

2025 年 11 月 27 日
 钧达股份 (2865.HK)

领先的专业光伏电池片制造商

钧达股份，2017 年深交所上市，代码 002865.SZ；2021 年收购捷泰科技进军光伏行业；2025 港交所上市，是首家“A+H”上市光伏主产业链企业。公司是全球首批大规模量产 TOPCon 光伏企业，产能达 44.4GW。公司海外收入快速放量，目前贡献总收入超 50%。公司 3 季报实现单季减亏。我们认为，光伏产业链反内卷推进中，公司海外收入盈利能力高于国内。公司具备稀缺“A+H”双平台优势。公司目前港股股价对应 PB 不到 1 倍，H 股比 A 股折价超过 60%。我们认为对比同业，估值有提升空间。投资者可关注盈利改善情况，逢低布局。

报告摘要

公司是全球领先的专业光伏电池片制造商，首批实现 TOPCon 量产企业之一。钧达股份专注于光伏电池的研发、生产和销售，在 N 型 TOPCon 电池及 P 型 PERC 电池等不同代主流光伏电池中均保持市场竞争优势。根据弗若斯特沙利文数据，按 2024 年的出货量计，在专业电池制造商中，公司在 TOPCon 电池市占率达 24.7%，排名第一；在专业制造商和一体化制造商中，公司的 TOPCon 电池的市场占有率为 7.5%。公司 2022 年起量产 TOPCon 电池片，是首批实现 TOPCon 量产的企业之一。目前公司生产的 TOPCon 光伏电池片实际效率超过 25.5%，是行业第一梯队。

公司布局滁州及淮安两大生产基地，TOPCON 电池片产能 44.4GW/年。公司 TOPCon 产能为 44.4GW，在国内布局两个生产基地，分别为安徽滁州及江苏淮安。两个基地的产能均为 22.2GW。安徽滁州生产基地为世界首批实现 TOPCon 电池大规模量产的基地之一。公司生产基地均实现高效的智能自动化生产。公司具备快速扩大产能规模的能力，滁州及淮安生产基地建设均在 4-5 个月时间内完成。公司现有生产基地具备技改空间，可适应新技术路线。如果未来 TBC 电池实现大规模量产，公司现有产线可改造用于生产 TBC 电池，提高投资收益率。

公司海外市场收入快速增长，2025Q1-3 贡献公司收入超 50%。海外市场光伏需求火热，传统欧美市场以外，中东、印度、非洲等市场快速兴起。海外本土组件产能增加。美国本土组件产能超 50GW。海外市场光伏电池需求快速释放。公司快速搭建海外销售网络，推动海外收入增长。公司海外市场收入由 2022 年的 31.2M 人民币大幅增长至 2024 年的 23.7 亿元人民币。2025 年前 3 季度，公司海外收入同比增长 92%至 29.0 亿元人民币。2022 年公司海外收入仅贡献公司总收入 0.3%。2024 年公司海外收入贡献公司收入 23.9%。2025Q1-3 海外收入贡献公司收入超 50%。公司在海外布局光伏电池产能，融入海外光伏供应链，增强市场竞争力。公司已与土耳其本地组件客户签署协议，共同推进土耳其本地产能，项目落地预期进一步增强公司在海外市场的竞争力。

公司公布 3 季报，单季度实现减亏。公司已公布 3 季度财报。公司 3 季度收入 20 亿元人民币，同比增长 10%，3 季度净亏损 1.55 亿元人民币，同比减亏约 1 亿元。1-3 季度累积收入同比减少 30.72%至 56.8 亿元人民币，净亏损 4.2 亿元与去年基本持平。1-3 季度累计亏损的主要原因是 TOPCon 电池片价格在去年低位基础上仍下滑，2 季度出现阶段性低位，3 季度以来持续好转。4 季度价格目前来看有企稳趋势，预期公司 Q4 业绩继续保持减亏趋势。公司加大海外市场拓展，提升海外收入占比，海外市场较国内有溢价，有望提升盈利能力。

投资建议。光伏产业链反内卷推进中，公司在光伏电池片领域具竞争优势，海外市场收入快速增长，我们认为公司盈利能力将持续提升。公司具备稀缺的“A+H”双平台优势。公司目前港股股价对应 PB 不到 1 倍，H 股比 A 股折价超过 60%，对比其他光伏产业链“A+H”上市企业如福莱特等，折价过大。我们认为对比同业，估值有提升空间。投资者可关注公司盈利改善情况，逢低布局。

风险提示：市场竞争加剧；光伏电池片技术迭代快于预期；地缘政治影响。

公司动态分析

证券研究报告

光伏设备行业

投资评级： 未有

6 个月目标价 未有

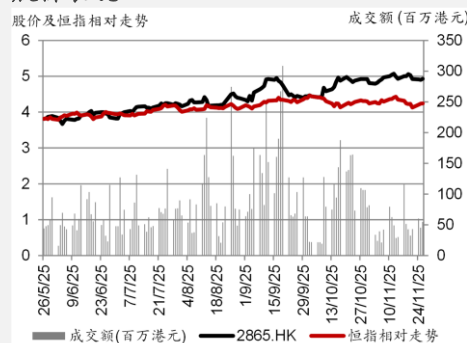
股价 2025-11-26 17.05 港元

总市值(百万港元)	11,059.31
流通市值(百万港元)	1,081.52
总股本(百万股)	648.64
流通股本(百万股)	63.43
12 个月低/高(港元)	16.84/29.8
平均成交(百万港元)	29.34

股东结构

陆小红女士及一致行动人	17.71%
上饶开发区管委会	13.51%
苏显泽先生	4.71%
其他	64.07%
总共	100.0%

股价表现



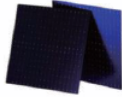
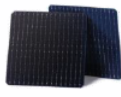
%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-4.14	-24.36	NA
绝对收益	-4.64	-22.37	NA

数据来源：彭博、港交所、公司

罗璐 能源行业分析师

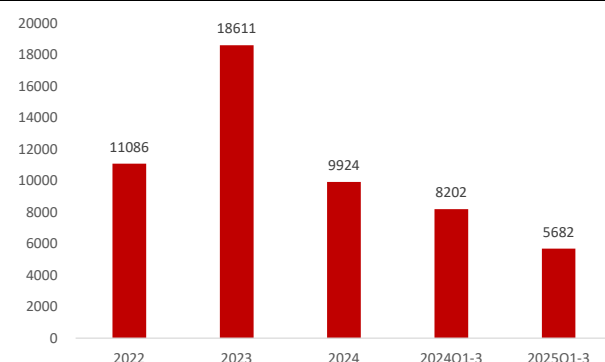
lilianluo@sdicsi.com.hk

图表 1：钧达股份电池片产品

N型TOPCon电池		
产品名称	210-N型TOPCon单晶电池	182/183-N型TOPCon单晶电池
图片		
商业化年份	2023年	2022年, 2024年
正面及背面主栅数量	18	16
厚度	130μm ± 13μm	130μm ± 13μm
尺寸	210mm * 210mm ± 0.5mm	182mm * 182mm ± 0.5mm 182.2mm * 183.75mm ± 0.5mm (该尺寸于2024年推出)
转换效率	正面效率≥26.0% 双面率≥80%	
功率温度系数	-0.30%/K	
电压温度系数	-0.25%/K	
年衰减率	首年: 约1% 其后每年: 低于2%	

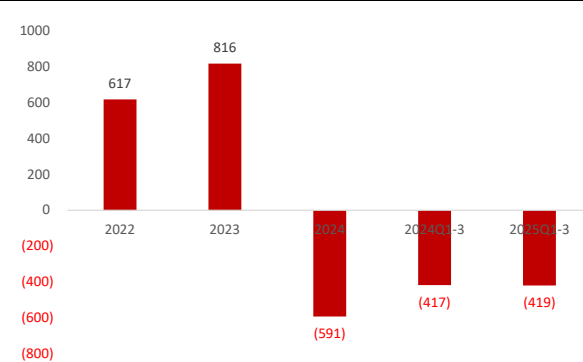
资料来源：上市公司资料，国投证券国际

图表 2：钧达股份收入(百万人民币)



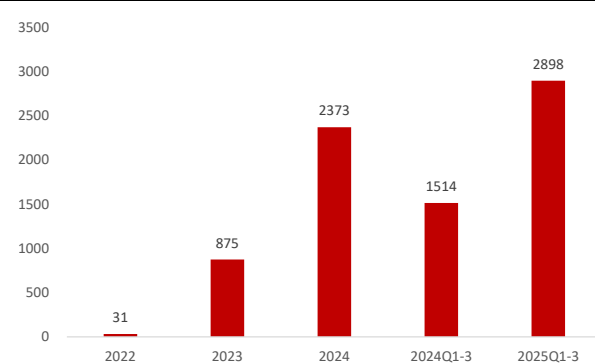
资料来源：上市公司财报，国投证券国际

图表 3：钧达股份净利润(百万人民币)



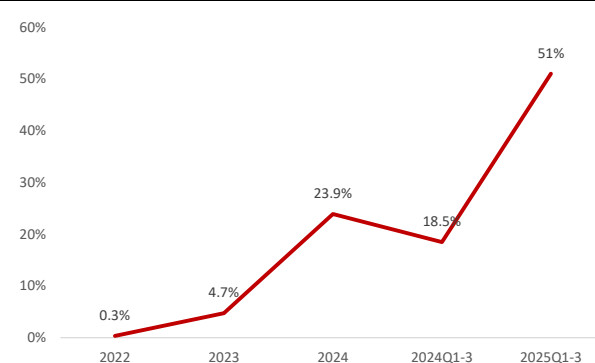
资料来源：上市公司财报，国投证券国际

图表 4：钧达股份海外收入快速增长



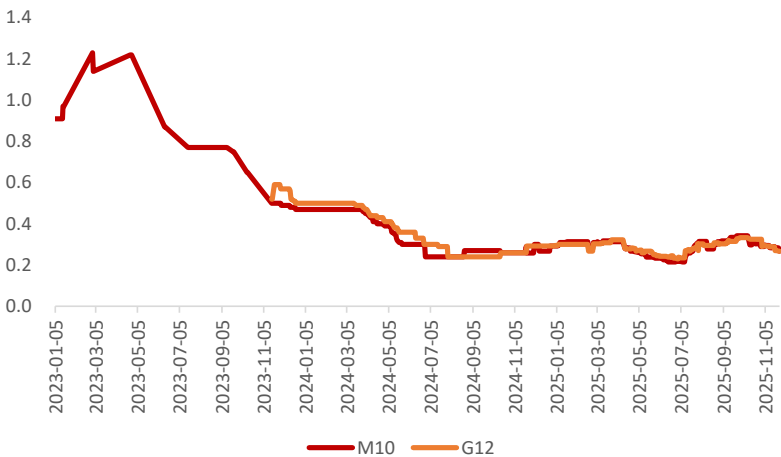
资料来源：上市公司财报，国投证券国际

图表 5：钧达股份海外收入贡献公司总收入比例%



资料来源：上市公司财报，国投证券国际

图表 6: TOPCon 电池片价格 (元/W)



资料来源：Wind，国投证券国际

图表7：同业估值比较 - 光伏产业链企业

股份名称	代码	市值 百万元	股價 元	最近报表 年結, Y0	--- 市盈率 (倍) ---				-- 每股盈利增长 (%) --				股息率 (%)			市淨率 (倍)			淨負債 比率% *	ROE %	ROA %
					Y0	Y1f	Y2f	Y3f	Y0	Y1f	Y2f	Y3f	12個月	Y1f	Y2f	Y0	Y1f	Y2f			
港股																					
协鑫科技控股有限公司	3800 HK Equity	39,528	1.15	12/2024	-ve E	-ve E	29.1	11.3	n/a	n/a	n/a	158.3	n/a	n/a	0.19	0.76	0.82	0.80	32.5	-13.0	-6.71
新特能源股份有限公司	1799 HK Equity	10,682	7.36	12/2024	-ve E	-ve E	9.4	4.9	n/a	n/a	n/a	93.0	n/a	4.01	0.96	0.29	0.29	0.28	71.9	-9.6	-3.83
海南钧达新能源科技股份有限公司	2865 HK Equity	11,204	17.18	12/2024	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	136.3	-13.6	-3.42
信义光能控股有限公司	968 HK Equity	29,362	3.14	12/2024	27.9	26.0	14.8	11.5	-73.9	7.4	75.2	28.8	1.31	1.66	2.99	0.98	0.94	0.91	39.9	-0.4	-0.22
福莱特玻璃集团股份有限公司	6865 HK Equity	38,499	10.53	12/2024	22.3	32.3	18.3	11.0	-65.3	-30.9	76.8	66.3	n/a	0.94	2.72	1.04	1.01	0.97	48.5	1.6	0.81
板块平均					25.1	29.1	17.9	9.7													
美股																					
大全新能源公司	DQ US Equity	2,055	30.73	12/2024	-ve E	-ve E	-ve E	21.4	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.47	0.49	0.49	-48.1	-7.6	-5.13
晶科能源控股有限公司	JKS US Equity	1,323	25.79	12/2024	174.7	-ve E	7.5	8.1	-98.4	n/a	n/a	-7.8	5.09	n/a	n/a	0.48	0.41	0.39	131.9	-18.4	-2.73
阿特斯阳光电力有限公司	CSIQ US Equity	1,675	24.93	12/2024	46.2	-ve E	41.5	23.9	-87.1	n/a	n/a	73.5	n/a	n/a	n/a	0.59	0.45	0.45	129.9	0.6	0.11
板块平均					110.4	n/a	24.5	17.8													
A股																					
通威股份有限公司	600438 CH Equity	104,311	22.73	12/2024	-ve E	-ve E	59.2	20.4	n/a	n/a	n/a	189.8	n/a	n/a	0.64	2.06	2.44	2.33	155.9	-17.5	-4.18
新疆大全新能源股份有限公司	688303 CH Equity	61,095	28.38	12/2024	-ve E	-ve E	65.8	48.2	n/a	n/a	n/a	36.7	n/a	n/a	n/a	1.51	1.57	1.53	-31.5	-6.6	-6.02
隆基绿能科技股份有限公司	601012 CH Equity	144,514	18.98	12/2024	-ve E	-ve E	58.0	26.1	n/a	n/a	n/a	122.0	n/a	n/a	0.17	2.36	2.57	2.46	-6.3	-9.2	-3.57
TCL中环新能源科技股份有限公司	002129 CH Equity	38,005	9.27	12/2024	-ve E	-ve E	-ve E	19.7	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.05	1.21	1.51	1.54	154.2	-31.9	-7.54
双良节能系统股份有限公司	600481 CH Equity	10,980	5.83	12/2024	-ve E	-ve E	16.7	10.1	n/a	n/a	n/a	65.7	n/a	n/a	n/a	2.29	2.58	2.22	161.4	-27.2	-4.73
海南钧达新能源科技股份有限公司	002865 CH Equity	10,201	40.34	12/2024	n/a	-ve E	13.5	9.2	n/a	n/a	n/a	48.0	n/a	n/a	0.88	n/a	2.40	2.08	136.3	-13.6	-3.42
上海爱旭新能源股份有限公司	600732 CH Equity	28,435	13.49	12/2024	-ve E	-ve E	17.6	8.8	n/a	n/a	n/a	100.7	n/a	n/a	0.16	6.94	6.31	4.96	478.3	-48.0	-8.10
晶科能源股份有限公司	688223 CH Equity	56,729	5.64	12/2024	564.0	-ve E	39.7	18.0	-98.6	n/a	n/a	121.1	n/a	n/a	0.23	1.74	1.99	1.90	60.1	-16.3	-4.14
晶澳太阳能科技股份有限公司	002459 CH Equity	40,511	12.19	12/2024	-ve E	-ve E	60.0	16.5	n/a	n/a	n/a	264.0	n/a	n/a	0.57	1.43	1.70	1.67	126.3	-28.1	-6.97
天合光能股份有限公司	688599 CH Equity	42,541	17.94	12/2024	-ve E	-ve E	38.9	11.6	n/a	n/a	n/a	236.4	n/a	n/a	0.37	1.48	1.76	1.67	127.4	-26.7	-5.24
阿特斯阳光电力集团股份有限公司	688472 CH Equity	63,954	17.42	12/2024	28.6	37.5	20.2	14.7	-28.2	-23.8	85.8	36.9	0.54	0.39	0.69	2.77	2.63	2.36	55.6	5.5	1.89
阳光电源股份有限公司	300274 CH Equity	379,377	175.7	12/2024	33.0	24.8	21.2	18.7	63.7	32.9	17.1	13.2	0.52	0.85	0.98	9.87	7.36	5.67	-3.8	38.7	13.54
福莱特玻璃集团股份有限公司	601865 CH Equity	35,054	16.12	12/2024	37.5	45.5	27.3	17.1	-65.3	-17.7	66.7	59.3	n/a	0.57	1.14	1.74	1.70	1.61	48.5	1.6	0.81
常州聚和新材料股份有限公司	688503 CH Equity	12,862	52.8	12/2024	29.8	31.5	24.2	20.1	-1.9	-5.4	30.1	20.4	0.82	0.84	1.01	2.62	2.58	2.38	34.0	5.0	2.31
锦浪科技股份有限公司	300763 CH Equity	29,003	72.1	12/2024	41.2	23.9	20.6	17.7	-11.6	72.5	15.9	16.4	0.27	0.45	0.54	3.46	3.05	2.67	123.1	10.2	4.24
固德威科技股份有限公司	688390 CH Equity	13,170	53.65	12/2024	-ve E	30.9	28.1	18.6	n/a	n/a	10.0	51.1	n/a	0.26	0.73	4.73	4.41	3.86	38.5	0.4	0.13
江苏中信博新能源科技股份有限公司	688408 CH Equity	10,160	46.36	12/2024	14.9	21.6	13.1	10.4	81.9	-31.1	65.7	25.4	2.16	1.26	2.22	2.30	2.12	1.89	-4.4	8.8	3.33
板块平均					107.0	30.8	32.8	18.0													

注：*净负债比率为负数代表净现金
数据来源：彭博

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国投证券(香港)有限公司(国投证券国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国投证券国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。国投证券国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国投证券国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。国投证券国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

国投证券国际及每一间在香港从事投资银行、自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司,向本报告提及的钧达股份公司在过去 12 个月内有就投资银行服务收取补偿或受委托。

国投证券国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券, (2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖, (3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系, (4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国投证券国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释),国投证券国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国投证券国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意国投证券国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国投证券国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国投证券国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国投证券国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国投证券国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系**收益评级:**

- 买入 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 15%以上;
- 增持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 5%至 15%;
- 中性 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至 5%;
- 减持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -15%以下。

国投证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010