

新能源

收盘价 目标价 潜在涨幅
人民币 49.68 人民币 57.70个 +16.1%

2025 年 8 月 26 日

钧达股份 (002865 CH)

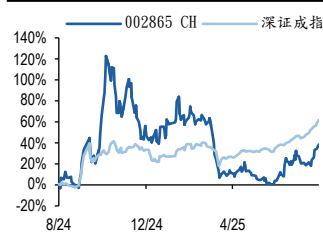
亏损略超预告中值，供给侧改革确定性提高

- ① **亏损略超预告中值：**公司 2Q25 亏损 1.58 亿元（人民币，下同；扣非后 2.48 亿元），略超预告中值，环比扩大，主因 5-6 月电池片价格下跌及境外收入占比下降；毛利率-2.1%，环比降 8.0 个百分点；销售/管理/研发/财务费用率 0.5%/3.7%/1.4%/2.8%，环比下降 0.1/0.2/1.3/0.1 个百分点；境外收入占比 45%，环比降 13 个百分点。1H25 海外市场毛利率 4.5%，环比降 4.6 个百分点，或受 2024 年 12 月起出口退税由 13%下调至 9%影响，中国内地市场毛利率-0.8%，环比提高 5.4 个百分点，仍低于海外。
- ② **政府再度召开高规格光伏会议，供给侧改革确定性提高：**8 月 19 日工信部等六部委联合召开光伏产业座谈会，部署进一步规范光伏产业竞争秩序工作，明确要求加强产业调控，打击低于成本价销售、虚假营销等违法违规行为。我们认为这表明供给侧改革确定性提高，后续不得低于成本销售有望严格执行，推动落后产能出清和公司内销扭亏。
- ③ **美国对三国发起电池片双反调查，公司中东产能稀缺性凸显：**继对东南亚四国后，8 月 7 日美国商务部对进口自印度、印尼和老挝的光伏电池发起双反调查，公司中东产能稀缺性凸显，有望充分享受美国市场高额利润。公司和土耳其组件企业合资的一期产能 3GW 有望年底建成，公司拥有 30% 的自由出货权，明年初即有望出货美国。为更有效打通海外市场销售，公司阿曼 5GW 产能目前正在寻找具协同效力的合资方。
- ④ **维持买入：**我们维持盈利预测，由于供给侧改革确定性提高及市场整体估值提升，基于分部估值，将目标价上调至 57.70 元（原 49.82 元），对应 11.8 倍 2026 年市盈率。我们看好海外产能投产后出货美国和供给侧改革推动公司 2026 年业绩反转，维持**买入**。

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)	11,085.10
日均成交量 (百万)	14.60
年初至今变化 (%)	(2.78)
200天平均价 (人民币)	45.91

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

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	8,431	13,874	15,397
同比增长 (%)	60.9	-46.7	-15.3	64.6	11.0
净利润 (百万人民币)	816	(591)	(406)	1,427	1,726
每股盈利 (人民币)	3.59	(2.58)	(1.39)	4.88	5.90
同比增长 (%)	-1.0	-171.9	-46.3	-451.9	20.9
市盈率 (倍)	13.9	ns	ns	10.2	8.4
每股账面净值 (人民币)	20.71	16.96	16.37	20.52	25.24
市账率 (倍)	2.40	2.93	3.03	2.42	1.97
股息率 (%)	1.5	0.0	0.0	1.5	2.4

资料来源：公司资料，交银国际预测

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)	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	同比 (%)	环比 (%)
营业收入	2,659.8	1,827.9	1,750.0	1,874.9	1,788.5	-32.8	-4.6
营业成本	-2,808.1	-1,869.5	-1,701.7	-1,764.7	-1,826.9	-34.9	3.5
毛利	-148.3	-41.5	48.4	110.2	-38.4	-74.1	NM
税金及附加	-8.8	-12.2	-13.4	-13.0	-11.9	35.5	-8.5
销售费用	-6.3	-15.8	-21.0	-10.9	-8.4	33.7	-22.7
管理费用	-33.3	-96.7	-108.3	-73.0	-65.6	96.8	-10.1
研发费用	-46.6	-57.5	-29.8	-50.1	-24.4	-47.7	-51.3
财务费用	-39.7	-69.2	-24.8	-54.9	-50.3	26.7	-8.4
其他收益	93.6	5.0	12.6	4.5	5.2	-94.4	14.7
投资收益	1.2	1.9	-2.0	4.1	13.1	970.4	216.0
资产减值损失	-63.8	-27.3	-33.9	-33.7	-24.5	-61.6	-27.3
信用减值损失	-2.8	0.3	-2.2	-5.6	7.0	NM	NM
资产处置收益	0.8	-0.0	0.2	0.0	-0.0	NM	NM
营业外收支	0.2	-0.3	-1.6	-0.6	-1.6	NM	144.6
税前利润	-254.0	-313.4	-175.8	-123.0	-192.6	-24.1	56.6
所得税	67.9	62.9	1.5	17.1	34.9	-48.6	104.0
归母净利润	-186.1	-250.5	-174.3	-105.9	-157.8	-15.2	49.0
扣非归母净利润	-219.4	-344.8	-382.7	-217.2	-248.2	13.1	14.2

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 (人民币亿元)	市盈率 (倍)	市值 (人民币亿元)	每股 (人民币元)
美国市场	8.5	9	77	26.17
美国以外市场	5.8	12	69	23.65
合计	14.3	10.2	146	49.82

资料来源：交银国际预测

图表 2：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 3：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
2380 HK	中国电力	买入	3.14	3.75	19.4%	2025 年 08 月 22 日	运营商
836 HK	华润电力	买入	18.43	21.82	18.4%	2025 年 08 月 21 日	运营商
916 HK	龙源电力	买入	6.87	8.23	19.8%	2025 年 08 月 21 日	运营商
579 HK	京能清洁能源	买入	2.39	3.03	26.8%	2025 年 05 月 02 日	运营商
1798 HK	大唐新能源	买入	2.36	2.65	12.3%	2025 年 03 月 31 日	运营商
300274 CH	阳光电源	买入	102.60	119.00	16.0%	2025 年 08 月 26 日	光伏制造 (逆变器)
688390 CH	固德威	中性	49.40	43.30	-12.3%	2025 年 04 月 29 日	光伏制造 (逆变器)
1799 HK	新特能源	买入	7.15	6.28	-12.2%	2025 年 04 月 02 日	光伏制造 (多晶硅)
3800 HK	协鑫科技	买入	1.24	1.49	20.2%	2025 年 03 月 31 日	光伏制造 (多晶硅)
968 HK	信义光能	买入	3.29	3.70	12.5%	2025 年 08 月 04 日	光伏制造 (光伏玻璃)
6865 HK	福莱特玻璃	买入	10.53	11.45	8.7%	2025 年 07 月 18 日	光伏制造 (光伏玻璃)
1108 HK	凯盛新能	中性	4.70	3.47	-26.2%	2025 年 04 月 01 日	光伏制造 (光伏玻璃)
002865 CH	钧达股份	买入	49.68	57.70	16.1%	2025 年 08 月 26 日	光伏制造 (电池片)
600732 CH	爱旭股份	中性	15.98	16.50	3.3%	2025 年 07 月 09 日	光伏制造 (电池片)
3868 HK	信义能源	中性	1.24	1.28	3.2%	2025 年 08 月 04 日	新能源发电运营商

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2025 年 8 月 25 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	8,431	13,874	15,397
主营业务成本	(15,906)	(9,880)	(8,115)	(11,409)	(12,519)
毛利	2,751	72	315	2,465	2,879
销售及管理费用	(476)	(366)	(310)	(448)	(497)
研发费用	(304)	(199)	(177)	(222)	(246)
其他经营净收入/费用	(27)	71	10	(16)	(23)
经营利润	1,945	(421)	(162)	1,778	2,111
财务成本净额	(197)	(176)	(179)	(133)	(90)
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)	(451)	1,586	1,962
税费	71	140	45	(159)	(235)
非控股权益	0	0	0	0	0
净利润	816	(591)	(406)	1,427	1,726
作每股收益计算的净利润	816	(591)	(406)	1,427	1,726

资产负债表 (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	1,265	2,081	2,351
有价证券	0	430	430	430	430
应收账款及票据	1,895	833	706	1,162	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	4,754	6,210	6,670
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	15,242	15,918	15,571
短期贷款	450	1,511	171	447	0
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	4,690	4,653	3,925
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	10,451	9,914	8,186
股本	227	229	293	293	293
储备及其他资本项目	4,482	3,658	4,498	5,711	7,093
股东权益	4,709	3,887	4,791	6,004	7,385
非控股权益	0	0	0	0	0
总权益	4,709	3,887	4,791	6,004	7,385

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

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)	(406)	1,427	1,726
折旧及摊销	543	742	1,001	1,080	1,107
营运资本变动	(751)	159	(66)	(940)	(490)
其他经营活动现金流	1,372	344	179	133	90
经营活动现金流	1,979	654	709	1,700	2,433
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	(1,482)	75	(1,147)
权益净变动	2,804	62	1,309	0	0
其他融资活动现金流	(1,221)	(1,245)	(179)	(347)	(435)
融资活动现金流	2,205	176	(352)	(271)	(1,582)
汇率收益/损失	0	3	0	0	0
年初现金	1,244	2,650	2,616	1,265	2,081
年末现金	2,650	2,616	1,265	2,081	2,351

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)	(1.386)	4.879	5.900
全面摊薄每股收益	3.587	(2.580)	(1.386)	4.879	5.900
每股股息	0.746	0.000	0.000	0.732	1.180
每股账面值	20.710	16.963	16.374	20.521	25.241
利润率分析 (%)					
毛利率	14.7	0.7	3.7	17.8	18.7
EBITDA利润率	8.0	2.1	6.5	19.2	19.9
EBIT利润率	5.1	(5.4)	(5.3)	11.4	12.7
净利率	4.4	(5.9)	(4.8)	10.3	11.2
盈利能力 (%)					
ROA	5.9	(3.4)	(2.6)	9.2	11.0
ROE	28.3	(13.8)	(9.3)	26.4	25.8
其他					
净负债权益比 (%)	净现金	26.7	18.9	2.8	净现金
流动比率	1.1	1.0	1.0	1.3	1.7
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	33.3	24.6	29.1
应付账款周转天数	62.2	135.9	148.5	95.1	78.0

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

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**。

分析员行业评级定义：

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**。

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**。

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**。

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、武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、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、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、搜康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团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、其附属公司、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、其附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，或可能以受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，而非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。