

公司研究

PEpoly 出货顺利，在中国境内首次落地车间级 TOPcon 整线装备

——捷佳伟创（300724.SZ）事件点评

要点

事件：据公司微信公众号披露，公司为聆达股份定制的 5GW TOPCon PEpoly 高效光伏电池整线装备工程进入生产阶段，标志着捷佳伟创将在中国境内首次落地车间级 TOPCon 整线装备。

点评：

境内外持续落地，TOPCon PEpoly 整线装备得到市场肯定。

TOPcon 电池方面，公司 TOPcon 核心设备 PE-Poly 实现了隧穿层、Poly 层、原位掺杂层的“三合一”制备，不仅解决了传统 TOPCon 电池生产过程中绕镀、能耗高、石英件高损耗的固有难点，而且大大缩短了原位掺杂工艺时间，提高了生产效率，有效提升 TOPCon 的转换效率和良率。

2022 年 3 月，公司 TOPCon 整线设备成规模顺利出货，且在江苏润阳客户现场爬坡量产运行，标志着公司已完全具备了 TOPCon 的 PE-Poly 路线整线设备的供应能力。2022 年 10 月，公司在海外各地陆续签订了近 10GW 的 PE-poly 路线的 TOPCon 整线 Turnkey 合同。近日在中国境内首次落地车间级 TOPCon 整线装备，代表着公司技术实力的再次升级。

激光 SE 加速落地，TOPcon 路线优势有望进一步巩固。

2022 年 10 月，晶科能源 182N 型高效单晶硅电池技术全面电池转化效率达到 26.1%，又一次创造了 182 及以上尺寸大面积 N 型 TOPCon 电池转化效率新的世界纪录。效率的提升主要依靠界面缺陷修复、高透多晶硅膜以及激光 SE 基础的超细金属电极等多项适用于大尺寸的先进技术。我们认为，激光 SE 技术是 TOPCon 电池转换效率从 25.5%向 26%平台迈进的关键技术，有助于 TOPcon 路线的优势地位得到进一步巩固。根据公司公众号披露，截至 2022 年 10 月，公司 N 型 TOPCon SE 激光及专用高温设备的批量订单已进入交货环节。

维持“买入”评级。我们维持原盈利预测，预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 10.56/13.56/16.96 亿元，对应 EPS3.03/3.89/4.87 元，当前股价对应 22-24 年 PE 为 41/32/25 倍。TOPCon 电池技术扩产加速，激光 SE 助力电池效率站上 26%平台，公司 PE-Poly 设备接连取得订单，整线设备在国内外取得突破，未来有望保障公司业绩稳步提升，维持“买入”评级。

风险提示：公司扩产进度不及预期；新设备推广应用进度不及预期；存货规模较大，流动性资金面临压力的风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4,044	5,047	6,807	8,812	10,923
营业收入增长率	60.03%	24.80%	34.86%	29.47%	23.96%
净利润（百万元）	523	717	1,056	1,356	1,696
净利润增长率	36.95%	37.16%	47.21%	28.38%	25.12%
EPS（元）	1.63	2.06	3.03	3.89	4.87
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.23%	11.57%	14.68%	16.05%	16.95%
P/E	76	60	41	32	25
P/B	13.0	6.9	6.0	5.1	4.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-17

买入（维持）

当前价：123.00 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452071

yinzs@ebsecn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebsecn.com

分析师：黄帅斌

执业证书编号：S0930520080005

0755-23915357

huangshuaibin@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	3.48
总市值(亿元):	428.32
一年最低/最高(元):	47.11/168.50
近 3 月换手率:	173.08%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	17.10	-0.41	62.32
绝对	12.92	-13.01	38.03

资料来源：Wind

相关研报

业绩符合预期，TOPCon 电池设备订单实现突破——捷佳伟创（300724.SZ）2022 年半年报点评（2022-08-15）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,044	5,047	6,807	8,812	10,923
营业成本	2,976	3,806	5,141	6,664	8,258
折旧和摊销	25	35	43	52	63
税金及附加	22	21	29	37	46
销售费用	81	71	96	125	154
管理费用	86	102	143	185	229
研发费用	191	238	320	414	513
财务费用	52	-7	-38	-44	-49
投资收益	-42	-13	-13	-13	-13
营业利润	581	817	1,202	1,545	1,935
利润总额	583	816	1,204	1,547	1,937
所得税	71	103	151	194	243
净利润	512	714	1,053	1,353	1,693
少数股东损益	-11	-4	-3	-3	-3
归属母公司净利润	523	717	1,056	1,356	1,696
EPS(元)	1.63	2.06	3.03	3.89	4.87

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	334	1,349	522	1,151	1,229
净利润	523	717	1,056	1,356	1,696
折旧摊销	25	35	43	52	63
净营运资金增加	226	140	1,229	926	1,230
其他	-441	458	-1,805	-1,183	-1,759
投资活动产生现金流	-78	-571	82	-218	-178
净资本支出	-167	-239	-255	-205	-165
长期投资变化	85	77	0	0	0
其他资产变化	4	-409	337	-13	-13
融资活动现金流	122	2,241	-40	-62	-86
股本变化	1	27	0	0	0
债务净变化	194	-178	-16	0	0
无息负债变化	2,600	509	1,355	1,109	1,161
净现金流	362	3,008	564	871	965

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	26.4%	24.6%	24.5%	24.4%	24.4%
EBITDA 率	21.9%	20.8%	19.0%	18.9%	18.9%
EBIT 率	21.1%	20.0%	18.4%	18.3%	18.4%
税前净利润率	14.4%	16.2%	17.7%	17.6%	17.7%
归母净利润率	12.9%	14.2%	15.5%	15.4%	15.5%
ROA	5.5%	5.6%	7.0%	7.7%	8.4%
ROE (摊薄)	17.2%	11.6%	14.7%	16.1%	17.0%
经营性 ROIC	27.9%	28.3%	24.3%	25.3%	25.4%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	67%	51%	52%	52%	50%
流动比率	1.40	1.78	1.79	1.81	1.86
速动比率	0.78	1.17	1.14	1.22	1.30
归母权益/有息债务	15.68	399.37	-	-	-
有形资产/有息债务	47.27	805.07	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	9,283	12,783	15,113	17,470	20,189
货币资金	1,548	3,991	4,555	5,427	6,392
交易性金融资产	0	99	0	0	0
应收账款	1,000	1,324	1,695	2,194	2,720
应收票据	1,453	1,473	1,987	2,572	3,188
其他应收款 (合计)	37	13	48	62	76
存货	3,823	4,033	5,111	5,301	5,750
其他流动资产	395	98	98	98	98
流动资产合计	8,693	11,652	14,086	16,290	18,907
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	85	77	77	77	77
固定资产	251	330	396	463	521
在建工程	39	47	167	230	257
无形资产	29	155	157	159	161
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	85	146	146	146	146
非流动资产合计	591	1,131	1,027	1,180	1,282
总负债	6,248	6,579	7,919	9,028	10,188
短期借款	194	13	0	0	0
应付账款	1,390	1,885	2,547	3,301	4,091
应付票据	675	365	1,028	1,333	1,652
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	165	355	355	355	355
流动负债合计	6,208	6,538	7,878	8,987	10,148
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	41	41	41	41	41
非流动负债合计	41	41	41	41	41
股东权益	3,035	6,204	7,194	8,442	10,000
股本	321	348	348	348	348
公积金	1,310	3,832	3,837	3,837	3,837
未分配利润	1,431	2,038	3,027	4,277	5,838
归属母公司权益	3,036	6,202	7,196	8,447	10,008
少数股东权益	-1	1	-2	-5	-8

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	2.00%	1.41%	1.41%	1.41%	1.41%
管理费用率	2.12%	2.01%	2.10%	2.10%	2.10%
财务费用率	1.29%	-0.13%	-0.56%	-0.50%	-0.45%
研发费用率	4.73%	4.71%	4.70%	4.70%	4.70%
所得税率	12%	13%	13%	13%	13%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.18	0.18	0.30	0.39	0.49
每股经营现金流	1.04	3.87	1.50	3.30	3.53
每股净资产	9.45	17.81	20.66	24.25	28.74
每股销售收入	12.59	14.49	19.54	25.30	31.36

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	76	60	41	32	25
PB	13.0	6.9	6.0	5.1	4.3
EV/EBITDA	44.9	38.7	31.4	24.2	19.4
股息率	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE