出货 30.99GW，占比超 90%，同比增长 50.58%，据行业第三方调研机构 InfoLink 数据统计，公司电池产品出货排名全球第三，其中 N 型电池产品出货量保持行业领先。

海外销售占比增长，关注公司出海节奏

目前海外光伏电池产能较为短缺，海外优质光伏电池产能存在明显缺口，成为制约海外光伏本土产业链形成和发展的关键。公司海外销售占比从 2023 年 4.69%大幅增长至 2024 年的 23.85%，其中，印度、土耳其、欧洲等主要海外市场占有率行业领先。除电池出口业务市场拓展以外，公司拟进一步通过产能出海形式，构建海外稀缺电池产能，辐射海外高价值市场需求，增强公司全球市场电池产品供应能力。

盈利预测

预测公司 2025-2027 年收入分别为 132.32、170.37、204.42 亿元，EPS 分别为 3.87、6.67、8.15 元，当前股价对应 PE 分别为 14.6、8.4、6.9 倍，我们认为，公司 N 型电池出货行业领先，出海持续推进，看好公司受益于光伏电池行业集中

度提升，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

光伏需求不及预期风险、光伏行业竞争加剧风险、公司出海进度不及预期风险、原材料价格波动风险、汇率波动风险。

| 预测指标 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|---------|--------|--------|--------|
| 主营收入（百万元） | 9,952 | 13,232 | 17,037 | 20,442 |
| 增长率（%） | -46.7% | 33.0% | 28.8% | 20.0% |
| 归母净利润（百万元） | -591 | 886 | 1,529 | 1,868 |
| 增长率（%） | -172.5% | | 72.6% | 22.2% |
| 摊薄每股收益（元） | -2.58 | 3.87 | 6.67 | 8.15 |
| ROE（%） | -15.2% | 16.6% | 19.5% | 17.1% |

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

| 资产负债表 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 利润表 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 流动资产: | | | | | 营业收入 | 9,952 | 13,232 | 17,037 | 20,442 |
| 现金及现金等价物 | 3,536 | 3,202 | 4,621 | 6,684 | 营业成本 | 9,880 | 11,213 | 14,015 | 16,817 |
| 应收款 | 692 | 920 | 1,185 | 1,422 | 营业税金及附加 | 47 | 63 | 81 | 97 |
| 存货 | 552 | 630 | 788 | 945 | 销售费用 | 63 | 79 | 102 | 123 |
| 其他流动资产 | 1,552 | 1,921 | 2,350 | 2,734 | 管理费用 | 303 | 370 | 443 | 491 |
| 流动资产合计 | 6,332 | 6,674 | 8,944 | 11,785 | 财务费用 | 176 | 198 | 256 | 307 |
| 非流动资产: | | | | | 研发费用 | 199 | 265 | 341 | 409 |
| 金融类资产 | 430 | 430 | 430 | 430 | 费用合计 | 740 | 913 | 1,141 | 1,329 |
| 固定资产 | 8,144 | 8,330 | 8,497 | 8,647 | 资产减值损失 | -132 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 339 | 1,339 | 2,339 | 3,339 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 321 | 305 | 289 | 274 | 投资收益 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业利润 | -730 | 1,043 | 1,799 | 2,199 |
| 其他非流动资产 | 1,324 | 1,324 | 1,324 | 1,324 | 加:营业外收入 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 非流动资产合计 | 10,128 | 11,297 | 12,448 | 13,583 | 减:营业外支出 | 4 | 3 | 3 | 3 |
| 资产总计 | 16,459 | 17,971 | 21,392 | 25,368 | 利润总额 | -731 | 1,042 | 1,798 | 2,198 |
| 流动负债: | | | | | 所得税费用 | -140 | 156 | 270 | 330 |
| 短期借款 | 1,511 | 1,511 | 1,511 | 1,511 | 净利润 | -591 | 886 | 1,529 | 1,868 |
| 应付账款、票据 | 3,475 | 3,503 | 4,379 | 5,255 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 1,309 | 1,309 | 1,309 | 1,309 | 归母净利润 | -591 | 886 | 1,529 | 1,868 |
| 流动负债合计 | 6,377 | 6,432 | 7,340 | 8,244 | | | | | |
| 非流动负债: | | | | | 主要财务指标 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 长期借款 | 2,142 | 2,142 | 2,142 | 2,142 | 成长性 | | | | |
| 其他非流动负债 | 4,053 | 4,053 | 4,053 | 4,053 | 营业收入增长率 | -46.7% | 33.0% | 28.8% | 20.0% |
| 非流动负债合计 | 6,195 | 6,195 | 6,195 | 6,195 | 归母净利润增长率 | -172.5% | | 72.6% | 22.2% |
| 负债合计 | 12,572 | 12,627 | 13,535 | 14,439 | 盈利能力 | | | | |
| 所有者权益 | | | | | 毛利率 | 0.7% | 15.3% | 17.7% | 17.7% |
| 股本 | 229 | 229 | 229 | 229 | 四项费用/营收 | 7.4% | 6.9% | 6.7% | 6.5% |
| 股东权益 | 3,887 | 5,343 | 7,857 | 10,929 | 净利率 | -5.9% | 6.7% | 9.0% | 9.1% |
| 负债和所有者权益 | 16,459 | 17,971 | 21,392 | 25,368 | ROE | -15.2% | 16.6% | 19.5% | 17.1% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| 现金流量表 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 资产负债率 | 76.4% | 70.3% | 63.3% | 56.9% |
| 净利润 | -591 | 886 | 1529 | 1868 | 营运能力 | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 总资产周转率 | 0.6 | 0.7 | 0.8 | 0.8 |
| 折旧摊销 | 742 | 830 | 848 | 864 | 应收账款周转率 | 14.4 | 14.4 | 14.4 | 14.4 |
| 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 | 存货周转率 | 17.9 | 17.9 | 17.9 | 17.9 |
| 营运资金变动 | 503 | -621 | 57 | 126 | 每股数据(元/股) | | | | |
| 经营活动现金净流量 | 654 | 1095 | 2433 | 2858 | EPS | -2.58 | 3.87 | 6.67 | 8.15 |
| 投资活动现金净流量 | -867 | -1186 | -1167 | -1150 | P/E | -21.8 | 14.6 | 8.4 | 6.9 |
| 筹资活动现金净流量 | -121 | 571 | 985 | 1204 | P/S | 1.3 | 1.0 | 0.8 | 0.6 |
| 现金流量净额 | -334 | 480 | 2,251 | 2,912 | P/B | 3.3 | 2.4 | 1.6 | 1.2 |

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 电力设备组介绍

张涵：电力设备行业首席分析师，金融学硕士，中山大学理学学士，5 年证券行业研究经验，曾获得 2022 年第四届新浪财经金麒麟光伏设备行业最佳分析师，重点覆盖光伏、风电、储能、电力设备等领域。

臧天律：金融工程硕士，CFA、FRM 持证人。上海交通大学金融本科，4 年金融行业研究经验，覆盖光伏、储能领域。

罗笛箫：欧洲高等商学院硕士，西安交通大学能源与动力工程和金融双学位，研究方向为新能源风光储方向。

■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

| | 投资建议 | 预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 买入 | > 20% |
| 2 | 增持 | 10% — 20% |
| 3 | 中性 | -10% — 10% |
| 4 | 卖出 | < -10% |

行业投资评级说明：

| | 投资建议 | 行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 推荐 | > 10% |
| 2 | 中性 | -10% — 10% |
| 3 | 回避 | < -10% |

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。