钧达股份（002865）

转型光伏盈利向好，N 型扩产迅速前景广阔

买入（首次）

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	2,863	12,813	23,096	24,885
同比	234%	347%	80%	8%
归属母公司净利润（百万元）	-179	943	2,500	3,304
同比	-1419%	628%	165%	32%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	-1.26	6.66	17.67	23.35
P/E（现价&最新股本摊薄）	-	31.14	11.75	8.89

关键词：#产能扩张 #新产品、新技术、新客户

投资要点

- **剥离汽车业务专注光伏，N 型时代迎高速增长：**钧达已实现全资控股捷泰科技，剥离原有汽车业务，全面转型专业光伏电池厂商，核心人员均为光伏老将，经验丰富。捷泰科技 2010 年起建设首个光伏电池工厂，2013 年电池出货量位居行业前五，2017 年成为全球最大黑硅电池供应商；2021 年 8.5GW PERC 满产，启动 N 型电池开工建设。2022Q1-3 捷泰科技营收 69.46 亿元，同增 106%；净利润 3.75 亿元，同增 192%；同时公司 8GW TOPCON 已投产，进度行业领先，N 型时代有望高速增长。

- **光伏需求高景气，N 型变革成行业趋势：**2023 年硅料产能释放，中美欧市场旺盛，我们预计全球装机 370-380GW，同增 50%，后续至 2025 年保持 20%+增长。2022 年以来大尺寸电池供需紧缺，盈利持续修复；N 型电池步入量产元年，TOPCON 渗透率持续提升，我们预计 2022 年占比 7-10%，2023 年提升至 20-30%，后续成为市场主流。**1）盈利：**供需紧缺+新技术超额收益，电池盈利持续改善，我们预计 PERC 2022 年单瓦盈利 5-8 分，2023 年供应缓解但整体偏紧；TOPCON 成本 P/N 同价在即，单瓦享约 1 毛盈利红利。**2）效率：**2023 年导入 SE 提效，效率目标 25.5%+，后续叠加双面 Poly 等技术量产潜力达 27%+，产业经济性持续提升。**3）产业化：**N 型变革中百舸争流，晶科、钧达等量产进展领先，有望脱颖而出享受新技术红利。

- **TOPCON 量产领先，盈利持续受益：**公司 TOPCON 量产进度行业领先，紧跟晶科能源位列行业第一梯队。**1)效率：**公司 TOPCON 电池量产效率已达 25.0%，良率达 97-98%，后续导入 SE 提效等技术后我们预计 2023H2 达 25.5%+，TOPCON 技术 know-how 积累塑造动态护城河；**2）产能：**公司布局上饶 9.5GW PERC 及滁州 18GW+淮安 26GW TOPCON 产能基地；其中滁州一期 8GW 已满产，我们预计二期 10GW 2023Q1 投产，淮安一期 13GW 于 2023Q2 投产，二期 2023 年启建。**3）出货：**公司电池出货快速提升，我们预计公司 2022-24 年出货 11.4/30.5/44GW，同增 100%/167%/44%，其中 TOPCON 出货 2.4/21/36GW，N 型占比行业领先。**4）盈利：**电池盈利持续修复，我们预计 2022Q4 公司 PERC 盈利 1 毛+/W，TOPCON 享 4 分左右超额收益。2023 年整体盈利向好，我们预计 PERC 单瓦 6 分/W，TOPCON 实现 P/N 同价，单瓦盈利达 1 毛/W，公司 TOPCON 占比高、弹性大，盈利能力持续受益！

- **盈利预测与投资评级：**基于公司 TOPCON 产业化提速，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 9.4/25.0/33.0 亿元，同增 628%/165%/32%，对应 EPS 为 6.7/17.7/23.3 元。考虑公司是业内首批实现 TOPCON 规模化量产的企业，我们给予公司 2023 年 20xPE，对应目标价 353 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**竞争加剧、技术导入不及预期、光伏政策超预期变化等。

2022 年 11 月 27 日

证券分析师 曾朵红
执业证书：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn
证券分析师 陈瑶
执业证书：S0600520070006
chenyao@dwzq.com.cn
研究助理 郭亚男
执业证书：S0600121070058
guoyn@dwzq.com.cn

股价走势

市场数据

收盘价(元)	207.50
一年最低/最高价	53.43/267.23
市净率(倍)	41.36
流通 A 股市值(百万元)	28,665.97
总市值(百万元)	29,366.29

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.02
资产负债率(%,LF)	91.22
总股本(百万股)	141.52
流通 A 股(百万股)	138.15

相关研究

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 全资控股捷泰转向光伏，整体财务向好未来可期 4
1.1. 剥离汽车饰件业务，全面转型光伏电池 4
1.2. 光伏加码修复盈利，公司整体财务状况向好 6
1.3. 光伏电池盈利更优，公司未来前景广阔 7
2. 光伏需求持续高增，N 型电池为未来趋势 8
2.1. 硅价下行星辰大海，光生伏特潜力无限 8
2.2. TOPCON 率先发力，电池加速集中 9
2.3. 扩产减速供应趋紧，盈利持续修复 11
3. TOPCON 蓄势待发，量利双升可期 12
3.1. 研发技术领先，人员&专利储备丰富 12
3.2. 大力布局 TOPCON 产能，订单充足出货增长提速 13
3.3. P/N 成本同价在即，TOPCON 降本增效路径清晰 14
4. 盈利预测与投资建议 15
5. 风险提示 17

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表目录

图 1: 钧达股份历史沿革.....4
图 2: 公司全资子公司捷泰科技历史沿革.....4
图 3: 公司股权结构（截至 2022 年 10 月 28 日）.....4
图 4: 公司营业收入稳步增长（亿元，%）.....6
图 5: 公司归母净利润稳步增长（亿元，%）.....6
图 6: 期间费用率降幅显著.....7
图 7: 毛利率、净利率提升明显.....7
图 8: 钧达股份营收分业务占比.....7
图 9: 钧达股份分业务毛利率.....7
图 10: 捷泰科技营收与净利润（亿元，%）.....8
图 11: 捷泰科技电池片出货量（GW）.....8
图 12: 国内光伏年度装机情况及预测（GW，%）.....8
图 13: 全球光伏年度装机情况及预测（GW，%）.....8
图 14: N 型技术将占据更大的市场份额（%）.....10
图 15: 核心厂商 TOPCON 扩产规划及量产效率.....10
图 16: 2022 年电池行业格局预测（按出货量,GW）.....10
图 17: 2023 年电池行业格局预测（按出货量,GW）.....10
图 18: 2022 年电池供应趋紧（产能：GW）.....11
图 19: 电池 CR5 提升较大，议价能力提升（产量市占率）.....11
图 20: 2022H2 电池单价涨幅超硅片（单价涨幅，%）.....11
图 21: 电池厂商毛利率及单瓦盈利情况（元/W）.....11
图 22: 公司研发人员占比 14.7%.....12
图 23: 公司专利获取情况.....12
图 24: 钧达股份产能（GW）.....13
图 25: 公司产能情况.....13
图 26: 公司电池片出货情况及预测（GW，%）.....14
图 27: 硅片同价下，TOPCON 成本可持平于 PERC.....15
图 28: 2023 年激光 SE 技术能带来更高的 TOPCON 超额收益.....15

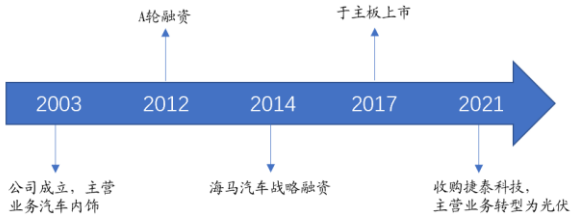
表 1: 公司核心管理人员简介（部分）.....5
表 2: 2025 年/2030 年全球光伏新增装机将分别达到 583/1434GW.....9
表 3: 公司分业务拆分及预测（2021 年电池销量为捷泰科技年度总销量）.....16
表 4: 可比公司估值（截至 2022 年 11 月 25 日）.....17

1. 全资控股捷泰转向光伏，整体财务向好未来可期

1.1. 剥离汽车饰件业务，全面转型光伏电池

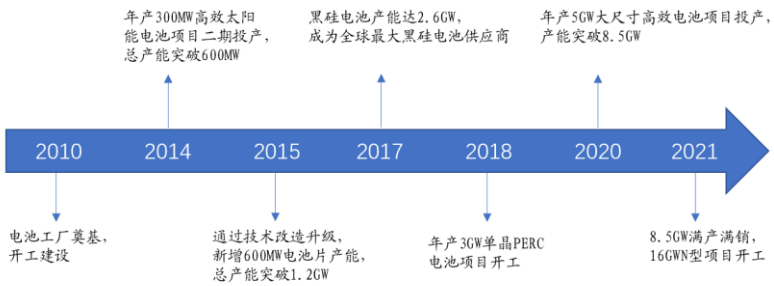
剥离汽车饰件原主营业务，全面转型光伏电池领域。公司成立于 2003 年 4 月，原主营业务主要包括汽车塑料内外饰件。公司于 2021 年 9 月收购捷泰科技 51%股权并开始向光伏业务转型。捷泰科技电池工厂于 2010 年开工建设，此后的十余年内捷泰攻坚克难，不断提高技术、扩大规模。产能先后突破 600GW、1.2GW、2.2GW、8GW 大关，目前已成为行业中率先实现 N 型电池量产的公司之一。公司于 2022 年 6 月剥离亏损的汽车饰件业务，2022 年 7 月完成对捷泰科技剩余 49%股权的收购，并于 2022 年 8 月 1 日实现 100%并表。完成收购后，公司依靠捷泰科技电池片业务实现了销售收入和盈利大幅的增长，成为电池片领域强有力的竞争者。

图1：钧达股份历史沿革



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图2：公司全资子公司捷泰科技历史沿革

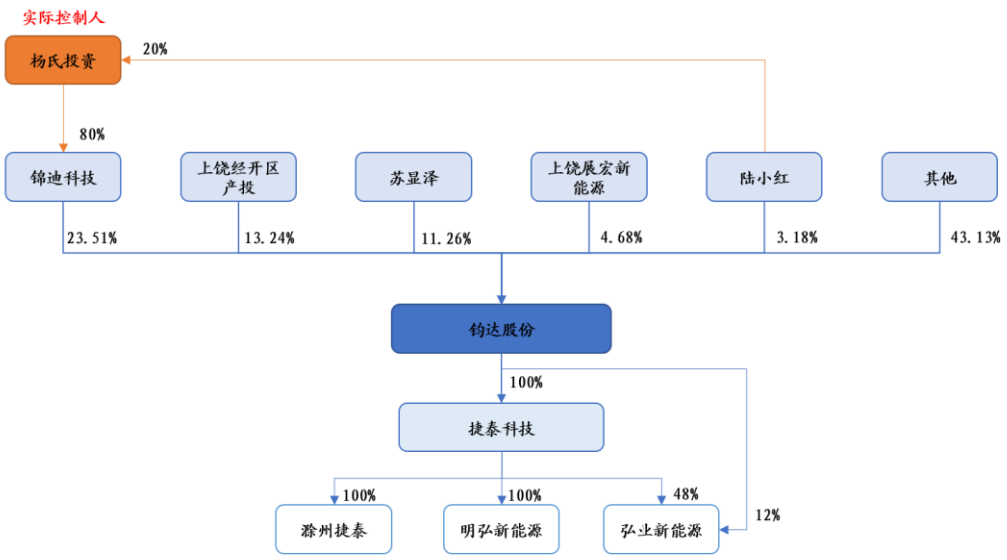


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司股权结构稳定，现有捷泰科技及多家新能源子公司。截至 2022 年 10 月 28 日，锦迪科技持有公司 23.51%股权为第一大股东。公司实控人仍为杨氏家族，其中陆小红为公司董事长，直接持有 3.18%股份。目前捷泰科技已成为公司 100%控股全资子公司，公司进而间接控股了滁州捷泰，明弘新能源、弘业新能源多家新能源企业。

图3：公司股权结构（截至 2022 年 10 月 28 日）

请务必阅读正文之后的免责声明部分



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司换帅捷泰科技董事长，经营管理转交捷泰科技管理层负责。2022 年 6 月，捷泰科技董事兼总经理张满良被聘任为钧达股份总经理，后续公司的经营将主要由捷泰科技管理人员负责，原总经理陆小红不再担任总经理职务，标志着钧达向光伏领域进军的决心。公司新任总经理，张满良曾任晶澳工艺部经理、海润光伏科技副总经理、协鑫科技工艺研发总监、东方日升基地总经理等要职，2020 年 12 月起至今担任捷泰科技总经理及上饶弘业新能源总经理，公司核心管理人员均具有丰富的从业经历，具备光伏行业全面的研发及管理经验。

表1：公司核心管理人员简介（部分）

姓名	职位	学历	简历
张满良	总经理	硕士	2006 年至 2009 年，任晶澳太阳能有限公司工艺部经理；2010 年至 2016 年，任海润光伏科技股份有限公司基地副总经理；2016 年至 2018 年，任协鑫集成科技有限公司工艺研发总监；2018 年至 2020 年，任东方日升新能源股份有限公司基地总经理；2020 年 12 月起至今任捷泰科技董事长兼总经理
白玉磐	副总经理	博士	2000 年至 2004 年，任台积电（中国）有限公司资深工程师；2004 年至 2016 年，任茂迪股份有限公司电池技术开发经理；2016 年至 2019 年，任江西展宇新能源股份有限公司副总经理；2019 年 12 月起，任捷泰科技副总经理
付少剑	研发部副总监	学士	曾任晋能清洁能源科技股份公司技术研发主管、江西展宇新能源股份有限公司研发高级经理等职位；2019 年 12 月起，历任捷泰科技研发部高级经理、研发部副总监
王立富	研发部副经理	硕士	曾任中利腾晖光伏科技有限公司主管、北京捷宸阳光有限公司经理、江西展宇新能源股份有限公司主管等职位；2019 年 12 月起至今，历任捷泰科技研发部高级主管、研发部副经理

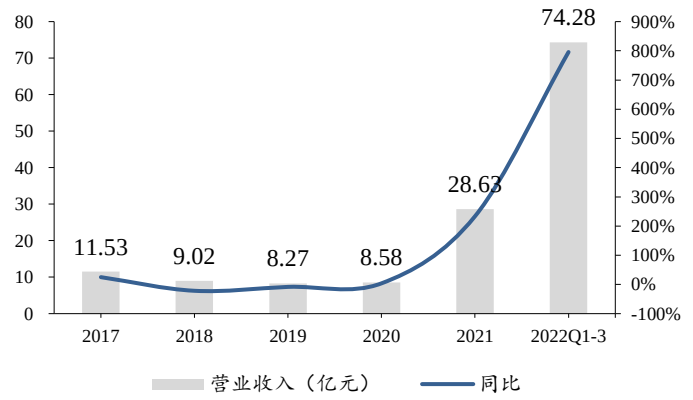
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

两次股权激励助力钧达捷泰整合，推动公司向光伏领域转型。公司于 2022 年 1 月完成了“2021 年股票期权激励计划”。并于 2022 年 6 月提出了“2022 年股票期权激励计划”，激励对象共 141 人，计划授予 285.30 万份股票期权。实行了两次股权激励，主要面向中高层、核心骨干成员。行权要求为 2022/23/24 年度子公司捷泰科技实现净利润不低于 27,000/31,000/38,000 万元。股权激励计划有助于健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，调动人员的积极性，将进一步促进与捷泰科技的整合。

1.2. 光伏加码修复盈利，公司整体财务状况向好

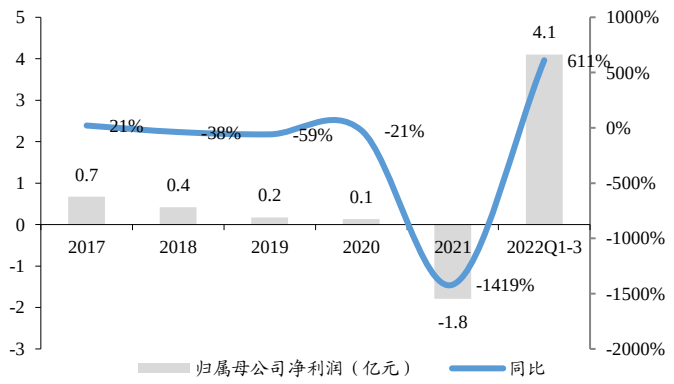
引入光伏业务后盈利转正，营收增速迅猛。2020-2022Q1-3 公司营业收入分别为 8.58/ 28.63/ 74.28 亿元，2021/22Q1-3 同比增长 233.54%/795.75%。由于受汽车行业竞争加剧及环保政策日益收紧影响，公司原有的汽车饰件业务量价下滑的同时原材料涨价，造成公司盈利下行。公司自 2021 年涉足光伏业务后营收增速迅猛，发展前景良好，公司 2020-2022Q1-3 归母净利润分别为 0.14/ -1.79/4.10 亿元，实现高速增长。2021 年主要受汽车业务疲软影响盈利下行，引入光伏+剥离汽车业务后 2022 年盈利转正并迅速增长。

图4：公司营业收入稳步增长（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：公司归母净利润稳步增长（亿元，%）



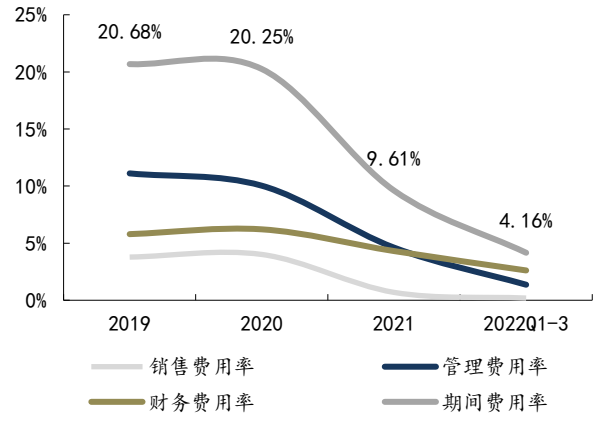
数据来源：Wind，东吴证券研究所

期间费用率降幅较大，研发投入占比提升。公司 2020-2022Q1-3 期间费用率为 20.25%/9.61%/4.16%，费用率显著降低，主要由于光伏电池是产业链中游，集中度较高，销售过程简捷，规模优势明显，费用率较低。未来看，公司专注于单一电池环节，管理集中度高，同时新产能陆续投放形成规模化，期间费用率有望继续优化。在研发费用方面，公司持续进行研发投入，通过培养引进技术人才，加大捷泰科技研发中心投入等措施，持续提升单晶 PERC 电池产品降本增效，研发费用率占比显著增大，预计随着研发投入加大，未来研发投入占比将继续上升。

并入光伏电池业务后，盈利能力提升明显。2021 年受汽车行业持续低迷影响，公司在销售量、售价上出现下滑，导致净利润出现亏损。2022 年，随着公司剥离汽车业务并

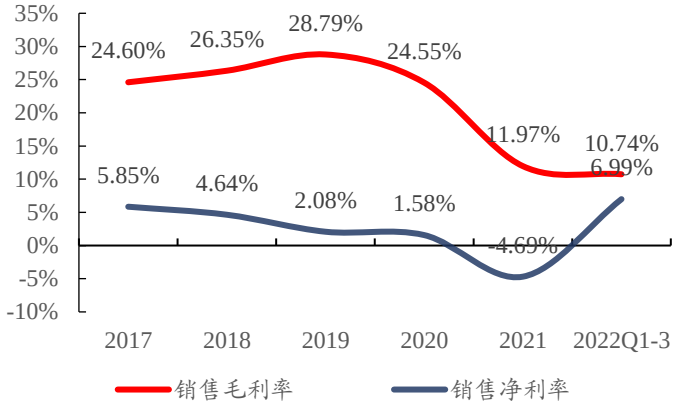
向光伏业务全面转型，净利率增速迅猛。预计未来随着公司新型 TOPCON 光伏电池投放市场公司盈利能力有望进一步提升。

图6：期间费用率降幅显著



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：毛利率、净利率提升明显

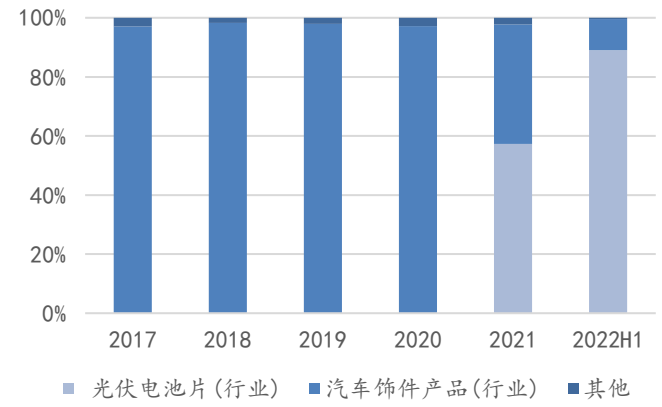


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 光伏电池盈利更优，公司未来前景广阔

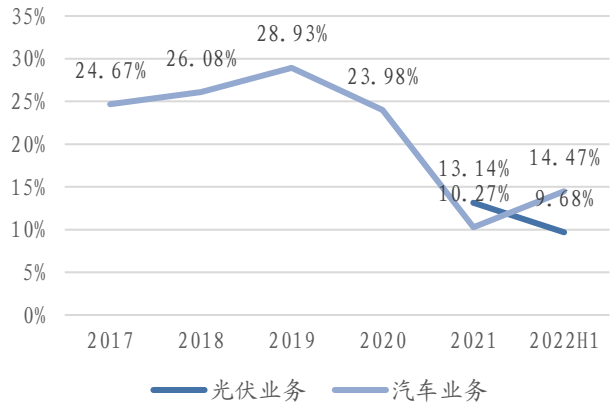
全面转型光伏电池，光伏电池盈利能力更优。2021 年之前公司主营业务收入主要来自于汽车零部件业务，2021 年收购捷泰以来，光伏业务占比大幅提升。2022H1 汽车业务毛利率为 14.47%，光伏板块毛利率为 9.68%。2022 年公司全面转型盈利能力更优的光伏电池业务，未来将成为公司最大利润来源。

图8：钧达股份营收分业务占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：钧达股份分业务毛利率

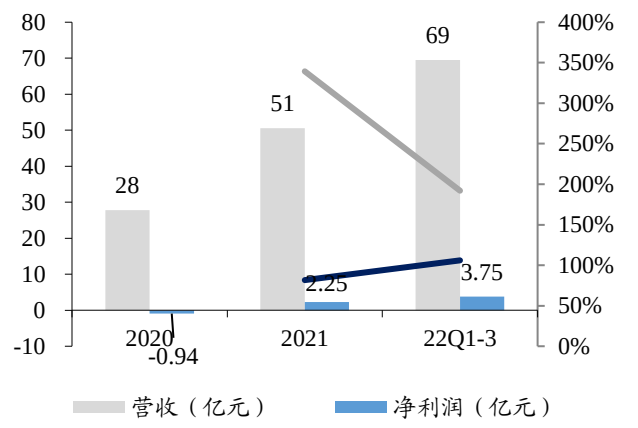


数据来源：Wind，东吴证券研究所

捷泰科技增速迅猛，光伏业务前景良好。2022Q1-3，捷泰科技电池片累计出货 6.91GW（其中 P 型 PERC 产品 6.48GW，N 型 TOPCON 产品 0.43GW），出货量同比增长 75.59%；实现营业收入 69.46 亿元，同比增长 106%；净利润 3.75 亿元，同比增长

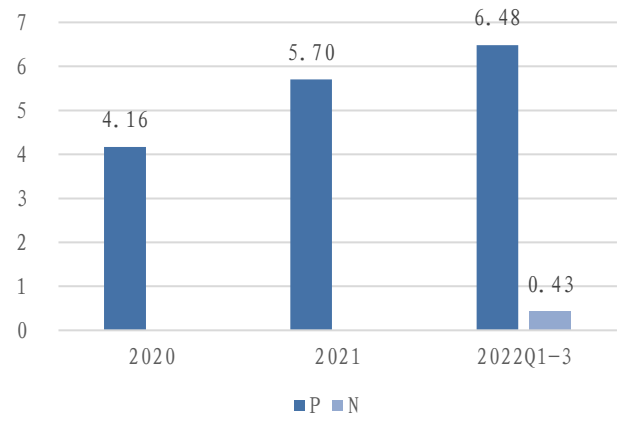
192%，整体业务增速迅猛。未来随着公司 N 型产能持续释放，叠加持续研发进步实现降本增效，看好公司量利双升。

图10：捷泰科技营收与净利润（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：捷泰科技电池片出货量（GW）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 光伏需求持续高增，N 型电池为未来趋势

2.1. 硅价下行星辰大海，光生伏特潜力无限

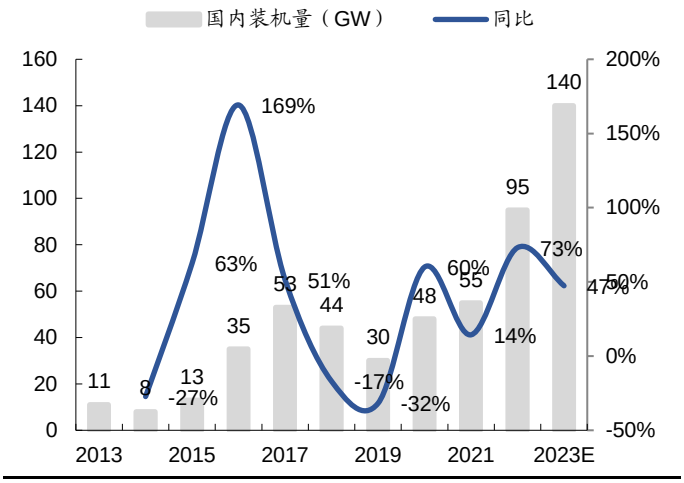
兼具清洁与经济双重属性的光伏产业成长迅速。随着各国对环境保护的日益重视以及光伏发电成本的不断下降，光伏发电已成为全球大部分国家和地区最便宜的能源形式。

硅价下行推动需求放量，2023 年全球装机需求 370-380GW，同增 40%左右。在双碳背景下，2022 年国内新核准项目的上网电价直接对标标杆燃煤电价，海外俄乌冲突导致传统能源价格攀升，高电价带动光伏收益率高增，刺激碳中和加速，欧美相继出台政策支持发展，全球光伏装延续高增速，我们预计 2022 年国内装机需求达 90-100GW，同增 70%左右，全球需求 260-270GW，同增 50%左右。2023 年硅料产能释放，供求回归平衡，价格下降带动国内 2021-2022 年组件高价下积压的地面电站需求陆续释放；同时欧洲能源控价下终端电价稍降，但仍维持高位，叠加地缘政治推动的能源自主性需求已深入民心，光伏景气持续。我们预计 2023 年国内整体装机需求 130-150GW，同增 50%左右，全球需求 370-380GW，同增 40%左右。

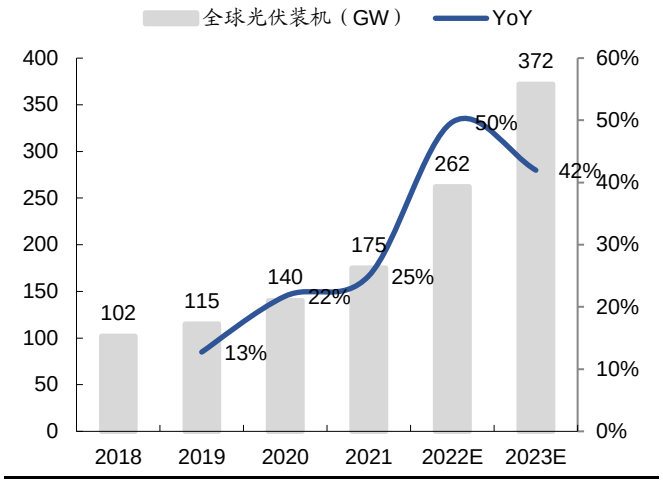
图12：国内光伏年度装机情况及预测（GW，%）

图13：全球光伏年度装机情况及预测（GW，%）

请务必阅读正文之后的免责声明部分



数据来源：能源局、东吴证券研究所



数据来源：IEA，东吴证券研究所

光伏将从辅助能源逐步成长为主力能源，带来行业广阔增量空间。远期看，光伏资源禀赋优异，成本仍在快速下降，且匹配储能发展，光储有望从辅助能源成长为主力能源，带来行业广阔增量空间。全球范围来看，我们预计 2025 年光伏新增装机达 583GW，2030 年光伏新增装机达 1434GW。

表2：2025 年/2030 年全球光伏新增装机将分别达到 583/1434GW

电力能源结构	发电量:世界（TWh）	YOY	光伏发电量（TWh）	光伏累计装机量（MW）	光伏利用小时数	光伏占发电总量的比例	光伏新增（GW）	光伏新增发电量占比（GW）	YOY
2021	28013.0	2.0%	1099.0	931746	1300.0	3.9%	173	37%	23.4%
2022E	28685.3	2.4%	1381.4	1193462	1300.0	4.8%	262	42%	51.5%
2023E	29402.5	2.5%	1793.0	1565029	1300.0	6.1%	372	57%	42.0%
2024E	30146.3	2.5%	2344.2	2041488	1300.0	7.8%	476	74%	28.2%
2025E	30960.3	2.7%	3032.8	2624418	1300.0	9.8%	583	85%	22.3%
2030E	35572.0	2.9%	9239.8	7824579	1300.0	26.0%	1434	172%	18.2%

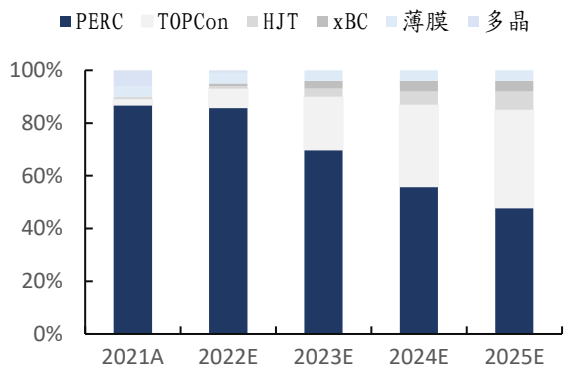
数据来源：BP，东吴证券研究所

2.2. TOPCON 率先发力，电池加速集中

电池技术多点开花，TOPCON 规模化已至！随着业内对 N 型技术的持续验证，多家企业在生产技术上先后取得突破，市场呈现出了以 P 型单晶 PERC 电池为主流，TOPCON、HJT 和 IBC 等 N 型技术为代表的多样化发展局面。2022 年光伏 N 型电池逐步步入量产时代，其中 TOPCON 率先达成规模化量产，我们预计 2022 年底 TOPCON 产能将达 70GW+，全年有效产能约 30GW，渗透率 7-10%，2023 年大规模 TOPCON 产能将持续落地，2023 年底产能将近 280GW，全年有效产能超 150GW，渗透率提升至 20-

30%!

图14：N 型技术将占据更大的市场份额（%）



数据来源：Pvinfolink、东吴证券研究所

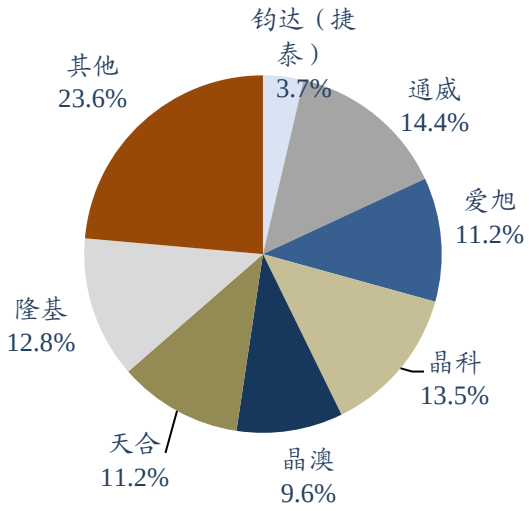
图15：核心厂商 TOPCON 扩产规划及量产效率

	2022 年产能	2023 年产能	量产效率
钧达股份	8GW	31GW+	25.0%
晶科能源	35GW	35GW+	25.0%
天合光能	8GW	30-35GW	25.0%（中试）
中来股份	7.6GW	11.6GW	24.8%
晶澳科技	1.3GW	27.3GW	24.8%
通威股份	9.5GW	19.5GW+	25.0%
阿特斯	-	20GW+	-

数据来源：各公司公告、东吴证券研究所

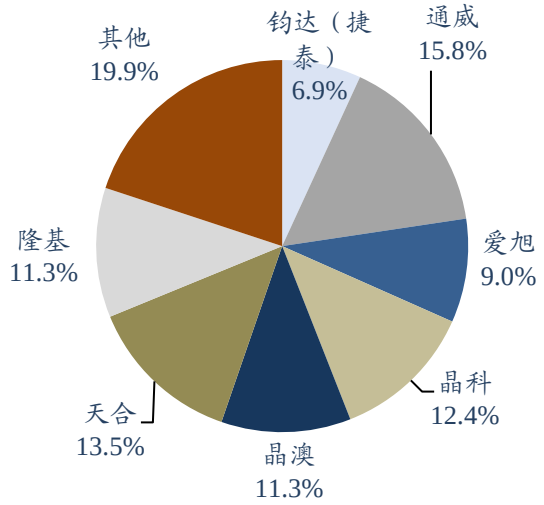
电池集中度提升，龙头恒强。2021 年受疫情、硅料短缺的影响，电池盈利低迷，行业扩产意愿不足，落后产能陆续出清，CR5 市占率为 48%。2022 年行业供需格局变化，电池环节盈利提升，龙头优势产能供货能力显现，我们预计 CR5 达 59%，2023 年集中度将继续提升，CR5 有望进一步提升至约 65%。钧达在上一轮产业周期中扩产充分，光伏电池市占率提升迅速，2022/2023 年将分别提升至 3.7%/6.9%，同增 1.0/3.2pct，行业地位不断跃升。

图16：2022 年电池行业格局预测（按出货量,GW）



数据来源：Solarzoom，东吴证券研究所测算

图17：2023 年电池行业格局预测（按出货量,GW）



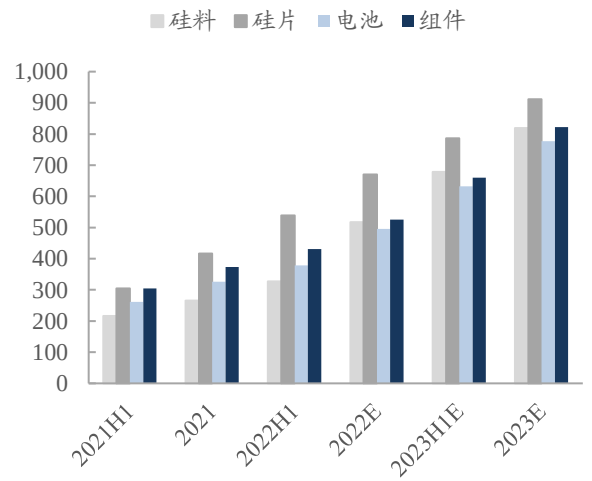
数据来源：Solarzoom，东吴证券研究所测算

2.3. 扩产减速供应趋紧，盈利持续修复

2021 电池盈利低位，扩产减速供应趋紧。2021 年硅料、硅片持续涨价，但电池片因竞争格局差且库存周期短，跟涨乏力，同时涨价导致的下游需求减弱反馈到电池片，使得电池处于两头受挤压的局面，仅一线企业可实现盈亏平衡，电池产业扩产减速。

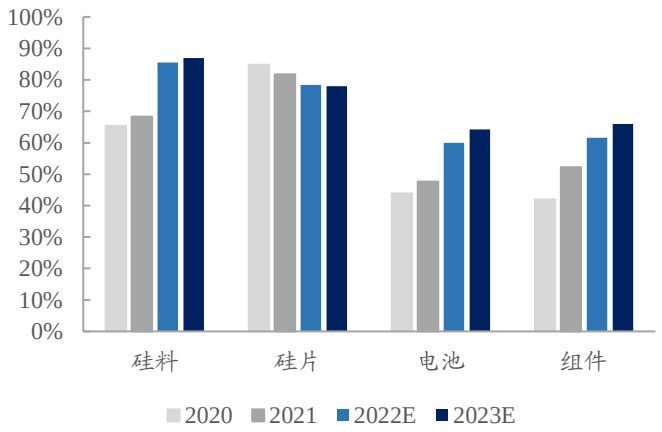
2022 供应趋紧盈利修复，2023 硅价下行盈利提升。2022 年以来，需求快速增长下，由于 2021 年电池扩产放慢导致边际供应趋紧，同时一线企业逆势扩张集中度提升较大，电池端议价能力提升顺价明显+稼动率提升摊低成本，电池价格涨幅超组件，2022H2 涨幅超硅片，盈利持续修复，其中大尺寸产能较紧，溢价 2-3 分/W 盈利更高，TOPCON 持续享 5-10 分/W 的溢价，我们预计 2022 年电池环节单瓦盈利约 5-8 分，大尺寸电池售价和盈利优于小尺寸。前瞻 2023 年，上游硅料、硅片产能大幅释放，产业链将进入价格下行周期且供需天平反转，我们预计电池环节盈利能力将继续坚挺在约 5 分/W；N 型方面，硅价下行产业链开启价格下行周期叠加 N 型渗透加速，N 型溢价空间或将回落，但我们预计旺盛需求下 TOPCON 将仍享溢价约 5 分/W，仍保持一定的价格优势。

图18：2022 年电池供应趋紧（产能：GW）



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

图19：电池 CR5 提升较大，议价能力提升（产量市占率）

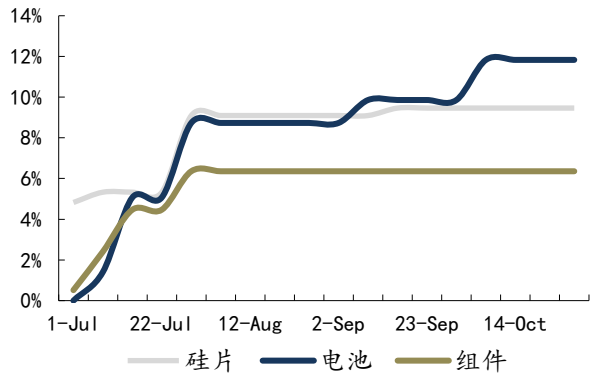


数据来源：CPIA、各公司公告，东吴证券研究所测算

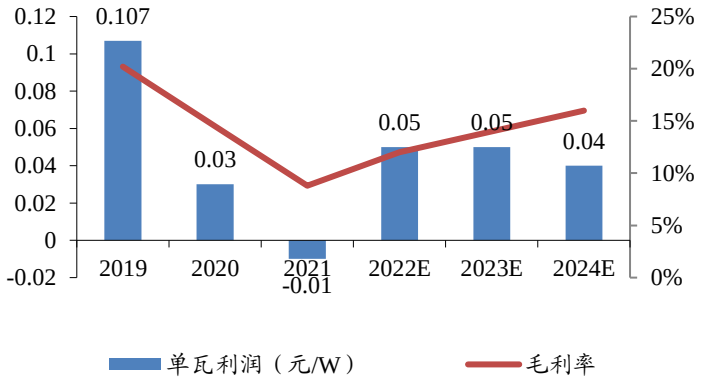
图20：2022H2 电池单价涨幅超硅片（单价涨幅，%）

图21：电池厂商毛利率及单瓦盈利情况（元/W）

请务必阅读正文之后的免责声明部分



数据来源：Solarzoom，东吴证券研究所



数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

3. TOPCON 蓄势待发，量利双升可期

3.1. 研发技术领先，人员&专利储备丰富

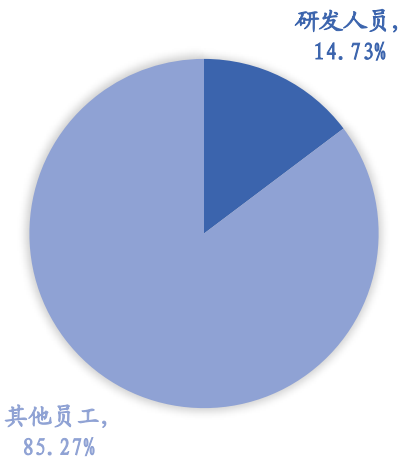
专业化电池厂商，know-how 积累塑造动态护城河。公司专注于高效太阳能电池研发、制造、销售和服务，致力于为客户提供高性能，高可靠性，满足 IEC 双倍标准的高效太阳能电池产品。公司量产产品单晶 P 型 PERC 和 N 型 TOPCON 电池，量产转换效率分别高达 23.5%/25.0%，TOPCON 良率已达 97-98%，产品性能及生产指标已达到国际先进水平。公司在 2022Q3 实现了 TOPCON 的规模化量产，在业内投产时间较早，同时技术已形成领先优势，随时间推移，我们预计公司在生产技术上将持续保持 know-how 的动态优势。

研发能力强劲，丰富专利打造品牌护城河。截至 2021 年末，捷泰科技共有员工 1,317 人，其中研发人员 194 人，占员工总数 14.7%。截至 2021 年 7 月，捷泰科技获得专利证书 118 项，其中发明专利 29 项，实用新型专利 77 项，外观设计专利 12 项。2022 年，捷泰科技成功完成 N 型电池技术突破，在行业内率先实现新一代 N 型电池大规模量产，推动行业技术升级。

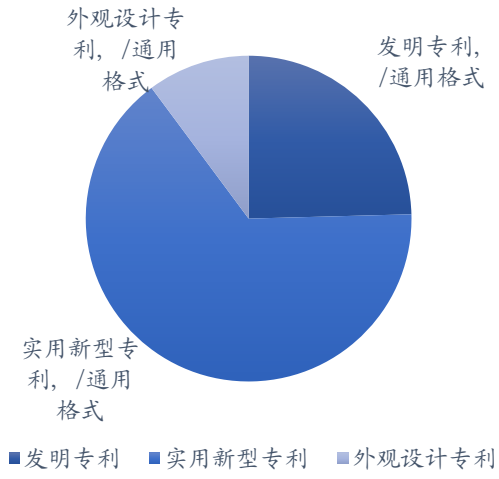
图22：公司研发人员占比 14.7%

图23：公司专利获取情况

请务必阅读正文之后的免责声明部分



数据来源：捷泰科技官网，东吴证券研究所



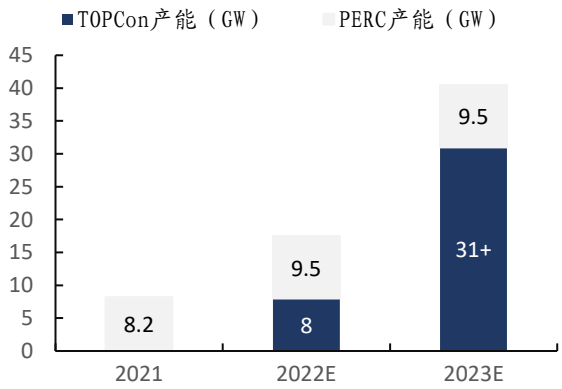
数据来源：捷泰科技官网，东吴证券研究所

3.2. 大力布局 TOPCON 产能，订单充足出货增长提速

P 型全线兼容大尺寸，受益大尺寸紧缺盈利弹性大。公司针对 P 型电池产品持续开展降本增效工作，目前公司已通过技改将单晶 PERC 产能全线升级至 182mm，部分可兼容 210mm，技改后单晶 PERC 电池年产能提升至 9.5GW，助力公司优化出货结构，在大尺寸产能较紧缺的 2022 年业绩弹性较大。

TOPCON 效率第一梯队，产能扩张提速。N 型 TOPCON 方面，公司目前共规划产能 44GW，2022Q3 已投产 8GW 产能（LPCVD 路线），目前量产转换效率已达 25%，良率 97-98%，位于业内第一梯队；2023 年公司 TOPCON 产能预计投放 23-36GW，总计产能达到 31GW 以上，产能规模将位列行业第一梯队。

图24：钧达股份产能（GW）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图25：公司产能情况

项目名称	期数	电池技术	规模	投产时间
上饶基地		PERC	9.5GW	已投产
滁州基地	一期	TOPCON	8GW	已投产
	二期	TOPCON	10GW	2023Q1
淮安基地	一期	TOPCON	13GW	2023Q2
	二期	TOPCON	13GW	2023 年开工建设

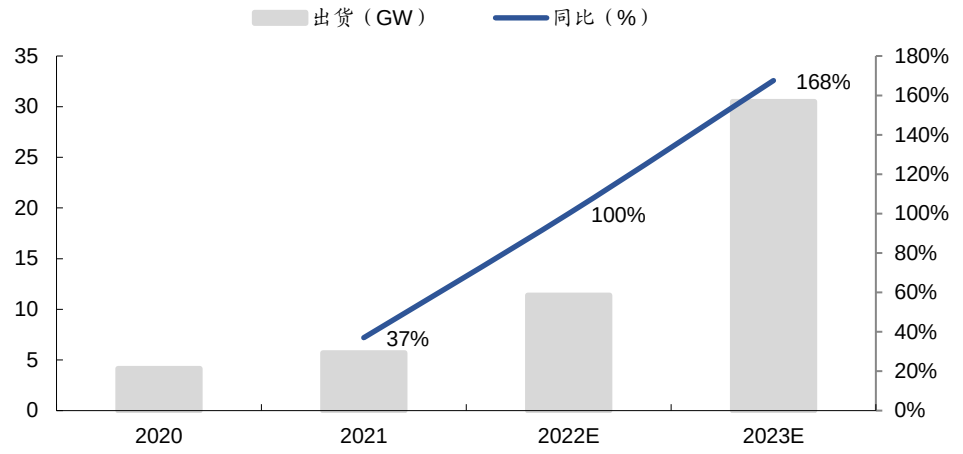
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司客户集中度高，合作关系稳定，在手订单充足。2020-2022H1，捷泰科技前五

大客户销量占比分别为 77.06%/70.30%/61.02%，客户集中度较高。公司与晶科能源、晶澳科技、阿特斯、尚德电力、正泰新能源等全球知名组件厂商建立了稳定的合作伙伴关系。截至 2022 年 8 月 31 日，公司与尚德电力、英利能源、晶科能源等多家公司签订了电池相关合作框架协议合计 12.28GW，订单覆盖至 2023 年底，稳定保障公司出货增长。

我们预计公司 2022-2023 年电池出货 11.4/30.5/44GW，同增 100%/168%/44%，其中 TOPCON 出货 2.4/21.0/36.0GW，分别占总出货的 21%/69%/82%，新技术出货占比提升显著，受益新技术溢价盈利弹性大。

图26：公司电池片出货情况及预测（GW，%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.3. P/N 成本同价在即，TOPCON 降本增效路径清晰

持续推进薄片化，P/N 成本同价在即！公司持续探索降本路径，采用硅片薄片化以及规模采购，双管齐下助力成本下降。2022Q4 公司 TOPCON 电池片平均量产厚度已达 130um 水平，在批量化购入 N 型硅片情况下，TOPCON 与 PERC 已实现成本同价，测算节约硅成本约 4 分/W，我们预计 2022 年可贡献利润增量约 0.8 亿元（假设 2022Q4 公司 TOPCON 出货 2GW）。2023 年公司将持续推进薄片化进程，助力公司电池盈利能力持续向好，我们预计 PERC 盈利可达 6 分/W，TOPCON 盈利可达 1 毛/W！

提效路径清晰，2023 年转化效率目标 25.5%。由于 TOPCON 拥有更高的转换效率，能为终端带来更高的投资收益，2022 年 TOPCON 电池普遍享有溢价 5-10 分/W。公司持续通过研发探究 TOPCON 未来的增效方法，2023 年目标提升量产转换效率至 25.5%。2023 年公司计划在滁州二期导入激光 SE 技术进一步提升量产转换效率。经测算，导入激光 SE 可在实现 0.2-0.3%转换效率提升的基础上与现有产线实现成本同价，我们预计此技术的导入可在 2023 年为公司带来更高的利润收益。远期看公司将通过现有工序优

化及导入正面钝化结构持续提效达 26%+，提效路径清晰，看好公司未来量利双升。

图27：硅片同价下，TOPCON 成本可持平于 PERC

技术	PERC	TOPCon
1 设备折旧		
生产设备价格（亿元/GW）	1.2	1.7(LPCVD)
单 W 折旧（6 年，元/W）	0.02	0.03
2 浆料		
银浆耗量（mg/W）	10	13
银浆价格（元/kg）	5500	5500
单瓦成本（元/W）	0.05	0.06
3 电能及辅料		
耗电	0.04	0.05
其他材料成本	0.03	0.04
人力成本	0.02	0.02
非硅总成本（元/W）	**0.16**	**0.20**
每片瓦数（W）	7.76	8.25
硅片厚度（um）	150	130
M10 硅片价格（元/片，不含税）	6.66	6.76
硅总成本（元/W）	**0.86**	**0.82**
良率	98.0%	97.5%
电池总成本（元/W）	**1.04**	**1.04**
电池售价（不含税，元/W）	**1.19**	**1.25**
单瓦净利（费用率 5%，元/W）	**0.09**	**0.14**

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

图28：2023 年激光 SE 技术能带来更高的 TOPCON 超额收益

技术	无 SE	有 SE
1 设备折旧		
生产设备价格（亿元/GW）	1.7	1.9
单 W 折旧（6 年，元/W）	0.03	0.03
2 浆料		
单瓦成本（元/W）	0.06	0.06
3 电能及辅料		
耗电	0.05	0.06
其他材料成本	0.04	0.04
人力成本	0.02	0.02
非硅总成本（元/W）	**0.20**	**0.21**
每片瓦数（W）	8.25	8.34
M10 硅片价格（元/片，不含税）	5.51	5.51
硅总成本（元/W）	**0.67**	**0.66**
良率	98.0%	98.0%
电池总成本（元/W）	**0.88**	**0.88**
效率溢价（较 PERC，假设 PERC 含税 1.01 元/W）	11.4%	12.6%
理论溢价（较 PERC，元/W）	**0.12**	**0.13**
电池端溢价留存（较 PERC，假设享 50%，元/W，不含税）	**0.051**	**0.056**

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

4. 盈利预测与投资建议

主要业务预测：

考虑公司在 TOPCON 电池的领先地位，以及能源转型背景下全球光伏装机需求的高速发展，我们预计 2022-2024 年公司营业总收入分别为 128.1/231.0/248.9 亿元，**其中 PERC 电池** 2022-2024 年销量预期分别为 9.0/9.5/8.0GW，贡献收入 93.7/68.5/42.4 亿元，毛利率分别为 10.9%/14.2%/14.3%；**TOPCON 电池** 2022-2024 年销量预期分别为 2.4/21.0/36.0GW，贡献收入 29.4/161.8/205.2 亿元，毛利率分别为 16.3%/19.7%/22.1%。

表3：公司分业务拆分及预测（2021 年电池销量为捷泰科技年度总销量）

	2021	2022E	2023E	2024E
总收入（亿元）	**28.6**	**128.1**	**231.0**	**248.9**
总成本（亿元）	**25.2**	**112.4**	**189.2**	**197.2**
毛利率	**12.0%**	**12.3%**	**18.1%**	**20.7%**
PERC	**2021**	**2022E**	**2023E**	**2024E**
主营业务收入（亿元）	16.42	93.7	68.5	42.4
主营业务成本（亿元）	14.26	83.5	58.8	36.3
销量（GW）	**5.7**	**8.98**	**9.50**	**8.00**
出货增速	-	*58%*	*6%*	*-16%*
平均售价（元/W） （不含税）	-	1.04	0.72	0.53
平均成本（元/W）	-	0.93	0.62	0.45
毛利率	13.1%	10.9%	14.2%	14.3%
单瓦净利（元/W）	0.02	0.06	0.05	0.04
TOPCON	**2021**	**2022E**	**2023E**	**2024E**
主营业务收入（亿元）		29.4	161.8	205.2
主营业务成本（亿元）		24.6	129.9	159.9
销量（GW）		**2.4**	**21.0**	**36.0**
出货增速	-	-	*764%*	*71%*
平均售价（元/W） （不含税）		1.21	0.77	0.57
平均成本（元/W）		1.01	0.62	0.44
毛利率		16.3%	19.7%	22.1%
单瓦净利（元/W）		0.11	0.09	0.08
其他业务				
其他业务收入（亿元）	0.7	0.4	0.7	1.3
其他业务成本（亿元）	0.6	0.3	0.5	1.0
毛利率	13%	21%	21%	21%
装配业务（已剥离）				
装配业务收入（亿元）	11.6	4.7		
装配业务成本（亿元）	10.4	4.0		
毛利率	10%	14%		

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 9.4/25.0/33.0 亿元，同增 628%/165%/32%，对应 EPS 为 6.7/17.7/23.3 元。基于公司全面转型光伏电池，并且 TOPCON 已实现规模化量产，我们分别给予 TOPCON 电池龙头晶科能源 30%权重，专业化电池厂商通威股份、爱旭股份 20%权重，组件电池厂商晶澳科技、天合光能、东方日升 10%权重。如下图所示，可比公司的 2023 年动态 PE 加权均值为 19 倍。考虑公司是业内首批实现 TOPCON 规模化量产的企业，同时行业地位提升迅速，我们给予公司 2023 年 20xPE，对应目标价 353 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表4：可比公司估值（截至 2022 年 11 月 25 日）

公司	权重	收盘价（元）	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE			来源
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
晶科能源	30%	16.00	1600	27.25	54.90	75.28	59	29	21	东吴研究所
通威股份	20%	43.08	1939	279.23	215.01	212.22	7	9	9	东吴研究所
爱旭股份	20%	42.78	487	21.24	29.46	37.49	23	17	13	东吴研究所
晶澳科技	10%	55.92	1317	48.54	78.08	105.96	27	17	12	东吴研究所
天合光能	10%	64.99	1410	37.01	66.08	90.62	38	21	16	东吴研究所
东方日升	10%	26.08	233	10.91	16.11	21.96	21	14	11	东吴研究所
加权平均							32	19	15	
钧达股份		207.50	294	9.43	25.00	33.04	31	12	9	东吴研究所

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

5. 风险提示

1) 竞争加剧。光伏电池行业竞争者较多，产能扩张旺盛，若竞争进一步加剧，将对公司的盈利能力产生影响。

2) 技术导入不及预期。由于 N 型技术尚未成熟，新技术进展存在较高的不确定性，相关新技术的导入存在较高的不确定性，若技术导入不及预期，将对公司的盈利能力产生影响。

3）光伏政策超预期变化。全球光伏仍处在高速发展期，相关试点政策的推出、执行、落地情况对市场影响较大，若政策推进不达预期，公司业务发展将不及预期。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

钧达股份三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	**1,682**	**13,268**	**23,409**	**26,960**
货币资金及交易性金融资产	491	6,971	13,851	16,113
经营性应收款项	605	3,580	5,611	6,455
存货	438	2,556	3,731	4,128
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	148	161	216	265
非流动资产	**4,333**	**4,725**	**5,476**	**5,745**
长期股权投资	44	0	0	0
固定资产及使用权资产	2,418	3,036	3,619	3,711
在建工程	237	196	186	173
无形资产	300	394	521	631
商誉	863	863	863	863
长期待摊费用	283	13	9	4
其他非流动资产	188	222	277	362
资产总计	**6,015**	**17,993**	**28,885**	**32,704**
流动负债	**3,018**	**9,744**	**17,435**	**17,551**
短期借款及一年内到期的非流动负债	559	382	382	382
经营性应付款项	1,417	6,286	10,609	11,046
合同负债	93	620	872	998
其他流动负债	949	2,456	5,573	5,124
非流动负债	1,393	2,831	3,531	3,931
长期借款	130	1,630	2,330	2,730
应付债券	62	0	0	0
租赁负债	1	1	1	1
其他非流动负债	1,199	1,199	1,199	1,199
负债合计	**4,411**	**12,575**	**20,966**	**21,481**
归属母公司股东权益	1,002	4,745	7,245	10,549
少数股东权益	602	673	673	673
所有者权益合计	**1,604**	**5,418**	**7,919**	**11,223**
负债和股东权益	**6,015**	**17,993**	**28,885**	**32,704**

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	**2,863**	**12,813**	**23,096**	**24,885**
营业成本(含金融类)	2,521	11,237	18,917	19,722
税金及附加	15	44	74	75
销售费用	20	26	58	62
管理费用	132	167	300	316
研发费用	123	320	577	622
财务费用	45	78	213	162
加:其他收益	4	92	81	87
投资净收益	-8	218	7	10
公允价值变动	0	0	0	0
减值损失	-103	-62	-142	-187
资产处置收益	-2	-5	7	7
营业利润	**-101**	**1,184**	**2,909**	**3,843**
营业外净收支	0	-1	-1	-1
利润总额	**-101**	**1,183**	**2,907**	**3,842**
减:所得税	33	169	407	538
净利润	**-134**	**1,014**	**2,500**	**3,304**
减:少数股东损益	44	71	0	0
归属母公司净利润	**-179**	**943**	**2,500**	**3,304**
每股收益-最新股本摊薄(元)	-1.26	6.66	17.67	23.35
EBIT	41	1,020	3,169	4,088
EBITDA	197	1,956	4,445	5,559
毛利率(%)	11.97	12.30	18.09	20.75
归母净利率(%)	-6.24	7.36	10.83	13.28
收入增长率(%)	233.54	347.47	80.25	7.75
归母净利润增长率(%)	-1,418.69	627.93	165.11	32.16

现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	581	3,633	8,366	3,790
投资活动现金流	-562	-1,138	-2,048	-1,751
筹资活动现金流	-112	3,984	561	223
现金净增加额	-93	6,479	6,880	2,262
折旧和摊销	156	936	1,276	1,471
资本开支	-152	-1,350	-1,984	-1,660
营运资本变动	344	264	1,264	-830

重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
每股净资产(元)	7.22	1.61	2.46	3.59
最新发行在外股份（百万股）	142	142	142	142
ROIC(%)	2.91	17.86	30.18	28.16
ROE-摊薄(%)	-17.83	19.88	34.51	31.32
资产负债率(%)	43.59	73.33	69.89	72.59
P/E（现价&最新股本摊薄）	-	31.14	11.75	8.89
P/B（现价）	28.74	128.74	84.25	57.83

数据来源:Wind,东吴证券研究所，全文如无特殊注明，相关数据的货币单位均为人民币，预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn