

电力设备

2025 年 10 月 30 日

钧达股份 (002865)

——三季度亏损收窄，海外业务持续发力

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2025 年 10 月 29 日

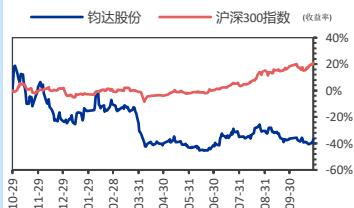
收盘价 (元)	42.03
一年内最高/最低 (元)	84.55/35.00
市净率	2.6
股息率% (分红/股价)	-
流通 A 股市值 (百万元)	9,451
上证指数/深证成指	4,016.33/13,691.38

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	15.92
资产负债率%	74.14
总股本/流通 A 股 (百万)	293/225
流通 B 股/H 股 (百万)	-/63

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

马天一 A0230525040004
maty@swsresearch.com
李冲 A0230524070001
lichong@swsresearch.com

联系人

李冲
(8621)23297818x
lichong@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：公司披露三季度业绩报告**，25Q3 公司实现归母净利润-1.55 亿元，较上年同期亏损 2.51 亿元大幅收窄 38.05%，环比 Q2 亏损 1.58 亿元亦有所改善。Q3 实现营业收入达 20.18 亿元，同比增长 10.42%。前三季度累计归母净利润为-4.19 亿元，同比基本持平于上年同期-4.17 亿元，业绩符合预期。
- **海外销售占比持续领先，区域市场结构优化支撑盈利韧性**。公司海外销售已成为核心增长引擎。2025 年前三季度海外销售占比突破 50%，较 2024 年全年 23.85%实现跨越式提升。印度与土耳其市场需求旺盛，海外业务毛利率维持在较高水平，价差优势稳定。海外收入贡献持续增强，有效对冲了国内市场竞争加剧带来的压力。
- **资本结构显著优化，财务稳健性增强**。公司于 2025 年 5 月完成港股上市，募集资金净额约 12.9 亿港元（约合 12 亿元人民币），显著增强资本实力，港股上市后，三季度末公司资产负债率降至 74.14%，财务抗风险能力大幅提升。
- **海外产能布局稳步推进，技术储备构筑长期壁垒**。土耳其本土化电池项目合作已签署协议，正加速推进，有望于 2025 年底至 2026 年初实现出货，形成区别于东南亚的稀缺产能，深度对接美国及欧洲“抢装潮”。阿曼 5GW 项目因国际贸易政策及股权结构问题，公司明确表示将“审慎推进”，充分评估收益与风险，符合当前全球地缘政治环境下的理性决策逻辑。
- **行业整合窗口开启，A+H 平台赋能战略升级**。在光伏行业供给侧改革加速、“反内卷”政策推动下，行业集中度持续提升。钧达股份作为全球出货量领先的专业化电池厂商，依托 A+H 双上市平台，具备更强的融资能力、品牌影响力与资源整合优势，有望在行业洗牌中占据有利地位。公司持续推动 N 型电池量产效率提升、TBC 中试效率领先、钙钛矿叠层电池实验室效率达 32.08%，技术护城河持续加深。
- **下调公司 2025、2026 年业绩，维持公司“增持”评级**。我们前次预计公司 2025/2026 年净利润分别为 14.09/17.88 亿。由于行业竞争激烈导致公司产品价格大幅下滑，我们下调公司出货量与销售均价，预计 2025~2027 年出货量为 30/35/40GW，销售均价为预计为 0.3/0.34/0.36 元/W，预计公司 2025~2027 年净利润分别为-3.89/5.02/10.17 亿元，当前市值对应 26~27 年 PE 分别为 24/12 倍。我们选取通威股份、爱旭股份作为可比公司，得出可比公司 26~27 年平均 PE 为 35/18 倍，公司作头部专业化电池厂商，海外出货占比逐步提升，在反内卷的背景下有望率先走出周期底部，维持公司“增持”评级。
- **风险提示**：光伏电池价格上涨不及预期、光伏电池出货量不及预期、光伏装机不及预期等。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	9,952	5,682	7,965	10,531	12,743
同比增长率 (%)	-46.7	-30.7	-20.0	32.2	21.0
归母净利润 (百万元)	-591	-419	-389	502	1,017
同比增长率 (%)	-172.5	-	-	-	102.5
每股收益 (元/股)	-2.60	-1.64	-1.33	1.72	3.48
毛利率 (%)	0.7	1.5	2.0	10.0	15.0
ROE (%)	-15.2	-9.0	-8.1	9.5	16.1
市盈率	-	-	-	-	-

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	18,657	9,952	7,965	10,531	12,743
其中：营业收入	18,657	9,952	7,965	10,531	12,743
减：营业成本	15,906	9,880	7,805	9,478	10,832
减：税金及附加	62	47	38	50	61
主营业务利润	2,689	25	122	1,003	1,850
减：销售费用	74	63	50	66	80
减：管理费用	402	303	172	258	325
减：研发费用	304	199	159	210	254
减：财务费用	197	176	170	154	159
经营性利润	1,712	-716	-429	315	1,032
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-4	-7	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-1,000	-132	-100	100	0
加：投资收益及其他	38	123	123	123	123
营业利润	746	-730	-406	538	1,156
加：营业外净收入	-2	-2	0	0	0
利润总额	744	-731	-406	538	1,156
减：所得税	-71	-140	0	29	119
净利润	816	-591	-406	509	1,037
少数股东损益	0	0	-17	7	19
归属于母公司所有者的净利润	816	-591	-389	502	1,017

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。