新能源

收盘价	目标价	潜在涨幅
人民币 40.46	人民币 57.57↓	+42.3%

2025 年 4 月 15 日

钧达股份 (002865 CH)

1 季度环比大幅减亏，“对等关税”有望强化阿曼产能优势

- **1 季度环比大幅减亏，海外收入占比再创新高：**公司 1 季度归母/扣非净亏损 1.06 亿/2.17 亿元（人民币，下同），环比收窄 39.2%/43.2%，符合我们预期。海外收入占比环比大幅提升 11 个百分点至 58%的新高。销售/管理/研发/财务费用同比-45%/+13%/-23%/+30%，期间费用率合计 10.1%，同/环比+4.9/-0.4 个百分点。因行业自律减产，公司电池片出货同/环比下降 29%/2%至 7.15GW。单瓦平均售价 0.262 元，环比上涨 0.022 元，主要是由于抢装导致售价上涨和海外销售占比提升，单瓦生产成本 0.247 元，环比上升 0.013 元，主要是由于硅片价格上涨和政府补助冲减成本减少，单瓦毛利/净利 0.015/-0.015 元，环比均提升 0.009 元。经营活动现金流-3.1 亿元，资产负债率环比提高 2.6 个百分点至 80%。
- **抢装接近尾声，电池片价格大涨后开始回落：**分布式光伏新政导致 5 月 1 日新老划断时点前抢装，短期需求大增推动分布式主要使用的 210R 电池片单瓦价格由 2 月末的 0.28 元大涨至 3 月末的 0.34 元，其他尺寸也由 0.29 元上涨至 0.31 元，单瓦盈利明显好转，但随着抢装接近尾声，上周 210R 价格已回落至 0.33 元，其他尺寸价格尚稳但硅片价格因缅甸地震上涨也导致盈利收缩。我们预计抢装结束后需求仍将有一定支撑，在行业自律下价格回落幅度将有限。
- **美国“对等关税”有望强化阿曼产能优势：**近期美国出台“对等关税”，公司拟建产能的阿曼税率仅为 10%，远低于目前美国电池片主要进口来源地东南亚中尚未被加征双反关税的印尼/老挝的 32%/48%，有望强化阿曼产能的输美优势。公司持续推动该 5GW 项目前期准备工作，计划 2025 年底建成投产。
- **预期 2025 年扭亏不变，维持买入：**我们下调 2025/26 年盈利预测，以反映在融资支持下行业产能出清可能不及预期，但仍预计 2025 年扭亏不变，基于 2026 年分部估值，将目标价下调至 57.57 元（原 72.79 元），对应 8.7 倍 2026 年市盈率。我们预计公司或将于今年上半年完成 H 股发行，或将有利于公司补充资本。维持**买入**。

财务数据一览

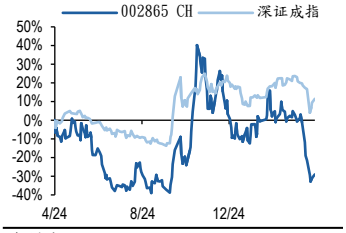
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入(百万人民币)	18,657	9,952	9,031	14,054	15,397
同比增长(%)	60.9	-46.7	-9.3	55.6	9.6
净利润(百万人民币)	816	(591)	70	1,522	1,673
每股盈利(人民币)	3.59	(2.58)	0.31	6.64	7.30
同比增长(%)	-1.0	-171.9	-111.8	2,076.0	9.9
前EPS预测值(人民币)			0.72	7.40	7.50
调整幅度(%)			-57.7	-10.3	-2.6
市盈率(倍)	11.3	NA	132.5	6.1	5.5
每股账面净值(人民币)	20.71	16.96	17.21	22.52	28.36
市账率(倍)	1.95	2.39	2.35	1.80	1.43
股息率(%)	1.8	0.0	0.2	3.3	3.6

资料来源：公司资料，交银国际预测

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位(人民币)	80.40
52周低位(人民币)	34.80
市值(百万人民币)	9,201.41
日均成交量(百万)	7.57
年初至今变化(%)	(20.82)
200天平均价(人民币)	57.36

资料来源: FactSet

文昊, CPA
bob.wen@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3667

郑民康
wallace.cheng@bocomgroup.com
(852) 3766 1810

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 https://research.bocomgroup.com

图表 1: 业绩概要

年结 12 月 31 日 (人民币百万元)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	同比 (%)	环比 (%)
营业收入	3,714.2	2,659.8	1,827.9	1,750.0	1,874.9	-49.5	7.1
营业成本	-3,500.4	-2,808.1	-1,869.5	-1,701.7	-1,764.7	-49.6	3.7
毛利	213.8	-148.3	-41.5	48.4	110.2	-48.5	127.7
税金及附加	-13.1	-8.8	-12.2	-13.4	-13.0	-0.3	-2.7
销售费用	-19.7	-6.3	-15.8	-21.0	-10.9	-44.5	-47.9
管理费用	-64.3	-33.3	-96.7	-108.3	-73.0	13.4	-32.6
研发费用	-64.8	-46.6	-57.5	-29.8	-50.1	-22.8	68.3
财务费用	-42.1	-39.7	-69.2	-24.8	-54.9	30.4	121.3
其他收益	6.8	93.6	5.0	12.6	4.5	-33.3	-63.9
投资收益	3.9	1.2	1.9	-2.0	4.1	6.0	NM
资产减值损失	-6.8	-63.8	-27.3	-33.9	-33.7	392.7	-0.6
信用减值损失	-2.0	-2.8	0.3	-2.2	-5.6	178.1	150.9
资产处置收益	0.0	0.8	-0.0	0.2	0.0	185.9	-89.4
营业外收支	0.1	0.2	-0.3	-1.6	-0.6	NM	-60.6
税前利润	11.7	-254.0	-313.4	-175.8	-123.0	NM	-30.0
所得税	8.0	67.9	62.9	1.5	17.1	113.4	1038.1
归母净利润	19.8	-186.1	-250.5	-174.3	-105.9	NM	-39.2
扣非归母净利润	-170.9	-219.4	-344.8	-382.7	-217.2	27.1	-43.2

资料来源: 公司资料，交银国际

图表 2: 分部估值

	2026 年归母净利润 （亿元）	市盈率 （倍）	市值 （亿元）	对应股价 （元）
美国市场	8.5	6	51	22.15
美国以外市场	6.8	12	81	35.42
合计	**15.2**	**8.7**	**132**	**57.57**

资料来源：交银国际预测

图表 3: 钧达股份 (002865 CH)目标价及评级

资料来源: FactSet，交银国际预测

图表 4:交银国际新能源行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
1798 HK	大唐新能源	买入	2.16	2.65	22.7%	2025 年 03 月 31 日	运营商
579 HK	京能清洁能源	买入	2.08	2.46	18.3%	2025 年 03 月 26 日	运营商
2380 HK	中国电力	买入	2.91	3.51	20.6%	2025 年 03 月 24 日	运营商
836 HK	华润电力	买入	18.22	23.06	26.6%	2025 年 03 月 21 日	运营商
916 HK	龙源电力	买入	6.28	8.00	27.4%	2025 年 02 月 21 日	运营商
300274 CH	阳光电源	买入	57.91	104.80	81.0%	2024 年 11 月 01 日	光伏制造（逆变器）
688390 CH	固德威	中性	42.95	57.10	32.9%	2024 年 10 月 30 日	光伏制造（逆变器）
1799 HK	新特能源	买入	4.42	6.28	42.1%	2025 年 04 月 02 日	光伏制造（多晶硅）
3800 HK	协鑫科技	买入	0.84	1.49	77.4%	2025 年 03 月 31 日	光伏制造（多晶硅）
6865 HK	福莱特玻璃	买入	9.01	13.45	49.3%	2025 年 03 月 28 日	光伏制造（光伏玻璃）
968 HK	信义光能	买入	2.73	4.28	56.8%	2025 年 03 月 03 日	光伏制造（光伏玻璃）
1108 HK	凯盛新能	中性	3.51	3.47	-1.1%	2025 年 04 月 01 日	光伏制造（光伏玻璃）
002865 CH	钧达股份	买入	40.46	57.57	42.3%	2025 年 04 月 14 日	光伏制造（电池片）
600732 CH	爱旭股份	中性	10.46	11.04	5.5%	2025 年 01 月 07 日	光伏制造（电池片）
3868 HK	信义能源	买入	0.90	1.17	30.0%	2025 年 03 月 03 日	新能源发电运营商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2025 年 4 月 14 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	18,657	9,952	9,031	14,054	15,397
主营业务成本	(15,906)	(9,880)	(8,115)	(11,409)	(12,519)
毛利	**2,751**	**72**	**915**	**2,645**	**2,879**
销售及管理费用	(476)	(366)	(332)	(454)	(497)
研发费用	(304)	(199)	(190)	(225)	(246)
其他经营净收入/费用	(27)	71	7	(17)	(23)
经营利润	**1,945**	**(421)**	**401**	**1,949**	**2,111**
财务成本净额	(197)	(176)	(213)	(198)	(150)
应占联营公司利润及亏损	3	5	0	0	0
其他非经营净收入/费用	(1,006)	(139)	(110)	(60)	(60)
税前利润	**744**	**(731)**	**78**	**1,691**	**1,901**
税费	71	140	(8)	(169)	(228)
非控股权益	0	0	0	0	0
净利润	**816**	**(591)**	**70**	**1,522**	**1,673**
作每股收益计算的净利润	816	(591)	70	1,522	1,673

资产负债简表 (百万元人民币)

截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2,650	2,616	1,355	2,108	2,310
有价证券	0	430	430	430	430
应收账款及票据	1,895	833	756	1,177	1,289
存货	727	552	453	638	700
其他流动资产	1,728	1,900	1,900	1,900	1,900
总流动资产	**7,000**	**6,332**	**4,894**	**6,252**	**6,628**
物业、厂房及设备	8,075	8,144	8,643	7,863	7,056
无形资产	1,097	1,176	1,176	1,176	1,176
合资企业/联营公司投资	0	0	0	0	0
长期应收收入	7	0	0	0	0
其他长期资产	2,206	807	669	669	669
总长期资产	**11,385**	**10,128**	**10,488**	**9,708**	**8,901**
总资产	**18,385**	**16,459**	**15,382**	**15,960**	**15,529**
短期贷款	450	1,511	1,159	1,332	844
应付账款	3,883	3,475	3,128	2,815	2,533
其他短期负债	2,128	1,391	1,391	1,391	1,391
总流动负债	**6,461**	**6,377**	**5,678**	**5,538**	**4,769**
长期贷款	2,010	2,142	2,000	1,800	1,100
其他长期负债	5,205	4,053	3,761	3,461	3,161
总长期负债	**7,215**	**6,195**	**5,761**	**5,261**	**4,261**
总负债	**13,676**	**12,572**	**11,439**	**10,799**	**9,030**
股本	227	229	229	229	229
储备及其他资本项目	4,482	3,658	3,714	4,932	6,270
股东权益	**4,709**	**3,887**	**3,943**	**5,161**	**6,499**
非控股权益	0	0	0	0	0
总权益	**4,709**	**3,887**	**3,943**	**5,161**	**6,499**

现金流量表 (百万元人民币)

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	816	(591)	70	1,522	1,673
折旧及摊销	543	742	1,001	1,080	1,107
营运资本变动	(751)	159	(116)	(905)	(475)
其他经营活动现金流	1,372	344	213	198	150
经营活动现金流	**1,979**	**654**	**1,168**	**1,895**	**2,455**
资本开支	(2,781)	(444)	(1,709)	(613)	(581)
其他投资活动现金流	3	(424)	0	0	0
投资活动现金流	**(2,778)**	**(867)**	**(1,709)**	**(613)**	**(581)**
负债净变动	622	1,360	(494)	(27)	(1,188)
其他融资活动现金流	1,583	(1,183)	(227)	(502)	(485)
融资活动现金流	**2,205**	**176**	**(721)**	**(529)**	**(1,672)**
汇率收益/损失	0	3	0	0	0
年初现金	**1,244**	**2,650**	**2,616**	**1,355**	**2,108**
年末现金	**2,650**	**2,616**	**1,355**	**2,108**	**2,310**

财务比率

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	3.587	(2.580)	0.305	6.643	7.301
全面摊薄每股收益	3.587	(2.580)	0.305	6.643	7.301
每股股息	0.746	0.000	0.061	1.329	1.460
每股账面值	20.710	16.963	17.207	22.521	28.362
利润率分析(%)					
毛利率	14.7	0.7	10.1	18.8	18.7
EBITDA利润率	8.0	2.1	11.9	19.7	0.0
EBIT利润率	5.1	(5.4)	0.9	12.0	0.0
净利率	4.4	(5.9)	0.8	10.8	10.9
盈利能力(%)					
ROA	5.9	(3.4)	0.4	9.7	10.6
ROE	28.3	(13.8)	1.8	33.4	28.7
其他					
净负债权益比(%)	净现金	26.7	45.8	19.8	净现金
流动比率	1.1	1.0	0.9	1.1	1.4
存货周转天数	12.2	23.6	22.6	17.5	19.5
应收账款周转天数	29.0	50.0	32.1	25.1	29.2
应付账款周转天数	62.2	135.9	148.5	95.1	78.0

资料来源: 公司资料，交银国际预测

交银国际
香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899　　传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：	分析员行业评级定义：
买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。	**领先**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。	**同步**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业	**落后**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数不具吸引力。
无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。	香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点;及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系;iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：ⅰ）他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii）他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii）他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i）分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii）某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii）惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、 Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告 (包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其联属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其联属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。