

钧达股份（002865）

2025 年三季报点评：海外保持高占比，产能多元化布局

买入（维持）

2025 年 10 月 28 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 徐铖嵘

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	9,318	14,627	19,215
同比（%）	60.90	(46.66)	(6.37)	56.97	31.37
归母净利润（百万元）	815.64	(591.11)	(515.22)	651.69	1,275.75
同比（%）	13.77	(172.47)	12.84	226.49	95.76
EPS-最新摊薄（元/股）	2.79	(2.02)	(1.76)	2.23	4.36
P/E（现价&最新摊薄）	14.44	(19.92)	(22.86)	18.07	9.23

投资要点

■ **事件：**公司 25 年 Q1-Q3 营收 56.8 亿元，同比-30.7%，归母净利润-4.2 亿元，同比-0.5%，扣非净利润-7.2 亿元，同比+2.7%，毛利率 1.5%，同比+1.2pct，归母净利率-7.4%，同比-2.3pct；其中 25 年 Q3 营收 20.2 亿元，同环比+10.4%/+12.9%，归母净利润-1.6 亿元，同环比-38%/-1.6%，扣非净利润-2.5 亿元，同环比-27.5%/+0.8%，毛利率 0.7%，同环比+2.9pct/+2.8pct，归母净利率-7.7%，同环比+6pct/+1.1pct。

■ **电池短期盈利承压、行业反内卷有望改善：**公司 25Q1-Q3 出货约 22GW，同比+6%；测算 Q3 公司出货约 8.1GW，同比增长 11%/环比增长 16%。测算 25Q3 单瓦亏损约 1.8 分/w，环比持平略改善。公司预计 25 年出货约 30GW；随光伏反内卷持续推进，我们预计 26 年盈利或有望改善。公司保持技术投入，中试 xBC 电池效率较主流 N 型电池可提升 1-1.5pct，参数与行业一线保持一致，并持续推动 xBC 量产准备。公司与外部机构合作研发的钙钛矿叠层电池实验室效率达 32.08%，居于行业领先水平。

■ **海外销售保持高占比、产能多元化布局：**25Q1-Q3 公司实现海外销售占比大幅增长，从 24 年约 24%大幅跃升至 51%，印度及土耳其市场需求旺盛，价差维持约 2 分。受国际贸易形势及关税政策影响，阿曼 5GW 正与合作伙伴共同商议解决股权问题，充分评估收益风险，审慎推进。公司与土耳其客户共建高效电池项目顺利推进中（已形成长期股权投资 9kw）、公司预计 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。

■ **费用保持稳定、在手现金充沛：**公司 25 年 Q1-Q3 期间费用 5.2 亿元，同比-6.5%，费用率 9.2%，同比+2.4pct，其中 Q3 期间费用 1.8 亿元，同环比-23.8%/+22.6%，费用率 9%，同环比-4.1pct/+0.7pct；25 年 Q1-Q3 经营性净现金流-8.5 亿元，同比-222.3%，其中 Q3 经营性现金流-10.2 亿元，同环比-783%/-316.5%。受益港股融资 13 亿港元，资产负债率将降低约 74%；公司货币资金（35 亿）+结构性存款等理财产品（19 亿），整体保持稳健。

■ **盈利预测：**考虑到行业竞争加剧，电池短期盈利及 Q3 经营性现金流承压，我们下调公司盈利预测，我们预计公司 25-27 年归母净利润为-5.2/6.5/12.8 亿（前值为-3.9/7.6/13.1 亿元），基于公司技术储备及海外布局领先，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**竞争加剧、原材料价格波动等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	40.25
一年最低/最高价	35.00/84.55
市净率(倍)	2.53
流通 A 股市值(百万元)	9,050.85
总市值(百万元)	11,776.51

基础数据

每股净资产(元,LF)	15.92
资产负债率(% LF)	74.14
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 中报点评：盈利短期承压，海外产能多元化布局》

2025-08-26

《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	4,693	6,343	6,241	营业总收入	9,952	9,318	14,627	19,215
货币资金及交易性金融资产	3,966	2,272	3,245	1,810	营业成本(含金融类)	9,880	9,341	13,095	16,890
经营性应收款项	924	1,044	1,472	2,447	税金及附加	47	28	44	58
存货	552	441	601	882	销售费用	63	33	44	58
合同资产	0	0	0	0	管理费用	303	205	234	259
其他流动资产	890	935	1,026	1,101	研发费用	199	168	249	288
非流动资产	10,128	12,349	13,888	15,262	财务费用	176	207	169	155
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	118	93	7	13
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)	(4)	6
长期待摊费用	0	42	117	39	营业利润	(730)	(598)	759	1,485
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	17,041	20,231	21,503	利润总额	(731)	(599)	758	1,483
流动负债	6,377	3,656	5,574	6,807	减:所得税	(140)	(84)	106	208
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)	(515)	652	1,276
经营性应付款项	3,475	1,498	3,353	2,559	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	83	178	180	524	归属母公司净利润	(591)	(515)	652	1,276
其他流动负债	230	1,439	1,178	2,344	每股收益-最新股本摊薄(元)	(2.02)	(1.76)	2.23	4.36
非流动负债	6,195	7,042	7,661	6,425	EBIT	(558)	(456)	961	1,662
长期借款	2,142	2,248	2,581	1,048	EBITDA	187	1,186	3,001	4,149
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	0.73	(0.25)	10.47	12.10
租赁负债	5	5	5	5	归母净利率(%)	(5.94)	(5.53)	4.46	6.64
其他非流动负债	4,048	4,789	5,075	5,372	收入增长率(%)	(46.66)	(6.37)	56.97	31.37
负债合计	12,572	10,697	13,236	13,232	归母净利润增长率(%)	(172.47)	12.84	226.49	95.76
归属母公司股东权益	3,887	6,344	6,995	8,271					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	3,887	6,344	6,995	8,271					
负债和股东权益	16,459	17,041	20,231	21,503					

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	404	3,681	3,151	每股净资产(元)	16.96	24.51	27.02	31.95
投资活动现金流	(867)	(3,750)	(3,482)	(3,733)	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)	(4.42)	8.44	13.52
现金净增加额	(34)	(1,694)	973	(1,435)	ROE-摊薄(%)	(15.21)	(8.12)	9.32	15.42
折旧和摊销	745	1,643	2,039	2,486	资产负债率(%)	74.39	76.38	62.77	65.42
资本开支	(442)	(3,641)	(3,311)	(3,753)	P/E (现价&最新股本摊薄)	(19.92)	(22.86)	18.07	9.23
营运资本变动	312	(754)	879	(663)	P/B (现价)	2.37	1.64	1.49	1.26

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>