

公司研究

业绩阶段性承压，海外产能扩张+太空光伏布局保障长期发展

——钧达股份（002865.SZ）2025 年年报点评

要点

事件：公司发布 2025 年年报，2025 年实现营业收入 76.27 亿元，同比-23.36%，实现归母净利润-14.16 亿元，亏损幅度扩大；2025Q4 实现营业收入 19.46 亿元，同比+11.17%，实现归母净利润-9.97 亿元，同环比亏损幅度均有所扩大。

行业下行周期电池片出货及盈利持续承压，计提减值影响公司业绩。在行业处于产能出清与产品价格下行周期背景下，2025 年公司光伏电池销量同比-12.45%至 29.54GW，板块营业收入同比-23.44%至 75.98 亿元，毛利率同比-2.13 个 pct 至-1.65%，收入和盈利能力阶段性承压。审慎起见公司计提各类信用及资产减值合计 4.39 亿元，阶段性影响公司业绩表现。

稳步推进下一代高效电池技术，持续深化全球化发展战略。（1）2025 年公司持续推进 N 型 TOPCon 电池工艺迭代升级，目前电池平均量产转化效率超 26%，TBC 电池效率提升至目前约 26.6%。公司力争 2026 年将 TOPCon 电池平均量产测试转换效率提升至 26.5%，通过半片化、边缘钝化等方案将 xBC 产品平均量产测试转换效率提升至 27.3%并实现规模化量产。

（2）公司持续深化全球化发展战略，2025 年海外销售占比提升至 50.66%（2024 年为 23.85%），在印度、土耳其、欧洲等重点市场区域市场份额位居前列；虽然原计划的阿曼年产 5GW 高效电池生产基地项目推进受到一定程度影响，但公司将持续深化与土耳其本土企业的合作并推动共建高效光伏电池基地落地，进一步扩大海外产能规模。

前瞻性布局太空光伏领域，技术协同抢占商业航天新赛道。公司拟通过现金出资 3000 万元认购由尚翼光电核心团队新设的项目公司星翼芯能 16.6667%的股权，聚焦太空级 CPI 膜、CPI 膜与晶硅电池结合产品的研发与生产，从股权与产业合作层面锁定太空光伏核心技术的产业化落地路径。尚翼光电拥有中科院上海光机所技术背景，具备国内领先的卫星电池技术能力；公司钙钛矿叠层电池小面积转换效率达到 33.53%处于行业领先水平，两者技术的有机协同有望助力公司在太空光伏业务领域实现新的突破。

维持“买入”评级：公司电池盈利能力仍处于行业领先水平，但国际贸易形势变化影响公司阿曼 5GW 项目的建设和产能释放，我们下调盈利预测，预计公司 26-28 年实现归母净利润 5.62/10.18/15.46 亿元（下调 19%/下调 19%/新增）。公司海外产能建设和市场扩张将审慎有序推进，技术研发不断突破，有望长期维持在 N 型 TOPCon 领域的优势地位，**维持“买入”评级。**

风险提示：光伏全球装机、公司产能扩张和产品销售不及预期；光伏产业链价格战剧烈程度、技术迭代速度超预期；关税政策变动风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	9,952	7,627	11,358	13,238	15,058
营业收入增长率	-46.66%	-23.36%	48.91%	16.55%	13.75%
归母净利润（百万元）	-591	-1,416	562	1,018	1,546
归母净利润增长率	-172.47%	-	-	81.15%	51.75%
EPS（元）	-2.58	-4.84	1.81	3.27	4.97
ROE（归属母公司）（摊薄）	-15.21%	-38.68%	13.32%	19.43%	22.77%
P/E	-	-	41	22	15
P/B	4.3	5.9	5.4	4.3	3.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-01

注：公司总股本 2024/25 年为 2.29/2.93 亿股，2026 年及以后为 3.11 亿股

买入（维持）

当前价：73.18 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsec.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

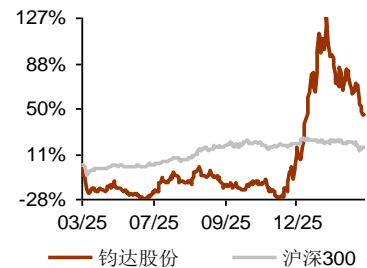
021-52523827

haoqian@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	3.11
总市值(亿元):	227.79
一年最低/最高(元):	35.00/116.68
近 3 月换手率:	654.84%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-14.67	42.92	42.01
绝对	-18.96	38.86	58.43

资料来源：Wind

相关研报

海外产品销售维持高速增长，审慎推进阿曼 5GW 项目建设——钧达股份（002865.SZ）2025 年中报点评（2025-08-28）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	9,952	7,627	11,358	13,238	15,058
营业成本	9,880	7,728	9,925	11,243	12,468
折旧和摊销	742	781	723	752	780
税金及附加	47	51	76	88	100
销售费用	63	50	68	79	90
管理费用	303	313	341	384	422
研发费用	199	111	114	132	136
财务费用	176	249	240	218	174
投资收益	5	50	50	50	55
营业利润	-730	-1,347	625	1,132	1,717
利润总额	-731	-1,370	625	1,132	1,717
所得税	-140	45	62	113	172
净利润	-591	-1,416	562	1,018	1,546
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	-591	-1,416	562	1,018	1,546
EPS(元)	-2.58	-4.84	1.81	3.27	4.97

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	654	-486	1,591	2,171	2,629
净利润	-591	-1,416	562	1,018	1,546
折旧摊销	742	781	723	752	780
净营运资金增加	-4,020	-1,326	1,749	706	726
其他	4,524	1,475	-1,443	-305	-423
投资活动产生现金流	-867	-498	-204	-200	-195
净资本支出	-442	-203	-250	-250	-250
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-425	-295	46	50	55
融资活动现金流	176	1,390	-119	-1,032	-839
股本变化	2	63	19	0	0
债务净变化	1,407	498	121	-814	-665
无息负债变化	-2,511	-327	274	363	287
净现金流	-34	377	1,268	940	1,596

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	0.7%	-1.3%	12.6%	15.1%	17.2%
EBITDA 率	4.6%	8.1%	14.5%	16.3%	18.0%
EBIT 率	-2.9%	-2.2%	8.1%	10.6%	12.9%
税前净利润率	-7.3%	-18.0%	5.5%	8.5%	11.4%
归母净利润率	-5.9%	-18.6%	5.0%	7.7%	10.3%
ROA	-3.6%	-8.6%	3.2%	5.7%	8.1%
ROE (摊薄)	-15.2%	-38.7%	13.3%	19.4%	22.8%
经营性 ROIC	-2.4%	-2.3%	9.3%	13.9%	18.8%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	76%	78%	76%	71%	64%
流动比率	0.99	1.03	1.15	1.35	1.65
速动比率	0.91	0.94	1.07	1.27	1.57
归母权益/有息债务	0.82	0.70	0.79	1.16	1.75
有形资产/有息债务	3.15	2.88	2.99	3.64	4.57

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	16,459	16,402	17,359	17,927	19,096
货币资金	3,536	4,411	5,679	6,619	8,214
交易性金融资产	430	630	630	630	630
应收账款	28	67	92	108	123
应收票据	618	566	681	794	903
其他应收款 (合计)	47	59	80	93	105
存货	552	638	608	594	561
其他流动资产	1,031	968	968	968	968
流动资产合计	6,332	7,407	8,837	9,907	11,605
其他权益工具	0	93	93	93	93
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	8,144	7,409	6,914	6,394	5,848
在建工程	339	95	98	99	99
无形资产	321	281	301	318	334
商誉	855	802	802	802	802
其他非流动资产	78	30	30	30	30
非流动资产合计	10,128	8,995	8,522	8,021	7,490
总负债	12,572	12,743	13,137	12,687	12,310
短期借款	1,511	1,058	1,279	565	0
应付账款	2,591	1,834	1,985	2,136	2,244
应付票据	884	1,894	1,985	2,192	2,369
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	21	8	8	8	8
流动负债合计	6,377	7,164	7,663	7,312	7,035
长期借款	2,142	2,021	1,921	1,821	1,721
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	28	21	21	21	21
非流动负债合计	6,195	5,579	5,475	5,375	5,275
股东权益	3,887	3,660	4,222	5,241	6,786
股本	229	293	311	311	311
公积金	3,045	4,171	4,208	4,295	4,295
未分配利润	714	-702	-196	735	2,281
归属母公司权益	3,887	3,660	4,222	5,241	6,786
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	0.63%	0.66%	0.60%	0.60%	0.60%
管理费用率	3.04%	4.10%	3.00%	2.90%	2.80%
财务费用率	1.77%	3.26%	2.11%	1.64%	1.16%
研发费用率	2.00%	1.45%	1.00%	1.00%	0.90%
所得税率	19%	-3%	10%	10%	10%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	2.86	-1.66	5.11	6.98	8.45
每股净资产	16.96	12.51	13.56	16.84	21.80
每股销售收入	43.43	26.07	36.49	42.53	48.38

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	-	-	41	22	15
PB	4.3	5.9	5.4	4.3	3.4
EV/EBITDA	49.7	41.3	16.7	12.4	9.3
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼