

钧达股份 (002865)

竞争加剧盈利承压，扩产中东布局海外 买入 (维持)

2024年09月13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

证券分析师 徐铖嵘

执业证书: S0600524080007
xucr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	11595	18657	11351	16278	17052
同比 (%)	304.95	60.90	(39.16)	43.41	4.75
归母净利润 (百万元)	716.95	815.64	(418.36)	1,014.33	1,242.71
同比 (%)	501.35	13.77	(151.29)	342.45	22.52
EPS-最新摊薄 (元/股)	3.14	3.57	(1.83)	4.44	5.44
P/E (现价&最新摊薄)	12.34	10.84	(21.14)	8.72	7.12

投资要点

- **布局海外高盈利市场，业绩基本符合预期。**公司 2024H1 营收 63.7 亿元，同减 32.3%，归母净利润-1.7 亿元，同减 117.4%，毛利率 1%，同减 15.8pct，归母净利率-2.6%，同减 12.8pct；其中 2024Q2 营收 26.6 亿元，同环比-51.2%/-28.4%，归母净利润-1.9 亿元，同环比-130.9%/-1042%，毛利率-5.6%，同环比-24.4/-11.3pct，归母净利率-7%，同环比-18/-7.5pct。业绩符合预期。
- **竞争加剧 2024Q2 盈利承压、P 型出清后有望盈利修复。**公司 2024H1 电池出货 19.21GW，同增 69%；N 型出货 16.43GW。据 InfoLink 统计，公司 2024H1 电池出货排名全球第二，其中 N 型全球第一。2024Q2 出货 9.13GW，同增 39%/环减 9%，N 型出货 7.87GW，占比 86%。2024Q2 电池降价盈利承压，资产减值约 6 千万。2024Q3 开工率保持约 8 成+，成本价格倒挂电池盈利承压；2024Q3 预计出货约 8GW，2025 年随 P 型电池逐步出清，N 型电池盈利或有望回升。
- **海外占比持续提升、扩产中东布局海外。**公司海外销售占比从 2023 年的 4.69%大幅提升至 2024H1 的 13.79%，其中 2024Q2 海外出货占比约 15%、营收占比约 20%，海外持续提升，客户涵盖亚洲、欧洲、北美、南美等多个区域。拟于阿曼投建 5GWN 型电池产线，预计 2024H2 开始建设、计划于 2025 年建成投产，享受海外高端溢价。同时持续推动 H 股发行准备工作，构建海外资本平台，为公司全球化发展提供有利保障。
- **TPC 效率持续升级、BC/钙钛矿前瞻布局。**2024H1 公司发布新一代 N 型“MoNo 2”电池产品。该产品创新性叠加 J-HEP 半片边缘钝化及 J-WBSF 波浪背场技术，双面率达 90%，电池产品转换效率突破 26.3%；持续开展 N 型升级储备，2024H1 公司中试 BC 电池效率较主流 N 型提效 1pct-1.5pct，预研钙钛矿叠层电池实验室效率可达 29.03%。
- **费用稳中有降、存货环比下降。**公司 2024H1 期间费用 3.2 亿元，同减 24.5%；2024Q2 期间费用 1.3 亿元，同环比-49.4%/-34%，费用率 4.7%，同环比+0.2pct/-0.4pct；2024H1 经营性净现金流 5.5 亿元，同比转正；2024H1 资本开支 2.5 亿元，同比下降 85.6%；2024Q2 末存货 5.5 亿元，较 2024Q1 末下降 34.2%。
- **盈利预测与投资评级。**基于竞争加剧、盈利承压，我们下调公司的盈利预测，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润-4.2/10.1/12.4 亿元（前值 10.2/13.5/16.7 亿元），同比-151%/342%/23%，考虑未来 P 型电池逐步出清，N 型电池盈利或有望回升，以及公司对电池技术的前瞻布局，我们维持“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧，政策不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	38.70
一年最低/最高价	34.00/102.00
市净率(倍)	2.07
流通 A 股市值(百万元)	8,679.25
总市值(百万元)	8,845.12

基础数据

每股净资产(元,LF)	18.72
资产负债率(% ,LF)	73.04
总股本(百万股)	228.56
流通 A 股(百万股)	224.27

相关研究

《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》

2024-05-01

《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

内容目录

1. 立足光伏垂直一体化，业绩基本符合预期	4
1.1. 公司发展历程.....	4
1.2. 公司主营业务介绍.....	4
1.3. 布局海外高盈利市场，业绩基本符合预期.....	5
2. 24Q2 竞争加剧致盈利承压、P 型出清后有望盈利修复.....	5
3. 海外占比持续提升、扩产中东布局海外	5
4. TPC 效率持续升级、BC/钙钛矿前瞻布局.....	5
5. 24Q2 费用稳中有降、存货环比下降	6
6. 盈利预测与投资评级	6
7. 风险提示	6

图表目录

图 1: 2024H1 营收 63.7 亿元, 同减 32.3%	5
图 2: 2024H1 归母净利润-1.7 亿元, 同减 117.4%	5
图 3: 2024Q2 期间费用 1.3 亿元, 环减 34%	6
图 4: 2024Q2 末存货 5.5 亿元, 环减 34.2%	6

1. 立足光伏垂直一体化，业绩基本符合预期

1.1. 公司发展历程

公司成立于 2003 年 4 月，原主营业务是汽车塑料内外饰件的研发、生产和销售，2017 年在深圳证券交易所挂牌上市。2021 年 9 月，钧达股份收购捷泰科技 51% 股权进军光伏行业，形成了“光伏电池+汽车零部件”并驾齐驱的双主业经营格局。2022 年置出原有汽车饰件业务，并于 7 月底完成对泰捷科技剩余 49% 股权的收购，实现主营业务的全面转型，聚焦光伏电池制造业务，成为集光伏电池研发、生产及销售于一体的新能源企业。

2022 年公司实现 N 型 TOPCon 电池的大规模量产，推动电池技术由 P 型向 N 型迭代。2023 年公司推出 TOPCon 电池“MoNo”系列产品，转换效率超 26%，年底 N 型电池产能突破 40GW。全年出货量达 20.58GW，占据 TOPCon 电池前五厂家累计出货的 58%，荣登全球 N 型电池出货榜首。2024 年捷泰科技全新“MoNo2”系列产品升级钝化性能与双面率，可使组件功率提升 6W+，双面率高达 90%，再次彰显了公司的实力与创新能力。

1.2. 公司主营业务介绍

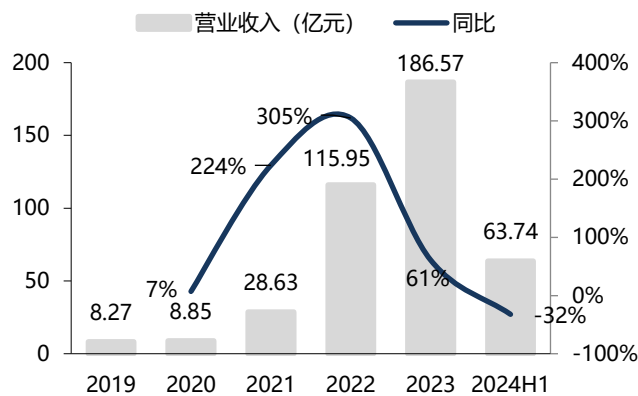
公司是中国较早一批从事光伏电池研发、生产与销售的专业化电池厂商。作为全球领先的专业光伏电池制造商，公司集中资源专注于光伏电池的研发与生产。多年来，在长期服务不同市场、不同场景、不同客户过程中，已构建卓越的产品交付与客户服务能力。例如公司的光伏电池产品销往欧亚，能满足当地市场的产品质量标准，并能应用于不同的场景（海上、建筑、分布式等），在不同自然环境下良好运作。公司的电池产品亦能通过定制（如调整主栅数量、光伏电池尺寸以及微调其他技术规格）来迎合不同市场及客户多样化需求。目前，公司与市场主流客户均建立稳定合作关系，全球出货量排名前十的光伏电池组件企业中，有九名都是公司的客户，其中包括晶科能源、晶澳科技、隆基绿能、天合光能以及正泰新能源等。

公司与行业主流供应商建立了长期稳定的合作关系，以确保在市场变化过程中，公司能以有利的商业条款及时获得充足的原材料及关键设备。尤其在行业 N 型技术升级变革中，公司率先行业提出 N 型电池技术标准、原材料使用标准以及设备相关工艺标准。公司通过与原材料供应商以及关键设备厂商的共同研发、探索，以促进原材料及关键设备等产品的优化改进，促进行业 N 型产品供应链的升级发展。在此合作过程中，公司与供应商形成深度合作伙伴关系，有效保障公司原材料及关键设备的稳定供应，而通过对原材料及关键设备的研发探索、优化改进，公司也进一步提升自身的技术能力，有助于生产技术持续领先行业。

1.3. 布局海外高盈利市场，业绩基本符合预期

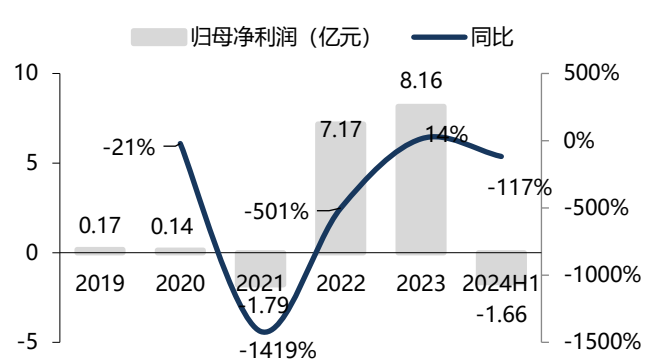
公司 2024H1 营收 63.7 亿元，同减 32.3%，归母净利润-1.7 亿元，同减 117.4%，毛利率 1%，同减 15.8pct，归母净利率-2.6%，同减 12.8pct；其中 2024Q2 营收 26.6 亿元，同环比-51.2%/-28.4%，归母净利润-1.9 亿元，同环比-130.9%/-1042%，毛利率-5.6%，同环比-24.4/-11.3pct，归母净利率-7%，同环比-18/-7.5pct。业绩符合预期。

图1：2024H1 营收 63.7 亿元，同减 32.3%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2024H1 归母净利润-1.7 亿元，同减 117.4%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 24Q2 竞争加剧致盈利承压、P 型出清后有望盈利修复

公司 2024H1 电池出货 19.21GW，同增 69%；N 型出货 16.43GW。据 InfoLink 统计，公司 2024H1 电池出货排名全球第二，其中 N 型全球第一。2024Q2 出货 9.13GW，同增 39%/环减 9%，N 型出货 7.87GW，占比 86%。2024Q2 电池降价盈利承压，资产减值约 6 千万。2024Q3 开工率保持约 8 成+，成本价格倒挂电池盈利承压；2024Q3 预计出货约 8GW，2025 年随 P 型电池逐步出清，N 型电池盈利或有望回升。

3. 海外占比持续提升、扩产中东布局海外

公司海外销售占比从 2023 年的 4.69% 大幅提升至 2024H1 的 13.79%，其中 2024Q2 海外出货占比约 15%、营收占比约 20%，海外持续提升，客户涵盖亚洲、欧洲、北美、南美等多个区域。拟于阿曼投建 5GWN 型电池产线，预计 2024H2 开始建设、计划于 2025 年建成投产，享受海外高端溢价。同时持续推动 H 股发行准备工作，构建海外资本平台，为公司全球化发展提供有利保障。

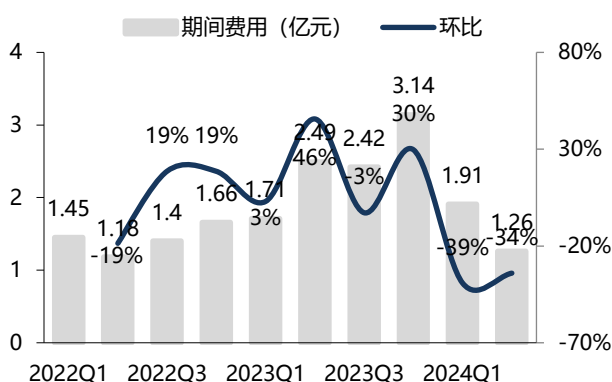
4. TPC 效率持续升级、BC/钙钛矿前瞻布局

2024H1 公司发布新一代 N 型“MoNo2”电池产品。该产品创新性叠加 J-HEP 半片边缘钝化及 J-WBSF 波浪背场技术，双面率达 90%，电池产品转换效率突破 26.3%；持续开展 N 型升级储备，2024H1 公司中试 BC 电池效率较主流 N 型提效 1-1.5pct，预研钙钛矿叠层电池实验室效率可达 29.03%。

5. 24Q2 费用稳中有降、存货环比下降

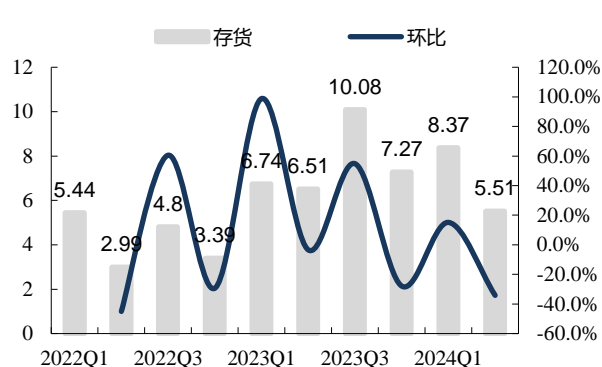
公司 2024H1 期间费用 3.2 亿元，同减 24.5%；2024Q2 期间费用 1.3 亿元，同环比-49.4%/-34%，费用率 4.7%，同环比+0.2/-0.4pct；2024H1 经营性净现金流 5.5 亿元，同比转正；2024H1 资本开支 2.5 亿元，同比下降 85.6%；2024Q2 末存货 5.5 亿元，较 2024Q1 末下降 34.2%。

图3：2024Q2 期间费用 1.3 亿元，环减 34%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：2024Q2 末存货 5.5 亿元，环减 34.2%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

6. 盈利预测与投资评级

考虑行业竞争加剧，价格持续下行，我们下调公司盈利预测，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润-4.2/10.1/12.4 亿元(前值 10.2/13.5/16.7 亿元)，同比-151%/342%/23%，考虑未来 P 型电池逐步出清，N 型电池盈利或有望回升，以及公司对电池技术的前瞻布局，我们维持“买入”评级。

7. 风险提示

- (1) 政策不及预期。未来政策走向对行业盈利空间和公司业绩有较大影响。
- (2) 竞争加剧。若行业竞争加剧，将影响业内公司的盈利能力。

钧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	5,563	6,314	5,030	营业总收入	18,657	11,351	16,278	17,052
货币资金及交易性金融资产	3,608	3,135	3,163	1,562	营业成本(含金融类)	15,906	11,260	14,280	14,785
经营性应收款项	2,071	1,272	1,795	1,926	税金及附加	62	34	49	51
存货	727	475	617	720	销售费用	74	40	49	51
合同资产	0	0	0	0	管理费用	402	170	228	230
其他流动资产	594	681	739	822	研发费用	304	182	252	256
非流动资产	11,385	14,169	16,450	18,395	财务费用	197	176	167	157
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	35	114	8	12
固定资产及使用权资产	8,079	10,743	12,558	14,296	投资净收益	3	2	3	3
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)	(88)	(79)	(95)
商誉	857	857	857	857	资产处置收益	0	(2)	(5)	5
长期待摊费用	1	43	118	40	营业利润	746	(485)	1,181	1,446
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	19,733	22,765	23,425	利润总额	744	(486)	1,179	1,445
流动负债	6,461	4,349	5,505	5,902	减:所得税	(71)	(68)	165	202
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	(418)	1,014	1,243
经营性应付款项	3,883	1,806	2,888	2,240	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	475	342	430	458	归属母公司净利润	816	(418)	1,014	1,243
其他流动负债	789	1,769	1,495	2,098	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.57	(1.83)	4.44	5.44
非流动负债	7,215	8,121	8,983	8,003	EBIT	1,845	(334)	1,420	1,679
长期借款	2,010	2,292	2,625	1,092	EBITDA	2,393	1,377	3,605	4,387
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	14.74	0.81	12.27	13.29
租赁负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	4.37	(3.69)	6.23	7.29
其他非流动负债	5,204	5,828	6,357	6,910	收入增长率(%)	60.90	(39.16)	43.41	4.75
负债合计	13,676	12,470	14,487	13,905	归母净利润增长率(%)	13.77	(151.29)	342.45	22.52
归属母公司股东权益	4,709	7,263	8,277	9,520					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	4,709	7,263	8,277	9,520					
负债和股东权益	18,385	19,733	22,765	23,425					

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	797	3,560	3,700	每股净资产(元)	20.71	28.25	32.19	37.03
投资活动现金流	(2,778)	(4,277)	(4,278)	(4,416)	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	(3.19)	11.32	12.38
现金净增加额	1,406	(473)	28	(1,601)	ROE-摊薄(%)	17.32	(5.76)	12.25	13.05
折旧和摊销	548	1,711	2,185	2,708	资产负债率(%)	88.45	74.39	63.19	63.64
资本开支	(2,781)	(4,146)	(4,067)	(4,383)	P/E(现价&最新股本摊薄)	10.84	(21.14)	8.72	7.12
营运资本变动	(503)	(353)	95	(430)	P/B(现价)	1.87	1.37	1.20	1.05

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>