

盈利高质量增长, 股权激励绑定核心人员

投资要点

- **业绩总结:** 公司发布 2022 年年报, 全年实现营收 35.7 亿元, 同比+127.9%; 归母净利润 7.9 亿元, 同比+356.7%; 扣非净利润 7.5 亿元, 同比+333%。公司计提减值损失约 1 亿元。2022 年财务/销售/管理/研发费用率均同比下降, 期间费用率 15.2%, 同比-4.4pct。
- 受益于下游硅片扩产和切片设备优化升级, 光伏切割设备销量保持高增; 在手订单饱满, 23 年切割设备业务有望继续增长。2022 年公司光伏切割设备产量 1982 台, 销量 1514 台, 同比+48.3%; 营收 14.7 亿元, 同比+50.4%, 单台价格 97.4 万元, 同比+1.4%; 拆分 22Q4 光伏设备收入约 6 亿, 环比+92%左右。盈利能力方面, 22 年光伏设备毛利率稳中有升, 全年毛利率 33.2%, 同比+2.1pp。至 22 年末公司光伏切割设备在手订单 13 亿(不含税), 接近 22 年全年收入规模, 叠加部分 23Q1 订单有望于 23 年确认收入, 预计 23 年公司光伏切割设备仍能保持增长。24 年往后, 随着细线化、薄片化持续推进, 存量切片设备替换需求有望接力。
- **金刚线产能持续提升, 单位成本快速下降, 单位盈利同比提升。** 22 年公司金刚线产能持续优化提升, 金刚线产量约 3400 万 km, 销量 2540 万 km(不含切片自用部分), 同比+206%。随着细线化迭代与品质提升, 22 年金刚线单位价格约 33.1 元/km(不含税), 同比仅下降 5.9%, 较 21 年近 24% 的降幅大幅收窄。另一方面, 随着产能提升带来的成本摊薄, 公司单位成本下降至 18.82 元, 同比-16.5%, 其中单位制造费用下降约 47%至 3.2 元。公司金刚线保持满产满销, 行业地位与格局逐渐清晰。展望后续, 我们认为凭借细线化和质量优势, 公司金刚线单价大幅下降的可能性较小, 产能提升带来的规模效应有望持续。
- **22 年切片代工利润 2.4 亿元, 23 年硅片价格稳定能力或超预期, 产销量利润依然可观。** 受益于硅片价格上涨与公司切片综合工艺优势, 22 年公司切片代工收入约 9.3 亿元(不包含硅泥回收收入), 销量 11.5 万片约 10GW, 毛利率 45%+, 净利润约 2.4 亿元, 全年单 GW 盈利约 2300 万。当前硅片价格受石英砂限制较为稳定, 23 年优质切片产能或更为稀缺, 硅片价格降幅有望低于硅料降幅。随着切片产量增长, 23 年切片代工利润有望保持增长。
- **股权激励绑定核心业务人员, 保留公司核心竞争力。** 公司发布股权激励计划, 拟首次授予包含高管/核心技术人员在内激励对象共 323 人, 占 22 年末员工总数的 9.4%; 首次授予 240.5 万股, 预留 60 万股。首次授予部分业绩考核目标如下: 23 年公司营收或归母净利润同比增长不低于 30%; 24 年公司营收或归母净利润增长较 22 年不低于 70%; 25 年营收或归母净利润增长较 22 年不低于 120%。
- **盈利预测与投资建议:** 公司光伏切割设备龙头地位稳固, 金刚线产销有望随产能扩张和细线化迭代保持行业领先, 切片业务在细线化、薄片化时代下凸显技术阿尔法。预计未来三年公司净利润 CAGR 为 34.93%, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 全球光伏装机需求不及预期的风险; 下游硅片扩产不及预期的风险; 原材料成本上涨, 公司盈利能力下降的风险; 硅片价格大幅下降的风险; 政策变化的风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3570.56	5714.07	7608.41	9868.26
增长率	127.92%	60.03%	33.15%	29.70%
归属母公司净利润(百万元)	788.61	1201.75	1498.27	1937.45
增长率	356.66%	52.39%	24.67%	29.31%
每股收益 EPS(元)	3.46	5.27	6.57	8.50
净资产收益率 ROE	38.15%	40.21%	45.28%	32.93%
PE	21	14	11	8
PB	7.87	5.45	3.83	2.77

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn

分析师: 敖晨晨
执业证号: S1250521080001
电话: 021-58351917
邮箱: ayc@swsc.com.cn

联系人: 谢尚师
电话: 021-58351679
邮箱: xss@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	2.28
流通 A 股(亿股)	1.70
52 周内股价区间(元)	36.45-106.33
总市值(亿元)	155.27
总资产(亿元)	56.46
每股净资产(元)	8.53

相关研究

1. 高测股份(688556): 与东方日升战略合作, 步入 HJT 薄片量产征程 (2023-01-04)
2. 高测股份(688556): 薄片化助力 HJT 降本, 切片代工盈利稳定 (2022-12-28)
3. 高测股份(688556): 切片代工利润增厚, 碳化硅切片实现突破 (2022-10-29)
4. 高测股份(688556): 切片业绩超预期, 切割设备环比持续增长 (2022-08-23)

关键假设:

假设 1: 随着下游硅片持续扩产与产线技改升级, 光伏切割设备需求延续高景气度, 2023-2025 年公司光伏切割设备销量分别为 2000/2200/2500 台, 毛利率分别为 32%/30%/30%。

假设 2: 金刚线技改后产能提升, 考虑到切片自用量, 2023-2025 年公司金刚线外销分别为 4320/7300/11400 万千米。

假设 3: 切片业务持续稳步拓展, 结合产能投放节奏, 我们预计 2023-2025 年切片代工量分别为 28/45/60GW, 代工费稳定在 0.04 元/W。

假设 4: 其他高硬脆材料切割设备与耗材 (创新业务) 尚在起步阶段, 营收保持高增速, 2023-2025 年营收增速分别为 40%/30%/20%, 毛利率稳定在 50%。

基于以上假设, 我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
光伏切割设备	收入	1474.3	1900.0	1985.5	2143.4
	增速	50.4%	28.9%	4.5%	8.0%
	毛利率	33.2%	32.0%	30.0%	30.0%
光伏切割耗材	收入	840.2	1343.4	2156.6	3199.5
	增速	188.1%	59.9%	60.5%	48.4%
	毛利率	43.1%	43.6%	45.3%	45.9%
其他高硬脆材料切割设备 与耗材	收入	156.7	219.4	285.3	342.3
	增速	48.9%	40.0%	30.0%	20.0%
	毛利率	54.4%	50.0%	50.0%	50.0%
硅片及切割加工服务	收入	105.8	767.6	1680.1	2283.7
	增速	778.2%	625.6%	118.9%	35.9%
	毛利率	28.7%	35.0%	32.0%	30.0%
轮胎检测设备及耗材	收入	30.8			
	增速	-33.9%			
	毛利率	43.0%			
服务及其他	收入	23.5	25.0	25.0	25.0
	增速	12.8%	6.4%	0.0%	0.0%
	毛利率	44.7%	45.0%	45.0%	45.0%
其他业务	收入	116.1	150.0	150.0	150.0
	增速	607.2%	29.2%	0.0%	0.0%
	毛利率	85.5%	85.0%	85.0%	85.0%
合计	收入	3570.6	5714.1	7608.4	9868.3
	增速	127.9%	60.0%	33.2%	29.7%
	毛利率	41.5%	39.5%	37.3%	37.8%

数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3570.56	5714.07	7608.41	9868.26	净利润	788.61	1201.75	1498.27	1937.45
营业成本	2088.51	3456.13	4772.40	6138.03	折旧与摊销	119.44	64.10	80.82	99.23
营业税金及附加	16.98	25.70	34.87	44.94	财务费用	11.10	33.52	32.78	31.62
销售费用	93.11	137.14	167.38	177.63	资产减值损失	-71.41	-40.00	-50.00	-50.00
管理费用	464.32	714.26	913.01	1282.87	经营营运资本变动	-430.71	-979.47	-300.57	-437.19
财务费用	11.10	33.52	32.78	31.62	其他	-193.04	135.91	37.99	67.75
资产减值损失	-71.41	-40.00	-50.00	-50.00	经营活动现金流净额	224.00	415.80	1299.29	1648.86
投资收益	28.84	0.00	0.00	0.00	资本支出	-347.48	-350.00	-405.00	-310.00
公允价值变动损益	0.90	0.69	0.76	0.74	其他	-334.61	229.64	-28.61	-22.73
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-682.09	-120.36	-433.61	-332.73
营业利润	898.57	1388.01	1738.72	2243.91	短期借款	-28.46	226.18	-226.18	0.00
其他非经营损益	-14.29	-17.72	-16.58	-16.96	长期借款	0.00	50.00	100.00	100.00
利润总额	884.28	1370.30	1722.15	2226.95	股权融资	30.74	0.00	0.00	0.00
所得税	95.67	168.55	223.88	289.50	支付股利	0.00	-157.72	-240.35	-299.65
净利润	788.61	1201.75	1498.27	1937.45	其他	418.65	-186.49	-32.78	-31.62
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	420.93	-68.03	-399.32	-231.27
归属母公司股东净利润	788.61	1201.75	1498.27	1937.45	现金流量净额	-36.67	227.42	466.36	1084.86
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	343.99	571.41	1037.77	2122.62	成长能力				
应收和预付款项	2193.95	4103.77	5415.69	6936.92	销售收入增长率	127.92%	60.03%	33.15%	29.70%
存货	1049.72	1935.39	2594.54	3332.20	营业利润增长率	324.55%	54.47%	25.27%	29.05%
其他流动资产	834.25	481.06	535.31	599.06	净利润增长率	356.66%	52.39%	24.67%	29.31%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	285.57%	44.36%	24.68%	28.20%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	860.25	1157.05	1487.61	1700.70	毛利率	41.51%	39.52%	37.27%	37.80%
无形资产和开发支出	44.57	39.91	39.78	43.70	三费率	15.92%	15.49%	14.63%	15.12%
其他非流动资产	319.65	313.41	307.16	300.92	净利率	22.09%	21.03%	19.69%	19.63%
资产总计	5646.36	8601.99	11417.86	15036.13	ROE	38.15%	40.21%	35.28%	32.93%
短期借款	0.00	226.18	0.00	0.00	ROA	13.97%	13.97%	13.12%	12.89%
应付和预收款项	2269.09	4205.32	5622.74	7246.22	ROIC	73.89%	54.74%	45.49%	46.75%
长期借款	0.00	50.00	150.00	250.00	EBITDA/销售收入	28.82%	26.00%	24.35%	24.06%
其他负债	1310.27	1132.13	1398.84	1655.83	营运能力				
负债合计	3579.36	5613.63	7171.58	9152.05	总资产周转率	0.80	0.80	0.76	0.75
股本	227.93	227.93	227.93	227.93	固定资产周转率	5.99	6.13	6.27	6.57
资本公积	607.51	607.50	607.50	607.50	应收账款周转率	3.91	3.32	2.81	2.85
留存收益	1108.90	2152.93	3410.84	5048.64	存货周转率	2.55	2.31	2.10	2.07
归属母公司股东权益	2067.01	2988.36	4246.28	5884.07	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	58.60%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2067.01	2988.36	4246.28	5884.07	资产负债率	63.39%	65.26%	62.81%	60.87%
负债和股东权益合计	5646.36	8601.99	11417.86	15036.13	带息债务/总负债	9.51%	10.98%	6.84%	6.45%
					流动比率	1.44	1.40	1.47	1.55
					速动比率	1.10	1.02	1.07	1.15
					股利支付率	0.00%	13.12%	16.04%	15.47%
					每股指标				
					每股收益	3.46	5.27	6.57	8.50
					每股净资产	9.07	13.11	18.63	25.82
					每股经营现金	0.98	1.82	5.70	7.23
					每股股利	0.00	0.69	1.05	1.31
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	1029.11	1485.63	1852.32	2374.76					
PE	20.63	13.54	10.86	8.40					
PB	7.87	5.45	3.83	2.77					
PS	4.56	2.85	2.14	1.65					
EV/EBITDA	14.99	10.55	8.13	5.92					
股息率	0.00%	0.97%	1.48%	1.84%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心
上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
北京	卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
广深	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn