

评级变动报告

钧达股份 002865.SZ



鉴于原材料价格上涨及光伏电池竞争激烈，2025年公司光伏电池销量及盈利能力均不及预期，叠加下游需求疲软及产业链价格重回下行通道，我们全面下调了钧达股份未来三年及远期光伏电池销量及盈利能力预期。核心原因如下：

下游需求疲软：2026年1-4月我国光伏新增装机约50.9GW，同比下降51.5%，其中4月我国光伏新增装机约9.5GW，同比下降79%，主要系去年同期“531”新政前抢装潮导致高基数及需求前置透支。

光伏电池价格下行：2026以来光伏行业反内卷效果有所弱化，叠加基本面情况未出现明显改善，近期光伏主产业链价格重回下行通道，或将导致后续公司盈利修复不及预期。

公司为TOPCon电池龙头，布局太空光伏领域打造新的业绩增长点。公司太空光伏业务目前仍处于商业化初期，短期内对公司营收和利润贡献较小。综合评估，我们对钧达股份的DDM估值下调了1.9%，目前处于严重高估状态。

公司基本信息



钧达股份现有业务以光伏电池片研发、生产和销售为主，专注于N型TOPCon电池技术，同时积极布局商业航天领域，涵盖太空光伏能源系统（如钙钛矿叠层电池、CPI膜研发）和卫星整星制造业务，未来将通过海外产能扩张、技术迭代及商业航天业务落地，推动业务多元化发展。

公司深度评级

所属行业	工业	成长空间	↑ ★★★★★	DDM估值：价值	83.29亿(较上期-1.88%)
当前股价	64.22元	盈利趋势	★★★★★	状态	严重高估(上行空间-58%)
总市值	199.90亿	产业格局	★★★★★		
PE-TTM	-15.43	护城河	★★★★★	动态估值：价值	77.35亿(较上期+7.72%)
PB-MRQ	4.96			状态	严重高估(上行空间-61%)

公司盈利预测

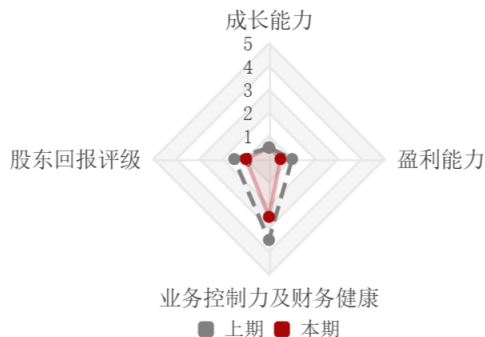
钧达股份	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	186.6	99.5	76.3	89.7	106.8	137.3	155.6	164.4
归母净利润(亿)	8.2	-5.9	-14.2	-1.6	0.9	5.0	7.4	9.2
归母净利润增速(%)	13.9	-172.4	-139.6	88.5	152.5	484.8	48.2	24.1
经营性净利润(亿)	8.4	-5.4	-13.1	-1.6	0.9	5.0	7.4	9.2
经营性净利润增速(%)	21.4	-164.3	-143.5	87.6	152.5	484.8	48.2	24.1
经营性归母净利润(亿)	8.4	-5.4	-13.1	-1.6	0.9	5.0	7.4	9.2
经营性归母净利润增速(%)	39.0	-164.3	-143.5	87.6	152.5	484.8	48.2	24.1

资料来源：壹评级

量化评级变动分析

经营绩效评级

经营绩效变动趋势图



数据来源：壹评级整理

本期数据截取时间：2026-03-31

股东回报评级下降0.5星级：上期星级1.5星，本期星级1.0星。

受光伏电池产能过剩影响，2026年一季度公司扣非归母净利润仍处于亏损状态，盈利质量未根本改善，且经营现金流净流出7亿元，显示公司持续经营能力仍面临压力，影响股东回报预期。

业务控制力及财务健康下降1.0星级：上期星级3.5星，本期星级2.5星。

受光伏电池产能过剩影响，2026年一季度公司回款周期延长、现金流压力增大，使得其业务稳定性和控制力受到一定影响。

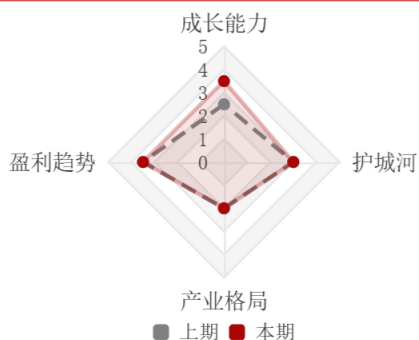
盈利能力下降0.5星级：上期星级1.0星，本期星级0.5星。

虽然2026年一季度公司毛利率有所改善，但是扣除非经常性损益后公司仍处于亏损状态，盈利质量不高。

深度评级变动分析

四维深度评级

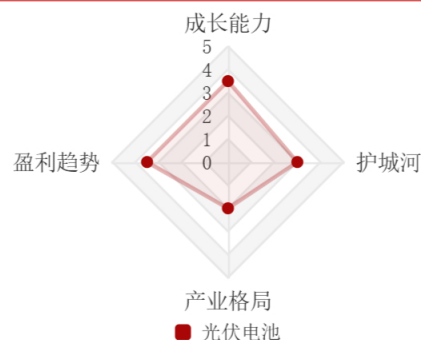
四维深度评级变动趋势图



数据来源：壹评级整理

本期数据截取时间：2026-06-12

分业务四维深度评级情况



数据来源：壹评级整理

本期数据截取时间：2026-06-12

成长空间提升1.0星级：上期星级2.5星，本期星级3.5星。

受光伏电池产能过剩影响，2025年公司业绩承压下行，业绩基数较低，叠加目前光伏行业处于探底阶段，下行空间有限，预计后续随着光伏行业反内卷推进，公司业绩有望迎来修复。

估值评级

动态估值上升+7.72%：上期 71.81亿，本期 77.35亿。

公司DDM估值下调1.9%，主要是我们对公司近期收入及远期收入进行了下修。

1、近期：我们对公司2026-2028年收入及归母净利润预测进行了全面下调，主要基于对公司市占率及公司产品单价的重新评估。

1) 未来三年收入预测的下降：

我们对公司营业收入的预测出现下调，主要是我们对公司光伏固定支架销售单价的预测做出调整。

光伏电池市占率：经过评估，我们对公司光伏电池市占率预测做出了小幅下调，主要基于2025年公司光伏电池销量略低于预期，叠加目前下游需求疲软，因此我们将2026-2028年公司光伏电池市占率小幅下调。

产品平均销售单价：经过评估，我们对2026-2028年公司光伏电池销售单价进行小幅下调，主要基于2025年公司光伏电池销售单价低于预期，叠加反内卷效果弱化，近期光伏主产业链价格有所回落。

2、未来三年归母净利润预测的下降：

我们对公司归母净利润预测的下调幅度大于收入，主要是我们对公司光伏电池的毛利率及期间费用率的预测做出调整。

光伏电池毛利率：经过评估，我们对公司2026-2028年光伏电池毛利率预测进行了小幅下调，主要系光伏电池竞争激烈，近期价格有所回落，因此我们将其销售单价预测进行下调。

期间费用率：经过评估，我们对公司2026-2028年光伏电池期间费用率预测值进行小幅上调，2025年公司实际期间费用率高于预测值。此外，考虑到部分期间费用具备刚性的特征，随着收入规模预测下降，其期间费用率或将有所提升。

2、远期：我们对公司远期收入进行了下修，下调了公司光伏电池远期市占率。

光伏电池市占率：经过评估，我们对远期公司光伏电池市占率进行了小幅下调，鉴于2025年公司光伏电池市占率不及预期，在此基础上，我们小幅下调了公司光伏电池远期市占率，使得公司远期光伏电池收入有所下降。

盈利预测

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2026-2030年公司光伏电池出货量年均复合增长率为11.4%。

2) 单价：受光伏电池行业竞争加剧影响，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2026-2030年公司光伏电池单价有所提升，年均复合增长率为4.4%。

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2026-2030年公司光伏电池毛利率呈上升趋势。

公司整体业绩预测

钧达股份	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	186.6	99.5	76.3	89.7	106.8	137.3	155.6	164.4
归母净利润(亿)	8.2	-5.9	-14.2	-1.6	0.9	5.0	7.4	9.2
归母净利润增速(%)	13.9	-172.4	-139.6	88.5	152.5	484.8	48.2	24.1
经营性净利润(亿)	8.4	-5.4	-13.1	-1.6	0.9	5.0	7.4	9.2
经营性净利润增速(%)	21.4	-164.3	-143.5	87.6	152.5	484.8	48.2	24.1
经营性归母净利润(亿)	8.4	-5.4	-13.1	-1.6	0.9	5.0	7.4	9.2
经营性归母净利润增速(%)	39.0	-164.3	-143.5	87.6	152.5	484.8	48.2	24.1

数据来源：壹评级

公司分业务业绩预测

光伏电池	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	186.6	99.5	76.3	89.7	106.8	137.3	155.6	164.4
收入增速(%)	60.9	-46.7	-23.4	17.7	19.0	28.5	13.3	5.6
经营性净利润(亿)	8.4	-5.4	-13.1	-1.6	0.9	5.0	7.4	9.2
经营性净利率(%)	4.5	-5.4	-17.1	-1.8	0.8	3.6	4.8	5.6
经营性净利润增速(%)	21.4	-164.3	-143.5	87.6	152.5	484.8	48.2	24.1

数据来源：壹评级

动态估值

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	2.1%	中低	一般	较强	7.8%	12.91	10.6
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)	1.8	75.5	77.4	-	-	-	77.4
公司整体测算(亿)	1.8	75.5	77.4	-	-	-	77.4

数据来源：壹评级

DDM估值

公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	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)	24.6	58.7	83.3	-	-	-	83.3
公司整体测算(亿)	24.6	58.7	83.3	-	-	-	83.3

数据来源：壹评级

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。

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任何变更。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。