

## 钧达股份 (002865.SZ)

强烈推荐 (维持)

## TOPCon 溢价放大, N 型产能扩张再提速

公司公告 2023 年一季度实现收入、归上净利润、扣非归上净利润 39.67、3.54、3.44 亿, 同比增长 94.84%、1535.94%、1493.25%。Q1 业绩符合预期。4 月末公司涟水一期顺利出片, 提前启动二期建设, 加速 N 型扩张, 调升公司盈利预测, 维持强烈推荐评级。

□ Q1 满产满销, 优质产能维持高盈利。Q1 公司电池出货合计 4.81GW, 同比大幅增加 160.78%, 其中 P 型 PERC 2.31GW, 估算单 W 盈利 6-7 分, N 型 TOPCon 2.5GW, 估算单 W 盈利 9-10 分, 考虑 Q1 股权激励费用计提, 实际经营性单 W 盈利表现更好。经营规模扩大有效摊薄费用支出, Q1 费用率同比下降 2.8pcts, 净利率提升至 8.9%。N 型红利期公司持续扩充产能, Q1 末公司固定资产扩至 46.6 亿, 同/环比分别增加 76.14%/12.05%, 而近期公司定增正式获批, 将有利于优化公司资产结构, 支撑经营规模的进一步扩张。

□ 产业化进度领先, N 型扩张再次提速。公司为全球第二家大规模量产, 也是当前少数具备稳定的 TOPCon 供应能力的光伏企业。当前滁州二期 10GW 完成量产, 量产效率达到 25.5%, 涟水一期 13GW 于 4 月末出片, 并提前启动涟水二期 13GW TOPCon 产线建设, 预计年内投产, 2023 年底 N 型高效电池产能有望快速扩充至 44GW 上下, N 型产能占比达到 82%。

□ 优质 TOPCon 供不应求, 溢价逐步拉开。Q1 以来 N 型与 P 型电池的价格趋势逐步形成分化, 主流价差由 2022Q4 约 6-8 分放大至当前 9-12 分, 主要系随 N 型产品进一步降本增效、电站有效验证的形成, 下游对 N 型电池的需求优先级更高, 高效电池的议价能力更强, 此外产业链价格回调后也有更大的溢价空间, 公司在 TOPCon 领域的技术红利会有更充分的体现。考虑当前 TOPCon 是无产区产业, 和 PERC 当时的状态有很大的不同, 在较长的时期都还会有较明显的差异化, 公司的领先可能会持续更长的时间。

□ 专业电池供应商, 有望在技术变革中重回领先。捷泰是老牌的电池供应商, 历史出货领先。过去几年受到融资渠道、路线选择等因素的影响, 公司扩产节奏偏缓, 市场份额有所下降。2022 年上市公司完成捷泰 100% 股权收购, 解决融资问题, 长期投入布局的 TOPCon 电池开始迎来收获, 在产能结构 (大尺寸、TOPCon 比例)、成本控制、技术储备上具备优势, 在这一轮电池技术由 P 向 N 变革的过程中, 公司有望重回领跑。

□ 投资建议: 公司涟水二期产线提前启动建设, 调升 2023、2024 年归上净利润至 23.0、30.8 亿, 维持强烈推荐评级。

□ 风险提示: 政策调整风险, 新产线扩张不及预期, 原材料价格波动。

## 财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	2863	11595	27201	36856	47452
同比增长	234%	305%	135%	35%	29%
营业利润(百万元)	(101)	892	2575	3450	4312
同比增长	-1705%	-984%	189%	34%	25%
归母净利润(百万元)	(179)	717	2295	3084	3853
同比增长	-1419%	-501%	220%	34%	25%
每股收益(元)	-1.30	5.07	11.54	15.51	19.38
PE	-76.4	19.6	8.6	6.4	5.1
PB	13.6	13.4	6.0	3.5	2.3

资料来源: 公司数据、招商证券

中游制造/电力设备及新能源  
目标估值: 135.00 - 140.00 元  
当前股价: 99.4 元

## 基础数据

总股本(万股)	19882
已上市流通股(万)	19397
总市值(亿元)	198
流通市值(亿元)	193
每股净资产(MRQ)	7.2
ROE(TTM)	73.1
资产负债率	87.7%
主要股东	海南锦迪科技投资有限公司
主要股东持股比例	23.4%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5	-41	111
相对表现	-3	-48	111

资料来源: 公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《钧达股份 (002865) 一业绩高速增长, 在 TOPCon 产业化进程中继续领先》2023-03-21
- 《钧达股份 (002865) 一 TOPCon 产业化提速, 有望在技术变革中重回领先》2022-10-13
- 《钧达股份 (002865) 一 电池片盈利超预期, TOPCon 新产能逐步开始贡献》2022-07-20

游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

张伟鑫 S1090521070003

zhangweixin@cmschina.com.cn

赵旭 S1090519120001

zhaoxu2@cmschina.com.cn

## 正文目录

一、业绩符合预期 .....	3
二、N型扩张再次提速，TOPCon 兑现红利 .....	5
1、领先的三方 TOPCon 供应商，产能扩张再提速 .....	5
2、TOPCon 溢价放大 .....	6
3、有望在本轮技术变革中重回领先 .....	7
盈利预测 .....	9
风险提示 .....	9

## 图表目录

图 1 捷泰科技产能及结构变化 .....	5
图 2: N/P 型组件中标价格 (元/W) .....	6
图 3: TOPCon/PERC 电池价差 (元/W) .....	6
图 4: N/P 电池单 W 净利润差异估算 (分/W) .....	6
图 5: TOPCon/PERC 累计发电量及溢价估算 .....	6
图 6: TOPCon 提效路径清晰 .....	7
图 7: 技术路线进展规划 .....	7
图 8: 光伏电池技术迭代路线 .....	7
图 9: 电池效率趋势图 .....	7
图 10: 钧达股份历史 PE Band .....	9
图 11: 钧达股份历史 PB Band .....	9
表 1: 主要财务数据 .....	3
表 2: 经营情况表现 .....	3
表 3: 盈利能力分析 .....	4
表 4: 负债情况 .....	4
表 5: 固定资产及在建工程 .....	4
表 6: 连水项目情况 .....	5
表 7: 电池片出货排名 .....	8
附: 财务预测表 .....	10

## 一、业绩符合预期

公司公告 2023 年一季度实现收入、归上净利润、扣非归母上净利润 39.67、3.54、3.44 亿，同比增长 94.84%、1535.94%、1493.25%，Q1 业绩符合预期。

Q1 公司电池片满产满销，出货合计 4.81GW，同比大幅增加 160.78%，其中 P 型 PERC 2.31GW，估算单 W 盈利 6-7 分，N 型 TOPCon 2.5GW，估算单 W 盈利 9-10 分，考虑 Q1 股权激励费用计提，实际经营性单 W 盈利表现更高。同时经营规模扩张有效摊薄费用支出，Q1 费用率同比下降 2.8pcts 净利率提升至 8.9%。

N 型红利期公司持续扩充产能，Q1 末公司固定资产扩至 46.6 亿，同/环比分别增加 76.14%/12.05%，而近期公司定增正式获批，将有利于优化公司资产结构，支撑经营规模的进一步扩张。

表 1: 主要财务数据

(人民币, 百万)	2021 年	2022 年	2022Q1	2023Q1	同比变化(%)
营业收入	2863.39	11595.39	2036.25	3967.34	94.84
营业成本	2520.66	10249.85	1829.06	3406.41	86.24
毛利润	342.73	1345.54	207.18	560.92	170.74
销售税金	15.25	38.83	6.77	9.81	44.98
毛利润(扣除销售税金)	327.47	1306.70	200.42	551.11	174.98
销售费用	19.71	20.71	12.17	10.01	-17.72
管理费用	131.96	147.33	42.99	42.75	-0.57
研发费用	123.42	249.47	64.90	76.91	18.51
经营利润	52.38	889.19	80.35	421.44	424.48
资产和信用减值损失	-103.10	-71.24	1.08	-0.88	-181.72
财务费用	45.39	149.72	24.55	40.96	66.81
投资收益	-7.54	211.57	-2.25	0.00	-100.00
资产处置收益	-1.53	-1.86	0.00	0.00	-100.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	-
其他收益	4.32	13.68	0.39	12.49	3079.26
营业外收入	0.43	2.13	0.78	0.44	-44.28
营业外支出	0.69	2.06	1.63	0.01	-99.39
利润总额	-101.12	891.71	54.17	392.52	624.57
所得税	33.29	70.72	3.82	38.54	908.48
税后净利润	-134.41	820.99	50.35	353.98	603.02
少数股东损益	44.23	104.04	28.71	0.00	-100.00
归母净利润	-178.64	716.95	21.64	353.98	1535.94
非经常性损益	2.12	223.74	0.04	9.85	25560.66
扣非归母净利润	-180.76	493.21	21.60	344.13	1493.26
主要比率					百分点变化
毛利率	11.97	11.60	10.17	14.14	3.96
销售费用率	0.69	0.18	0.60	0.25	-0.35
管理费用率	4.61	1.27	2.11	1.08	-1.03
研发费用率	4.31	2.15	3.19	1.94	-1.25
财务费用率	1.59	1.29	1.21	1.03	-0.17
经营利润率	1.83	7.67	3.95	10.62	6.68
所得税率	-35.57	10.40	6.77	9.82	3.05
净利率	-4.69	7.08	2.47	8.92	6.45
扣非净利率	-6.31	4.25	1.06	8.67	7.61

资料来源: 公司公告、招商证券

表 2: 经营情况表现

公司经营情况	2021	2022	2022Q1	2023Q1	百分点变化
赊销比	7.59	1.90	14.91	2.06	-12.85

公司经营情况	2021	2022	2022Q1	2023Q1	百分点变化
存货营收比	15.29	2.92	26.69	17.00	-9.70
销售商品、劳务获现金(百万元)	1685.57	3207.52	767.85	452.47	-315.38
销售商品、劳务获现金/营收	58.87	27.66	37.71	11.40	-26.30
经营性现金流净额(百万元)	580.96	155.76	49.18	56.21	7.03
经营现金流净额/税后净利润	-325.22	21.73	227.28	15.88	-211.41

资料来源：公司公告、招商证券

表 3: 盈利能力分析

杜邦分析	2021	2022	2022Q1	2023Q1	百分点变化
归上净利率(%)	-6.24	6.18	1.06	8.92	7.86
总资产周转率(%)	0.73	1.50	0.32	0.38	0.06
权益乘数	3.84	7.55	6.12	8.50	2.39
ROE(%)	-17.43	69.86	2.07	28.48	26.42
ROA(%)	-3.41	10.59	0.79	3.35	2.56
ROIC(%)	-4.25	30.29	2.65	9.02	6.37

资料来源：公司公告、招商证券

表 4: 负债情况

负债情况	2021	2022	2022Q1	2023Q1	百分点变化
负债率%	73.33	88.93	74.63	87.68	13.05
短期借款(百万元)	176.77	589.08	227.95	449.85	97.34
一年内到期的非流动负债(百万元)	381.77	627.02	343.60	662.04	92.68
长期借款(百万元)	130.40	1,658.32	522.66	2,157.24	312.74
应付债券(百万元)	61.94	0.00	0.00	0.00	-
长期应付款(百万元)	1,162.92	1,508.78	0.00	0.00	-
在手现金(百万元)	491.49	1,873.07	658.66	2,190.37	232.55

资料来源：公司公告、招商证券

表 5: 固定资产及在建工程

百万元	2021	2022	2022Q1	2023Q1	同比变化
固定资产	2,415.68	4,155.02	2,643.17	4,655.78	76.14
在建工程	237.37	308.46	15.46	279.85	1710.38

资料来源：公司公告、招商证券

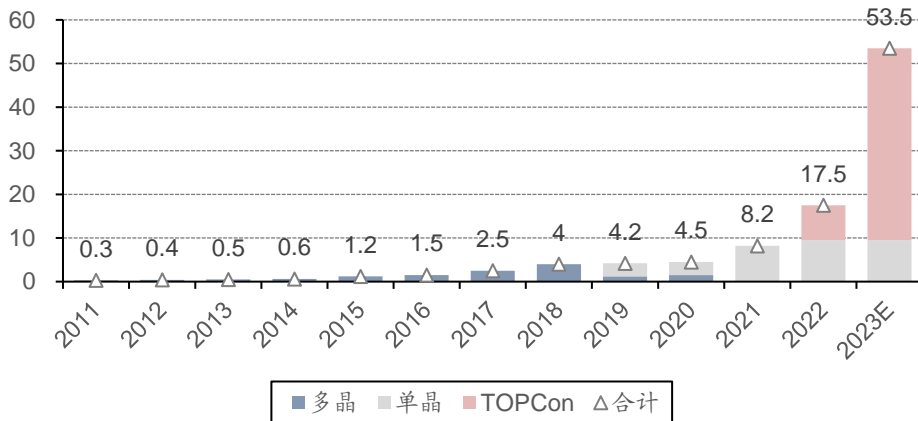
## 二、N型扩张再次提速，TOPCon 兑现红利

### 1、领先的三方 TOPCon 供应商，产能扩张再提速

随着 N 型 TOPCon 技术关键难点的突破以及通过重组实现上市，公司扩张加速，除上饶 9.5GW 大尺寸 PERC 产能外，新设滁州、涟水 N 型基地，2023 年底 N 型高效电池产能有望快速扩充至 44GW 上下，总产能达到 53.5GW：

- **滁州基地 (8+10GW)**：2021 年末，公司披露拟在滁州投建 8+8GW TOPCon 电池产能，2022 年上半年公司如期实现一期 8GW 量产，9 月底满产。8 月末提前开启二期项目建设，并将产线由 8GW 调整为 10GW，2023 年 4 月如期满产，量产效率达到 25.5%。
- **涟水基地 (13+13GW)**：涟水一期 13GW TOPCon 项目建设进度超预期，已于 4 月末顺利出片，同时公司提前启动涟水二期 13GW 建设，也有望在年内实现开始贡献。

图 1 捷泰科技产能及结构变化 (GW)



资料来源：公司公告、招商证券

表 6：涟水项目情况

分期	产能 (GW)	总投资 (亿元)	进度更新
涟水一期	13	70	2023 年 4 月末顺利出片
涟水二期	13	60	2023 年 4 月末提前开工建设

注：依据公告协议生效后，公司应在 30 日内提供项目建设全套图纸给涟水政府，涟水政府负责按照所提供的厂房及其他配套设施图纸，提供市场化代建服务，并优惠租赁给公司使用 6 年，第七年至第九年乙方每年回购建设内容不低于 25%，第十年一次性回购完毕。

资料来源：公司公告、招商证券

优质高效 TOPCon 电池需求表现更好，在接下来 1-2 年的推广期，公司的 TOPCon 电池应该有较好的消纳空间，伴随其产能投放，有望带来相应较强的业绩贡献。

- 光伏行业整体维持高景气度，尤其 2023 年上游供给瓶颈突破后，增长确定性高。2022 年底 TOPCon 有效产能超过 50GW，2023 年进一步扩张（考虑新产能大部分为 N 型，投产节奏存在不确定性），但相较需求总量，TOPCon 仍然是稀缺的优质产能。
- 此外，对下游组件企业而言，基本上产线微调即可顺利切换到 N 型，考虑到新增的 TOPCon 电池产能很大比例在一体化企业内，能够外供的三方优质产能更为有限，这部分产能将处于供不应求的状态。

## 2、TOPCon 溢价放大

近期 N 型电池与 P 型电池的价格趋势有分化，价差拉开至 0.1-0.12 元/W 上下，溢价逐步放大，原因主要系随 N 型产品进一步降本增效、电站有效验证的形成，TOPCon 优势不断验证，下游对 N 型电池的需求优先级更高，高效电池的议价能力更强。此外，产业链价格整体回调后也有更大的溢价空间。

图 2: N/P 型组件中标价格 (元/W)

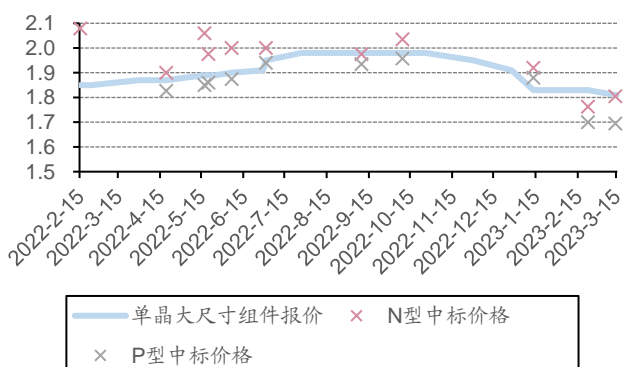
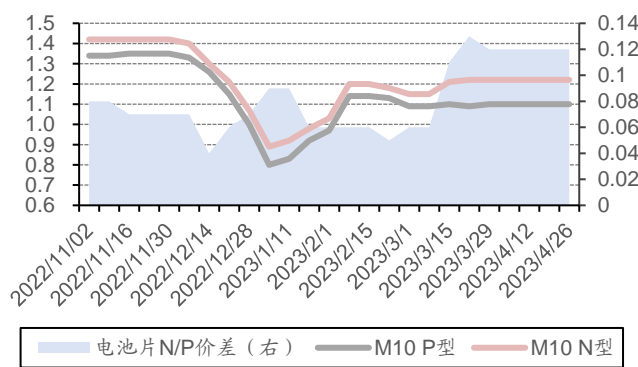


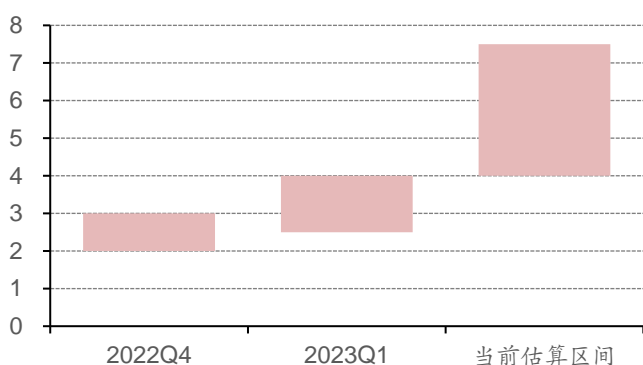
图 3: TOPCon/PERC 电池价差 (元/W)



资料来源: 企业官网、北极星光伏、公司公告等、招商证券

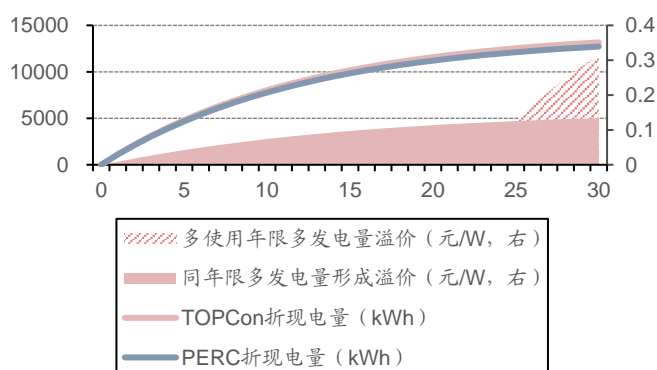
资料来源: 盖锡咨询、招商证券

图 4: N/P 电池单 W 净利润差异估算 (分/W)



资料来源: 公司公告等、招商证券 (不同企业存异)

图 5: TOPCon/PERC 累计发电量及溢价估算



资料来源: 公司公告、招商证券

TOPCon 是无人区产业，和 PERC 当时的状态很大的不同，在较长的时期，都还会有较明显的差异化。公司过去在 N 型领域长期投入和布局，在 TOPCon 产业化过程中领先，优势可能会持续更长的时间。

- **率先实现 TOPCon 大规模量产，抓住窗口期提速扩产：**2022 年开始组件、电池供应商以及新进入企业公布了大规模的 TOPCon 扩产规划，但从落实进度看，目前形成有效产出的仍是少数，公司是第二家实现 8-10GW 量级产能的企业，也是当前极少数具备稳定 TOPCon 供应能力的三方电池厂。
- **转换效率、量产良率处于领先地位：**滁州一期 TOPCon 量产效率在 25.2%左右，二期配套 SE 再提升约 0.3%，提效进度超预期。实际目前产线良率已经和 PERC 接近。

### 3、有望在本轮技术变革中重回领先

**TOPCon 进度领先，进一步提效路径清晰。**TOPCon 在原有 PERC 基础上增加若干工序，相对更复杂，同时目前距离 28% 的极限效率仍有较大的优化空间，处于快速的升级过程中。公司 TOPCon 产业化进度更快，在 SE、金属化优化、钝化工艺等技术升级过程可能会持续领先。

**储备前沿电池技术方案。**电池环节按产业化成熟度分，可以大致分为 1) PERC 主流成熟期路线；2) TOPCon、HJT、IBC 等发展导入期路线；3) 钙钛矿等前沿方案。

除 TOPCon 外，公司也在前瞻储备多样化的技术方案。定增项目中包含“高效 N 型太阳能电池研发中试项目”，对 TOPCon 生产工艺、SE、正背面钝化介质制备工艺、全背面接触钝化等方向进行研究，持续研发投入和产业化推进，有望维持公司在新电池领域的竞争力。

图 6: TOPCon 提效路径清晰

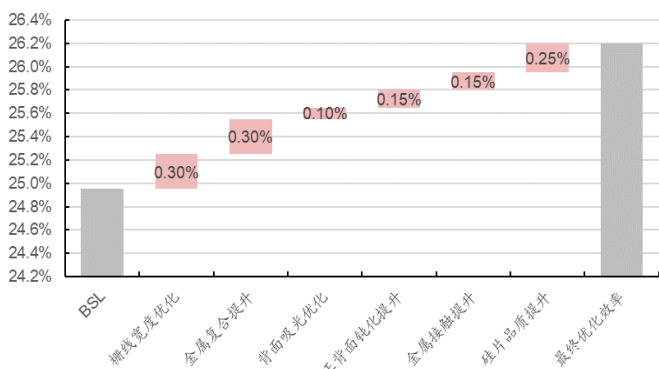
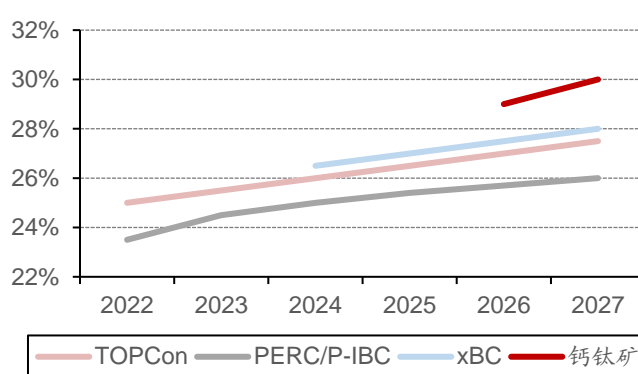
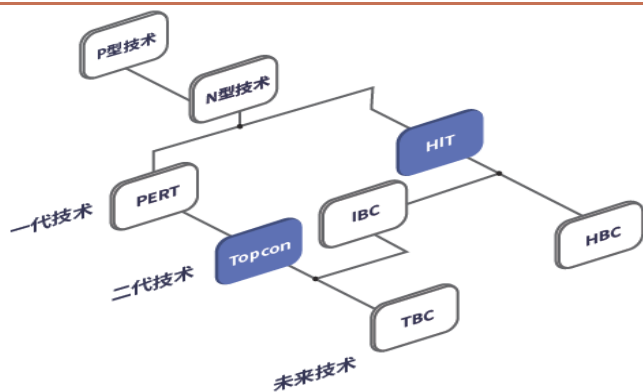


图 7: 技术路线进展规划



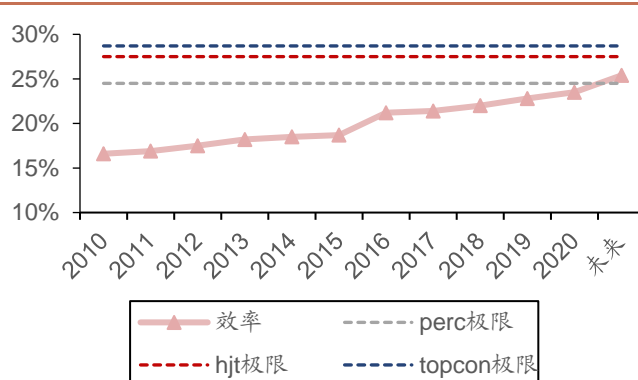
资料来源: Continuously Evolving Tech、企业官网、公司公告等、资料来源: 企业官网、公司公告、招商证券  
招商证券

图 8: 光伏电池技术迭代路线



资料来源: Jinko、招商证券

图 9: 电池效率趋势图



资料来源: Jinko、摩尔光伏、招商证券

捷泰是老牌的电池供应商，历史出货领先。在过去几年受到融资渠道、路线选择等因素的影响，公司扩产节奏偏缓，市场份额有所下降。而 2022 年以来，公司通过重组上市解决融资的问题，长期投入布局的 TOPCon 电池开始迎来收获，在产能结构（大尺寸、TOPCon 比例）、成本控制、技术储备上具备优势，在这一轮电池技术由 P 向 N 变革的过程中，公司有望重新回到电池环节的领跑位置。实际在 2022 年公司已经重回三方电池出货前 5。

表 7: 电池片出货排名

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
1	通威	通威	通威	通威	通威	通威
2	茂迪	爱旭	爱旭	爱旭	爱旭	爱旭
3	昱晶	展宇/捷泰	中宇	润阳	润阳	润阳
4	爱旭	联合再生	展宇/捷泰	潞安	中宇	中润
5	英稳达	茂迪	润阳	中宇	潞安	捷泰

资料来源: Infolink、招商证券



## 盈利预测

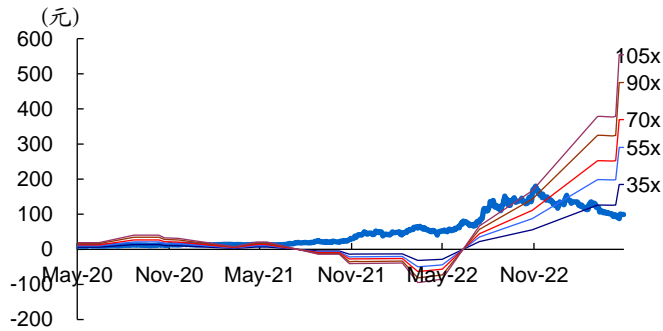
2022 年上市公司完成捷泰 100% 股权收购，解决融资问题，长期投入布局的 TOPCon 电池开始迎来收获，在产能结构（大尺寸、TOPCon 比例）、成本控制、技术储备上具备优势，在这一轮电池技术由 P 向 N 变革的过程中，公司有望重回领跑。

公司涟水二期产线提前启动建设，调升 2023、2024 年归上净利润至 23.0、30.8 亿，维持强烈推荐评级。

## 风险提示

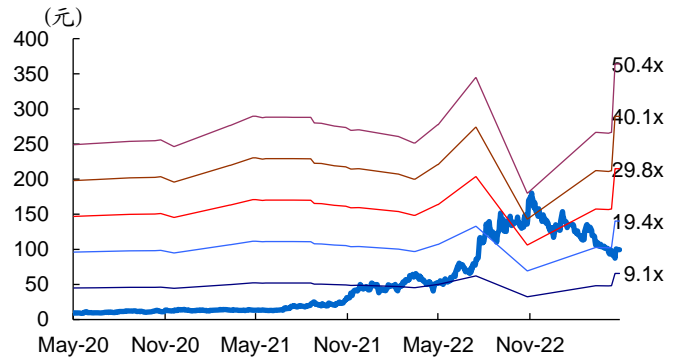
- 1) 政策调整或造成光伏装机不及预期，影响公司电池片出货。
- 2) 新产线扩张不及预期。
- 3) 上游硅料、硅片等原材料价格波动可能造成公司盈利能力的波动。

图 10: 钧达股份历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 11: 钧达股份历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

## 参考报告:

- 1、钧达股份（002865）：业绩高增长，在 TOPCon 产业化进程中继续领先，2023.3.21
- 2、钧达股份（002865）：TOPCon 产业化提速，有望在技术变革中重回领先，2022.10.13
- 3、钧达股份（002865）：电池片盈利超预期，TOPCon 新产能逐步开始贡献，2022.7.20
- 4、钧达股份（002865）：Q1 符合预期，聚焦光伏电池，2022.4.30
- 5、钧达股份（002865）：光伏电池业务 2021 年超预期，聚焦布局 N 型电池，2022.3.21
- 6、钧达股份（002865）：将剥离汽车业务，聚焦光伏电池，2022.3.15
- 7、钧达股份（002865）：电池业务量利齐升，领先发力 TOPCon 电池，2022.1.26
- 8、光伏系列报告（56）：TOPCon 正在进入新技术推广的红利期，2022.9.8
- 9、光伏系列报告（48）：TOPCon 溢价未充分反应，规模化应用进度可能显著超预期，2022.4.6
- 10、光伏系列报告（44）：TOPCon 开始规模应用，优势企业可能提前开始收获，2022.3.8

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1682	3559	6638	9832	13758
现金	491	1873	1795	3070	5043
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	51	8	408	737	949
应收款项	166	46	572	774	997
其它应收款	14	10	24	32	42
存货	438	339	2284	3108	4008
其他	522	1283	1556	2111	2719
<b>非流动资产</b>	4333	5930	7158	8279	9301
长期股权投资	44	0	0	0	0
固定资产	2416	4155	5386	6409	7343
无形资产商誉	1163	1020	1018	1116	1204
其他	711	755	755	754	754
<b>资产总计</b>	<b>6015</b>	<b>9489</b>	<b>13796</b>	<b>18111</b>	<b>23059</b>
<b>流动负债</b>	3018	4377	6293	8111	10093
短期借款	177	589	0	0	0
应付账款	1417	1536	4209	5727	7387
预收账款	93	317	723	984	1270
其他	1331	1935	1361	1399	1436
<b>长期负债</b>	1393	4061	4161	4231	4231
长期借款	130	1658	1758	1828	1828
其他	1262	2403	2403	2403	2403
<b>负债合计</b>	<b>4411</b>	<b>8438</b>	<b>10454</b>	<b>12342</b>	<b>14324</b>
股本	137	142	199	199	199
资本公积金	672	96	96	96	96
留存收益	193	813	3024	5419	8347
少数股东权益	602	0	23	54	93
归属于母公司所有者	1002	1051	3319	5715	8642
<b>负债及权益合计</b>	<b>6015</b>	<b>9489</b>	<b>13796</b>	<b>18111</b>	<b>23059</b>

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	581	156	2778	3650	4719
净利润	(179)	717	2295	3084	3853
折旧摊销	156	419	467	575	674
财务费用	43	147	123	167	230
投资收益	8	(212)	(110)	(110)	(110)
营运资金变动	449	(1072)	(296)	(208)	(87)
其它	104	157	299	142	159
<b>投资活动现金流</b>	(562)	(733)	(1590)	(1590)	(1590)
资本支出	(154)	(525)	(1700)	(1700)	(1700)
其他投资	(408)	(208)	110	110	110
<b>筹资活动现金流</b>	(112)	1607	(1266)	(786)	(1155)
借款变动	(1242)	1443	(1116)	70	0
普通股增加	8	4	57	0	0
资本公积增加	131	(575)	0	0	0
股利分配	(6)	0	(85)	(689)	(925)
其他	997	736	(123)	(167)	(230)
<b>现金净增加额</b>	<b>(93)</b>	<b>1030</b>	<b>(78)</b>	<b>1275</b>	<b>1973</b>

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	2863	11595	27201	36856	47452
营业成本	2521	10250	23381	31819	41039
营业税金及附加	15	39	136	184	237
营业费用	20	21	54	37	47
管理费用	132	147	326	405	522
研发费用	123	249	626	811	1044
财务费用	45	150	123	167	230
资产减值损失	(103)	(71)	(90)	(93)	(130)
公允价值变动收	0	0	0	0	0
其他收益	4	14	20	20	20
投资收益	(9)	210	90	90	90
<b>营业利润</b>	<b>(101)</b>	<b>892</b>	<b>2575</b>	<b>3450</b>	<b>4312</b>
营业外收入	0	2	4	4	4
营业外支出	1	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	<b>(101)</b>	<b>892</b>	<b>2576</b>	<b>3452</b>	<b>4314</b>
所得税	33	71	258	336	422
少数股东损益	44	104	23	31	39
<b>归属于母公司净利</b>	<b>(179)</b>	<b>717</b>	<b>2295</b>	<b>3084</b>	<b>3853</b>

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	234%	305%	135%	35%	29%
营业利润	-1705%	-984%	189%	34%	25%
归母净利润	-1419%	-501%	220%	34%	25%
<b>获利能力</b>					
毛利率	12.0%	11.6%	14.0%	13.7%	13.5%
净利率	-6.2%	6.2%	8.4%	8.4%	8.1%
ROE	-17.8%	68.2%	69.2%	54.0%	44.6%
ROIC	-3.3%	23.8%	47.4%	42.9%	38.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	73.3%	88.9%	75.8%	68.1%	62.1%
净负债比率	11.5%	30.3%	12.7%	10.1%	7.9%
流动比率	0.6	0.8	1.1	1.2	1.4
速动比率	0.4	0.7	0.7	0.8	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	1.2	2.0	2.0	2.1
存货周转率	8.0	26.4	17.8	11.8	11.5
应收账款周转率	13.3	85.4	52.6	29.6	27.4
应付账款周转率	2.8	6.9	8.1	6.4	6.3
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	-1.30	5.07	11.54	15.51	19.38
每股经营净现	4.23	1.10	13.97	18.36	23.73
每股净资产	7.30	7.43	16.69	28.74	43.47
每股股利	0.00	0.60	3.46	4.65	5.81
<b>估值比率</b>					
PE	-76.4	19.6	8.6	6.4	5.1
PB	13.6	13.4	6.0	3.5	2.3
EV/EBITDA	493.2	10.0	4.2	3.2	2.5

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，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。

**游家训：**浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

**刘巍：**德国斯图加特大学车辆工程硕士，曾就职于保时捷汽车、沙利文咨询公司，2020 年加入招商证券，覆盖新能源车汽车产业链、工控自动化。

**赵旭：**中国农业大学硕士，曾就职于川财证券，2019 年加入招商证券，覆盖风电、光伏产业。

**张伟鑫：**天津大学电气工程硕士，曾就职于国金证券，2021 年加入招商证券，覆盖新能源发电产业。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。