

业绩短期承压，海外产能放量在即

2024 年 11 月 03 日

► **事件：**2024 年 10 月 30 日，公司发布 2024 年三季度报。根据公司公告，24Q1-Q3 公司实现收入 82.02 亿元，同比-42.96%，归母净利润-4.17 亿元，同比-125.45%，实现扣非归母净利润-7.35 亿元，同比-146.74%。

分季度来看，公司 24Q3 实现收入 18.28 亿元，同比-63.14%，环比-31.27%，实现归母净利润-2.51 亿元，同比-136.69%，环比-34.62%，实现扣非归母净利润-3.45 亿元，同比-153.91%，环比-57.15%。我们认为，公司业绩下滑原因主要是光伏电池片供需过剩，竞争加剧，价格下行所致。

► **出货量同比高增，海外占比持续提升。**根据公司三季度报，24Q1-Q3 公司光伏电池片出货 26.45GW，同比增长 35.29%，其中 N 型电池出货 23.70GW，占比达 89.60%，分季度看，24Q3 公司电池片出货超 7.2GW，全部为 N 型 TOPCon。公司海外销售占比持续提升，从 2023 年 4.69%大幅提升至 2024 年前三季度的 18.46%，随着公司海外市场持续开拓，公司海外销售占比持续保持增长，其中印度、土耳其、欧洲等主要海外市场占有率行业领先。

► **海外产能布局加速，有望辐射高价值市场。**10 月 31 日，钧达股份与 SOHARFREE ZONE LLC 正式签署《土地租赁合同》，标志着公司阿曼年产 5GW 高效 N 型电池生产基地项目已具备正式启动条件，预计 2025 年 Q3 建成投产。此外，根据公告，公司与某北美头部组件企业签署《谅解备忘录》，针对公司阿曼高效电池产能，2025 年度该头部组件企业有意向从公司采购 1GW-2GW 高效电池。公司阿曼年产 5GW 高效电池生产基地项目作为海外优质光伏电池资产，建成后将有利于公司充分利用阿曼区位、资源优势以及发挥公司光伏电池核心技术优势，辐射美国、欧洲、中东等高价值市场，有望增厚公司盈利。

► **TOPCon 技术优化立足当下，布局 BC、钙钛矿着眼未来。**公司持续进行 N 型 TOPCon 技术优化，通过金属复合降低、钝化性能提升、光学性能优化、栅线细线化、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，新品“MoNo2”的双面率达到 90%，电池产品转换效率突破 26.3%。新技术方面，公司中试 TBC 电池转换效率较主流 N 型电池效率可提升 1-1.5 个百分点，与外部机构合作研发的钙钛矿叠层电池实验室效率达 29.03%，达到行业领先水平。

► **投资建议：**我们预计公司 24-26 年实现营收 107.64/154.25/176.89 亿元，归母净利润为-4.81/9.88/15.13 亿元，25-26 年 PE 为 19x/12x。公司为光伏电池片专业化领先企业，TOPCon 技术优势显著，海外市场持续开拓，看好产业供需改善后公司盈利与收入迎来增长，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**下游需求不及预期、市场竞争加剧、产能建设不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	18,657	10,764	15,425	17,689
增长率 (%)	60.9	-42.3	43.3	14.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	816	-481	988	1,513
增长率 (%)	13.8	-158.9	305.6	53.1
每股收益 (元)	3.57	-2.10	4.32	6.62
PE	23	-	19	12
PB	3.9	4.6	3.7	2.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 11 月 1 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

80.40 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 林誉韬

执业证书：S0100524070001

邮箱：linyutao@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

邮箱：zhubiye@mszq.com

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

邮箱：wangyiru_yj@mszq.com

相关研究

1. 钧达股份 (002865.SZ) 首次覆盖报告：TOPCon 领军企业，加速布局海外市场-2024/10/21

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	18,657	10,764	15,425	17,689
营业成本	15,906	10,530	13,584	15,251
营业税金及附加	62	43	46	53
销售费用	74	54	69	71
管理费用	402	269	285	336
研发费用	304	183	262	301
EBIT	1,845	-202	1,341	1,865
财务费用	197	225	228	207
资产减值损失	-1,000	-101	-48	-23
投资收益	3	5	8	9
营业利润	746	-522	1,074	1,644
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	744	-522	1,074	1,644
所得税	-71	-42	86	132
净利润	816	-481	988	1,513
归属于母公司净利润	816	-481	988	1,513
EBITDA	2,393	358	1,929	2,481

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,608	4,092	5,844	7,588
应收账款及票据	156	99	144	165
预付款项	176	105	136	153
存货	727	426	632	740
其他流动资产	2,333	1,311	1,554	1,677
流动资产合计	7,000	6,034	8,309	10,322
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	8,075	8,500	8,926	9,351
无形资产	239	239	239	239
非流动资产合计	11,385	11,428	11,429	11,429
资产合计	18,385	17,463	19,738	21,752
短期借款	450	1,050	1,050	1,050
应付账款及票据	3,883	4,095	5,283	5,931
其他流动负债	2,128	1,676	1,775	1,826
流动负债合计	6,461	6,821	8,109	8,807
长期借款	2,010	1,883	1,883	1,883
其他长期负债	5,205	4,801	4,801	4,801
非流动负债合计	7,215	6,684	6,684	6,684
负债合计	13,676	13,505	14,793	15,491
股本	227	229	229	229
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	4,709	3,958	4,946	6,261
负债和股东权益合计	18,385	17,463	19,738	21,752

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	60.90	-42.31	43.31	14.67
EBIT 增长率	121.18	-110.96	763.25	39.03
净利润增长率	13.77	-158.93	305.57	53.11
盈利能力 (%)				
毛利率	14.74	2.17	11.94	13.78
净利润率	4.37	-4.47	6.41	8.55
总资产收益率 ROA	4.44	-2.75	5.01	6.95
净资产收益率 ROE	17.32	-12.14	19.98	24.16
偿债能力				
流动比率	1.08	0.88	1.02	1.17
速动比率	0.58	0.62	0.75	0.89
现金比率	0.56	0.60	0.72	0.86
资产负债率 (%)	74.39	77.34	74.94	71.22
经营效率				
应收账款周转天数	0.55	0.33	0.29	0.33
存货周转天数	12.07	19.72	14.02	16.19
总资产周转率	1.36	0.60	0.83	0.85
每股指标 (元)				
每股收益	3.57	-2.10	4.32	6.62
每股净资产	20.60	17.32	21.64	27.39
每股经营现金流	8.66	5.30	10.89	11.84
每股股利	0.75	0.00	0.86	1.32
估值分析				
PE	23	-	19	12
PB	3.9	4.6	3.7	2.9
EV/EBITDA	7.92	52.88	9.83	7.64
股息收益率 (%)	0.93	0.00	1.08	1.65

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	816	-481	988	1,513
折旧和摊销	548	561	588	616
营运资金变动	-503	1,035	710	399
经营活动现金流	1,979	1,212	2,489	2,706
资本开支	-2,781	-559	-586	-614
投资	0	7	0	0
投资活动现金流	-2,778	-421	-579	-605
股权募资	2,804	0	0	0
债务募资	622	350	0	0
筹资活动现金流	2,205	-306	-159	-357
现金净流量	1,406	485	1,751	1,745

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026