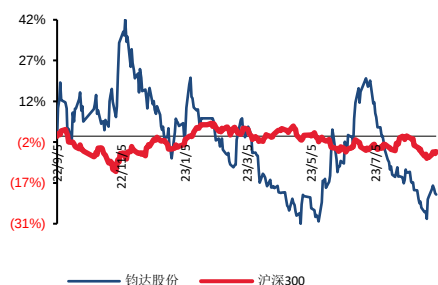


电力设备 光伏设备

TOPCon 产能落地与技术持续领先，盈利有望持续高增

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	227/195
总市值/流通(百万元)	22,899/19,609
12 个月最高/最低(元)	253.00/87.39

相关研究报告:

钧达股份(002865)《钧达股份 2023 年一季报预告点评: TOPCon 电池片放量加速, 营收与盈利迎来高速增长》—2023/04/19

钧达股份(002865)《技术迭代中实现转型, TOPCon 新产能凸显阿尔法》—2022/12/04

证券分析师: 刘强

电话:

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190522080001

事件: 公司近日发布 2023 年中报, 实现营业收入 94.21 亿元, 同比增 113.83%; 归母净利润 9.56 亿元, 同比增 250.23%, 实现扣非归母 9.33 亿元, 同比增 1470.75%; 2023 年二季度, 公司实现营业收入 54.54 亿元, 同比增 128.17%, 环比增 37.47%, 实现归母净利润 6.02 亿元, 同比增 139.48%, 环比增 69.93%, 实现扣非归母 5.89 亿元, 同比增 1457.89%, 环比增 71.11%。

TOPCon 产能释放带动出货持续高增, 有望充分享受 TOPCon 高盈利。 1) 出货方面, 2023 上半年, 公司电池片出货 11.4GW, 其中 PERC 4.84GW, TOPCon 6.56GW, 公司 N 型 TOPCon 电池片出货排名全行业第一, 公司 TOPCon 产能释放带动出货持续高增, 公司产能爬坡节奏持续领先行业; 2) 产能方面, 预计 2023 年年底公司 P、N 型产能将达到 9.5、44GW。公司有望通过技术、产能落地优势, 充分享受 TOPCon 高盈利。

公司技术持续领先, 人才与技术优势是公司强有力的护城河。 1) 公司通过 LPCVD 改进+SE 工序导入, 将 TOPCon 量产效率提升至 25.5% 以上, 同时, 公司添加优化技术后的 TOPCon 电池实验室测试效率达 26.21%; 领先的 TOPCon 技术以及技术迭代能力将成为公司盈利的强力保障; 2) 公司积极开展双面 poly、BC、钙钛矿叠层等技术的研发, 技术储备丰富, 持续的技术迭代能力是公司强有力的护城河; 3) 公司通过股权激励稳定人才, 目标一致共同成长。

石英器件、网板等核心材料结构性紧缺限制产能扩张, TOPCon 高溢价有望持续。 1) TOPCon 产能瓶颈高于预期, 石英器件、网板等核心材料结构性紧缺, 行业整体产能落地速度晚于预期, N 型产能紧缺程度持续性或超预期; 2) 新企业的新 TOPCon 电池片产能在投放后, 会通过收益共享快速推广产品, 因此 2023 年上半年 N、P 型价差呈现缩窄趋势, 随着终端对 TOPCon、Perc 产品收益率验证, TOPCon 发电优势有望得到持续验证, 溢价有望维持在较高水平。

投资建议: 我们预计 2023-2025 年营业收入分别为 222.68 亿元、282.52 亿元、313.05 亿元; 归母净利润分别为 25.89 亿元、33.21 亿元、39.17 亿元, 对应 EPS 分别为 11.38 元、14.60 元、17.23 元, 维持“买入”评级。

■ 盈利预测和财务指标:

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11595.39	22268.63	28252.25	31305.13
(+/-%)	304.95%	92.05%	26.87%	10.81%
归母净利(百万元)	716.95	2588.53	3320.87	3917.49
(+/-%)	501.35%	261.05%	28.29%	17.97%
摊薄每股收益(元)	5.08	11.38	14.60	17.23
市盈率(PE)	36.44	8.85	6.90	5.85

资料来源: Wind, 太平洋证券, 注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

利润表（百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	11595	22269	28252	31305
%同比增速	305%	92%	27%	11%
营业成本	10250	18279	23158	25415
毛利	1346	3990	5094	5890
%营业收入	12%	18%	18%	19%
税金及附加	39	51	62	69
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	21	45	51	47
%营业收入	0%	0%	0%	0%
管理费用	147	289	362	394
%营业收入	1%	1%	1%	1%
研发费用	249	512	678	736
%营业收入	2%	2%	2%	2%
财务费用	150	139	153	173
%营业收入	1%	1%	1%	1%
资产减值损失	-57	0	0	0
信用减值损失	-14	0	0	0
其他收益	14	22	28	31
投资收益	212	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	-2	0	0	0
营业利润	892	2975	3817	4503
%营业收入	8%	13%	14%	14%
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	892	2975	3817	4503
%营业收入	8%	13%	14%	14%
所得税费用	71	387	496	585
净利润	821	2589	3321	3917
%营业收入	7%	12%	12%	13%
归属于母公司的净利润	717	2589	3321	3917
%同比增速	501%	261%	28%	18%
少数股东损益	104	0	0	0
EPS（元/股）	5.08	11.38	14.60	17.23

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	5.08	11.38	14.60	17.23
BVPS	7.43	27.67	42.28	59.50
PE	36.44	8.85	6.90	5.85
PEG	0.07	0.03	0.24	0.33
PB	24.93	3.64	2.38	1.69
EV/EBITDA	21.66	0.15	1.78	-2.29
ROE	68%	41%	35%	29%
ROIC	20%	29%	26%	23%

资料来源：WIND，太平洋证券

资产负债表（百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1873	25494	19295	37462
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	54	0	0	0
存货	339	0	0	0
预付账款	104	0	0	0
其他流动资产	1188	164	164	164
流动资产合计	3559	25658	19459	37626
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	4155	4155	4155	4155
无形资产	159	159	159	159
商誉	861	861	861	861
递延所得税资产	261	261	261	261
其他非流动资产	494	494	494	494
资产总计	9489	31588	25389	43556
短期借款	589	669	919	1219
应付票据及应付账款	1536	17758	7330	20909
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	60	91	116	127
应交税费	32	45	57	63
其他流动负债	2160	2551	3054	3286
流动负债合计	4377	21114	11474	25604
长期借款	1658	1658	1658	1658
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	280	280	280	280
其他非流动负债	2123	2243	2363	2483
负债合计	8438	25295	15775	30025
归属于母公司的所有者权益	1051	6293	9614	13531
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	1051	6293	9614	13531
负债及股东权益	9489	31588	25389	43556

现金流量表（百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	156	20907	-6416	17920
投资	-208	0	0	0
资本性支出	-525	0	0	0
其他	0	0	0	0
投资活动现金流净额	-733	0	0	0
债权融资	2632	200	370	420
股权融资	0	2738	0	0
支付股利及利息	-129	-224	-153	-173
其他	-895	0	0	0
筹资活动现金流净额	1607	2714	217	247
现金净流量	1030	23621	-6199	18167

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。

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锬	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	郑丹璇	15099958914	zhengdx@tpyzq.com



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

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

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分析人员的个人观点。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。