



钧达股份 (002865.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

海外布局构筑成长空间，技术优势凸显龙头盈利韧性

业绩简评

2025 年 10 月 28 日，公司发布 2025 年三季度业绩。2025 年前三季度实现营业收入 56.8 亿元，同比-30.7%，实现归母净利润-4.2 亿元，同比-0.5%；其中三季度公司实现营业收入 20.2 亿元，环比+12.9%；实现归母净利润-1.6 亿元，环比+1.9%，业绩符合预期。

经营分析

海外市场销售及产能布局双轮驱动，公司业绩成长性向好：海外各国组件本土化诉求下，国内电池片出口规模同比保持较高增速，根据盖锡统计，2025 年前三季度电池片出口规模 75.9GW，同比+72.1%，2025 年前三季度，公司海外销售业务占比达到 51%，在三季度国内需求相对低迷的背景下，公司凭借海外电池片需求以及在印度、土耳其、欧洲等主要海外市场的长期开拓出货，收入规模同环比均实现增长；除电池出口业务市场拓展以外，2025 年公司与土耳其本土组件客户正式签署战略合作协议并积极推进高效电池产能建设，三季度长期股权投资增加 9269 万元，后续高盈利海外电池产能投放有望为公司贡献丰厚业绩。

“反内卷”扎实推进，技术领先的头部企业盈利有望率先修复：三季度，国家多部委提出“维护良好市场价格秩序，推动落后产能有序退出”的相关意见及文件，行业各环节加速推动产能整合及配合行业自律相关措施落地，产业链价格不断修复，182/210/210R 电池片价格分别涨幅达 36%/24%/12%；同时公司通过半片边缘钝化、波浪背场、超密细栅+等技术的量产导入，推动电池提效降本，测算三季度银价涨幅达 22%的背景下，公司电池非硅成本仅上涨 6%至 0.14 元/W 左右，凸显龙头企业的盈利韧性；此外公司正积极研发导入激光边缘钝化、多分片等技术，在电池结构、电极复合、组件技术协同等方面也有布局，xBC 电池方面持续推动量产准备，钙钛矿电池方面，与外部机构合作研发的叠层电池实验室效率达 32.08%，居于行业领先水平。

盈利预测、估值与评级

国内“反内卷”推进下，产业链价格及盈利逐步修复，同时明后年海外产能预计陆续放量，公司盈利有望改善，调整 2025-2027 年公司归母净利润预测至-5.58/5.77/10.20 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

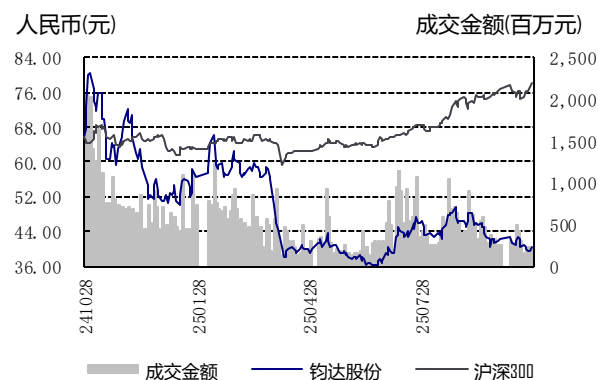
分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：40.25 元

相关报告：

- 1.《钧达股份公司点评：业绩符合预期，看好反内卷及国际化布局驱动公...》，2025.8.26
- 2.《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
- 3.《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



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	9,047	10,906
营业收入增长率	60.90%	-46.66%	-19.77%	13.31%	20.55%
归母净利润(百万元)	816	-591	-558	577	1,020
归母净利润增长率	13.77%	-172.47%	5.62%	N/A	76.87%
摊薄每股收益(元)	3.587	-2.580	-1.907	1.971	3.485
每股经营性现金流净额	8.70	2.86	0.10	2.65	3.90
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.32%	-15.21%	-16.75%	15.57%	23.33%
P/E	21.60	-19.81	-21.11	20.43	11.55
P/B	3.74	3.01	3.54	3.18	2.69

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	9,047	10,906
增长率		60.9%	-46.7%	-19.8%	13.3%	20.6%
主营业务成本	-10,250	-15,906	-9,880	-8,217	-8,343	-9,484
%销售收入	88.4%	85.3%	99.3%	102.9%	92.2%	87.0%
毛利	1,346	2,751	72	-233	704	1,423
%销售收入	11.6%	14.7%	0.7%	n.a	7.8%	13.0%
营业税金及附加	-39	-62	-47	-44	-50	-60
%销售收入	0.3%	0.3%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-21	-74	-63	-42	-45	-55
%销售收入	0.2%	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用	-147	-402	-303	-303	-308	-316
%销售收入	1.3%	2.2%	3.0%	3.8%	3.4%	2.9%
研发费用	-249	-304	-199	-112	-122	-147
%销售收入	2.2%	1.6%	2.0%	1.4%	1.4%	1.4%
息税前利润 (EBIT)	889	1,909	-539	-735	179	845
%销售收入	7.7%	10.2%	n.a	n.a	2.0%	7.7%
财务费用	-150	-197	-176	-87	-169	-152
%销售收入	1.3%	1.1%	1.8%	1.1%	1.9%	1.4%
资产减值损失	-71	-1,004	-139	-85	-92	-110
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	212	3	5	70	275	344
%税前利润	23.7%	0.4%	-0.7%	-10.0%	62.0%	37.2%
营业利润	892	746	-730	-697	443	927
营业利润率	7.7%	4.0%	n.a	n.a	4.9%	8.5%
营业外收支	0	-2	-2	0	0	0
税前利润	892	744	-731	-697	443	927
利润率	7.7%	4.0%	n.a	n.a	4.9%	8.5%
所得税	-71	71	140	139	133	93
所得税率	7.9%	-9.6%	n.a	n.a	-30.0%	-10.0%
净利润	821	816	-591	-558	577	1,020
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	-558	577	1,020
净利率	6.2%	4.4%	n.a	n.a	6.4%	9.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	821	816	-591	-558	577	1,020
少数股东损益	104	0	0	0	0	0
非现金支出	492	1,552	884	737	731	844
非经营收益	-8	115	50	375	-453	-749
营运资金变动	-1,149	-503	312	-524	-78	27
经营活动现金净流	156	1,979	654	30	776	1,141
资本开支	-525	-2,781	-442	568	-260	-260
投资	-208	0	-425	-1,600	-200	-200
其他	0	3	0	70	275	344
投资活动现金净流	-733	-2,778	-867	-962	-185	-116
股权募资	0	2,804	62	1	0	0
债权募资	2,632	622	1,360	1,104	-25	462
其他	-1,024	-1,221	-1,245	-139	-327	-446
筹资活动现金净流	1,607	2,205	176	966	-352	15
现金净流量	1,030	1,406	-34	33	239	1,040

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	3,568	3,805	4,845
应收款项	1,079	1,903	880	921	920	859
存货	339	727	552	652	617	650
其他流动资产	268	762	1,364	3,159	3,259	3,507
流动资产	3,559	7,000	6,332	8,300	8,602	9,861
%总资产	37.5%	38.1%	38.5%	47.6%	48.7%	52.1%
长期投资	78	7	0	0	0	0
固定资产	4,463	9,351	8,483	7,351	6,982	6,517
%总资产	47.0%	50.9%	51.5%	42.2%	39.6%	34.4%
无形资产	1,023	1,097	1,176	1,167	1,158	1,149
非流动资产	5,930	11,385	10,128	9,125	9,046	9,072
%总资产	62.5%	61.9%	61.5%	52.4%	51.3%	47.9%
资产总计	9,489	18,385	16,459	17,425	17,647	18,933
短期借款	1,216	1,314	2,590	3,564	3,538	4,000
应付款项	2,711	4,403	3,608	3,475	3,334	3,487
其他流动负债	450	744	180	210	228	231
流动负债	4,377	6,461	6,377	7,249	7,101	7,718
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	14,095	13,946	14,562
普通股股东权益	1,051	4,709	3,887	3,330	3,702	4,370
其中：股本	142	227	229	293	293	293
未分配利润	813	1,475	714	156	527	1,196
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	17,425	17,647	18,933

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	5.066	3.587	-2.580	-1.907	1.971	3.485
每股净资产	7.425	20.710	16.963	11.381	12.652	14.937
每股经营现金净流	1.101	8.704	2.856	0.102	2.653	3.899
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%	-16.75%	15.57%	23.33%
总资产收益率	7.56%	4.44%	-3.59%	-3.20%	3.27%	5.39%
投入资本收益率	19.47%	24.13%	-4.98%	-6.07%	2.32%	8.32%
增长率						
主营业务收入增长率	304.95%	60.90%	-46.66%	-19.77%	13.31%	20.55%
EBIT 增长率	1597.52%	114.71%	-128.25%	36.19%	-124.36%	371.94%
净利润增长率	-501.35%	13.77%	-172.47%	5.62%	N/A	76.87%
总资产增长率	57.76%	93.74%	-10.47%	5.86%	1.28%	7.28%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.4	0.6	0.7	1.6	1.3	1.2
存货周转天数	13.8	12.2	23.6	29.0	27.0	25.0
应付账款周转天数	35.5	47.8	105.8	70.0	69.0	61.0
固定资产周转天数	130.8	158.0	298.7	320.6	266.0	203.4
偿债能力						
净负债/股东权益	95.29%	-6.02%	19.71%	3.24%	-9.59%	-25.92%
EBIT 利息保障倍数	5.9	9.7	-3.1	-8.4	1.1	5.5
资产负债率	88.93%	74.39%	76.38%	80.89%	79.02%	76.92%

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	1	9	13	20
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.10	1.07	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。

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