



钧达股份 (002865.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q1 大幅减亏尽显经营韧性，国际布局持续强化拓展盈利空间

业绩简评

2025年4月14日，公司发布2025年一季度报。2025年一季度公司实现营业收入18.75亿元，同比-49.52%，环比+7.14%，实现归母净利润-1.06亿元，环比大幅减亏，业绩改善趋势符合预期。

经营分析

国内电池片盈利改善趋势显著，头部产能升级有望加速出清进程：受分布式抢装需求拉动，一季度自2月中旬起光伏产业链中下游环节价格明显修复，根据Infolink统计，硅片/电池/组件环节涨幅中枢分别为7%/13%/7%，截至Q1末测算光伏电池行业平均毛利微亏，考虑到头部企业较行业具备3分/W左右的非硅成本优势，以及TOPCon产品各型号的出货比例，预计3月底公司电池片业务国内市场盈利已修复至盈亏平衡线以上；一季度，公司实现毛利率约6%，环比+3PCT，实现净利率约-6%，环比+4PCT，随着头部企业盈利率先改善，推动现有储备的电池提效和降本工艺导入，TOPCon存量产能竞争力将进一步分化，龙头企业技术、成本优势放大，电池环节供需关系有望持续向好。

抓紧海外本土产业链建设机遇，着力打造全球电池片供应能力：2025年一季度，公司不断完善全球销售服务网络，提升全球客户服务能力，通过亚洲、欧洲、拉丁美洲、澳洲等新兴市场客户的持续开拓及认证，成为海外多个国家、地区光伏电池的主要供应商，海外销售业务占比达58%，同比+46PCT，环比+9PCT，连续5个季度持续提升，助力公司整体盈利改善；除贸易手段拓展海外市场以外，公司拟通过港股上市构建国际化资本运作平台，以产能出海形式融入海外市场本土产业链，阿曼5GW高效电池产能计划于2025年底建成投产，辐射海外高盈利市场，在美对等关税影响下，低税率输美产能的稀缺性增强，现阶段阿曼地区出口美国税率仅为24%，投产后有望进一步凸显公司全球化竞争优势、强化整体盈利弹性。

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9.25/14.58/19.67亿元，对应EPS为4.04、6.36、8.59元，当前股价对应PE分别为10/6/5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

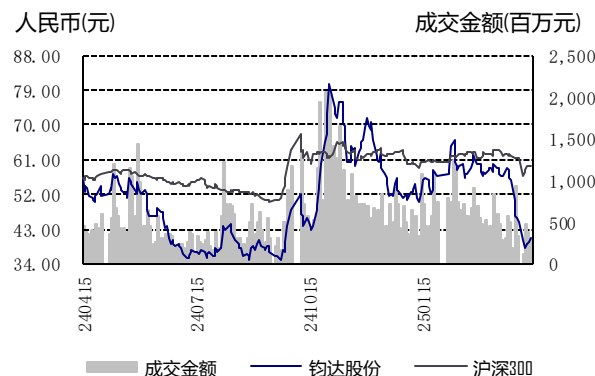
分析师：姚遥 (执业S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：40.46元

相关报告：

1. 《钧达股份：产品及销售区域结构全面优化，盈利改善已明确进入右侧...》，2025.3.18
2. 《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 | 11,020 | 13,497 | 15,682 |
| 营业收入增长率 | 60.90% | -46.66% | 10.74% | 22.47% | 16.19% |
| 归母净利润(百万元) | 816 | -591 | 925 | 1,458 | 1,967 |
| 归母净利润增长率 | 13.77% | -172.47% | 256.41% | 57.69% | 34.93% |
| 摊薄每股收益(元) | 3.587 | -2.580 | 4.035 | 6.363 | 8.585 |
| 每股经营性现金流净额 | 8.70 | 2.86 | 6.31 | 7.43 | 10.36 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 17.32% | -15.21% | 19.22% | 23.87% | 25.22% |
| P/E | 21.60 | -19.81 | 10.03 | 6.36 | 4.71 |
| P/B | 3.74 | 3.01 | 1.93 | 1.52 | 1.19 |

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) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|----------------|----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|-----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 主营业务收入 | 11,595 | 18,657 | 9,952 | 11,020 | 13,497 | 15,682 | 货币资金 | 1,873 | 3,608 | 3,536 | 3,176 | 3,554 | 3,869 |
| 增长率 | 60.9% | -46.7% | 10.7% | 22.5% | 16.2% | | 应收款项 | 1,079 | 1,903 | 880 | 718 | 862 | 887 |
| 主营业务成本 | -10,250 | -15,906 | -9,880 | -9,593 | -11,300 | -12,658 | 存货 | 339 | 727 | 552 | 525 | 619 | 694 |
| %销售收入 | 88.4% | 85.3% | 99.3% | 87.1% | 83.7% | 80.7% | 其他流动资产 | 268 | 762 | 1,364 | 1,806 | 2,243 | 2,677 |
| 毛利 | 1,346 | 2,751 | 72 | 1,427 | 2,196 | 3,024 | 流动资产 | 3,559 | 7,000 | 6,332 | 6,225 | 7,278 | 8,126 |
| %销售收入 | 11.6% | 14.7% | 0.7% | 12.9% | 16.3% | 19.3% | %总资产 | 37.5% | 38.1% | 38.5% | 36.8% | 38.4% | 38.7% |
| 营业税金及附加 | -39 | -62 | -47 | -55 | -67 | -78 | 长期投资 | 78 | 7 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %销售收入 | 0.3% | 0.3% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 固定资产 | 4,463 | 9,351 | 8,483 | 8,799 | 9,340 | 10,276 |
| 销售费用 | -21 | -74 | -63 | -63 | -74 | -86 | %总资产 | 47.0% | 50.9% | 51.5% | 52.0% | 49.2% | 48.9% |
| %销售收入 | 0.2% | 0.4% | 0.6% | 0.6% | 0.6% | 0.6% | 无形资产 | 1,023 | 1,097 | 1,176 | 1,275 | 1,346 | 1,415 |
| 管理费用 | -147 | -402 | -303 | -309 | -378 | -439 | 非流动资产 | 5,930 | 11,385 | 10,128 | 10,680 | 11,692 | 12,897 |
| %销售收入 | 1.3% | 2.2% | 3.0% | 2.8% | 2.8% | 2.8% | %总资产 | 62.5% | 61.9% | 61.5% | 63.2% | 61.6% | 61.3% |
| 研发费用 | -249 | -304 | -199 | -220 | -270 | -314 | 资产总计 | 9,489 | 18,385 | 16,459 | 16,905 | 18,970 | 21,023 |
| %销售收入 | 2.2% | 1.6% | 2.0% | 2.0% | 2.0% | 2.0% | 短期借款 | 1,216 | 1,314 | 2,590 | 2,012 | 2,554 | 3,002 |
| 息税前利润 (EBIT) | 889 | 1,909 | -539 | 780 | 1,407 | 2,107 | 应付款项 | 2,711 | 4,403 | 3,608 | 2,865 | 3,051 | 2,945 |
| %销售收入 | 7.7% | 10.2% | n.a | 7.1% | 10.4% | 13.4% | 其他流动负债 | 450 | 744 | 180 | 371 | 411 | 430 |
| 财务费用 | -150 | -197 | -176 | -64 | -155 | -196 | 流动负债 | 4,377 | 6,461 | 6,377 | 5,248 | 6,016 | 6,378 |
| %销售收入 | 1.3% | 1.1% | 1.8% | 0.6% | 1.2% | 1.3% | 长期贷款 | 1,658 | 2,010 | 2,142 | 2,142 | 2,142 | 2,142 |
| 资产减值损失 | -71 | -1,004 | -139 | -1 | 1 | 0 | 其他长期负债 | 2,403 | 5,205 | 4,053 | 4,704 | 4,703 | 4,702 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 负债 | 8,438 | 13,676 | 12,572 | 12,094 | 12,861 | 13,222 |
| 投资收益 | 212 | 3 | 5 | 200 | 200 | 200 | 普通股股东权益 | 1,051 | 4,709 | 3,887 | 4,812 | 6,109 | 7,801 |
| %税前利润 | 23.7% | 0.4% | -0.7% | 19.7% | 12.3% | 9.1% | 其中：股本 | 142 | 227 | 229 | 229 | 229 | 229 |
| 营业利润 | 892 | 746 | -730 | 1,016 | 1,620 | 2,186 | 未分配利润 | 813 | 1,475 | 714 | 1,638 | 2,936 | 4,628 |
| %营业利润率 | 7.7% | 4.0% | n.a | 9.2% | 12.0% | 13.9% | 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外收支 | 0 | -2 | -2 | 0 | 0 | 0 | 负债股东权益合计 | 9,489 | 18,385 | 16,459 | 16,905 | 18,970 | 21,023 |
| 税前利润 | 892 | 744 | -731 | 1,016 | 1,620 | 2,186 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 7.7% | 4.0% | n.a | 9.2% | 12.0% | 13.9% | | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 所得税 | -71 | 71 | 140 | -91 | -162 | -219 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 7.9% | -9.6% | n.a | 9.0% | 10.0% | 10.0% | 每股收益 | 5.066 | 3.587 | -2.580 | 4.035 | 6.363 | 8.585 |
| 净利润 | 821 | 816 | -591 | 925 | 1,458 | 1,967 | 每股净资产 | 7.425 | 20.710 | 16.963 | 20.997 | 26.660 | 34.045 |
| 少数股东损益 | 104 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股经营现金净流 | 1.101 | 8.704 | 2.856 | 6.307 | 7.428 | 10.359 |
| 归属于母公司的净利润 | 717 | 816 | -591 | 925 | 1,458 | 1,967 | 每股股利 | 0.597 | 0.746 | 0.000 | 0.000 | 0.700 | 1.200 |
| 净利率 | 6.2% | 4.4% | n.a | 8.4% | 10.8% | 12.5% | 回报率 | | | | | | |
| | | | | | | | 净资产收益率 | 68.23% | 17.32% | -15.21% | 19.22% | 23.87% | 25.22% |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 总资产收益率 | 7.56% | 4.44% | -3.59% | 5.47% | 7.69% | 9.36% |
| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 投入资本收益率 | 19.47% | 24.13% | -4.98% | 7.38% | 11.05% | 13.95% |
| 净利润 | 821 | 816 | -591 | 925 | 1,458 | 1,967 | 增长率 | | | | | | |
| 少数股东损益 | 104 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 主营业务收入增长率 | 304.95% | 60.90% | -46.66% | 10.74% | 22.47% | 16.19% |
| 非现金支出 | 492 | 1,552 | 884 | 708 | 788 | 897 | EBIT 增长率 | 1597.52% | 114.71% | -128.25% | -244.62% | 80.36% | 49.75% |
| 非经营收益 | -8 | 115 | 50 | 218 | -496 | -270 | 净利润增长率 | -501.35% | 13.77% | -172.47% | 256.41% | 57.69% | 34.93% |
| 营运资金变动 | -1,149 | -503 | 312 | -405 | -48 | -220 | 总资产增长率 | 57.76% | 93.74% | -10.47% | 2.71% | 12.21% | 10.82% |
| 经营活动现金净流 | 156 | 1,979 | 654 | 1,445 | 1,702 | 2,374 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 资本开支 | -525 | -2,781 | -442 | -1,043 | -1,401 | -1,902 | 应收账款周转天数 | 3.4 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| 投资 | -208 | 0 | -425 | -400 | -400 | -400 | 存货周转天数 | 13.8 | 12.2 | 23.6 | 20.0 | 20.0 | 20.0 |
| 其他 | 0 | 3 | 0 | 200 | 200 | 200 | 应付账款周转天数 | 35.5 | 47.8 | 105.8 | 70.0 | 65.0 | 55.0 |
| 投资活动现金净流 | -733 | -2,778 | -867 | -1,243 | -1,601 | -2,102 | 固定资产周转天数 | 130.8 | 158.0 | 298.7 | 273.6 | 232.6 | 215.0 |
| 股权募资 | 0 | 2,804 | 62 | 0 | 0 | 0 | 偿债能力 | | | | | | |
| 债权募资 | 2,632 | 622 | 1,360 | -448 | 541 | 449 | 净负债/股东权益 | 95.29% | -6.02% | 19.71% | 3.07% | -1.44% | -4.55% |
| 其他 | -1,024 | -1,221 | -1,245 | -112 | -265 | -405 | EBIT 利息保障倍数 | 5.9 | 9.7 | -3.1 | 12.3 | 9.1 | 10.7 |
| 筹资活动现金净流 | 1,607 | 2,205 | 176 | -560 | 277 | 44 | 资产负债率 | 88.93% | 74.39% | 76.38% | 71.54% | 67.80% | 62.89% |
| 现金净流量 | 1,030 | 1,406 | -34 | -358 | 379 | 316 | | | | | | | |

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 | 1 | 12 | 12 | 18 | 32 |
| 增持 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 1.00 | 1.08 | 1.08 | 1.05 | 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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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