


公司评级 **买入（首次）**

报告日期 2026年2月10日

基础数据

2月10日收盘价(港元)	42.14
总市值(亿港元)	131.17
总股本(亿股)	3.11

来源: 聚源, 兴业证券经济与金融研究院整理

*注: 总市值=港股收盘价×总股本

相关研究
分析师: 余小丽

S0190518020003

AXK331

yuxiaoli@xyzq.com.cn

分析师: 张忠业

S0190522070004

 请注意: 张忠业并非香港证券及期货事务
监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从
事受监管的活动。

zhangzhongye@xyzq.com.cn

钧达股份(02865.HK)
港股通(沪/深)
电池片盈利改善在即, 商业航天振翅高飞
投资要点:

- **我们的观点:** 钧达股份是 A+H 光伏电池片+商业航天标的, TOPCon 电池片现为核心主业, 技术领先, 出货量全球居前, 国内光伏反内卷+海外收入占比高+土耳其产能落地, 公司 2026 年主业盈利预计改善。公司与尚翼光电合作, 从太空光伏电池片切入商业航天赛道, 并控股巡天天河, 纵向布局卫星整星; 据此, 公司在晶硅-钙钛矿叠层电池、CPI 薄膜、卫星整星环节占据技术优势, 有效卡位商业航天。我们看好公司业绩改善及长期成长空间, 预计公司 2026-2027 年归母净利润分别为 5.13、9.97 亿元人民币, 截至 2026 年 2 月 10 日收盘, 公司港股对应 2026-2027 年的 PE 分别为 22.0x、11.7x; 首次覆盖我们给予公司“买入”评级, 建议投资者关注。
- **A+H 光伏电池片+商业航天标的:** 钧达股份 2025 年 5 月港交所上市, 净募资 12.92 亿港元, 成为 A+H 公司; 并于 2026 年 2 月在港交所配售净募资 3.98 亿港元, 其中 45% 用于太空光伏电池相关产品的研发与生产, 45% 用于商业航天领域的股权投资与合作, 10% 用于补充营运资金。
- **光伏电池片主业盈利改善在望:** 据公司招股书引用的弗若斯特沙利文数据, 以 2024 年出货量计, 钧达股份 N 型 TOPCon 电池片全球市占率 7.5%。公司 2026 年电池片主业盈利有望改善: 一是国内光伏反内卷, 2026 年 2 月电池片报价环比提升, 叠加银价冲高回调, 板块盈利有望修复; 二是公司持续开拓亚洲、欧洲、北美、拉美、澳洲等海外客户, 完善全球销售服务网络, 2025Q1-3 海外收入占比达 51%, 而海外盈利好于国内; 三是与组件客户共建的土耳其电池片产能有望投放, 若实现对美出口, 或有超额溢价。
- **从太空光伏电池片切入商业航天赛道, 并纵向布局卫星整星:**
 - **与尚翼光电合作, 布局太空光伏电池片及 CPI 薄膜:** 2025 年 12 月 21 日, 钧达股份与尚翼光电签署《战略合作框架协议》, 拟围绕“面向太空算力与空间能源应用的柔性钙钛矿技术研发与产业化”展开深度合作; 星翼芯能随后设立, 以承接尚翼光电的全部资产、人员及业务, 而尚翼光电将成为星翼芯能的全资子公司; 2026 年 1 月 13 日, 钧达股份认购星翼芯能 16.6667% 股权; 同时, 钧达股份、星翼芯能分别持有合资公司上饶钧达 70%、30% 股权。1) 星翼芯能拥有中科院上海光机所技术背景, 是后者科技成果产业化落地的重要载体, 已完成钙钛矿材料在太空环境下的第一性原理验证, 在太空极端环境材料配方及抗辐射结构设计方面具备技术优势。2) 上饶钧达进行无色聚酰亚胺(CPI)薄膜及 CPI 薄膜与钙钛矿-晶硅叠层结合产品的研发生产, CPI 薄膜是一种柔性封装与基底材料, 除用于光伏电池外, 也可用于航天器其他暴露部位的防护用途。
 - **穿透控股上海巡天天河, 布局卫星整星:** 2026 年 2 月 3 日, 钧达股份成为上海复遥控股股东, 持股 60%。上海巡天天河为上海复遥全资子公司, 是国内领先的卫星整星企业, 技术团队建制来自航天科技集团总体单位。据巡天天河微信公众号, 截至 2025 年 11 月底, 公司具有成熟的 XT-20、XT-50、XT-100、XT-200、XT-500、XT-1000 六型卫星平台, 覆盖 10kg 至 1000kg 的微纳卫星和小卫星, 提供一站式柔性化卫星定制服务, 应用领域涵盖高分辨率光学遥感、雷达遥感、商业气象、激光通信、宽带通信、窄带通信、态势感知、新技术搭载验证等多个方向; 截至同期, 公司已累计研制发射 7 颗商业卫星, 同步研制 20 余颗卫星, 具备年产 50 颗卫星的研制能力。
- **风险提示:** 技术风险、光伏及商业航天需求不及预期、市场竞争加剧、海外政治及政策波动风险、资产减值风险、公司经营风险等。

主要财务指标

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元人民币)	9,924	8,013	12,265	14,867
同比增长	-46.7%	-19.3%	53.1%	21.2%
归母净利润(百万元人民币)	-591	-1,271	513	997
同比增长	-172.5%	/	/	94.3%
毛利率	-0.9%	1.1%	10.1%	12.5%
归母净利润率	-6.0%	-15.9%	4.2%	6.7%
ROE	-13.8%	-31.5%	11.5%	19.1%
EPS-摊薄(元人民币)	-2.60	-4.87	1.70	3.20
市盈率	/	/	22.0	11.7

数据来源: 公司招股书、wind, 兴业证券经济与金融研究院整理及预测

*注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算, 市盈率按照 2026/2/10 港股收盘价计算

资产负债表		单位：百万元人民币			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
非流动资产	10,113	9,585	10,129	10,765	
物业、厂房及设备	8,483	7,940	8,507	9,160	
使用权资产	167	176	186	197	
无形资产	161	124	84	43	
商誉	855	854	811	771	
递延税项资产	368	405	445	490	
购置物业、厂房及设备已付按金	78	86	95	104	
流动资产	6,332	8,409	9,310	10,506	
存货	552	607	789	908	
贸易应收款项、应收票据及其他应收款项	825	907	1,089	1,252	
按公允价值计入其他全面收益的应收款项	188	207	227	250	
可收回增值税	752	827	910	1,001	
可收回所得税	49	54	59	65	
按公允价值计入损益的金融资产	430	2,005	2,306	2,536	
受限制银行存款	919	1,011	1,112	1,224	
现金及现金等价物	2,616	2,790	2,817	3,270	
总资产	16,444	17,994	19,440	21,271	
流动负债	6,377	7,015	7,378	7,770	
贸易应付款项、应付票据及其他应付款项	3,801	4,181	4,264	4,350	
合约负债	83	91	95	100	
银行及其他借款	2,492	2,741	3,015	3,317	
非流动负债	6,180	6,798	7,349	7,792	
其他应付款项	3,148	3,463	3,532	3,603	
银行及其他借款	2,886	3,175	3,651	4,016	
递延收入	28	31	34	38	
递延税项负债	112	123	126	128	
总负债	12,557	13,813	14,727	15,561	
归母净资产	3,887	4,181	4,713	5,710	
少数股东净资产	0	0	0	0	
所有者权益	3,887	4,181	4,713	5,710	
负债及权益合计	16,444	17,994	19,440	21,271	

现金流量表		单位：百万元人民币			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动产生现金流量	781	540	1,663	2,403	
投资活动产生现金流量	-1,428	-2,190	-2,063	-2,244	
融资活动产生现金流量	612	1,824	428	294	
现金净变动	-36	174	28	453	
期初现金及现金等价物	2,650	2,616	2,790	2,817	
期末现金及现金等价物	2,616	2,790	2,817	3,270	

资料来源：公司招股书、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理及预测

利润表		单位：百万元人民币			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
收入	9,924	8,013	12,265	14,867	
销售成本	-10,009	-7,925	-11,027	-13,009	
毛利	-85	88	1,239	1,858	
其他收入	173	178	272	330	
其他收益及亏损	24	-954	71	86	
销售及营销开支	-63	-43	-52	-60	
行政开支	-338	-349	-427	-466	
研发开支	-207	-163	-225	-273	
财务成本	-221	-279	-342	-373	
税前利润	-731	-1,522	540	1,108	
所得税	140	250	-27	-111	
净利润	-591	-1,271	513	997	
少数股东净利润	0	0	0	0	
归母净利润	-591	-1,271	513	997	

主要财务比率		单位：百万元人民币			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
成长性					
收入增长率	-46.7%	-19.3%	53.1%	21.2%	
毛利增长率	-105.0%	/	1305.5%	50.0%	
净利润增长率	-172.5%	/	/	94.3%	
归母净利润增长率	-172.5%	/	/	94.3%	
盈利能力					
毛利率	-0.9%	1.1%	10.1%	12.5%	
净利率	-6.0%	-15.9%	4.2%	6.7%	
归母净利率	-6.0%	-15.9%	4.2%	6.7%	
ROE	-13.8%	-31.5%	11.5%	19.1%	
ROA	-3.4%	-7.4%	2.7%	4.9%	
偿债能力					
资产负债率	76.4%	76.8%	75.8%	73.2%	
流动比率	1.0	1.2	1.3	1.4	
速动比率	0.9	1.1	1.2	1.2	
运营能力(次)					
总资产周转率	0.6	0.5	0.7	0.7	
存货周转率	15.6	13.7	15.8	15.3	
每股资料(元)					
EPS-摊薄	-2.60	-4.87	1.70	3.20	
每股归母净资产	16.96	14.29	15.14	18.34	
每股净资产	16.96	14.29	15.14	18.34	
每股经营性现金流	3.44	2.07	5.51	7.72	
估值比率(倍)					
PE	/	/	22.0	11.7	
PB	2.2	2.6	2.5	2.0	

*注：表中估值倍数按 2026 年 2 月 10 日收盘价计算

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyjq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与民生商银国际控股有限公司、民银国际融资（香港）有限公司、天风证券、天风国际证券集团有限公司、瑛泰医疗、兴业银行、乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营（集团）有限公司、高邮市城市建设投资集团有限公司、江苏银行股份有限公司、红星冷链（湖南）股份有限公司、米多多集团股份有限公司、南安市发展投资集团有限公司、淄博市张店区国有资产运营有限公司、盐城市大丰区海城实业发展有限公司、江苏银行、海南橡胶、合盛农业有限公司、广东天域半导体股份有限公司、成都兴城投资集团有限公司、江苏平仲科技发展集团有限公司、泰兴市江桥投资建设发展有限公司、江西省信用融资担保集团股份有限公司、龙南旅游发展投资(集团)有限责任公司、广州开发区控股集团有限公司、澄达国际有限公司、江阴国有资本控股（集团）有限公司、盐城市大丰区谐城实业发展有限公司、盐城市大丰区城市发展投资控股集团有限公司、东台惠民城镇化建设集团有限公司、东台市城市建设投资发展集团有限公司、淄博高新国际投资有限公司、淄博高新国有资本投资有限公司、四川港荣投资发展集团有限公司、上海银行、临工重机股份有限公司、泰兴市润嘉控股有限公司、泰州化工新材料产业发展集团有限公司、安徽华恒生物科技股份有限公司、福建海西新药创制股份有限公司、迈威（上海）生物科技股份有限公司、环世国际物流控股有限公司、圣火科技集团有限公司、芯迈半导体技术（杭州）股份有限公司、金叶国际集团有限公司、上海挚达科技发展股份有限公司、紫金黄金国际有限公司、紫金矿业集团股份有限公司、土耳其主权基金、北京讯众通信技术股份有限公司、安井食品集团股份有限公司、拨康视云制药有限公司、黄山旅游集团有限公司、周六福珠宝股份有限公司、湖州吴兴人才产业投资发展集团有限公司、CMBC International Holdings、CMBC International Funding (HK) Limited、TFI Overseas Investment Limited、TIANFENG SECURITIES、TF International Securities Group Limited、INT MEDICAL、INDUSTRIAL BANK、UETD CONSTRUCTION & DEVELOPMENT STATE-OWNED CAPITAL INVESTMENT OPERATION (GROUP) CO., LTD.、GAOYOU CITY CONSTRUCTION INVESTMENT DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Bank of Jiangsu Co., Ltd Yangzhou Branch、Hongxing Coldchain (Hunan) Co., Ltd.、Miduoduo Group Inc.、NAN' AN DEVELOPMENT INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Zibo Zhangdian District State-owned Assets Operation Co., Ltd.、Yancheng Dafeng Haicheng Industrial Development Co., Ltd.、BANK OF JIANGSU、CHINA HAINAN RUBBER INDUSTRY、HALCYON AGRI CORPORATION LIMITED、Guangdong Tianyu Semiconductor Co., Ltd.、CHENGDU XINGCHENG INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Jiangsu Pingzhong Technology Development Group Co., Ltd.、Taixing Jiangqiao Investment Construction and Development Co., Ltd.、Jiangxi Provincial Credit Financing Guarantee Group Co., Ltd.、LONGNAN TOURISM DEVELOPMENT AND INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Guangzhou Development District Holding Group Limited、Chengda International Co., Limited、Jiangyin State-owned Assets Holding (Group) Co., Ltd.、Yancheng Dafeng Xiecheng Industrial Development Co., Ltd.、Yancheng Dafeng Urban Development Investment Holding Group Co., Ltd.、Dongtai Huimin Urbanization Construction Group Co Ltd、Dongtai Urban Construction and Investment Group Co Ltd、Zibo High-Tech International Investment Co., Limited、Zibo Hi-Tech State-Owned Capital Investment Co., Ltd.、SICHUAN GLOPORT INVESTMENT DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、BANK OF SHANGHAI、Lingong Heavy Machinery Co., Ltd.、TAIXING RUNJIA HOLDINGS CO., LTD.、TAIZHOU CHEMICAL NEW MATERIALS INDUSTRY DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Anhui Huaheng Biotechnology Co., Ltd.、Fujian Haixi Pharmaceuticals Co., Ltd.、Mabwell (Shanghai) Bioscience Co., Ltd.、Worldwide Logistics Holding Inc.、Holyfire Technology Group Limited、Silicon Magic Semiconductor Technology (Hangzhou) Co., Ltd.、GOLDEN LEAF INTERNATIONAL GROUP LIMITED、SHANGHAI ZHIDA TECHNOLOGY DEVELOPMENT CO., LTD.、ZIJIN GOLD INTERNATIONAL COMPANY LIMITED、Zijin Mining Group Co., Ltd.、Turkey Wealth Fund、BEIJING XUNZHONG COMMUNICATION TECHNOLOGY CO., LTD.、ANJOY FOODS GROUP CO., LTD.、Cloudbreak Pharma Inc.、Huangshan Tourism Group Co., Ltd.、Zhou Liu Fu Jewellery Co., Ltd.、Huzhou Wuxing Industrial Investment Development Group Co., Ltd.、Wu xing Industry Investment Hu sheng Company Limited 有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人

推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海

地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层
邮编：200135
邮箱：research@xyzq.com.cn

深圳

地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn

北京

地址：北京市朝阳区建国门外大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元
邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn

香港（兴证国际）

地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编：518035
邮箱：ir@xyzq.com.hk