

钧达股份 (002865)

N 型出货高增，布局海外；P 型产能计提，轻装上阵

◆ 产业链价格下行刺激需求，TOPCon 成为行业主流

2023 年以来光伏产业链价格下行，进入底部区间，下游光伏装机成本大幅下降，刺激装机需求。国际能源署(IEA)数据显示 2023 年全球光伏装机新增容量达 420GW、同比+85%；据国家能源局数据统计，2023 年我国光伏装机量达到 216.88GW，同比+148.12%。电池片技术迭代进程加快，P 型电池转换效率逼近极限且盈利空间压缩，N 型电池产能释放，市占率快速提升，TOPCon 电池已成为市场主流。根据 CPIA 数据 2023 年我国电池片产量为 545GW、同比+64.9%，预计 2024 年电池片产量将超过 820GW。InfoLink 预计 2024 年 N 型技术将达到近 79%的市占率，出货量高达 492 GW，其中 TOPCon 电池市占率将快速提升至 70%左右，经测算出货量达约 435GW。

◆ 公司 2023 业绩高增，N 型电池出货量行业第一

公司 2023 年实现营收 186.57 亿、同比+60.90%；归母净利润 8.16 亿、同比+13.77%；扣非净利润 5.59 亿元、同比+13.34%。业绩增长的主要原因为公司电池片出货量快速提升，2023 年公司电池产品出货量达 29.96GW、同比+179.48%，其中 P 型 9.38GW、N 型 20.58GW。据 Infolink 统计，2023 年公司电池出货量排名全球第四，N 型电池出货量排名全球第一。随着电池出货量提升，2023 年公司电池业务营业收入达到 186.31 亿元，同比+67.82%；电池业务毛利率 14.69%，同比提升 3.31pct。

◆ 集中 N 型技术发展，P 型资产计提减值

光伏产业格局迎来重大变化，N 型电池市占率快速提升，为紧跟行业技术迭代步伐，公司于 2023 年四季度对 PERC 电池相关资产计提减值准备 8.94 亿元。将 P 型资产设备出清，公司实现产能结构优化，轻装上阵，进一步提高 N 型电池技术集中度。产能方面，2023 年随着公司滁州、淮安基地新增产能陆续建成投产，N 型 TOPCon 电池产能达到约 40GW。产品方面，公司导入多项尖端技术，不断优化升级 TOPCon 电池系列产品，致力于持续提升产品量产效率，2023 年公司 TOPCon 电池量产效率达 26%，公司目标 2024 年提升 TOPCon 电池平均量产效率 0.5%以上。公司通过银浆用量降低、图形优化以及印刷技术改进等方法，进一步降低非硅成本，提升 TOPCon 产品市场竞争力。公司积极推动 N 型 TOPCon 的 BC 电池产业化量产，同时布局钙钛矿叠层等前沿技术。

◆ 筹划港股上市，布局海外产能

海关总署数据显示，2023 年我国硅片、电池片、组件出口量分别为 70.3/39.3/211.7GW，分别同比+93.6%/65.5%/37.9%；光伏产品出口总额 484.8 亿美元，同比-5.4%。全球的光伏制造业加速扩张，中国光伏企业出海加快，本土化制造趋势明显。公司积极瞄准海外市场需求，完成亚洲、欧洲等地区客户开拓，并积极完成北美、拉丁美洲、澳洲等新兴市场客户认证，2023 年海外销售占比达 4.69%、同比增长 4.40pct，同时计划在海外投资建设光伏电池工厂。为布局海外产能，公司已向香港联交所递交境外上市股份(H 股)上市申请，募集资金将用于高效电池海外产能建设、海外市场拓展及海外销售运营体系建设、全球研发中心建设及补充营运资金。目前海外光伏优质电池产能较少，公司领先全球化布局战略，未来有望持续受益。

投资评级

买入

首次评级

2024 年 04 月 19 日

收盘价(元):

52.23

目标价(元):

公司基本数据

总股本(百万股)

228.56

总市值(百万)

11,937.49

流通股本(百万股)

223.65

流通市值(百万)

11,681.18

12 月最高/最低价(元)

161.00/49.97

资产负债率(%)

74.39

每股净资产(元)

20.71

市盈率(TTM)

14.64

市净率(PB)

2.52

净资产收益率(%)

17.32

股价走势图



作者

曾帅

分析师

SAC 执业证书: S0640522050001

联系电话:

邮箱: zengshuai@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大

厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

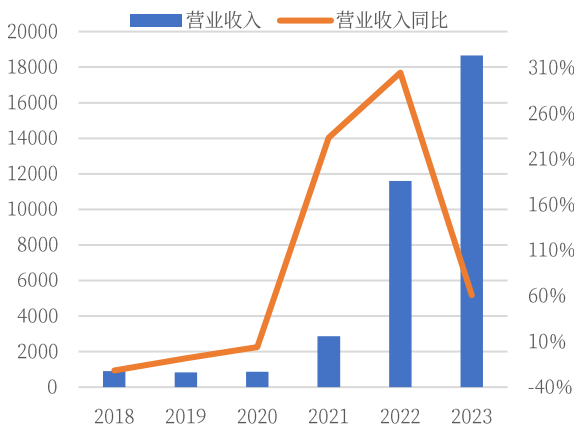
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

投资建议与盈利预测: N 型产品市占率不断提升, 公司 TOPCon 产品技术先进, 全球化布局战略领先。预计公司 2024~2026 年归母净利 14.87/16.93/18.17 亿元, 对应 2024~2026 年 PE 8/7/7 倍, 给予“买入”评级。

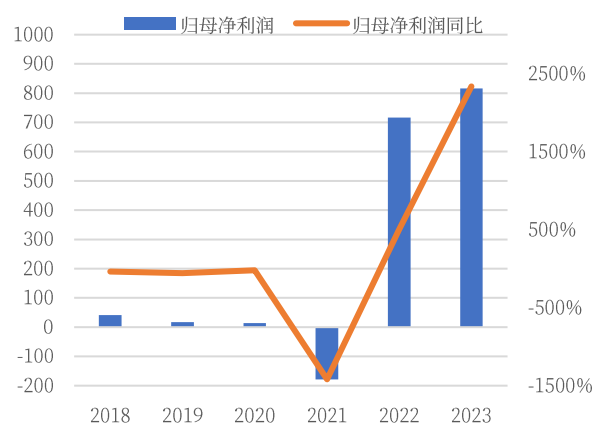
◆ **风险提示:** 全球经济不景气, 光伏装机需求下行; 产能扩张不及预期; 原材料价格大幅度波动; 公司产能投放不及预期; 海外政策变动; 欧美贸易壁垒致行业发展受阻。

财务数据与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	11595.39	18656.95	22360.69	24551.08	26312.62
增长率 (%)	304.95%	60.90%	19.85%	9.80%	7.17%
归母净利润 (百万元)	716.95	815.64	1486.69	1692.72	1816.84
增长率 (%)	501.35%	13.77%	82.27%	13.86%	7.33%
毛利率 (%)	11.60%	14.74%	12.65%	12.72%	12.90%
每股收益	3.14	3.57	6.50	7.41	7.95
市盈率 PE	16.65	14.64	8.03	7.05	6.57
市净率 PB	11.36	2.53	1.98	1.58	1.30
净资产收益率 ROE (%)	68.23%	17.32%	24.64%	22.44%	19.83%

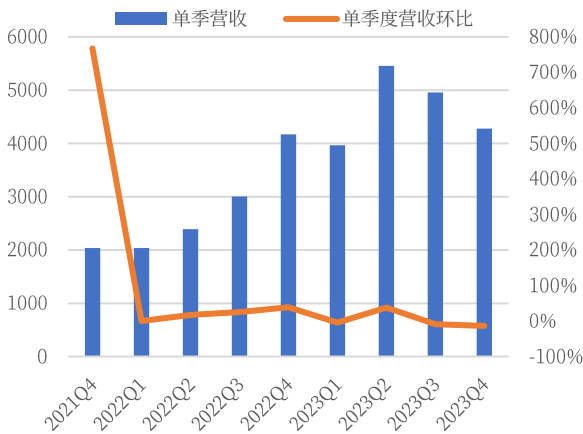
资料来源: iFinD, 中航证券研究所

图1 近年公司营收保持高增长(百万元)


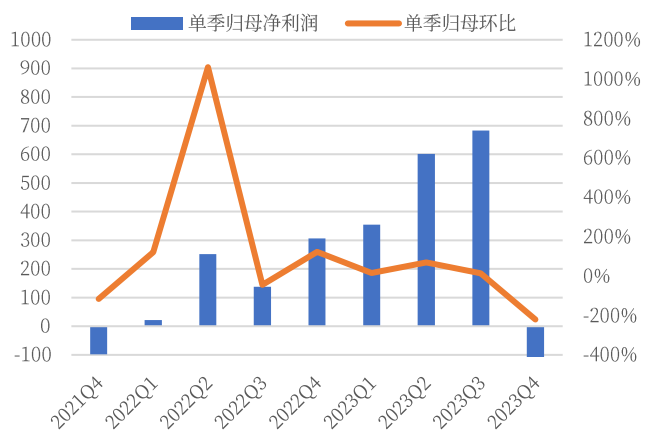
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图2 近年公司归母净利润情况(百万元)


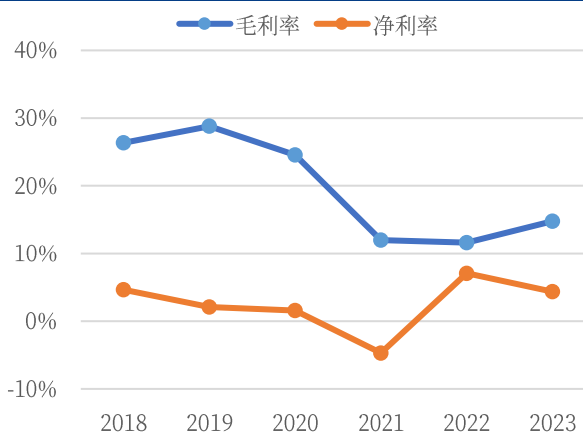
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图3 近年公司单季度营收情况(百万元)


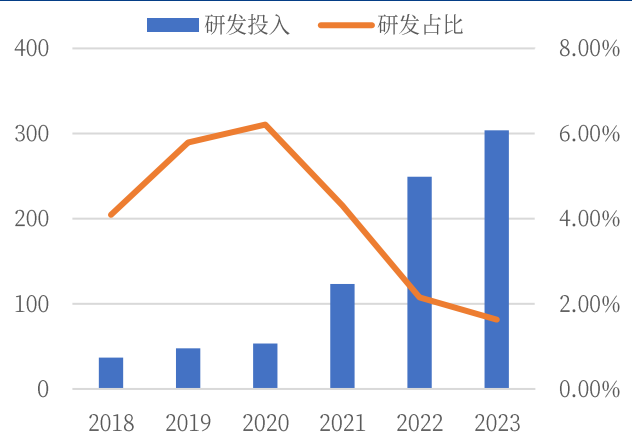
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图4 近年公司单季度归母净利润情况(百万元)


资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

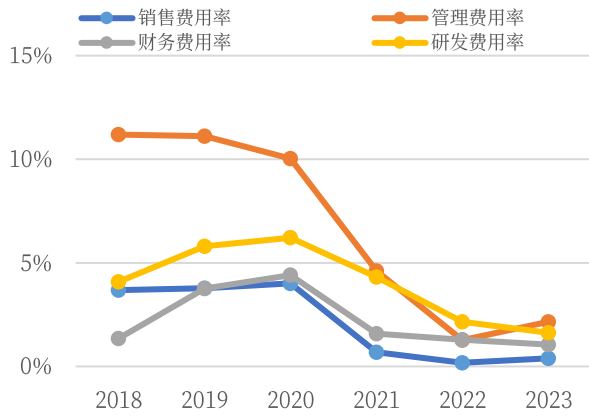
图5 公司毛利率与净利率情况


资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图6 公司研发投入情况 (百万元)


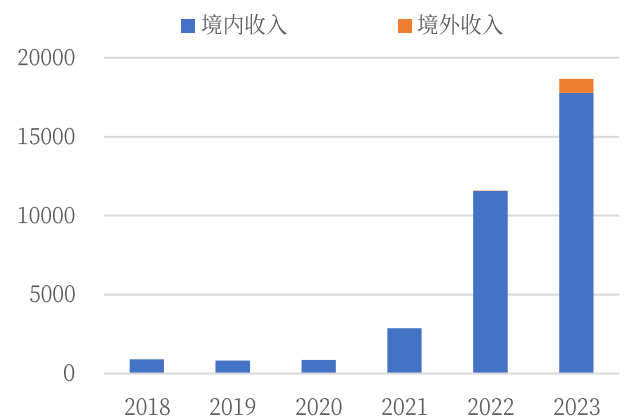
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图7 公司近年各项费用率情况



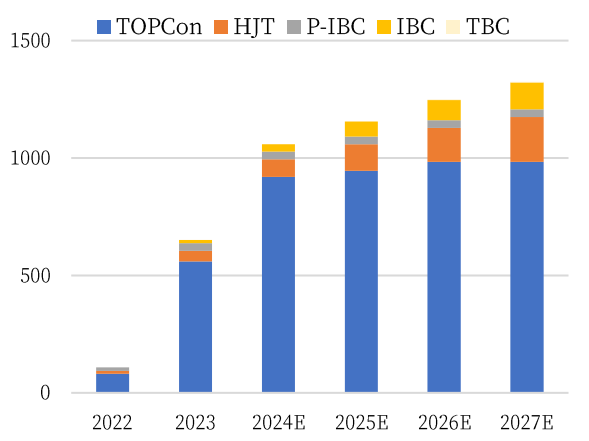
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图8 近年公司分地区营收情况(百万元)



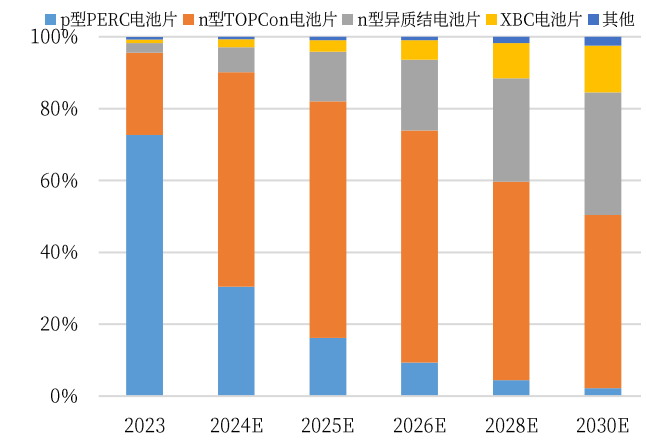
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图9 InfoLink 新型电池技术产能预测(GW)



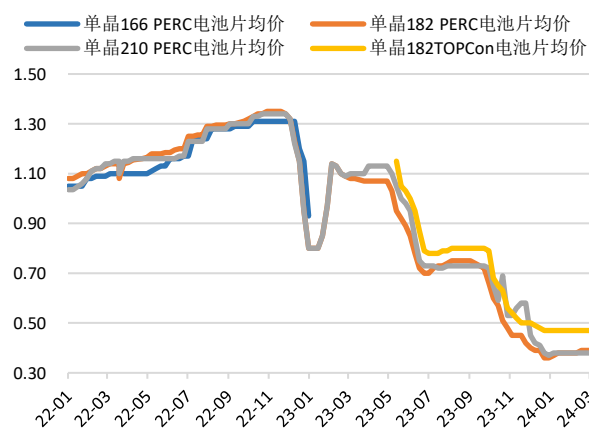
资料来源：infoLink，中航证券研究所

图10 各电池技术路线市场占比



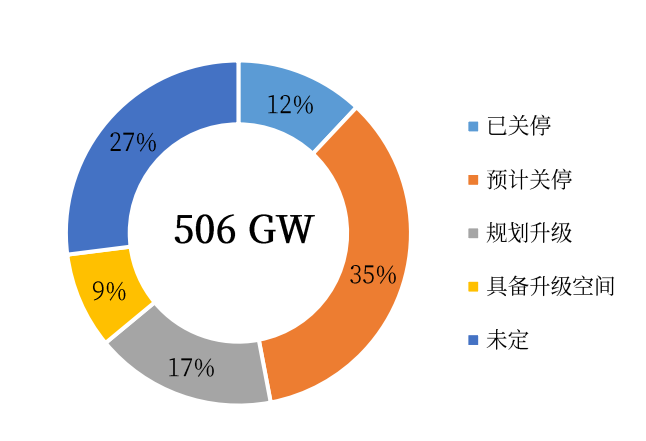
资料来源：CPIA，中航证券研究所

图11 各类电池片价格变化趋势(元/片)



资料来源：iFinD，中航证券研究所

图12 截至 2024M2 PERC 产能退坡分布情况



资料来源：infoLink，中航证券研究所

表1 公司主要业务拆分(百万元)

		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
光伏电池片	营收	11,101.62	18,687.20	22,332.00	24,516.66	26,271.31
	成本	9,837.76	15,893.14	19,512.08	21,403.53	22,889.01
	毛利润	1,263.86	2,794.06	2,819.92	3,113.13	3,382.30
	毛利率	11.38%	14.95%	12.63%	12.70%	12.87%
其他业务	营收	28.43	26.08	28.69	34.43	41.31
	成本	14.41	13.06	20.08	24.10	28.92
	毛利润	14.02	13.02	8.61	10.33	12.39
	毛利率	49.31%	49.92%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所测算

表2 可比公司的当前估值对比

股票代码	股票名称	股价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS(元/股)					PE				
				2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
300393.SZ	中来股份	7.86	85.64	0.37	0.60	0.83	1.03	-	40.23	13.12	9.46	7.61	-
688223.SH	晶科能源	7.63	763.40	0.30	0.78	0.84	1.01	-	49.89	9.80	9.12	7.58	-
301030.SZ	仕净科技	47.20	67.80	0.73	1.60	5.76	8.11	-	57.32	29.57	8.20	5.82	-
可比公司平均值			305.61	0.47	0.99	2.47	3.38	-	49.15	17.50	8.92	7.00	
002865.SZ	钧达股份	52.23	119.37	5.08	3.83	6.69	8.34	8.09	36.54	21.60	7.84	6.30	6.49

资料来源：iFinD，中航证券研究所

注：收盘价为4月19日收盘价，可比公司预测来源为iFinD盈利预测因年报未披露，部分公司2026E数据缺失



财务报表与财务指标 (单位: 百万元)

资产负债表						利润表					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1873	3608	3100	2790	2827	营业收入	11595	18657	22361	24551	26313
应收票据及账款	1069	1895	3369	4103	4614	营业成本	10250	15906	19532	21428	22918
预付账款	104	176	919	1143	1442	税金及附加	39	62	78	86	92
其他应收款	10	8	306	336	360	销售费用	21	74	89	86	92
存货	339	727	1338	1585	1695	管理费用	147	402	470	516	553
其他流动资产	164	587	689	757	811	研发费用	249	304	380	417	447
流动资产总计	3559	7000	9721	10714	11749	财务费用	150	197	92	76	64
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-57	-1000	-168	-184	-263
固定资产	4160	8079	8476	9752	11784	信用减值损失	-14	-4	-22	-25	-26
在建工程	308	1276	3184	3925	3500	其他经营损益	-0	0	0	0	0
无形资产	159	239	188	137	86	投资收益	212	3	2	10	15
长期待摊费用	3	1	1	0	0	公允价值变动损益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1299	1789	1494	1544	1594	资产处置收益	-2	-0	-1	-1	-1
非流动资产合计	5930	11385	13343	15358	16964	其他收益	14	35	18	18	18
资产总计	9489	18385	23064	26073	28713	营业利润	892	746	1547	1761	1889
短期借款	589	450	0	0	0	营业外收入	2	1	2	3	4
应付票据及账款	1536	3883	3746	4520	5149	营业外支出	2	3	2	2	2
其他流动负债	2252	2128	6305	7333	8160	其他非经营损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	4377	6461	10051	11853	13309	利润总额	892	744	1548	1762	1891
长期借款	1661	2011	1869	1674	1355	所得税	71	-71	155	176	189
其他非流动负债	2400	5204	5204	5204	5204	净利润	821	816	1393	1586	1702
非流动负债合计	4061	7215	7073	6878	6559	少数股东损益	104	0	-94	-107	-115
负债合计	8438	13676	17124	18731	19868	归属母公司净利润	717	816	1487	1693	1817
股本	142	227	229	229	229	EBITDA	1462	1489	2886	3372	3899
资本公积	96	2995	2994	2994	2994	NOPLAT	753	750	1477	1654	1759
留存收益	813	1487	2812	4320	5939	EPS (元)	3.14	3.57	6.50	7.41	7.95
归属母公司权益	1051	4709	6034	7542	9161						
少数股东权益	0	0	-94	-201	-316						
股东权益合计	1051	4709	5940	7341	8845						
负债和股东权益	9489	18385	23064	26073	28713						
现金流量表											
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E	主要财务比率					
税后经营利润	821	816	1376	1561	1672	会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
折旧与摊销	420	548	1247	1535	1944	成长能力					
财务费用	150	197	92	76	64	营收增长率	304.95%	60.90%	19.85%	9.80%	7.17%
投资损失	-212	-3	-2	-10	-15	营业利润增长率	984.01%	-16.32%	107.40%	13.79%	7.28%
营运资金变动	-1199	-624	811	500	458	EBIT 增长率	1968.50%	-9.62%	74.20%	12.07%	6.38%
其他经营现金流	175	1046	-10	29	35	EBITDA 增长率	1361.26%	1.85%	93.84%	16.84%	15.62%
经营性现金净流	156	1979	3514	3690	4157	归母净利润增长率	501.35%	13.77%	82.27%	13.86%	7.33%
资本支出	-676	-23	3500	3500	3500	经营现金流增长率	-73.19%	1170.67%	77.52%	5.01%	12.67%
长期投资	-584	0	0	0	0	盈利能力					
其他投资现金流	-825	-2801	324	-44	-40	毛利率	11.60%	14.74%	12.65%	12.72%	12.90%
投资性现金净流	-733	-2778	-3176	-3544	-3540	净利率	7.08%	4.37%	6.23%	6.46%	6.47%
短期借款	412	-139	-450	0	0	营业利润率	7.69%	4.00%	6.92%	7.17%	7.18%
长期借款	1467	350	-142	-195	-319	ROE	68.23%	17.32%	24.64%	22.44%	19.83%
普通股增加	4	86	1	0	0	ROA	7.56%	4.44%	6.45%	6.49%	6.33%
资本公积增加	-565	2898	-1	0	0	ROIC	42.55%	28.99%	27.21%	23.81%	20.26%
其他筹资现金流	288	-991	-254	-260	-262	估值倍数					
筹资性现金净流	1607	2205	-846	-455	-580	P/E	16.65	14.64	8.03	7.05	6.57
现金流量净额	1030	1406	-508	-310	37	P/S	1.03	0.64	0.53	0.49	0.45
						P/B	11.36	2.53	1.98	1.58	1.30
						股息率	0.71%	1.42%	1.36%	1.55%	1.66%
						EV/EBIT	26.63	19.48	7.84	7.12	6.54
						EV/EBITDA	18.97	12.32	4.45	3.88	3.28
						EV/NOPLAT	36.84	24.45	8.70	7.91	7.27

数据来源: iFinD, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券新能源团队: 团队首席曾帅, 从业 8 年余, 曾作为团队核心成员获得 2017 年新财富最佳分析师(团队)机械行业第一名, 先后职于航天、医疗器械、钢铁等行业, 对科技和周期均有深入研究, 在锂电装备、光伏装备、机器人与自动化等领域持续深度研究, 建立了“中国制造业投资周期”研究框架。团队以光伏、氢能、风电、锂电与储能等领域为重点研究方向, 将有限的精力投入在符合国家需要、产业蓬勃、人民有信仰的地方, 服务更多一、二级市场客户。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637