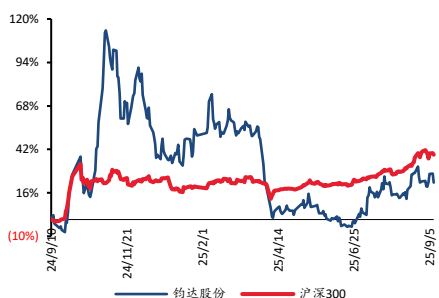


钧达股份 2025 年中报点评：出海战略持续推进，技术保持行业前列

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	2.93/2.25
总市值/流通(亿元)	134.82/103.62
12个月内最高/最低价(元)	84.55/34.8

相关研究报告

<<钧达股份 2025 年一季报点评：盈利能力边际改善，海外产能与新技术布局位居行业前列>>--2025-04-17

<<钧达股份 2023 年年报点评：产能与技术持续领先，海外出货占比有望持续提升>>--2024-03-24

<<【太平洋新能源】TOPCon 加速放量，产能与技术持续领先>>--2023-11-12

证券分析师：钟欣材

电话：

E-MAIL: zhongxc@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190524110004

证券分析师：刘强

电话：

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190522080001

事件：公司近日发布 2025 年半年度报告，2025 年半年度实现营业收入 36.63 亿元，同比-42.53%，实现归母净利润-2.64 亿元，同比亏损扩大；2025 年二季度，公司实现营业收入 17.88 亿元，同比-32.76%，环比-4.61%，实现归母净利润-1.58 亿元，同比亏损收窄，环比亏损扩大。

受到行业需求波动和供给端博弈影响，2025 年二季度公司盈利能力承压。受到供需格局影响，公司 2025 年二季度毛利率为-2.15%，环比一季度下滑较多，但公司精益求精，管理能力持续提升，四费率环比一季度下降明显，2025 年一季度四费率约 10.07%，二季度约 8.32%，环比下降约 1.76 个 pcts。我们认为随着反内卷持续推进，行业承压有望迎来拐点，同时随着公司持续精细化管理，公司盈利能力有望稳中回升。

海外销售占比明显提升，公司出海战略持续推进，审慎进行海外产能布局。公司通过海外市场持续拓展，海外销售业务占比从 2024 年 23.85% 提升至 2025 年 H1 51.87%，公司通过亚洲、欧洲、北美、拉丁美洲、澳洲等新兴市场客户的持续开拓及认证。**阿曼产能项目方面**，受到国际贸易、关税政策和海内外市场情况影响，公司阿曼的 5GW 高效电池产能将审慎推进。**土耳其项目方面**，公司与土耳其本土组件客户已经正式签署战略合作协议，公司凭借电池技术优势，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。

技术保持行业前列，持续推动 BC 与钙钛矿产研。根据公司投资者关系管理信息公告，公司中试的 TBC 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，公司正持续推动 TBC 电池量产准备。同时，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%，居于行业领先水平。

投资建议：产业链报价与行业盈利下行至底部区间，供需波动、市场竞争超预期，影响公司营收与盈利情况，我们下调了公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 79.29 亿元、109.39 亿元、143.96 亿元；归母净利润分别为-3.94 亿元、6.76 亿元、13.45 亿元，对应 EPS 分别为-1.35 元、2.31 元、4.60 元，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险、下游需求风险、市场竞争加剧风险、政策风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	9,952	7,929	10,939	14,396
营业收入增长率(%)	-46.66%	-20.33%	37.97%	31.60%
归母净利润（百万元）	-591	-394	676	1,345
净利润增长率(%)	-172.47%	33.42%	271.70%	99.06%
摊薄每股收益（元）	-2.60	-1.35	2.31	4.60
市盈率（PE）	—	—	19.95	10.02

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,608	3,536	2,258	2,006	2,162
应收和预付款项	332	736	0	0	0
存货	727	552	0	0	0
其他流动资产	2,333	1,508	1,273	1,273	1,273
流动资产合计	7,000	6,332	3,532	3,280	3,435
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	8,075	8,144	8,306	9,277	10,512
在建工程	1,276	339	339	339	339
无形资产开发支出	239	321	279	236	194
长期待摊费用	1	0	0	0	0
其他非流动资产	8,794	7,655	4,954	4,701	4,854
资产总计	18,385	16,459	13,877	14,553	15,898
短期借款	450	1,511	1,811	1,811	1,811
应付和预收款项	3,883	3,475	0	0	0
长期借款	2,010	2,142	2,642	2,642	2,642
其他负债	7,333	5,444	5,929	5,929	5,929
负债合计	13,676	12,572	10,382	10,382	10,382
股本	227	229	293	293	293
资本公积	2,995	3,033	2,969	2,969	2,969
留存收益	1,487	726	334	1,010	2,355
归母公司股东权益	4,709	3,887	3,495	4,171	5,516
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	4,709	3,887	3,495	4,171	5,516
负债和股东权益	18,385	16,459	13,877	14,553	15,898

现金流量表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	1,979	654	-1,619	1,927	2,834
投资性现金流	-2,778	-867	-1,052	-2,000	-2,500
融资性现金流	2,205	176	1,391	-178	-178
现金增加额	1,406	-34	-1,278	-252	155

利润表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	18,657	9,952	7,929	10,939	14,396
营业成本	15,906	9,880	7,623	9,376	11,900
营业税金及附加	62	47	36	50	66
销售费用	74	63	48	66	86
管理费用	402	303	301	339	417
财务费用	197	176	203	178	178
资产减值损失	-1,000	-132	0	0	0
投资收益	3	5	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	746	-730	-394	777	1,546
其他非经营损益	-2	-2	0	0	0
利润总额	744	-731	-394	777	1,546
所得税	-71	-140	0	101	201
净利润	816	-591	-394	676	1,345
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母股东净利润	816	-591	-394	676	1,345

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	14.74%	0.73%	3.86%	14.29%	17.34%
销售净利率	4.37%	-5.94%	-4.96%	6.18%	9.34%
销售收入增长率	60.90%	-46.66%	-20.33%	37.97%	31.60%
EBIT 增长率	121.18%	-130.26%	65.85%	600.98%	80.56%
净利润增长率	13.77%	-172.47%	33.42%	271.70%	99.06%
ROE	17.32%	-15.21%	-11.26%	16.20%	24.38%
ROA	5.94%	-3.39%	-2.59%	4.75%	8.83%
ROIC	25.16%	-5.23%	-1.92%	7.82%	12.53%
EPS (X)	3.83	-2.60	-1.35	2.31	4.60
PE (X)	20.23	—	—	19.95	10.02
PB (X)	3.74	3.01	3.86	3.23	2.44
PS (X)	0.94	1.18	1.70	1.23	0.94
EV/EBITDA (X)	7.25	69.18	25.54	8.84	5.86

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何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。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。