

## 钧达股份 (002865.SZ)

增持 (下调)

### N 型电池领先企业，率先战略布局低轨与太空光伏

公司成立于 2003 年，2017 年 A 股上市，2021 年通过收购转型主业变更为光伏电池，是 N 型 TOPCon 产能最大的三方电池片供应商。2025 年公司实现 H 股上市，成为光伏主产业链首家 A+H 上市公司，公司在手现金储备较多，周转压力相对较小，有能力穿越本轮光伏周期。公司率先布局低轨与太空光伏，有望在新领域获得新发展。

- **光伏电池专业企业，N 型份额领先。**2022 年，上市公司经营实体捷泰科技率先实现 TOPCon 电池规模量产，2022 年以来公司电池外销量稳居前五，2024 年 N 型 TOPCon 电池全球市场份额约 24.7%，在三方供应市场排名第一，年化产能超 44GW。
- **首家 A+H 上市光伏主产业链公司，海外布局领先。**公司 2025 年 5 月港股上市，成为主材环节首家 A+H 公司，为其全球化发展提供重要保障。公司通过技术合作、产能建设、投资合作等多元化模式，前瞻布局海外基地，在贸易壁垒加剧的背景下，具备输美能力的非东南亚海外产能比较稀缺。25H1 公司海外销售收入占比过半，未来有望逐步享受海外市场溢价。
- **行业因素短期经营承压，但报表具备韧性，预计能够穿越周期。**2024 年以来光伏主产业链供给全面过剩，产业链价格快速下跌，各环节盈利承压，受此影响，公司近两年亏损。但截止 25Q3 末，公司货币资金与交易性金融资产合计超 54 亿元，而短期借款和一年内到期非流动负债合计约 33 亿元，周转压力不大，带息负债水平尚可，综合评估，公司大概率能穿越本轮周期。
- **战略布局低轨与太空光伏。**公司率先布局低轨与太空光伏，近期披露拟现金出资 3000 万元，参股上海星翼芯能 16.67% 股权，成为其二股东，双方将成立合资公司主营 CPI 膜、CPI 膜与晶硅电池结合产品，以进军低轨与太空光伏。目前公司报表还有后劲，不排除在相关领域继续并购整合。公司率先从地面光伏向空间光伏拓展，有晶硅大制造的优势和深厚沉淀，有望在全球低轨卫星及太空算力产业获得新增长。
- **投资建议。**公司 N 型份额和海外布局领先，虽然受行业影响当前经营承压，但报表有韧性，有望穿越本轮光伏周期。公司前瞻布局低轨与太空光伏，作为 A+H 上市公司，看好公司在低轨与太空光伏市场的并购整合潜力，估算 26/27 年归母净利润 3.2/8.8 亿元，给予“增持”投资评级。
- **风险提示：**行业需求不及预期、海外布局不及预期、贸易风险、新业务拓展不及预期等。

#### 财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	18657	9952	7962	10111	13145
同比增长	61%	-47%	-20%	27%	30%
营业利润(百万元)	746	(730)	(1461)	371	1026
同比增长	-16%	-198%	100%	-125%	176%
归母净利润(百万元)	816	(591)	(1238)	319	876
同比增长	14%	-172%	109%	-126%	174%
每股收益(元)	2.79	-2.02	-4.23	1.09	2.99
PE	29.5	—	—	75.3	27.5
PB	5.1	6.2	6.3	5.8	4.8

资料来源：公司数据、招商证券

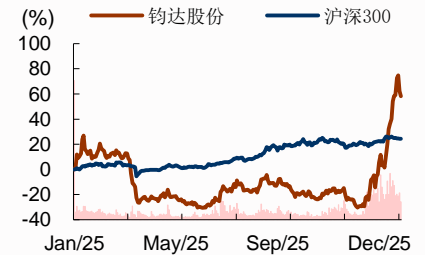
中游制造/电力设备及新能源  
目标估值：NA  
当前股价：82.18 元

#### 基础数据

总股本(百万股)	293
已上市流通股(百万股)	225
总市值(十亿元)	24.0
流通市值(十亿元)	18.5
每股净资产(MRQ)	15.9
ROE(TTM)	-12.7
资产负债率	74.1%
主要股东	海南锦迪科技投资有限公司
主要股东持股比例	15.9%

#### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	77	91	51
相对表现	74	75	27



资料来源：公司数据、招商证券

#### 相关报告

- 游家训 S1090515050001  
youjx@cmschina.com.cn
- 胡佳怡 S1090525080002  
hujayi1@cmschina.com.cn

## 正文目录

一、 专业化电池片企业，TOPCon 产能领先 .....	3
1、 历史沿革 .....	3
2、 股权结构及管理层 .....	3
3、 公司是最大的 TOPCON 三方供应商 .....	4
二、 海外布局领先，A+H 上市助力全球化战略 .....	5
三、 报表较健康，具备穿越周期能力 .....	6
四、 战略布局低轨与太空光伏 .....	8
五、 盈利预测 .....	9
六、 风险提示 .....	9

## 图表目录

图 1:公司历史沿革 .....	3
图 2:公司股权结构（截至 25Q3） .....	3
图 3:公司国内两大基地 TOPCon 产能超 40GW .....	4
图 4:公司海外收入占比 .....	5
图 5:公司全球化布局 .....	5
图 6:公司土耳其产能 .....	5
图 7:钧达股份历史 PE Band .....	9
图 8:钧达股份历史 PB Band .....	9
表 1: 公司核心管理层 .....	4
表 2: 光伏电池企业出货排名（不计入一体化组件自用及代工） .....	4
表 3: 业绩摘要 .....	6
表 4: 主要比率 .....	6
表 5: 资产负债情况 .....	7
表 6: 现金流情况 .....	7
表 7: 资产回报情况 .....	7
表 8: 固定资产和在建工程 .....	7
表 9: 星翼芯能股权结构 .....	8
表 10: 盈利预测 .....	9

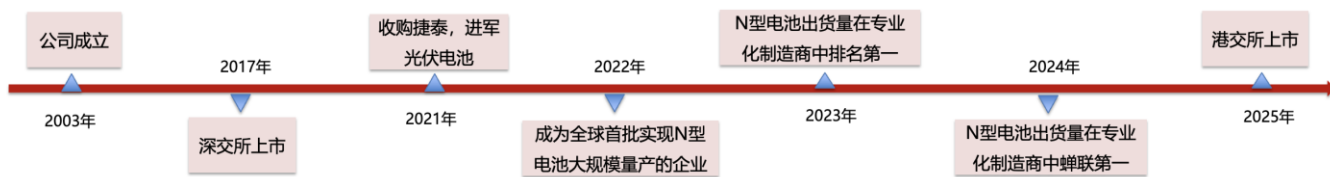
## 一、专业化电池片企业，TOPCon 产能领先

### 1、历史沿革

通过并购整合实现向光伏行业转型。公司原名海南钧达汽车饰件股份有限公司，成立于 2003 年，并于 2017 年上市，主要经营汽车塑料内外饰件的研发、生产和销售。

2021 年 9 月，公司以 14.34 亿元收购捷泰科技 51% 股权（原名展宇科技，成立于 2019 年 12 月）；2022 年，公司以 15.19 亿元进一步收购捷泰科技剩余股权，并置出原有汽车饰件业务，从而实现向光伏产业的转型。

图 1:公司历史沿革



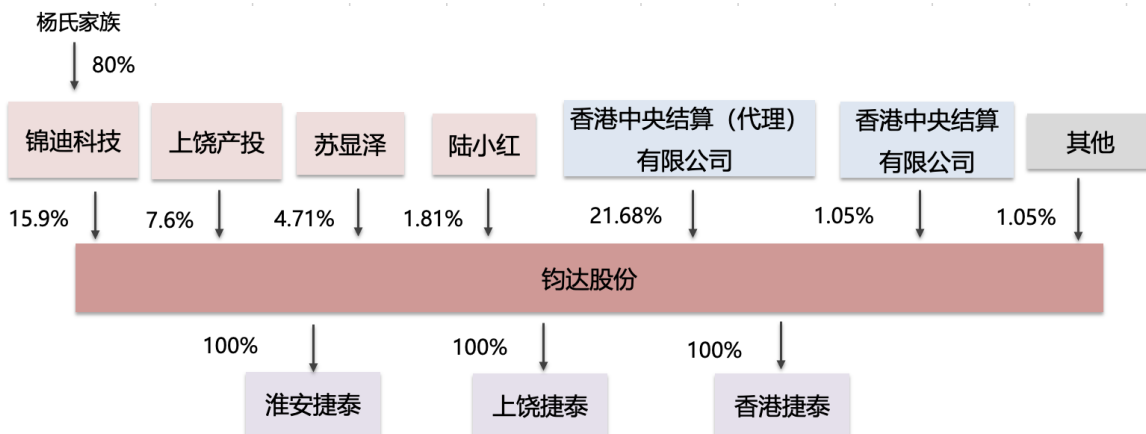
资料来源: 公司官网、招商证券

### 2、股权结构及管理层

公司实控人一直是杨氏家族。截至 2025Q3，第一大股东为香港中央结算(代理人)有限公司，持有 21.68%；实控人杨氏家族通过锦迪科技持有公司股份 12.72%，上饶经济开发区产投持有公司股份 7.6%。

公司保留捷泰科技管理人才。张满良先生负责公司整体管理及日常运营以及监督研发工作，郑洪伟先生负责监督公司整体战略规划、投资、并购及资本市场事宜。捷泰其他管理人才(包括黄发连女士及陈平仙女士)也成为公司的高级管理团队。

图 2:公司股权结构 (截至 25Q3)



资料来源: 公司官网、招商证券

表 1: 公司核心管理层

管理层	职务	年龄	背景
陆小红/ 陆徐杨	前董事长/ 董事长	1966 年 /1988 年	陆小红曾于 2019 年-2025 年 7 月任公司董事长。2019 年主导公司战略转型，通过收购捷泰科技跨界光伏行业。 陆徐杨为现任公司董事长。2014-2017 年，任北京和君咨询助理投资经理，2018-2021 年，于海南钧达证券事务部任职，后任苏州钧达车业科技有限公司董事兼总经理，2025 年 7 月至今任公司董事长。
张满良	总经理	1980 年	2006-2009 年任晶澳工艺部经理，2010-2016 年任海润光伏基地副总经理，2016-2018 年任协鑫集成工艺研发总监，2018-2020 年任东方日升基地总经理，2020 年 12 月起至今任上饶捷泰科技总经理，2022 年 6 月起至今任钧达股份总经理。
郑洪伟	副董事长、 副总经理	1966 年	2001-2009 年任福建浔兴拉链副总经理、董秘，2009-2017 年任浙江森马服饰副总经理、董秘，2018-2019 年任东方童画(上海)副总裁，2019 年 6 月起至今任上饶捷泰科技副总经理、董秘，2021 年 10 月起至今任钧达股份副董事长、董事、副总经理。

资料来源：公司公告、招商证券

### 3、公司是最大的 TOPCon 三方供应商

专业化光伏电池头部企业，N 型迭代领先。2022 年，捷泰科技率先实现 TOPCon 电池规模量产，引领光伏电池技术路线从 P 型向 N 型迭代。2022 年以来公司电池外销量稳居前五。2024 年 N 型 TOPCon 电池全球市场份额约 24.7%，排名第一。截至 2024 年底，公司光伏电池年化产能约 44.4GW，均为 N 型 TOPCon，在专业化电池企业中排第一。

表 2: 光伏电池企业出货排名（不计入一体化组件自用及代工）

出货排名	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1
1	通威股份	通威股份	通威股份	通威股份	通威股份	通威股份	通威股份
2	爱旭股份	爱旭股份	爱旭股份	爱旭股份	爱旭股份	中润光能	中润光能
3	中宇	润阳	润阳	润阳	中润光能	捷泰科技	英发睿能
4	展宇(捷泰)	潞安	中宇	中润光能	捷泰科技	英发睿能	捷泰科技
5	润阳	中宇	潞安	捷泰科技	润阳	爱旭股份	爱旭股份

资料来源：Infolink、招商证券

图 3:公司国内两大基地 TOPCon 产能超 40GW



滁州产业基地

滁州产业基地位于安徽省滁州市来安县汊河经济技术开发区，占地约1100亩，生产 182mm/210mm N 型 TOPCon 电池。

22GW /年

N 型 TOPCon 电池



淮安产业基地

淮安产业基地坐落于江苏省淮安市涟水县迎宾大道8号，占地约880亩，主要生产 182mm/210mm N 型 TOPCon 电池。

22GW /年

N 型 TOPCon 电池

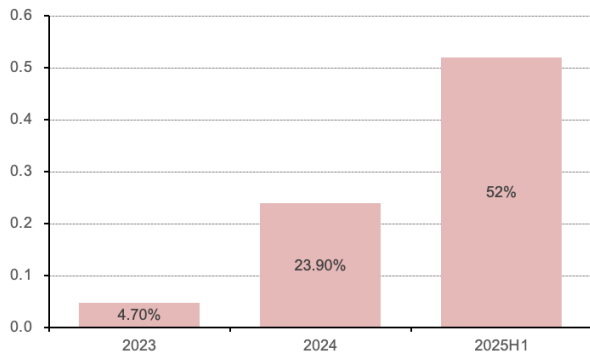
资料来源：公司官网、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

## 二、海外布局领先，A+H 上市助力全球化战略

海外销售收入占比过半。公司海外销售收入占比从 2023 年的 4.7% 上升至 2024 年的 23.9%，25H1 进一步提升至 52% 左右，主要市场包括印度、土耳其等。

图 4: 公司海外收入占比



资料来源：公司公告、招商证券

海外非东南亚产能较为稀缺，公司卡位领先。根据弗若斯特沙利文，截至 2024 年底，光伏组件海外产能约 220GW，而光伏电池产能仅约 100GW，存在约 120GW 缺口，需通过跨境光伏电池贸易填补。此外，美国市场由于贸易壁垒，非东南亚海外产能更显稀缺。公司持续通过技术合作、产能建设、投资合作等多元化模式探索，规划布局海外高效电池产能，进一步融入海外市场本土产业链。

➢ 2025 年上半年，公司与土耳其本土组件客户正式签署战略合作协议，双方合作共建高效电池项目，满足土耳其及全球其他市场对高性能、高可靠性光伏电池的迫切需求，填补区域电池产能结构性缺口，强化公司国际化产能配置能力与全球客户服务响应效能。

2025 年 5 月，公司成功港股上市，成为光伏主产业链首家 A+H 上市企业。凭借 A+H 资本运作平台优势，有助于公司畅通国内外融资渠道，提升品牌国际影响力，整合各类股东资源优势，为全球化发展提供重要保障。

图 5: 公司全球化布局



资料来源：公司官网、招商证券

图 6: 公司土耳其产能



土耳其产业基地（建设中）

5GW / 年产

N型TOPCon电池

资料来源：公司官网、招商证券

### 三、报表较健康，具备穿越周期能力

行业供需过剩，短期经营承压。2024 年以来光伏行业主产业链供给全面过剩，产业链价格快速下跌，各环节盈利承压，公司近两年亏损。

资产负债率可控，且在手现金比较充裕，公司大概率能够穿越周期。截止 25Q3 末，公司货币资金与交易性金融资产合计超 54 亿元，而短期借款和一年内到期非流动负债合计约 33 亿元，周转压力不大，带息负债水平尚可，综合评估，公司大概率能穿越本轮周期。

表 3: 业绩摘要

(人民币, 百万)	2022 年	2023 年	2024 年	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	同比变化
营业收入	11,595	18,657	9,952	8,202	5,682	-31%
营业成本	10,250	15,906	9,880	8,178	5,597	-32%
毛利	1,346	2,751	72	24	85	256%
营业税金及附加	39	62	47	34	37	9%
销售费用	21	74	63	42	36	-13%
管理费用	147	402	303	194	218	12%
研发费用	249	304	199	169	92	-45%
财务费用	150	197	176	151	173	15%
费用合计	567	976	740	556	520	-6%
信用减值损失	14	4	7	5	3	-27%
资产减值损失	57	1,000	132	98	68	-31%
公允价值变动净收	0	0	0	0	7	7804%
投资净收益	212	3	5	7	33	371%
资产处置收益	-2	-0	1	1	0	-56%
其他收益	14	35	118	105	22	-79%
营业外收入	2	1	2	2	0	-71%
营业外支出	2	3	4	2	23	1374%
利润总额	892	744	-731	-556	-503	-9%
所得税	71	-71	-140	-139	-84	-39%
净利润	821	816	-591	-417	-419	-0.4%
少数股东损益	104	0	0	0	0	—
归母净利润	717	816	-591	-417	-419	-0.4%
非经常性损益	224	257	527	318	297	6.6%
扣非净利润	493	559	-1118	-735	-715	2.7%

资料来源：公司公告、招商证券

表 4: 主要比率

	2022 年	2023 年	2024 年	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	百分点变化
毛利率 (%)	11.6	14.7	0.7	0.3	1.5	1.2
销售费用率 (%)	0.2	0.4	0.6	0.5	0.6	0.1
管理费用率 (%)	1.3	2.2	3.0	2.4	3.8	1.5
研发费用率 (%)	2.2	1.6	2.0	2.1	1.6	(0.4)
财务费用率 (%)	1.3	1.1	1.8	1.8	3.1	1.2
归母净利率 (%)	6.2	4.4	(5.9)	(5.1)	(7.4)	(2.3)
扣非净利率 (%)	6.2	4.4	(5.9)	(5.1)	(7.4)	(2.3)

资料来源：公司公告、招商证券

表 5: 资产负债情况

	2022 年	2023 年	2024 年	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	同比变化
负债率 (%)	89	74	76	76	74	(2.63%)
短期借款	589	450	1511	1050	1401	33.4%
一年内到期非流动负债	627	864	1079	888	1846	108%
长期借款	1658	2010	2142	1858	2545	36.9%
应付债券	0	0	0	0	0	
长期应付款	1509	4298	3892	0	0	
货币资金	1873	3608	3536	3220	3505	8.85%
交易性金融资产	0	0	430	0	1923	

资料来源: 公司公告、招商证券

表 6: 现金流情况

	2022 年	2023 年	2024 年	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	百分点变化
赊销比 (%)	0.5	0.8	6.5	6.6	12.8	6.2
存货营收比 (%)	2.9	3.9	5.5	7.5	11.4	3.9
销售商品、劳务获现金/营收 (%)	27.7	21.9	18.8	30.7	53.9	23.2
经营性现金流净额	155.8	1979.2	654.4	699.0	(854.9)	
经营现金流净额/税后净利润	19.0	242.7	(110.7)	(167.7)	204.1	371.8

资料来源: 公司公告、招商证券

表 7: 资产回报情况

	2022 年	2023 年	2024 年	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	百分点变化
归母净利率 (%)	6.2	4.4	(5.9)	(5.1)	(7.4)	(2.3)
总资产周转率 (%)	149.6	133.9	57.1	46.8	33.0	(13.8)
权益乘数	9.0	3.9	4.2	4.1	3.9	(0.3)
ROE (%)	69.9	28.3	(13.8)	(9.5)	(9.8)	(0.3)
ROA (%)	10.6	5.9	(3.4)	(2.4)	(2.4)	(0.1)
ROIC (%)	21.3	11.6	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源: 公司公告、招商证券

表 8: 固定资产和在建工程

百万元	2022 年	2023 年	2024 年	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	同比变化
固定资产	4155	8075	8144	8208	7734	-5.8%
在建工程	308	1276	339	555	323	41.8%

资料来源: 公司公告、招商证券

## 四、战略布局低轨与太空光伏

投资尚翼光电，战略布局低轨与太空光伏。公司前瞻布局，在低轨与太空能源领域率先进行战略投入。2025年12月，公司与尚翼光电正式签署战略合作协议，拟对尚翼光电进行股权投资，双方将围绕钙钛矿电池技术在太空能源的应用展开合作。

- 尚翼光电核心技术源于中科院上海光机所，长期聚焦柔性钙钛矿光伏技术在太空场景的应用研发。通过大量工作积累，推出太空极端环境（高低温、强辐射、真空）适配性配方。此外，在太空柔性衬底材料、温控技术方面具备优势。
- 尚翼光电的激光驱动粒子源平台具备一定稀缺性，完成太空环境下钙钛矿材料的第一性原理验证。在商业航天快速发展的背景下，有望率先推出商业化产品，并实现上星验证，具备一定先发优势。

新设项目公司星翼芯能，公司成为其二股东。2026年1月13日，公司与上海星翼芯能及其创始团队、原股东等相关方签署了《增资协议》及《股东协议》，约定公司拟以现金出资人民币3000万元，认购星翼新增注册资本人民币46.1539万元，获得目标公司16.6667%的股权。

- 星翼芯能系由杭州尚翼光电团队创始人及创始股东新设的项目公司，用于承接尚翼光电的全部资产、人员及业务，并且后续尚翼光电将调整为目标公司。
- 星翼芯能及其下属公司与钧达股份及其下属公司双方成立CPI膜、CPI膜与晶硅电池结合产品的生产制造合资企业，双方互相排他。

表 9：星翼芯能股权结构

股东	认缴出资额（万元）	出资方式	股权比例
邵宇川	100	货币出资	36.11%
<b>钧达股份</b>	<b>46</b>	<b>货币出资</b>	<b>16.67%</b>
上海尚万翼	30	货币出资	10.83%
杭州德庭沃	12	货币出资	4.25%
郑毅帆	4	货币出资	1.59%
张国栋	4	货币出资	1.38%
中科神光	29	股权出资	10.42%
杭州辉光	29	股权出资	10.42%
上海德庭沃	14	股权出资	5.00%
上海源宇	9	股权出资	3.33%
合计	277	—	100.00%

资料来源：公司公告、招商证券

## 五、盈利预测

公司目前业务以光伏电池为主，并且全部都是 N 型 TOPCon，产能约 44GW。考虑 26 年供给侧仍有限制，出货量预计同比持平，但价格有望逐步修复至成本以上，全市场来看有望实现盈利。预计 2026/2027 年光伏电池收入 101/131 亿元，同比+28%/30%，毛利率 11%/13%。

表 10: 盈利预测

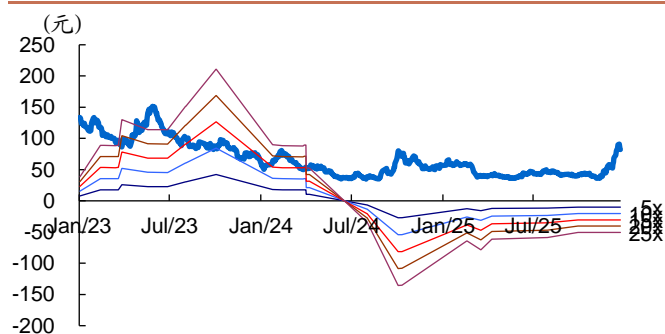
		2024	2025E	2026E	2027E
光伏电池	销量 GW	31	29	29	36
	营业收入 亿元	99	79	101	131
	yoy		-20%	28%	30%
	毛利率	0.48%	-2.5%	11%	13%
其他	营业收入 亿元	0.3	0.3	0.4	0.4
	yoy		15%	15%	15%
	毛利率	88%	90%	80%	80%

资料来源：公司公告、招商证券

## 六、风险提示

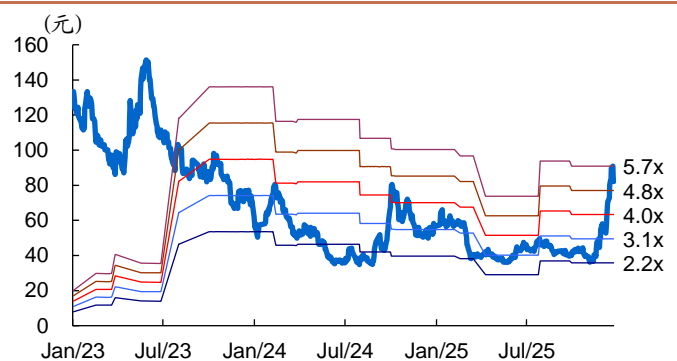
- 1、行业需求不及预期：当前光伏行业供给过剩，产业链普遍亏损，如果行业需求不及预期，可能盈利持续承压。
- 2、出海进度不及预期：阿曼、土耳其项目是公司重要的海外产能布局，如果推进不及预期，可能无法赚取海外溢价。
- 3、贸易政策调整：海外市场贸易政策调整可能对公司经营产生较大影响。
- 4、新业务布局不及预期：公司通过投资战略布局太空光伏，如果产业进展不及预期，可能影响公司的发展。

图 7: 钧达股份历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 8: 钧达股份历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

**参考报告:**

- 钧达股份 (002865): 电池价格迎来拐点, 前瞻布局中东打开新空间, 2024.12.02
- 钧达股份 (002865): 价格调整影响当期业绩, 出海有望形成新空间, 2024.09.04
- 钧达股份 (002865): 计提 P 型减值轻装上阵, 在 N 型电池领域领先, 2024.03.20
- 钧达股份 (002865): 业绩高增符合预期, 继续在 N 型电池领域引领, 2023.11.5
- 钧达股份 (002865): N 型电池带来高回报, 在 N 型电池三方供应上保持引领, 2023.9.3
- 钧达股份 (002865): 业绩爆发, 加速扩张继续在 N 型电池领域领先, 2023.8.4
- 钧达股份 (002865): 增发完成并加速扩产, N 型电池进入收获期, 2023.6.8
- 钧达股份 (002865): TOPCon 溢价放大, N 型产能扩张再提速, 2023.5.5
- 钧达股份 (002865): 业绩高增长, 在 TOPCon 产业化进程中继续领先, 2023.3.21
- 钧达股份 (002865): TOPCon 产业化提速, 有望在技术变革中重回领先, 2022.10.13
- 钧达股份 (002865): 电池片盈利超预期, TOPCon 新产能逐步开始贡献, 2022.7.20
- 钧达股份 (002865): Q1 符合预期, 聚焦光伏电池, 2022.4.30
- 钧达股份 (002865): 光伏电池业务 2021 年超预期, 聚焦布局 N 型电池, 2022.3.21
- 钧达股份 (002865): 将剥离汽车业务, 聚焦光伏电池, 2022.3.15
- 钧达股份 (002865): 电池业务量利齐升, 领先发力 TOPCon 电池, 2022.1.26

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	7000	6332	3238	3914	5871
现金	3608	3536	898	1147	2421
交易性投资	0	430	430	430	430
应收票据	146	618	494	627	816
应收款项	10	28	22	28	37
其它应收款	8	47	37	47	62
存货	727	552	456	503	639
其他	2501	1122	900	1130	1467
<b>非流动资产</b>	11385	10128	10229	10022	9833
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	8075	8144	8233	8015	7816
无形资产商誉	1096	1176	1188	1199	1210
其他	2214	808	808	808	808
<b>资产总计</b>	<b>18385</b>	<b>16459</b>	<b>13467</b>	<b>13936</b>	<b>15704</b>
<b>流动负债</b>	6461	6377	3326	3476	4369
短期借款	450	1511	164	0	0
应付账款	3883	3475	2871	3165	4023
预收账款	475	83	68	75	96
其他	1653	1309	224	235	250
<b>长期负债</b>	7215	6195	6303	6303	6303
长期借款	2010	2142	2142	2142	2142
其他	5205	4053	4161	4161	4161
<b>负债合计</b>	<b>13676</b>	<b>12572</b>	<b>9630</b>	<b>9779</b>	<b>10672</b>
股本	227	229	293	293	293
资本公积金	2995	2932	4057	4057	4057
留存收益	1487	726	(512)	(193)	683
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	4709	3887	3837	4157	5032
<b>负债及权益合计</b>	<b>18385</b>	<b>16459</b>	<b>13467</b>	<b>13936</b>	<b>15704</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	1979	654	(400)	1200	2026
净利润	816	(591)	(1238)	319	876
折旧摊销	545	743	828	837	820
财务费用	238	219	239	222	197
投资收益	(3)	(5)	(60)	(65)	(75)
营运资金变动	507	452	(163)	(118)	201
其它	(124)	(164)	(5)	5	8
<b>投资活动现金流</b>	(2778)	(867)	(870)	(565)	(555)
资本支出	(2781)	(444)	(930)	(630)	(630)
其他投资	3	(424)	60	65	75
<b>筹资活动现金流</b>	2205	176	(1368)	(387)	(197)
借款变动	(2944)	1226	(2426)	(164)	0
普通股增加	86	2	63	0	0
资本公积增加	2898	(63)	1125	0	0
股利分配	(85)	(170)	0	0	0
其他	2249	(819)	(131)	(222)	(197)
<b>现金净增加额</b>	<b>1406</b>	<b>(37)</b>	<b>(2637)</b>	<b>249</b>	<b>1274</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	18657	9952	7962	10111	13145
营业成本	15906	9880	8161	8999	11436
营业税金及附加	62	47	38	48	63
营业费用	74	63	52	51	41
管理费用	402	303	326	303	263
研发费用	304	199	167	162	145
财务费用	197	176	239	222	197
资产减值损失	(1005)	(138)	(500)	(20)	(50)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	35	118	25	30	40
投资收益	3	5	35	35	35
<b>营业利润</b>	746	(730)	(1461)	371	1026
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	3	4	4	4	4
<b>利润总额</b>	744	(731)	(1463)	369	1024
所得税	(71)	(140)	(225)	50	148
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>816</b>	<b>(591)</b>	<b>(1238)</b>	<b>319</b>	<b>876</b>

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	61%	-47%	-20%	27%	30%
营业利润	-16%	-198%	100%	-125%	176%
归母净利润	14%	-172%	109%	-126%	174%
<b>获利能力</b>					
毛利率	14.7%	0.7%	-2.5%	11.0%	13.0%
净利率	4.4%	-5.9%	-15.6%	3.2%	6.7%
ROE	28.3%	-13.8%	-32.1%	8.0%	19.1%
ROIC	17.3%	-5.4%	-14.1%	8.1%	15.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	74.4%	76.4%	71.5%	70.2%	68.0%
净负债比率	18.1%	28.7%	17.1%	15.4%	13.6%
流动比率	1.1	1.0	1.0	1.1	1.3
速动比率	1.0	0.9	0.8	1.0	1.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.3	0.6	0.5	0.7	0.9
存货周转率	29.8	15.4	16.2	18.8	20.0
应收账款周转率	177.0	24.8	13.7	17.2	17.4
应付账款周转率	5.9	2.7	2.6	3.0	3.2
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	2.79	-2.02	-4.23	1.09	2.99
每股经营净现金	6.76	2.24	-1.37	4.10	6.92
每股净资产	16.10	13.29	13.12	14.21	17.20
每股股利	0.58	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值比率</b>					
PE	29.5	--	--	75.3	27.5
PB	5.1	6.2	6.3	5.8	4.8
EV/EBITDA	19.1	184.8	-70.8	19.5	13.6

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。