



TOPCon 出货占比迅速提升，超额盈利持续兑现

——钧达股份（002865.SZ）2023 年一季度报点评

事件

2023 年 4 月 25 日，公司发布 2023 年一季度报告，2023 年 Q1 公司实现营收 39.67 亿元，同比+94.84%，环比-4.79%；实现归母净利润 3.54 亿元，同比+1535.94%，环比+15.46%；实现扣非归母净利润 3.44 亿元，同比+1493.26%，环比+15.61%。

点评

2023 年 Q1 业绩增速亮眼，盈利能力持续提升。2023 年 Q1，公司实现营收 39.67 亿元，同比+94.84%，环比-4.79%，营收同比大幅提升主要得益于公司滁州产能释放，电池片出货量增加至 4.81GW，同比+160.78%；营收环比小幅下降主要原因系产业链价格下降所致。同期，公司实现归母净利润 3.54 亿元，同比+1535.94%，环比+15.46%，业绩大幅提升主要得益于盈利能力较强的 TOPCon 产品出货占比提升。从盈利能力看，2023 年 Q1，公司盈利能持续向好，实现毛利率 14.14%，同比+3.97pct，环比+0.99pct，主要得益于盈利能力较强的 TOPCon 产品出货占比提升；实现净利率 8.92%，同比+6.45pct，环比+1.67pct。从期间费用率来看，销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.25%/1.08%/1.94%/1.03%，分别同比-0.35pct/-1.03pct/-1.25pct/-0.17pct，分别环比+0.10pct/-0.03pct/+0.60pct/-0.34pct，期间费用率环比小幅提升。

TOPCon 出货占比迅速提升，超额盈利持续兑现。从出货量来看，2023 年 Q1，公司共计出货光伏电池片 4.81GW，同比+160.78%，环比+26.25%，公司单季度出货量创历史新高。从出货结构来看，2023 年 Q1，公司出货 P 型 PERC 电池 2.31GW，N 型 TOPCon 电池 2.5GW，TOPCon 出货量占比大幅提升至 51.98%，环比+14.18pct。展望 2023 年全年，预计总出货量将超过 30GW（TOPCon 23GW~24GW+PERC 9.5GW），TOPCon 出货占比有望超过 70%。TOPCon 电池得益于发电增益和不断降低的成本，下游需求旺盛，而供给端产能爬坡进度较慢，TOPCon 电池有望持续享受可观的超额盈利。根据 InfoLink Consulting 数据，最新一周 TOPCon 电池溢价在 0.13-0.15 元/瓦左右。从单位盈利能力来看，测算 2023 年 Q1 公司 PERC 电池单瓦盈利约 6 分，TOPCon 电池单瓦盈利约 9 分，TOPCon 电池超额利润持续兑现。

TOPCon 产能落地再提速，技术指标表现优异。从产能情况来看，公司上饶基地 9.5GW PERC 产能均为大尺寸产能，182mm 和 210mm 尺寸均可以生产，且预留了升级为 TOPCon 产线的空间。公司 TOPCon 产能落地行业领先，滁州一期 8GW+滁州二期 10GW 产线均已达产；淮安一期 13GW 已投产，预计于今年 Q3 达产；淮安二期 13GW 预计于 4 月开始建设，于今年达产。预计公司 2023 年底产能规模将提升至 53.5GW（TOPCon 44GW+PERC 9.5GW）。从量产效率来看，公司 TOPCon 量产效率目前已达 25.2%，滁州一期产线正在做 SE 技术升级，滁州二期产线直接配套 SE 技术，SE 导入有望提升效率 0.3pct，预计到年底量产效率有望达到 25.8%。从良率来看，公司 TOPCon 电池良率已与 PERC 持平。从薄片化程度来看，公司 TOPCon 产品厚度已降至 125 μm。

投资建议

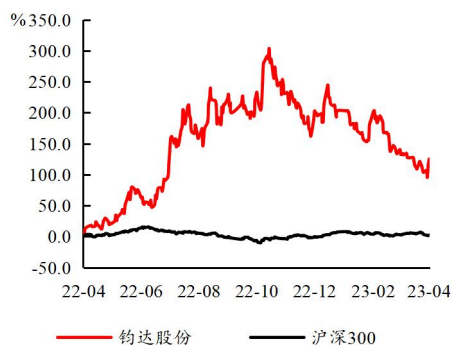
考虑到公司 TOPCon 产能加速落地，TOPCon 需求释放，超额盈利有望持续兑现，我们给予公司 2023/24/25 年 EPS 预测分别为

评级 推荐（维持）

报告作者

作者姓名 段小虎
资格证书 S1710521080001
电子邮箱 duanxh@easec.com.cn
联系人 柴梦婷
电子邮箱 chaimt@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	198.82
流通 A 股/B 股(百万股)	198.82/0.00
资产负债率(%)	87.68
每股净资产(元)	10.09
市净率(倍)	9.96
净资产收益率(加权)	28.71
12 个月内最高/最低价	253.00/62.70

相关研究

《【电新】钧达股份（002865.SZ）：TOPCon 产能加速落地，充分享受技术迭代红利_20221215》2022.12.16

11.65/15.95/17.88 元/股, 基于 4 月 27 日股价 100.53 元, 对应 PE 为 9/6/6X, 维持“推荐”评级。

风险提示

上游原材料价格波动；政策落地不及预期；新技术研发不及预期。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	11595.39	26531.27	35369.40	38998.84
增长率 (%)	304.95	128.81	33.31	10.26
归母净利润	716.95	2315.54	3171.50	3555.70
增长率 (%)	501.35	222.97	36.97	12.11
EPS (元/股)	5.08	11.65	15.95	17.88
市盈率 (P/E)	36.44	8.63	6.30	5.62
市净率 (P/B)	24.93	7.54	3.43	2.13

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所预测 (参考 4 月 27 日收盘价 100.53 元)

利润表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	11595.39	26531.27	35369.40	38998.84
%同比增速	304.95%	128.81%	33.31%	10.26%
营业成本	10249.85	23019.75	30634.24	33724.12
毛利	1345.54	3511.52	4735.16	5274.72
%营业收入	11.60%	13.24%	13.39%	13.53%
税金及附加	38.83	77.23	110.71	122.07
%营业收入	0.33%	0.29%	0.31%	0.31%
销售费用	20.71	57.18	69.70	76.86
%营业收入	0.18%	0.22%	0.20%	0.20%
管理费用	147.33	311.50	432.34	476.70
%营业收入	1.27%	1.17%	1.22%	1.22%
研发费用	249.47	542.57	742.13	818.29
%营业收入	2.15%	2.05%	2.10%	2.10%
财务费用	149.72	109.53	97.34	90.11
%营业收入	1.29%	0.41%	0.28%	0.23%
资产减值损失	-57.46	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	-13.78	0.00	0.00	0.00
其他收益	13.68	57.41	59.14	65.21
投资收益	211.57	242.05	484.02	533.69
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	-1.86	0.00	0.00	0.00
营业利润	891.64	2712.96	3826.11	4289.60
%营业收入	7.69%	10.23%	10.82%	11.00%
营业外收支	0.07	0.00	0.00	0.00
利润总额	891.71	2712.96	3826.11	4289.60
%营业收入	7.69%	10.23%	10.82%	11.00%
所得税费用	70.72	240.77	321.51	360.46
净利润	820.99	2472.19	3504.60	3929.15
%营业收入	7.08%	9.32%	9.91%	10.08%
归属于母公司的净利润	716.95	2315.54	3171.50	3555.70
%同比增速	501.35%	222.97%	36.97%	12.11%
少数股东损益	104.04	156.65	333.10	373.45
EPS (元/股)	5.08	11.65	15.95	17.88

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	5.08	11.65	15.95	17.88
BVPS	7.43	13.34	29.29	47.18
PE	36.44	8.63	6.30	5.62
PEG	0.07	0.04	0.17	0.46
PB	24.93	7.54	3.43	2.13
EV/EBITDA	21.66	5.08	3.35	1.78
ROE	68%	87%	54%	38%
ROIC	20%	39%	33%	26%

资产负债表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1873	7987	10053	15384
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	54	196	275	238
存货	339	2040	1500	2078
预付账款	104	328	437	435
其他流动资产	1188	4022	3533	4485
流动资产合计	3559	14573	15799	22620
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	4798	5356	5831
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	447	397	358
资产总计	9489	21099	22833	30090
短期借款	589	449	449	449
应付票据及应付账款	1536	7820	6986	8677
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	60	192	188	229
应交税费	32	86	100	114
其他流动负债	2160	5181	4234	5817
流动负债合计	4377	13729	11958	15286
长期借款	1658	2158	2158	2158
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	2123	2123	2123
负债合计	8438	18290	16519	19847
归属于母公司的所有者权益	1051	2652	5824	9380
少数股东权益	0	157	490	863
股东权益	1051	2809	6314	10243
负债及股东权益	9489	21099	22833	30090

现金流量表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	156	7356	2707	5922
投资	-208	-14	0	0
资本性支出	-525	-1000	-1000	-1000
其他	0	242	484	534
投资活动现金流净额	-733	-772	-516	-466
债权融资	-401	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	3032	360	0	0
筹资成本	-129	-201	-125	-125
其他	-895	0	0	0
筹资活动现金流净额	1607	159	-125	-125
现金净流量	1030	6743	2066	5331

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

段小虎，东亚前海证券新兴产业组首席与电新组首席，兼任海外首席。研究所助理总经理/执行董事。复旦大学与巴黎第一大学硕士。曾获2017年新财富第2名，水晶球奖第4名，中国证券业金牛分析师第4名；2018年新财富第4名，2018年Wind金牌分析师第3名。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>