

# 钧达股份（002865.SZ）

公司报告 | 首次评级报告



方田  
光伏行业研究员

2026年1月20日

## 基本信息

|        |         |
|--------|---------|
| 所属行业   | 工业      |
| 当前股价   | 90.8    |
| 总市值    | 265.67亿 |
| PE-TTM | -19.68  |
| PB-MRQ | 5.70    |

## 估值结果

|       |           |
|-------|-----------|
| 价值    | 84.88亿    |
| DDM估值 | 上行空间 -68% |
| 状态    | 严重高估      |
| 价值    | 71.81亿    |
| 动态估值  | 上行空间 -73% |
| 状态    | 严重高估      |

## 四维评级

|      |       |
|------|-------|
| 成长空间 | ★★★★☆ |
| 盈利趋势 | ★★★★☆ |
| 产业格局 | ★★★☆☆ |
| 护城河  | ★★★★☆ |

## 核心评级结论

钧达股份为专业化光伏电池厂商，在TOPCon电池技术具备先发优势，已发展成为TOPCon电池龙头企业。

公司成长空间星级较低，光伏新增装机基数高、国内消纳问题突出，预计后续光伏新增装机需求增速将显著放缓，公司光伏电池销量增速或将同步下降。公司盈利趋势星级较高，目前光伏电池价格处历史低位，后续在行业反内卷推动下有望触底回升，进而改善公司盈利能力。公司产业格局星级较低，TOPCon电池同质化高、竞争激烈，且行业重资产属性导致产能出清难度大。公司护城河星级一般，TOPCon电池行业进入壁垒低，叠加光伏电池仍处技术迭代阶段，公司若无法引领技术迭代，护城河优势可能被削弱。

基于后续下游光伏新增装机需求持续增长有望带动公司光伏电池出货量增长，叠加公司加强海外布局及光伏行业反内卷推进有望带动公司盈利改善的假设，目前公司估值严重高估。

## 我们区别于市场的观点

相较于市场观点，我们采取更保守的预测，主要体现在两个方面，一是需求端，考虑到目前光伏新增装机基数大，叠加国内光伏消纳问题凸显，预计后续全球光伏新增装机需求增速或将显著放缓，体现在对公司光伏电池销量预测上更为保守；二是价格端，目前光伏电池基本面仍未实现明显改善，通过控产推动价格回升存在一定的不稳定性，且或将拉长落后产能出清进展，后续还需观察是否有更进一步的举措出台，因此在价格预测上更为保守。

## 风险提示

- 1) 光伏新增装机需求不及预期会对光伏电池需求产生影响，进而将对公司光伏电池的出货量及业绩产生较大影响；
- 2) 目前国内光伏电池市场竞争激烈，海外高盈利市场拓展不及预期将会对公司业绩产生影响；
- 3) 光伏行业反内卷推进不及预期或将对公司光伏电池盈利产生不利影响。

## 内容目录

|                    |   |
|--------------------|---|
| 1. 基本信息            | 4 |
| 2. 业务介绍            | 4 |
| 3. 商业模式            | 4 |
| 3.1 资产强度           | 4 |
| 3.2 研发高端度          | 4 |
| 3.3 客户集中度          | 5 |
| 3.4 供应商集中度         | 5 |
| 4. 历史经营绩效          | 5 |
| 4.1 历史盈利能力         | 5 |
| 4.2 历史成长能力         | 5 |
| 4.3 历史业务控制力及财务健康评级 | 6 |
| 4.4 股东回报评级         | 6 |
| 5. 四维评级            | 6 |
| 5.1 成长空间           | 6 |
| 5.2 盈利趋势           | 7 |
| 5.3 产业格局           | 7 |
| 5.4 护城河            | 7 |
| 6. 公司估值            | 7 |
| 6.1 核心假设及逻辑        | 7 |
| 6.2 动态估值           | 8 |
| 6.3 DDM估值          | 9 |
| 6.4 估值确定性          | 9 |

## 图表目录

|                               |   |
|-------------------------------|---|
| 图1：预测2025年收入占比 .....          | 4 |
| 图2：预测2025年毛利占比 .....          | 4 |
| 图3：近年公司盈利能力趋势图 .....          | 5 |
| 图4：近年公司历史成长能力趋势图 .....        | 5 |
| 图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势 ..... | 6 |
| 图6：近年股东回报能力趋势图 .....          | 6 |
| <br>                          |   |
| 表1：护城河详解表 .....               | 7 |
| 表2：公司整体业绩预测 .....             | 8 |
| 表3：公司分业务业绩预测 .....            | 8 |
| 表4：公司整体及分业务动态估值 .....         | 8 |
| 表5：公司整体及分业务DDM估值 .....        | 9 |

## 1. 基本信息

钧达股份主营业务为光伏电池的研发、生产和销售，专注于N型TOPCon电池技术，是全球领先的光伏电池制造商。公司未来主要聚焦于两个方向：1）持续推动钙钛矿叠层电池等前沿技术的研发与产业化，提升电池效率和性能；2）加速海外产能扩张，如土耳其、阿曼等地的项目建设，强化全球市场供应能力。

## 2. 业务介绍

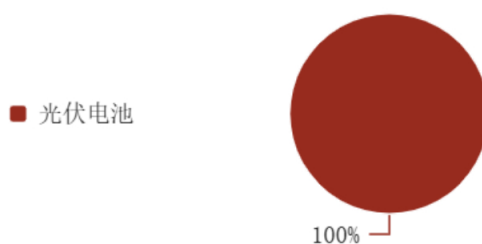
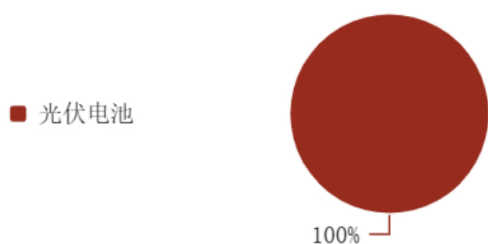
对于钧达股份公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

光伏电池：

光伏电池是一种利用光生伏特效应，将太阳辐射能直接转换为电能的半导体器件，是光伏发电系统的核心组件，通过光电转换为人类提供清洁可再生的电能。我们对该业务的界定为全球TOPCon电池市场。

图1：预测2025年收入占比

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

数据来源：公司财报，壹评级

## 3. 商业模式

钧达股份以重资产投入建设大规模光伏电池产能，通过持续高强度研发保持TOPCon及叠层电池技术领先，同时主动调整客户结构，降低对单一客户依赖，拓展全球市场客户群体，实现专业化电池供应商的可持续发展。

### 3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司资产强度高，2024年公司固定资产占总资产的比例为49.5%，光伏电池制造属于典型的重资产行业，需要大规模投入固定资产，如生产设备、厂房等。

### 3.2 研发高端度

低 较低 中等 较高 高

公司研发高端度较高，2024年公司研发投入与研发人员的比例达61.3万元/人，光伏行业技术迭代仍在不断推进中，公司需技术人才以支持其在光伏领域的技术研发。



### 3.3 客户集中度

低 较低 中等 **较高** 高

公司客户集中度较高，2024年公司前五名客户销售额合计占比为41.3%，光伏电池下游为光伏组件行业，光伏组件行业集中度较高使得公司客户集中度较高。近年来，公司不断开拓海外市场，使得其客户集中度有所下降。

### 3.4 供应商集中度

低 较低 中等 **较高** 高

公司供应商集中度较高，2024年公司前五名供应商采购额合计占比为56.3%，光伏电池上游为光伏硅片行业，光伏硅片行业集中度较高使得公司供应商集中度较高。

## 4. 历史经营绩效

2024年以来公司历史经营绩效星级有所下降，随着TOPCon电池产能大规模释放，市场竞争加剧使得公司光伏电池售价大幅下降，公司业绩承压下行。

### 4.1 历史盈利能力

☆☆☆☆☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

2020-2023年公司盈利能力星级整体呈上升趋势，其中2022年公司处置长期股权投资产生投资收益约2.1亿元，使得公司净利率同比大幅提升；2023年上游原料价格下降及公司高毛利TOPCon电池销售占比提升使得公司毛利率有所改善。2024年以来公司盈利能力星级有所下降，随着TOPCon电池产能释放，市场竞争加剧使得公司盈利承压。

### 4.2 历史成长能力

☆☆☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



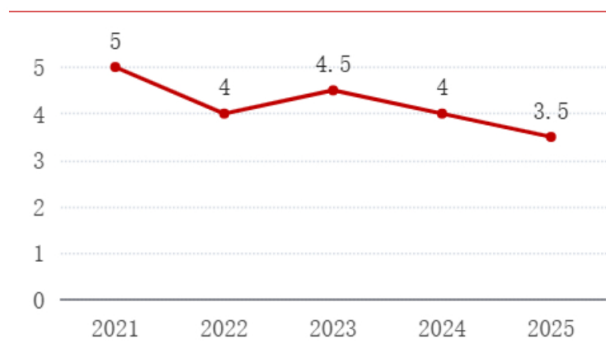
数据来源：公司财报，壹评级

2020-2023年公司成长能力星级呈上升趋势，近年来全球光伏新增装机需求快速增长，公司紧抓光伏行业发展机遇，光伏电池销量持续提升及技术迭代带动公司业绩上行。2024年以来公司成长能力星级有所下降，随着光伏行业产能大规模释放，行业竞争加剧使得公司光伏电池售价同比大幅下降，公司业绩承压下行。

### 4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



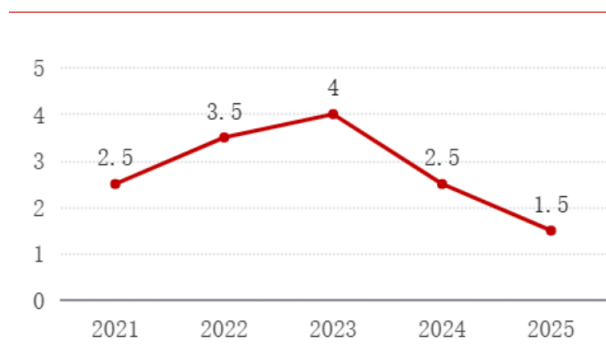
数据来源：公司财报，壹评级

2021年以来，公司业务控制力星级维持高位，公司于2021年收购捷泰科技51%股权，进军光伏电池行业，于2022年收购捷泰科技100%股权，并置出原有汽车饰件业务。2022年光伏电池成为公司主业，光伏电池作为光伏主产业链技术壁垒最高的环节，光伏电池企业在产业链具备较强的话语权。

### 4.4 股东回报评级

★★☆☆☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

2020-2023年公司股东回报能力星级呈上升趋势，公司业绩向好，公司加大股东回报，股息率有所提升。2024年以来公司股东回报能力星级有所下降，受光伏电池产能过剩影响，公司业绩亏损，公司需储备资金以度过寒冬。

## 5. 四维评级

公司成长空间星级较低，光伏新增装机基数高、国内消纳问题突出，预计后续光伏新增装机需求增速将显著放缓。公司盈利趋势星级较高，目前光伏电池价格处历史低位，后续在行业反内卷推动下有望触底回升，进而改善公司盈利能力。

### 5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间星级较低，光伏新增装机基数高、国内消纳问题突出，预计后续光伏新增装机需求增速将显著放缓。

光伏电池(2.5星)：

公司光伏电池成长空间星级较低，目前光伏新增装机量基数高，叠加国内消纳问题凸显，预计后续光伏新增装机需求增速或将显著下降，公司光伏电池销量增速或将同步下降。

## 5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势星级较高，目前光伏电池价格处历史低位，后续在行业反内卷推动下有望触底回升，进而改善公司盈利能力。

光伏电池(3.5星)：

公司光伏电池盈利趋势星级较高，受光伏电池竞争加剧影响，目前光伏电池价格位于历史低位，后续在光伏行业反内卷推动下，光伏电池价格有望触底回升，有望带动公司盈利能力改善。

## 5.3 产业格局

★★★☆☆

公司产业格局星级较低，TOPCon电池同质化高、竞争激烈，且行业重资产属性导致产能出清难度大。

光伏电池(2星)：

公司光伏电池产业格局星级较低，TOPCon电池同质化程度较高，竞争激烈，且属于重资产行业，产能出清较难。

## 5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河星级一般，TOPCon电池行业进入壁垒低，叠加光伏电池仍处技术迭代阶段，公司若无法引领技术迭代，护城河优势可能被削弱。

表1：护城河详解表

|      | 护城河宽度及解释                                              | 护城河持续性及解释                                                                                                                                                     |
|------|-------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 光伏电池 | (3星)公司光伏电池护城河宽度星级一般，TOPCon电池行业进入壁垒低，市场竞争加剧使得公司盈利能力承压。 | (3星)公司具备规模经济及技术优势护城河，规模经济方面，截至2025年上半年末，公司具备N型电池产能超40GW，居于行业领先水平。技术优势方面，公司在TOPCon电池方面具备先发优势，此外，公司正积极布局TBC、钙钛矿叠层等行业前沿技术。由于光伏电池仍处技术迭代阶段，公司若无法引领技术迭代，护城河优势可能被削弱。 |

数据来源：壹评级

## 6. 公司估值

基于后续下游光伏新增装机需求持续增长有望带动公司光伏电池出货量增长，叠加公司加强海外布局及光伏行业反内卷推进有望带动公司盈利改善的假设，目前公司估值严重高估。

### 6.1 核心假设及逻辑

光伏电池：

收入假设：

1) 销量：随着下游光伏新增装机需求持续增长，未来公司光伏电池出货量有望呈上升趋势，假设2024-2029年公司光伏电池出货量年均复合增长率为9.3%。

2) 单价：受光伏电池行业竞争加剧影响，假设2025年公司光伏电池单价进一步下降；后续随着光伏行业反内卷推进，假设2026-2029年公司光伏电池单价有所提升，年均复合增长率为5.2%。

盈利能力假设：

毛利率：公司持续开拓海外市场，并推进TOPCon电池降本增效，叠加后续光伏行业反内卷推进，假设2025-2029年公司光伏电池毛利率呈上升趋势。

表2：公司整体业绩预测

| 钧达股份          | 2022A | 2023A | 2024A  | 2025E  | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E |
|---------------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 收入(亿)         | 116.0 | 186.6 | 99.5   | 82.8   | 96.0  | 115.4 | 149.4 | 170.9 |
| 归母净利润(亿)      | 7.2   | 8.2   | -5.9   | -12.6  | -0.8  | 3.3   | 7.5   | 9.3   |
| 归母净利润增速(%)    | 500.9 | 13.9  | -172.4 | -112.9 | 93.2  | 492.8 | 123.9 | 24.6  |
| 经营性净利润(亿)     | 6.9   | 8.4   | -5.4   | -12.6  | -0.8  | 3.3   | 7.5   | 9.3   |
| 经营性净利润增速(%)   | 678.4 | 21.4  | -164.3 | -134.3 | 93.2  | 492.8 | 123.9 | 24.6  |
| 经营性归母净利润(亿)   | 6.0   | 8.4   | -5.4   | -12.6  | -0.8  | 3.3   | 7.5   | 9.3   |
| 经营性归母净利润增速(%) | 480.1 | 39.0  | -164.3 | -134.3 | 93.2  | 492.8 | 123.9 | 24.6  |

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

| 光伏电池        | 2022A | 2023A | 2024A  | 2025E  | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E |
|-------------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 收入(亿)       | 116.0 | 186.6 | 99.5   | 82.8   | 96.0  | 115.4 | 149.4 | 170.9 |
| 收入增速(%)     | 305.0 | 60.9  | -46.7  | -16.8  | 15.9  | 20.2  | 29.5  | 14.3  |
| 经营性净利润(亿)   | 6.9   | 8.4   | -5.4   | -12.6  | -0.8  | 3.3   | 7.5   | 9.3   |
| 经营性净利率(%)   | 5.9   | 4.5   | -5.4   | -15.2  | -0.9  | 2.9   | 5.0   | 5.4   |
| 经营性净利润增速(%) | 678.4 | 21.4  | -164.3 | -134.3 | 93.2  | 492.8 | 123.9 | 24.6  |

数据来源：壹评级

## 6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

| 业务        | 半显性期CAGR | 增速描述   | 产业格局 | 护城河持续性 | 贴现率      | 综合倍数   | 有效盈利预测(亿) |
|-----------|----------|--------|------|--------|----------|--------|-----------|
| 光伏电池      | 3.3%     | 中低     | 一般   | 较强     | 7.8%     | 12.91  | 11.2      |
| 业务        | 显性期价值    | 显性期后价值 | 业务价值 | 富余现金   | 少数股东权益价值 | 股权投资价值 | 总价值       |
| 光伏电池(亿)   | -7.8     | 79.6   | 71.8 | -      | -        | -      | 71.8      |
| 公司整体测算(亿) | -7.8     | 79.6   | 71.8 | -      | -        | -      | 71.8      |

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

| 业务        | 预测期<br>价值 | 永续期<br>价值 | 业务价值 | 富余现金 | 少数股东<br>权益价值 | 股权<br>投资价值 | 总价值  |
|-----------|-----------|-----------|------|------|--------------|------------|------|
| 光伏电池(亿)   | 15.8      | 69.1      | 84.9 | -    | -            | -          | 84.9 |
| 公司整体测算(亿) | 15.8      | 69.1      | 84.9 | -    | -            | -          | 84.9 |

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性★★★★☆

公司估值确定性一般，一方面，通过对比公司历史实际业绩与预测业绩，发现历史可预测性一般；另一方面，光伏行业仍处于技术迭代中，未来主流技术存在一定的不确定性，或将对公司业绩产生影响。

## 附注

### 四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

| 星级 | 5  | 4.5 | 4   | 3.5 | 3   | 2.5 | 2   | 1.5 | 1  | 0.5 |
|----|----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|----|-----|
| 比例 | 3% | 7%  | 10% | 15% | 15% | 15% | 15% | 10% | 7% | 3%  |

#### ①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

#### ②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

#### ③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

#### ④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

### DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

### 动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。



## 估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

| 区间   | $X < -50\%$ | $-50\% \leq X < -30\%$ | $-33\% \leq X < -20\%$ | $-20\% \leq X < 25\%$ | $25\% \leq X < 50\%$ | $50\% \leq X < 100\%$ | $X \geq 100\%$ |
|------|-------------|------------------------|------------------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|----------------|
| 估值状态 | 严重高估        | 高估                     | 偏高估                    | 合理估值                  | 偏低估                  | 低估                    | 严重低估           |

## 经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

## 量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

### 1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

### 2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

## 免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。