

钧达股份 (002865.SZ)

公司快报

研发降本保持领先，TOPCon 产品持续升级迭代

投资要点

- ◆ **事件:** 钧达股份发布 2023 年年报, 公司经营业绩持续高增, 电池产品出货 29.96GW (P 型 9.38GW, N 型 20.58GW), 同比 2022 年增长 179.48%。营业收入 186.57 亿元, 同比增长 60.90%; 归属于上市公司股东的净利润 8.16 亿元, 同比增长 13.77%。
- ◆ **产业链价格下行, 刺激行业需求高增:** 过去两年, 上游硅料产能短缺价格持续处于高位。2023 年, 随着硅料产能扩张到位, 硅料价格进入下行通道 (从 2022 年最高 300 元/KG 左右, 最低下降至 2023 年 60 元/KG 左右, 带动产业链成本迅速下降, 促使光伏发电经济性进一步增强。据国际可再生能源署、彭博社等数据统计, 2010 年至 2022 年光伏发电度电成本由 2.75 元/KWh 下降至 0.34 元/KWh, 累计已下降 87.64%, 光伏发电度电成本已低于煤电发电成本水平。2023 年末, 光伏组件价格较年初下降近 50%, 使得光伏装机成本进一步大幅下降。现阶段, 光伏发电相较于传统能源发电已具备显著经济性。2023 年光伏需求继续迎来快速增长。据国际能源署报告显示, 2023 年全球太阳能光伏新增装机容量达 375GW, 总装机容量同比增长 31.8%。据国家能源局数据统计, 2023 年我国新增光伏装机大幅超越预期达到 216.88GW, 同比增长高达 148.12%。
- ◆ **行业老兵积累丰富, 深耕技术引领变革:** 公司是中国较早一批从事光伏电池研发、生产与销售的专业化电池厂商, 历经十余年深耕发展, 汇聚了行业内技术、经营、销售、财务、法律等各方面优秀管理人才, 公司研发技术人员约 2500 人, 核心研发团队以国内外知名院校博士、硕士为主。凭借多年的研发技术积累以及科学的质量管理体系, 公司生产成本行业领先, 产品质量稳定, 深受客户信赖。
- ◆ **产能技术双领先, N 型时代新龙头:** 公司率先行业实现 N 型 TOPCon 电池大规模量产, 凭借技术领先优势不断扩张新产能。2023 年, 随着公司新增产能陆续建成投产, 公司成为光伏电池新龙头企业, 是业内为数不多具备 N 型 TOPCon 电池大规模量产能力的专业化电池厂商, 拥有 P 型 PERC 电池产能 9.5GW, N 型 TOPCon 电池产能约 40GW, 产能结构以 N 型为主 (占比达 80% 以上)。尤其在光伏行业由 P 型向 N 型技术升级迭代的周期中, 公司凭借技术领先及产能规模领先优势, 有望持续享受 N 型红利, 获得超越市场平均水平的盈利。
- ◆ **研发降本保持领先, TOPCon 产品持续升级迭代:** 2023 年, 公司在 TOPCon 电池率先量产基础上不断加大研发投入, 持续开展 TOP Con 电池产品升级迭代。产品提效方面, 公司推出新一代 TOPCon 电池 “MoNo” 系列产品。该产品集成多项尖端技术, 以高效的 LPCVD 技术路线为支撑, 全面导入 LP 双插工艺, 同时采用第一代和第二代激光改进技术, 使电池开路电压提升 12mV, 突破 732mV。此外, “MoNo” 系列产品还引入 J-Rpoly、霓虹 poly、J-STF 超密细栅等多项前沿技术, 有效降低光学和电阻损失, 进一步将 TOP Con 电池量产效率从 2023 年初 25% 左右提升至年底 26%, 再次实现行业领先。非硅降本方面, 公司通过降低银浆用量、图形优化以及印刷技术改进等方面工作, 进一步降低 TOPCon 电池非硅成本, 不

汽车 | 汽车零部件III

投资评级

买入-A(首次)

股价(2024-03-18)

76.80 元

交易数据

总市值 (百万元)	17,463.90
流通市值 (百万元)	17,087.02
总股本 (百万股)	227.39
流通股本 (百万股)	222.49
12 个月价格区间	151.03/54.94

一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	25.03	-0.2	-18.64
绝对收益	32.12	7.64	-27.61

分析师

张文臣

 SAC 执业证书编号: S0910523020004
 zhangwenchen@huajinsc.cn

分析师

周涛

 SAC 执业证书编号: S0910523050001
 zhoutao@huajinsc.cn

分析师

申文雯

 SAC 执业证书编号: S0910523110001
 shenwenwen@huajinsc.cn

相关报告



断提升公司 TOPCon 产品市场竞争力。

- ◆ **投资建议：** 公司是全球光伏电池片龙头企业，随着公司 N 型 TOPCon 电池量产转换效率的逐步提高，以及更低的投资成本及生产成本，公司凭借技术领先及产能规模领先优势，有望持续享受 N 型红利，获得超越市场平均水平的盈利。我们预计公司 2024-2026 归母净利润分别为 11.03、15.45 及 19.85 亿元，对应 EPS 分别为 4.85、6.80 及 8.73 元/股，对应 PE 分别为 15.8、11.3 及 8.8 倍，首次覆盖，给予“买入-A”评级。
- ◆ **风险提示：** 产品价格波动风险、原材料价格波动较大的风险、技术更迭快速，产品存在被迭代的风险

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,595	18,657	21,480	23,223	27,078
YoY(%)	305.0	60.9	15.1	8.1	16.6
归母净利润(百万元)	717	816	1,103	1,545	1,985
YoY(%)	501.3	13.8	35.2	40.2	28.4
毛利率(%)	11.6	14.7	15.0	15.5	16.0
EPS(摊薄/元)	3.15	3.59	4.85	6.80	8.73
ROE(%)	78.1	17.3	20.0	21.4	22.0
P/E(倍)	24.4	21.4	15.8	11.3	8.8
P/B(倍)	16.6	3.7	3.0	2.4	1.9
净利率(%)	6.2	4.4	5.1	6.7	7.3

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测核心假设

我们预测 2024-2026 年公司整体营收 214.80/232.23/270.78 亿元，毛利率 15.05%/15.55%/16.04%。2023 年公司电池产品出货 29.96GW(P 型 9.38GW, N 型 20.58GW)，同比 2022 年增长 179.48%。据 InfoLink 数据统计，2023 年公司电池出货量排名行业第四，在 N 型电池出货方面，公司排名行业第一。随着光伏行业电池技术从 P 型向 N 型升级迭代速度加快，公司作为 N 型技术领先者，享有 N 型技术先发优势，公司规划 2024 年持续加大对“高性价比电池”的研发投入，目标 2024 年 TOPCon 电池平均量产转化效率提升 0.5% 以上。随着 N 型产能扩张与产品效率逐步提升，盈利能力有望持续提升。2024 年随着 N 型电池优势加大，P 型产能将加速淘汰，公司对截止 2023 年 12 月 31 日的 P 型 PERC 电池相关资产计提减值，公司产能及资产结构得到进一步优化，有利于未来业绩进一步增长。我们预计 2024-26 年光伏电池片业务将实现收入 214.52/231.91/270.44 亿元，毛利率 15.00%/15.50%/16.00%。

表 1：收入成本拆分表

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
光伏电池片业务	收入(百万)	11,101.62	18,630.87	21,451.75	23,191.14	27,043.58
	YoY (%)	576.17%	67.82%	15.14%	8.11%	16.61%
	毛利率(%)	11.38%	14.69%	15.00%	15.50%	16.00%
其他业务	收入(百万)	493.76	26.08	28.69	31.56	34.71
	YoY (%)	-59.58%	-94.72%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率(%)	16.54%	49.92%	50.00%	50.00%	50.00%
总计	收入(百万)	11,595.38	18,656.95	21,480.44	23,222.69	27,078.29
	YoY (%)	304.95%	60.90%	15.13%	8.11%	16.60%
	毛利率(%)	11.60%	14.74%	15.05%	15.55%	16.04%

资料来源：Wind、华金证券研究所

二、可比公司估值对比

我们选取爱旭股份（光伏电池片龙头企业）、中来股份（2016 年进入光伏电池领域，布局 N 型电池）、晶科能源（率先实现 TOPCon 大规模量产企业）作为可比公司。可比公司 2023-25E 平均 PE 估值为 12.63/9.89/7.71 倍，考虑到公司作为光伏电池片龙头企业，以及在未来新品迭代和产能扩张中有望带动公司的市占率进一步提升，首次覆盖，给予“买入-A”评级。

表 2：可比公司估值对比

证券代码	公司名称	收盘价/元	市值/亿元	EPS (元)			PE (倍)		
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
600732.SH	爱旭股份	15.18	271.40	1.47	2.06	3.08	10.31	7.37	4.93
300393.SZ	中来股份	9.43	101.44	0.60	0.83	1.03	15.74	11.35	9.13
688223.SH	晶科能源	9.02	893.46	0.78	0.82	0.99	11.84	10.95	9.08
平均				0.95	1.24	1.70	12.63	9.89	7.71
002865.SZ	钧达股份	74.41	169.20	3.59	4.85	6.80	21.60	15.84	11.30

资料来源：Wind，华金证券研究所（可比公司数据来自 wind 一致预期，截至 2024 年 3 月 18 日，可比公司均未披露 2023 年年报，2023 年数据均为预测值）

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3559	7000	5735	7882	8377	营业收入	11595	18657	21480	23223	27078
现金	1873	3608	2667	4351	4995	营业成本	10250	15906	18248	19612	22734
应收票据及应收账款	54	156	86	176	130	营业税金及附加	39	62	122	103	113
预付账款	104	176	147	202	205	营业费用	21	74	161	121	144
存货	339	727	496	819	705	管理费用	147	402	487	479	582
其他流动资产	1188	2333	2339	2335	2342	研发费用	249	304	483	471	551
非流动资产	5930	11385	12532	12934	14496	财务费用	150	197	308	329	231
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-71	-1004	-618	-724	-812
固定资产	4155	8075	9282	9827	11420	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	159	239	258	280	300	投资净收益	212	3	57	66	84
其他非流动资产	1616	3071	2991	2827	2777	营业利润	892	746	1110	1450	1996
资产总计	9489	18385	18267	20816	22874	营业外收入	2	1	3	2	2
流动负债	4377	6461	5364	6743	6991	营业外支出	2	3	1	2	2
短期借款	589	450	450	450	450	利润总额	892	744	1112	1449	1996
应付票据及应付账款	1536	3883	2334	4347	3397	所得税	71	-71	-65	-147	-88
其他流动负债	2252	2128	2580	1946	3144	税后利润	821	816	1177	1596	2084
非流动负债	4061	7215	7016	6627	6396	少数股东损益	104	0	75	51	99
长期借款	1658	2010	1811	1422	1191	归属母公司净利润	717	816	1103	1545	1985
其他非流动负债	2403	5205	5205	5205	5205	EBITDA	1399	1341	1666	2074	2668
负债合计	8438	13676	12380	13370	13387						
少数股东权益	0	0	75	125	224	主要财务比率					
股本	142	227	227	227	227	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	96	2995	2995	2995	2995	成长能力					
留存收益	813	1487	2490	3979	5890	营业收入(%)	305.0	60.9	15.1	8.1	16.6
归属母公司股东权益	1051	4709	5812	7320	9262	营业利润(%)	984.0	-16.3	48.8	30.6	37.7
负债和股东权益	9489	18385	18267	20816	22874	归属于母公司净利润(%)	501.3	13.8	35.2	40.2	28.4
						获利能力					
						毛利率(%)	11.6	14.7	15.0	15.5	16.0
						净利率(%)	6.2	4.4	5.1	6.7	7.3
						ROE(%)	78.1	17.3	20.0	21.4	22.0
						ROIC(%)	14.9	6.9	9.0	11.0	12.6
						偿债能力					
						资产负债率(%)	88.9	74.4	67.8	64.2	58.5
						流动比率	0.8	1.1	1.1	1.2	1.2
						速动比率	0.4	0.6	0.5	0.7	0.7
						营运能力					
						总资产周转率	1.5	1.3	1.2	1.2	1.2
						应收账款周转率	85.4	177.1	177.1	177.1	177.1
						应付账款周转率	6.9	5.9	5.9	5.9	5.9
						估值比率					
						P/E	24.4	21.4	15.8	11.3	8.8
						P/B	16.6	3.7	3.0	2.4	1.9
						EV/EBITDA	14.7	16.2	13.3	9.7	7.3

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

张文臣、周涛、申文雯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn