



钧达股份 (002865.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩符合预期，看好反内卷及国际化布局 驱动公司盈利改善

业绩简评

2025 年 8 月 25 日，公司发布 2025 年半年报业绩。2025 上半年公司实现营业收入 36.6 亿元，同比-42.5%；实现归母净利润-2.6 亿元，同比-58.5%；其中二季度实现营业收入 17.9 亿元，实现归母净利润-1.6 亿元，业绩符合预期。

经营分析

“反内卷”提升至国家战略行动高度，电池价格向覆盖成本的方向回暖：二季度随着分布式抢装接近尾声，183N 电池片价格快速下滑至 0.24 元/W，跌幅达 23%；与此同时沪银价格不断攀升，带动银浆价格上涨至 8500 元/kg 以上，在价格及成本的双向挤压下，公司 Q2 盈利承压。然而下半年来看，供给侧改革及“反内卷”政策持续升级，2025 年 7 月，中央财经委员会提出“依法依规治理企业低价无序竞争、引导企业提升产品品质、推动落后产能有序退出”的治理方向，国家发展改革委、市场监管总局研究起草《价格法修正草案》将低于成本价销售的行为定性为违法，行业内各企业积极响应，截至 2025 年 8 月 20 日 Infolink 最新价格，183N 电池片价格已修复至 0.29 元/W，并且随着各环节产能整合与价格自律的相关措施落地实施，公司作为光伏电池龙头企业，受益于技术领先及行业集中度提升，有望率先实现盈利恢复及持续增长。

产品出海规模持续扩大，前瞻布局海外产能有望增厚盈利空间：

2025 上半年，公司海外销售占比从 2024 年度的 23.85% 大幅增长至 51.87%，通过电池产品出口，实现海外销售业务持续增长；2025 年 5 月，公司 H 股于联交所主板挂牌上市，成为行业首家 A+H 上市企业，搭建国际化融资平台，计划通过海外先进电池产能建设的方式，融入海外本土产业链，面向高附加值海外市场，上半年公司已与土耳其本土组件客户签署战略合作协议，共建高效电池项目，强化公司国际化产能配置能力与全球客户服务响应效能，我们预计海外产能将于明年起大规模释放，为公司带来新的盈利空间。

盈利预测、估值与评级

国内“反内卷”推进下，产业链价格及盈利有望进入右侧阶段，同时明后年海外产能预计大规模放量，公司盈利有望大幅改善，调整 2025-2027 年归母净利润预测至-3.85/6.19/16.81 亿元，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)：49.68 元

相关报告：

1. 《钧达股份：组件封装引领光伏制造再全球化，独立电池片供应龙头迎...》，2025.4.22
2. 《钧达股份公司点评：Q1 大幅减亏尽显经营韧性，国际布局持续强化...》，2025.4.15
3. 《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



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	7,984	9,976	10,597
营业收入增长率	60.90%	-46.66%	-19.77%	24.95%	6.22%
归母净利润(百万元)	816	-591	-385	619	1,681
归母净利润增长率	13.77%	-172.47%	34.94%	N/A	171.34%
摊薄每股收益(元)	3.587	-2.580	-1.314	2.117	5.745
每股经营性现金流净额	8.70	2.86	0.65	2.15	6.44
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.32%	-15.21%	-10.98%	15.81%	32.03%
P/E	21.60	-19.81	-37.80	23.46	8.65
P/B	3.74	3.01	4.15	3.71	2.77

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	7,984	9,976	10,597
增长率		60.9%	-46.7%	-19.8%	25.0%	6.2%
主营业务成本	-10,250	-15,906	-9,880	-7,978	-9,227	-8,862
%销售收入	88.4%	85.3%	99.3%	99.9%	92.5%	83.6%
毛利	1,346	2,751	72	6	749	1,735
%销售收入	11.6%	14.7%	0.7%	0.1%	7.5%	16.4%
营业税金及附加	-39	-62	-47	-40	-50	-53
%销售收入	0.3%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-21	-74	-63	-40	-50	-53
%销售收入	0.2%	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用	-147	-402	-303	-224	-239	-244
%销售收入	1.3%	2.2%	3.0%	2.8%	2.4%	2.3%
研发费用	-249	-304	-199	-120	-125	-127
%销售收入	2.2%	1.6%	2.0%	1.5%	1.3%	1.2%
息税前利润 (EBIT)	889	1,909	-539	-418	285	1,258
%销售收入	7.7%	10.2%	n.a	n.a	2.9%	11.9%
财务费用	-150	-197	-176	-95	-217	-249
%销售收入	1.3%	1.1%	1.8%	1.2%	2.2%	2.3%
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	70	333	461
%税前利润	23.7%	0.4%	-0.7%	-16.6%	51.1%	26.0%
营业利润	892	746	-730	-423	652	1,769
营业利润率	7.7%	4.0%	n.a	n.a	6.5%	16.7%
营业外收支	0	-2	-2	0	0	0
税前利润	892	744	-731	-423	652	1,769
利润率	7.7%	4.0%	n.a	n.a	6.5%	16.7%
所得税	-71	71	140	38	-33	-88
所得税率	7.9%	-9.6%				
净利润	821	816	-591	-385	619	1,681
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	-385	619	1,681
净利率	6.2%	4.4%	n.a	n.a	6.2%	15.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	821	816	-591	-385	619	1,681
少数股东损益	104	0	0	0	0	0
非现金支出	492	1,552	884	672	676	693
非经营收益	-8	115	50	373	-581	-491
营运资金变动	-1,149	-503	312	-469	-84	1
经营活动现金净流	156	1,979	654	191	630	1,883
资本开支	-525	-2,781	-442	157	-301	-402
投资	-208	0	-425	-2,500	-1,000	-1,000
其他	0	3	0	70	333	461
投资活动现金净流	-733	-2,778	-867	-2,273	-967	-941
股权募资	0	2,804	62	1	0	0
债权募资	2,632	622	1,360	991	920	103
其他	-1,024	-1,221	-1,245	-137	-357	-520
筹资活动现金净流	1,607	2,205	176	855	564	-418
现金净流量	1,030	1,406	-34	-1,226	227	525

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	2,308	2,533	3,057
应收款项	1,079	1,903	880	580	665	717
存货	339	727	552	459	506	558
其他流动资产	268	762	1,364	3,910	4,933	5,959
流动资产	3,559	7,000	6,332	7,257	8,638	10,292
%总资产	37.5%	38.1%	38.5%	43.3%	47.5%	52.1%
长期投资	78	7	0	0	0	0
固定资产	4,463	9,351	8,483	7,635	7,188	6,828
%总资产	47.0%	50.9%	51.5%	45.5%	39.5%	34.6%
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	9,516	9,540	9,449
%总资产	62.5%	61.9%	61.5%	56.7%	52.5%	47.9%
资产总计	9,489	18,385	16,459	16,773	18,178	19,741
短期借款	1,216	1,314	2,590	3,451	4,372	4,475
应付款项	2,711	4,403	3,608	2,731	2,771	2,865
其他流动负债	450	744	180	242	272	309
流动负债	4,377	6,461	6,377	6,424	7,415	7,649
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	13,270	14,260	14,493
普通股股东权益	1,051	4,709	3,887	3,503	3,918	5,248
其中：股本	142	227	229	293	293	293
未分配利润	813	1,475	714	329	744	2,074
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	16,773	18,178	19,741

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股收益	5.066	3.587	-2.580	-1.314	2.117	5.745
每股净资产	7.425	20.710	16.963	11.974	13.391	17.936
每股经营现金净流	1.101	8.704	2.856	0.654	2.154	6.437
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%	-10.98%	15.81%	32.03%
总资产收益率	7.56%	4.44%	-3.59%	-2.29%	3.41%	8.52%
投入资本收益率	19.47%	24.13%	-4.98%	-3.90%	2.44%	9.55%
增长率						
主营业务收入增长率	304.95%	60.90%	-46.66%	-19.77%	24.95%	6.22%
EBIT 增长率	1597.52%	114.71%	-128.25%	-22.59%	-168.30%	341.01%
净利润增长率	-501.35%	13.77%	-172.47%	34.94%	N/A	171.34%
总资产增长率	57.76%	93.74%	-10.47%	1.91%	8.37%	8.60%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.4	0.6	0.7	1.8	1.8	1.8
存货周转天数	13.8	12.2	23.6	21.0	20.0	23.0
应付账款周转天数	35.5	47.8	105.8	70.0	62.0	70.0
固定资产周转天数	130.8	158.0	298.7	338.1	250.6	220.1
偿债能力						
净负债/股东权益	95.29%	-6.02%	19.71%	10.15%	1.29%	-26.12%
EBIT 利息保障倍数	5.9	9.7	-3.1	-4.4	1.3	5.1
资产负债率	88.93%	74.39%	76.38%	79.11%	78.45%	73.42%

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	3	5	27
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	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：北京市东城区建国门内大街 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