

钧达股份 (002865)

2024 年一季报点评: Q1 盈利承压, 上游降本盈利逐步修复

买入 (维持)

2024 年 04 月 30 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 郭亚男

执业证书: S0600523070003
guoyn@dwzq.com.cn

研究助理 徐毓嵘

执业证书: S0600122080018
xucr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	11,595	18,657	22,404	26,318	29,832
同比 (%)	304.95	60.90	20.08	17.47	13.35
归母净利润 (百万元)	716.95	815.64	1,024.22	1,348.13	1,672.19
同比 (%)	501.35	13.77	25.57	31.63	24.04
EPS-最新摊薄 (元/股)	3.14	3.57	4.48	5.90	7.32
P/E (现价&最新摊薄)	17.21	15.13	12.05	9.15	7.38

投资要点

- **事件:** 公司发布 2024 年一季报, 2024Q1 实现营业收入 37.14 亿, 同降 6.38%; 归母净利润 0.20 亿, 同降 94.42%; 扣非归母净利润-1.71 亿, 同降 149.66%。业绩符合预期。
- **Q1 产业链价格下行, 电池产能加速出清, Q2 或盈利修复。** 公司 2024Q1 电池出货 10.08GW, 同增 110%。其中 P 型出货 1.52GW, 测算单瓦亏损 3-4 分; N 型出货 8.56GW, 测算单瓦盈利约 1 分。2024Q1 光伏全产业链降价, 盈利持续承压; 当前 N 型渗透率已近 70%, 需求持续旺盛, Q2 看公司预计 TOPCon 出货 10GW; 硅料价格加速触底, 2024 年 4 月来硅片/电池降价 17%/14%, 上游加速见底带动 N 型电池逐步盈利修复。
- **深耕 N 型技术提效降本, TPC 产品持续升级。** 2023 年底公司 P 型资产基本出清, 目前公司产品结构为 40GW N 型产能, 率先完成 P 型向 N 型的产品升级。公司新技术持续推进, 持续推进引入 JRpoly、霓虹 poly、J-STF 超密细栅等多项前沿技术, 将 TOPCon 量产效率提升至 26%+; 通过金属复合降低、钝化性能提升、0BB 技术等多项提效降本措施的探索及导入, 持续提升电池转换效率, 降低非硅成本。
- **海外占比提升+筹划海外产能、静待出海收获。** 公司 2024Q1 实现海外销售 4.31 亿元, 海外销售占比从 2023 年的 4.69%到 2024Q1 的 11.62%, 实现大幅提升, 海外客户涵盖亚洲、欧洲、北美、南美等多个区域。公司正积极调研海外市场, 筹划在中东/东南亚等新兴市场建设 5-15GW 产能, 进一步加强海外市场供应能力。公司拟 H 股挂牌上市, 2 月正式递交申请, 预计 6 月审核通过; 首期海外产能约 7GW, 计划 2025 年前投产, 随港股募资后海外产能落地, 有望享受海外高溢价市场。
- **盈利预测与投资评级:** 我们下调 2024-2025 年盈利预测、新增 2026 年盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润 10.2/13.5/16.7 亿元 (2024-2025 前值为 10.4/13.6 亿元), 同增 26%/32%/24%, 对应 PE 为 12/9/7 倍, 基于公司光伏电池龙头地位, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 政策不及预期, 竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	53.99
一年最低/最高价	49.58/161.00
市净率(倍)	2.61
流通 A 股市值(百万元)	12,074.80
总市值(百万元)	12,339.74

基础数据

每股净资产(元,LF)	20.71
资产负债率(% ,LF)	72.22
总股本(百万股)	228.56
流通 A 股(百万股)	223.65

相关研究

《钧达股份(002865): 2023 年业绩预告: N 型外销行业第一, 盈利承压待涨价修复》

2024-02-23

《钧达股份(002865): 2023 年三季报点评: Q3 盈利坚挺, 技术加速迭代》

2023-10-31

钩达股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	7,000	10,121	11,404	11,431	营业总收入	18,657	22,404	26,318	29,832
货币资金及交易性金融资产	3,608	5,999	6,694	5,861	营业成本(含金融类)	15,906	20,070	23,391	26,455
经营性应收款项	2,071	2,489	2,915	3,393	税金及附加	62	67	79	89
存货	727	940	1,049	1,343	销售费用	74	67	79	89
合同资产	0	0	0	0	管理费用	402	336	368	403
其他流动资产	594	693	747	834	研发费用	304	358	408	447
非流动资产	11,385	14,069	16,150	17,895	财务费用	197	171	155	142
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	35	16	13	21
固定资产及使用权资产	8,079	10,643	12,258	13,796	投资净收益	3	4	5	6
在建工程	1,276	1,078	1,114	1,058	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	239	209	233	231	减值损失	(1,004)	(158)	(279)	(295)
商誉	857	857	857	857	资产处置收益	0	(4)	(8)	9
长期待摊费用	1	43	118	40	营业利润	746	1,192	1,569	1,946
其他非流动资产	932	1,241	1,570	1,914	营业外净收支	(2)	(1)	(1)	(1)
资产总计	18,385	24,191	27,554	29,325	利润总额	744	1,191	1,568	1,944
流动负债	6,461	7,364	8,518	9,597	减:所得税	(71)	167	219	272
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,314	432	691	1,106	净利润	816	1,024	1,348	1,672
经营性应付款项	3,883	3,219	4,731	4,008	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	475	610	705	820	归属母公司净利润	816	1,024	1,348	1,672
其他流动负债	789	3,103	2,391	3,663	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.57	4.48	5.90	7.32
非流动负债	7,215	8,121	8,983	8,003	EBIT	1,845	1,505	1,992	2,347
长期借款	2,010	2,292	2,625	1,092	EBITDA	2,393	3,217	4,177	5,055
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	14.74	10.42	11.12	11.32
租赁负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	4.37	4.57	5.12	5.61
其他非流动负债	5,204	5,828	6,357	6,910	收入增长率(%)	60.90	20.08	17.47	13.35
负债合计	13,676	15,485	17,501	17,600	归母净利润增长率(%)	13.77	25.57	31.63	24.04
归属母公司股东权益	4,709	8,705	10,054	11,726					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	4,709	8,705	10,054	11,726					
负债和股东权益	18,385	24,191	27,554	29,325					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,979	3,661	4,227	4,462	每股净资产(元)	20.71	33.86	39.10	45.61
投资活动现金流	(2,778)	(4,277)	(4,279)	(4,410)	最新发行在外股份(百万股)	229	229	229	229
筹资活动现金流	2,205	3,007	746	(885)	ROIC(%)	33.80	13.30	13.82	14.79
现金净增加额	1,406	2,391	694	(833)	ROE-摊薄(%)	17.32	11.77	13.41	14.26
折旧和摊销	548	1,711	2,185	2,708	资产负债率(%)	88.45	74.39	64.01	63.51
资本开支	(2,781)	(4,148)	(4,070)	(4,379)	P/E (现价&最新股本摊薄)	15.13	12.05	9.15	7.38
营运资本变动	(503)	998	228	(291)	P/B (现价)	2.61	1.59	1.38	1.18

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>