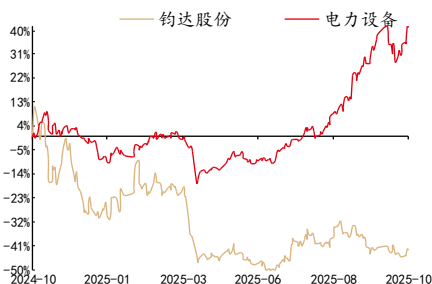




股票投资评级

增持 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	41.51
总股本/流通股本(亿股)	2.93 / 2.25
总市值/流通市值(亿元)	121 / 93
52周内最高/最低价	80.40 / 36.08
资产负债率(%)	76.4%
市盈率	-15.97
第一大股东	HKSCC NOMINEES LIMITED

研究所

分析师: 杨帅波
SAC 登记编号: S1340524070002
Email: yangshuaibo@cnpsec.com

钧达股份(002865)

海外持续开拓，持续研发保持技术优势

● 投资要点

事件：2025 年 10 月 27 日，公司发布 2025 年三季度报。

2025Q1-3, 公司实现营收 56.8 亿元，同比-30.7%，归母净利-4.2 亿元，同比-0.5%，扣非归母净利-7.2 亿元，同比+2.7%，毛利率和净利率分别为 1.5%、-7.4%，同比分别+1.2%、-2.3%（4 项费用率同比+2.4pcts）；其中 2025Q3 营收 20.2 亿元，同环比分别+10.4%/+12.9%，归母净利-1.6 亿元，同环比分别为+38%/+1.6%。

● 海外占比快速提升，海外产能多元化布局

公司海外销售占比从 2024 年的 23.85% 大幅增长至 51.87%，海外部分的毛利率为 4.5%，同比+2.8pcts，而国内的毛利率为-0.8%，同比-1.7pcts，国内的竞争相对而言仍然十分激烈。海外产能方面，公司与土耳其本土组件客户正式签署战略合作协议，合作共建高效电池项目，填补区域电池产能结构性缺口；同时，审慎推进阿曼 5GW 电池产能项目。

● 持续推动 N 型技术降本增效，布局下一代电池技术

公司通过半片边缘钝化、波浪背场、超密细栅+等技术持续降本增效；同时，中试 xBC 电池转化效率较主流 N 型电池效率可提升 1-1.5 个百分点，各项参数与行业一线水平保持一致。远期技术方面，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%。

● 盈利预测与投资评级

考虑到行业竞争依然较为激烈，我们下调预测，预测公司 2025-2027 年营收分别为 100.0/120.3/146.7 亿元（前值为 116.6/142.3/173.1 亿元），归母净利润分别为-5.1/6.2/10.5 亿元（前值为-3.6/6.5/10.6 亿元），2026-2027 年对应 PE 分别为 20/12 倍，维持“增持”评级。

● 风险提示：

行业自律不及预期风险；市场竞争加剧风险；海外市场拓展不及预期的风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	9952	10003	12028	14668
增长率(%)	-46.66	0.51	20.24	21.95
EBITDA（百万元）	186.64	607.16	1908.39	2467.08
归属母公司净利润（百万元）	-591.11	-509.96	616.50	1052.48
增长率(%)	-172.47	13.73	220.89	70.72
EPS（元/股）	-2.02	-1.74	2.11	3.60
市盈率（P/E）	-20.55	-23.82	19.70	11.54
市净率（P/B）	3.12	3.49	3.06	2.52
EV/EBITDA	69.18	22.55	6.45	4.14

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	9952	10003	12028	14668	营业收入	-46.7%	0.5%	20.2%	21.9%
营业成本	9880	10008	10723	12819	营业利润	-197.8%	22.5%	220.4%	73.9%
税金及附加	47	41	50	62	归属于母公司净利润	-172.5%	13.7%	220.9%	70.7%
销售费用	63	59	65	72	获利能力				
管理费用	303	240	241	235	毛利率	0.7%	-0.1%	10.8%	12.6%
研发费用	199	170	217	264	净利率	-5.9%	-5.1%	5.1%	7.2%
财务费用	176	0	0	0	ROE	-15.2%	-14.7%	15.5%	21.9%
资产减值损失	-132	-140	-150	-160	ROIC	-5.2%	-5.8%	6.6%	10.3%
营业利润	-730	-566	681	1184	偿债能力				
营业外收入	2	2	2	2	资产负债率	76.4%	78.7%	76.8%	74.2%
营业外支出	4	1	1	1	流动比率	0.99	0.97	1.12	1.31
利润总额	-731	-565	682	1185	营运能力				
所得税	-140	-44	59	120	应收账款周转率	523.15	493.02	1784.11	784.05
净利润	-591	-521	623	1066	存货周转率	15.44	22.25	35.75	56.43
归母净利润	-591	-510	616	1052	总资产周转率	0.57	0.61	0.72	0.82
每股收益(元)	-2.02	-1.74	2.11	3.60	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	-2.02	-1.74	2.11	3.60
货币资金	3536	3955	5341	7425	每股净资产	13.29	11.88	13.57	16.45
交易性金融资产	430	430	430	430	估值比率				
应收票据及应收账款	646	350	468	638	PE	-20.55	-23.82	19.70	11.54
预付款项	91	100	106	125	PB	3.12	3.49	3.06	2.52
存货	552	347	253	202	现金流量表				
流动资产合计	6332	6603	8071	10387	净利润	-591	-521	623	1066
固定资产	8144	7585	6989	6348	折旧和摊销	745	1172	1226	1282
在建工程	339	383	410	426	营运资本变动	312	-308	95	367
无形资产	321	266	211	155	其他	188	18	141	147
非流动资产合计	10128	9635	9009	8327	经营活动现金流净额	654	361	2085	2861
资产总计	16459	16238	17079	18714	资本开支	-442	-599	-599	-598
短期借款	1511	1511	1511	1511	其他	-425	20	22	31
应付票据及应付账款	3475	2825	3207	3875	投资活动现金流净额	-867	-579	-576	-567
其他流动负债	1391	2502	2461	2574	股权融资	62	0	0	0
流动负债合计	6377	6838	7179	7959	债务融资	1360	544	0	0
其他	6195	5934	5934	5934	其他	-1245	96	-123	-210
非流动负债合计	6195	5934	5934	5934	筹资活动现金流净额	176	640	-123	-210
负债合计	12572	12772	13113	13893	现金及现金等价物净增加额	-34	420	1386	2084
股本	229	293	293	293					
资本公积金	3033	2969	2969	2969					
未分配利润	714	304	705	1389					
少数股东权益	0	-11	-4	9					
其他	-89	-89	4	162					
所有者权益合计	3887	3466	3966	4821					
负债和所有者权益总计	16459	16238	17079	18714					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048