

钧达股份 (002865)

2025 中报点评：盈利短期承压，海外产能多元布局

买入 (维持)

2025 年 08 月 26 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书：S0600523070003
guoyn@dwzq.com.cn

证券分析师 徐毓嵘

执业证书：S0600524080007
xucr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	18,657	9,952	10,518	16,627	19,695
同比 (%)	60.90	(46.66)	5.69	58.08	18.45
归母净利润 (百万元)	815.64	(591.11)	(387.25)	758.75	1,310.93
同比 (%)	13.77	(172.47)	34.49	295.93	72.77
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.79	(2.02)	(1.32)	2.59	4.48
P/E (现价&最新摊薄)	17.82	(24.59)	(37.54)	19.16	11.09

投资要点

- **事件：**公司发布 25H1 报，公司 25H1 营收 36.6 亿元，同-42.5%，归母净利润-2.6 亿元，同-58.5%，毛利率 2%，同 0.9pct，归母净利率-7.2%，同-4.6pct；其中 25Q2 营收 17.9 亿元，同环比-32.8%/ -4.6%，归母净利润-1.6 亿元，同环比 15.2%/49%，毛利率-2.1%，同环比 3.4/-8pct，归母净利率-8.8%，同环比-1.8/-3.2pct。处于预告中值略下。
- **电池短期盈利承压、技术研发驱动降本提效：**公司 25H1 出货约 14GW TOPCon，同比-14%；测算 Q2 公司出货约 7GW，同比-11%/环比基本持平。测算 25Q2 单瓦亏损约 2 分/w，环比持平略增。随光伏反内卷持续推进，预计 25H2 盈利或有望改善。公司 25H1 通过工艺突破，推动电池平均量产效率提升 0.2% 以上，非硅成本同比下降 20%。公司持续投入新工艺研发，致力于打造高性价比电池解决方案。
- **全球化布局提速、海外产能与市场双向突破：**2025H1 公司海外销售占比大幅提升至 51.87%，较 2024 年实现翻倍增长。受国际贸易形势及关税政策影响，原计划阿曼年产 5GW 项目将审慎推进。公司与土耳其客户共建高效电池项目、预计 25 年底 26 年初有望出货，填补区域产能缺口，强化全球供应链协同。
- **经营现金流转正、存货水平显著下降：**公司 25H1 期间费用 3.4 亿元，同 6.5%，费用率 9.2%，同 4.2pct，其中 Q2 期间费用 1.5 亿元，同环比 18.1%/ -21.3%，费用率 8.3%，同环比 3.6/-1.8pct；25H1 经营性净现金流 1.6 亿元，同-70.8%，其中 Q2 经营性现金流 4.7 亿元，同环比 9.5%/转正；25H1 资本开支 2.3 亿元，同-10.8%，其中 Q2 资本开支 1.6 亿元，同环比 249.6%/141.4%；25H1 末存货 4.5 亿元，较年初-19.4%。
- **盈利预测与投资评级：**考虑行业竞争加剧，价格处于低位，盈利承压，我们下调公司盈利预测，我们预计公司 2025 年-2027 年归母净利润-3.9/7.6/13.1 亿元（前值为 5.15/10.36/14.24 亿元），同增 34.49%/295.93%/72.77%，基于公司光伏电池龙头地位，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策不及预期，竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	49.68
一年最低/最高价	34.05/84.55
市净率(倍)	3.02
流通 A 股市值(百万元)	11,171.33
总市值(百万元)	14,535.58

基础数据

每股净资产(元,LF)	16.45
资产负债率(% ,LF)	73.87
总股本(百万股)	292.58
流通 A 股(百万股)	224.87

相关研究

《钧达股份(002865): 2025 一季报点评: 出货保持平稳, 盈利有所修复》

2025-04-17

《钧达股份(002865): 2024 年报点评: 24 年 N 型出货行业领先, 25Q2 抢装涨价进行中》

2025-03-19

钩达股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6,332	5,154	7,219	6,646	营业总收入	9,952	10,518	16,627	19,695
货币资金及交易性金融资产	3,966	2,549	3,826	2,130	营业成本(含金融类)	9,880	10,349	14,895	17,315
经营性应收款项	924	1,177	1,675	2,509	税金及附加	47	32	50	59
存货	552	490	686	905	销售费用	63	37	50	59
合同资产	0	0	0	0	管理费用	303	231	266	266
其他流动资产	890	937	1,032	1,102	研发费用	199	189	283	295
非流动资产	10,128	12,349	13,888	15,262	财务费用	176	206	168	154
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	118	105	8	14
固定资产及使用权资产	8,151	10,306	11,619	12,938	投资净收益	5	2	3	4
在建工程	339	212	141	96	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	321	291	315	313	减值损失	(139)	(28)	(39)	(45)
商誉	855	855	855	855	资产处置收益	1	(2)	(5)	6
长期待摊费用	0	42	117	39	营业利润	(730)	(449)	884	1,526
其他非流动资产	462	642	840	1,022	营业外净收支	(2)	(1)	(1)	(1)
资产总计	16,459	17,503	21,107	21,908	利润总额	(731)	(450)	882	1,524
流动负债	6,377	3,989	6,215	6,942	减:所得税	(140)	(63)	124	213
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,590	539	863	1,381	净利润	(591)	(387)	759	1,311
经营性应付款项	3,475	1,660	3,814	2,623	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	83	198	204	537	归属母公司净利润	(591)	(387)	759	1,311
其他流动负债	230	1,592	1,333	2,401	每股收益-最新股本摊薄(元)	(2.02)	(1.32)	2.59	4.48
非流动负债	6,195	7,042	7,661	6,425	EBIT	(558)	(320)	1,083	1,701
长期借款	2,142	2,248	2,581	1,048	EBITDA	187	1,323	3,123	4,187
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	0.73	1.61	10.41	12.09
租赁负债	5	5	5	5	归母净利率(%)	(5.94)	(3.68)	4.56	6.66
其他非流动负债	4,048	4,789	5,075	5,372	收入增长率(%)	(46.66)	5.69	58.08	18.45
负债合计	12,572	11,031	13,876	13,367	归母净利润增长率(%)	(172.47)	34.49	295.93	72.77
归属母公司股东权益	3,887	6,472	7,231	8,541					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	3,887	6,472	7,231	8,541					
负债和股东权益	16,459	17,503	21,107	21,908					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	654	681	3,985	2,889	每股净资产(元)	16.96	25.00	27.93	32.99
投资活动现金流	(867)	(3,750)	(3,482)	(3,732)	最新发行在外股份(百万股)	293	293	293	293
筹资活动现金流	176	1,652	773	(853)	ROIC(%)	(5.42)	(3.08)	9.34	13.51
现金净增加额	(34)	(1,416)	1,277	(1,696)	ROE-摊薄(%)	(15.21)	(5.98)	10.49	15.35
折旧和摊销	745	1,643	2,039	2,486	资产负债率(%)	74.39	76.38	63.02	65.74
资本开支	(442)	(3,642)	(3,312)	(3,753)	P/E(现价&最新股本摊薄)	(24.59)	(37.54)	19.16	11.09
营运资本变动	312	(605)	1,076	(960)	P/B(现价)	2.93	1.99	1.78	1.51

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>