

分析师：唐俊男  
登记编码：S0730519050003  
tangjn@ccnew.com 021-50586738

# TOPCon 电池放量, 制造水平和成本保持领先

——钧达股份(002865)季报点评

## 证券研究报告-季报点评

增持(维持)

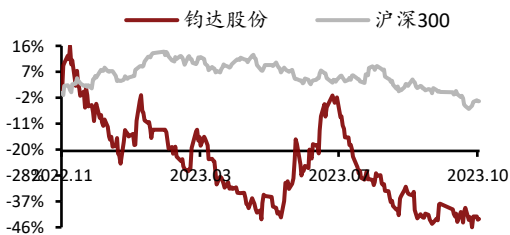
### 市场数据(2023-11-01)

|             |              |
|-------------|--------------|
| 收盘价(元)      | 87.65        |
| 一年内最高/最低(元) | 253.00/83.18 |
| 沪深 300 指数   | 3,571.03     |
| 市净率(倍)      | 3.62         |
| 流通市值(亿元)    | 170.68       |

### 基础数据(2023-09-30)

|              |                     |
|--------------|---------------------|
| 每股净资产(元)     | 24.19               |
| 每股经营现金流(元)   | 2.09                |
| 毛利率(%)       | 17.76               |
| 净资产收益率_摊薄(%) | 29.79               |
| 资产负债率(%)     | 72.24               |
| 总股本/流通股(万股)  | 22,739.45/19,472.73 |
| B 股/H 股(万股)  | 0.00/0.00           |

### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券，聚源

### 相关报告

《钧达股份(002865)年报点评: 转型后业绩快速增长, TOPCon 电池产能进入加速释放阶段》 2023-03-21

联系人：马焱琦

电话： 021-50586973

地址： 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编： 200122

### 事件：

公司公布 2023 年三季报报告，前三季度，公司实现营业总收入 143.80 亿元，同比增长 93.59%，归属于上市公司股东的净利润 16.38 亿元，同比增长 299.21%。

其中，第三季度，公司实现营业总收入 49.59 亿元，同比增长 65.20%；归属于上市公司股东的净利润 6.83 亿元，同比增长 396.34%。

### 点评：

- **N 型 TOPCon 电池出货大幅度增长带动公司业绩高增。**2023 年，TOPCon 电池产业化程度加深，其市场需求量提升。公司作为国内率先发力 TOPCon 电池厂商，享受行业景气红利。公司前三季度业绩快速增长主要得益于公司 N 型 TOPCon 电池的快速放量和电池业务盈利能力的提升。公司前三季度实现电池出货 19.55GW (P 型 7.34GW, N 型 12.21GW)，同比增长 182.75%。公司前三季度销售毛利率和销售净利率分别为 17.76%、11.39%，分别同比提升 7.02 和 4.40 个百分点。其中，第三季度，公司 TOPCon 电池出货量 8.15GW，包括 2.50GW PERC 电池和 12.21GW TOPCon 电池。在光伏产业链价格快速下行背景下，公司第三季度销售毛利率 19.50%，达到最近两年来高点位置。尽管太阳能电池 N-P 价差呈收敛态势，公司技术和规模行业较为领先，能够享受阶段市场红利。
- **公司 TOPCon 电池转换效率稳步提升，储备前沿太阳能电池技术。**2023 年，TOPCon 电池凭借其较高的理论转换效率、成熟的技术工艺和较高的性价比得到产业界认可，市场渗透率快速提升。公司率先行业完成 LPCVD 双插技术改进和 SE 技术量产导入，将 TOPCon 电池量产效率从 25% 左右提升至 25.5% 以上。2023 年第三季度，公司在金属化工艺创新、多晶硅工艺优化、栅线改进等方面取得重大进展，提升电池转换效率 0.3 个百分点。公司与国内外科研院所在 TOPCon 技术优化、BC 平台技术叠加、钙钛矿叠层等行业前沿技术展开研发合作。公司在 N 型电池技术领域的储备有利于把握行业发展趋势，提升长期竞争力。
- **TOPCon 电池行业扩产力度较大，关注企业技术迭代以及抗风险能力。**根据国家能源局统计，2023 年 1-9 月，国内光伏新增装机 128.94GW，同比增长 145.13%，呈快速增长态势。清洁能源转型以及光伏投资回报率提升有望带动行业中长期保持较快增速。从供给端来看，TOPCon 电池产业化进程较快，PV Infolink 预计，2023 年底国内 TOPCon 电池产能有望超过 600GW，行业规划规模更为

庞大。TOPCon 电池产业的快速发展有利于完善相关产业配套，但技术上的同质化难以形成显著的差异化竞争。目前资本市场融资收紧减少相关企业资金来源，进而有望减缓新增产能投放。头部 TOPCon 电池厂家有望保持技术、成本优势提升自身抗风险能力，实现中长期市场份额的提升。

- **投资建议：**预计公司 2023、2024 年、2025 年归属于上市公司股东的净利润分别为 21.19 亿元、25.85 亿元和 30.98 亿元，对应每股收益为 9.32、11.37 和 13.63 元/股，按照 11 月 1 日 87.65 元/股收盘价计算，对应 PE 分别为 9.41、7.71 和 6.43 倍。市场对光伏行业扩产力度过大，阶段产能过剩存在担忧，公司估值处于低位。考虑到公司在 TOPCon 电池领域具备领先优势，并持续扩大生产规模，公司有望阶段享受行业发展红利，维持公司“增持”投资评级。

**风险提示：**行业扩产过快，竞争加剧，盈利能力下滑风险；技术迭代较快，产品被迭代风险。

|          | 2021A     | 2022A   | 2023E   | 2024E  | 2025E  |
|----------|-----------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入（亿元） | 28.63     | 115.95  | 183.96  | 228.00 | 279.54 |
| 增长比率     | 233.54%   | 304.95% | 58.65%  | 23.94% | 22.60% |
| 净利润（亿元）  | -1.79     | 7.17    | 21.19   | 25.85  | 30.98  |
| 增长比率     | -1418.69% | 501.35% | 195.57% | 22.00% | 19.85% |
| 每股收益（元）  | -1.35     | 5.08    | 9.32    | 11.37  | 13.63  |
| 市盈率（倍）   | —         | 36.44   | 9.41    | 7.71   | 6.43   |

资料来源：中原证券，聚源

## 财务报表预测和估值数据汇总

| 资产负债表 (亿元)     |              |              |               |               |               |
|----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 会计年度           | 2021A        | 2022A        | 2023E         | 2024E         | 2025E         |
| <b>流动资产</b>    | <b>16.82</b> | <b>35.59</b> | <b>79.49</b>  | <b>86.35</b>  | <b>130.06</b> |
| 现金             | 4.91         | 18.73        | 28.23         | 23.15         | 52.59         |
| 应收票据及应收账款      | 2.17         | 0.54         | 2.52          | 3.25          | 4.10          |
| 其他应收款          | 0.14         | 0.10         | 0.25          | 0.31          | 0.38          |
| 预付账款           | 0.94         | 1.04         | 6.03          | 7.45          | 9.15          |
| 存货             | 4.38         | 3.39         | 11.39         | 16.35         | 23.06         |
| 其他流动资产         | 4.28         | 11.78        | 31.07         | 35.84         | 40.77         |
| <b>非流动资产</b>   | <b>43.33</b> | <b>59.30</b> | <b>123.34</b> | <b>164.94</b> | <b>184.83</b> |
| 长期投资           | 0.44         | 0.00         | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 固定资产           | 24.16        | 41.55        | 79.59         | 104.94        | 118.34        |
| 无形资产           | 3.00         | 1.59         | 1.59          | 1.59          | 1.59          |
| 其他非流动资产        | 15.74        | 16.16        | 42.16         | 58.41         | 64.91         |
| <b>资产总计</b>    | <b>60.15</b> | <b>94.89</b> | <b>202.83</b> | <b>251.29</b> | <b>314.89</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>30.18</b> | <b>43.77</b> | <b>77.18</b>  | <b>79.79</b>  | <b>97.40</b>  |
| 短期借款           | 1.77         | 5.89         | 8.50          | 9.28          | 12.32         |
| 应付票据及应付账款      | 14.17        | 15.36        | 57.82         | 58.67         | 72.06         |
| 其他流动负债         | 14.25        | 22.52        | 10.86         | 11.84         | 13.02         |
| <b>非流动负债</b>   | <b>13.93</b> | <b>40.61</b> | <b>65.61</b>  | <b>85.61</b>  | <b>100.61</b> |
| 长期借款           | 1.30         | 16.58        | 21.58         | 26.58         | 31.58         |
| 其他非流动负债        | 12.62        | 24.03        | 44.03         | 59.03         | 69.03         |
| <b>负债合计</b>    | <b>44.11</b> | <b>84.38</b> | <b>142.79</b> | <b>165.40</b> | <b>198.01</b> |
| 少数股东权益         | 6.02         | 0.00         | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 股本             | 1.37         | 1.42         | 2.27          | 2.27          | 2.27          |
| 资本公积           | 6.61         | 0.96         | 28.45         | 28.45         | 28.45         |
| 留存收益           | 1.93         | 8.13         | 29.32         | 55.17         | 86.16         |
| 归属母公司股东权益      | 10.02        | 10.51        | 60.04         | 85.89         | 116.88        |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>60.15</b> | <b>94.89</b> | <b>202.83</b> | <b>251.29</b> | <b>314.89</b> |

| 现金流量表 (百万元)    |              |              |               |               |               |
|----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 会计年度           | 2021A        | 2022A        | 2023E         | 2024E         | 2025E         |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>5.81</b>  | <b>1.56</b>  | <b>25.52</b>  | <b>27.52</b>  | <b>45.89</b>  |
| 净利润            | -1.34        | 8.21         | 21.19         | 25.85         | 30.98         |
| 折旧摊销           | 1.56         | 4.20         | 5.96          | 8.39          | 10.11         |
| 财务费用           | 0.43         | 1.47         | 1.97          | 3.38          | 4.49          |
| 投资损失           | 0.08         | -2.12        | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 营运资金变动         | 3.44         | -11.49       | -5.11         | -12.10        | -2.19         |
| 其他经营现金流        | 1.65         | 1.28         | 1.50          | 2.00          | 2.50          |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-5.62</b> | <b>-7.33</b> | <b>-70.00</b> | <b>-50.00</b> | <b>-30.00</b> |
| 资本支出           | -1.52        | -5.25        | -70.00        | -50.00        | -30.00        |
| 长期投资           | -4.12        | -2.08        | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 其他投资现金流        | 0.03         | 0.00         | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>-1.12</b> | <b>16.07</b> | <b>53.98</b>  | <b>17.40</b>  | <b>13.55</b>  |
| 短期借款           | 1.27         | 4.12         | 2.61          | 0.78          | 3.04          |
| 长期借款           | 0.95         | 15.28        | 5.00          | 5.00          | 5.00          |
| 普通股增加          | 0.08         | 0.04         | 0.86          | 0.00          | 0.00          |
| 资本公积增加         | 1.48         | -5.65        | 27.48         | 0.00          | 0.00          |
| 其他筹资现金流        | -4.91        | 2.28         | 18.03         | 11.62         | 5.51          |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>-0.93</b> | <b>10.30</b> | <b>9.50</b>   | <b>-5.08</b>  | <b>29.44</b>  |

资料来源：中原证券，聚源

| 利润表 (亿元)        |              |               |               |               |               |
|-----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 会计年度            | 2021A        | 2022A         | 2023E         | 2024E         | 2025E         |
| <b>营业收入</b>     | <b>28.63</b> | <b>115.95</b> | <b>183.96</b> | <b>228.00</b> | <b>279.54</b> |
| 营业成本            | 25.21        | 102.50        | 150.75        | 186.20        | 228.71        |
| 营业税金及附加         | 0.15         | 0.39          | 0.61          | 0.75          | 0.92          |
| 营业费用            | 0.20         | 0.21          | 0.37          | 0.46          | 0.56          |
| 管理费用            | 1.32         | 1.47          | 2.76          | 3.42          | 4.19          |
| 研发费用            | 1.23         | 2.49          | 2.76          | 3.42          | 4.19          |
| 财务费用            | 0.45         | 1.50          | 1.86          | 3.25          | 4.31          |
| 资产减值损失          | -1.00        | -0.57         | -1.00         | -1.50         | -2.00         |
| 其他收益            | 0.04         | 0.14          | 0.18          | 0.23          | 0.28          |
| 公允价值变动收益        | 0.00         | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 投资净收益           | -0.08        | 2.12          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 资产处置收益          | -0.02        | -0.02         | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| <b>营业利润</b>     | <b>-1.01</b> | <b>8.92</b>   | <b>23.55</b>  | <b>28.73</b>  | <b>34.43</b>  |
| 营业外收入           | 0.00         | 0.02          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 营业外支出           | 0.01         | 0.02          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| <b>利润总额</b>     | <b>-1.01</b> | <b>8.92</b>   | <b>23.55</b>  | <b>28.73</b>  | <b>34.43</b>  |
| 所得税             | 0.33         | 0.71          | 2.35          | 2.87          | 3.44          |
| <b>净利润</b>      | <b>-1.34</b> | <b>8.21</b>   | <b>21.19</b>  | <b>25.85</b>  | <b>30.98</b>  |
| 少数股东损益          | 0.44         | 1.04          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>-1.79</b> | <b>7.17</b>   | <b>21.19</b>  | <b>25.85</b>  | <b>30.98</b>  |
| EBITDA          | 1.97         | 12.56         | 31.37         | 40.37         | 48.84         |
| EPS (元)         | -1.35        | 5.08          | 9.32          | 11.37         | 13.63         |

### 主要财务比率

| 会计年度            | 2021A     | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|-----------------|-----------|---------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力</b>     |           |         |         |         |         |
| 营业收入            | 233.54%   | 304.95% | 58.65%  | 23.94%  | 22.60%  |
| 营业利润            | -1705.14% | 984.01% | 164.07% | 22.00%  | 19.85%  |
| 归属母公司净利润        | -1418.69% | 501.35% | 195.57% | 22.00%  | 19.85%  |
| <b>获利能力</b>     |           |         |         |         |         |
| 毛利率             | 11.97%    | 11.60%  | 18.06%  | 18.33%  | 18.18%  |
| 净利率             | -4.69%    | 7.08%   | 11.52%  | 11.34%  | 11.08%  |
| ROE             | -17.83%   | 68.23%  | 35.29%  | 30.10%  | 26.51%  |
| ROIC            | 2.30%     | 19.58%  | 19.64%  | 17.65%  | 16.44%  |
| <b>偿债能力</b>     |           |         |         |         |         |
| 资产负债率           | 73.33%    | 88.93%  | 70.40%  | 65.82%  | 62.88%  |
| 净负债比率           | 274.95%   | 803.03% | 237.83% | 192.57% | 169.42% |
| 流动比率            | 0.56      | 0.81    | 1.03    | 1.08    | 1.34    |
| 速动比率            | 0.38      | 0.71    | 0.80    | 0.78    | 1.00    |
| <b>营运能力</b>     |           |         |         |         |         |
| 总资产周转率          | 0.48      | 1.22    | 0.91    | 0.91    | 0.89    |
| 应收账款周转率         | 17.20     | 249.50  | 362.13  | 304.28  | 270.95  |
| 应付账款周转率         | 2.60      | 9.98    | 5.21    | 7.30    | 7.30    |
| <b>每股指标 (元)</b> |           |         |         |         |         |
| 每股收益 (最新摊薄)     | -1.35     | 5.08    | 9.32    | 11.37   | 13.63   |
| 每股经营现金流 (最新摊薄)  | 2.55      | 0.68    | 11.22   | 12.10   | 20.18   |
| 每股净资产 (最新摊薄)    | 4.41      | 4.62    | 26.40   | 37.77   | 51.40   |
| <b>估值比率</b>     |           |         |         |         |         |
| P/E             | —         | 36.44   | 9.41    | 7.71    | 6.43    |
| P/B             | 15.89     | 40.05   | 3.32    | 2.32    | 1.71    |
| EV/EBITDA       | 50.21     | 21.66   | 799.23  | 621.60  | 513.57  |

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅—10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅—10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅—15% 至—10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。