

# 高测股份 (688556)

## 第三次上调产能规划至 102GW, 看好切片代工长期逻辑&期待代工盈利超预期

买入 (维持)

2023 年 04 月 12 日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002  
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 刘晓旭

执业证书: S0600523030005  
liuwx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	3,571	5,559	7,782	9,093
同比	128%	56%	40%	17%
归属母公司净利润 (百万元)	789	1,226	1,647	1,993
同比	357%	56%	34%	21%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	3.46	5.38	7.23	8.74
P/E (现价&最新股本摊薄)	19.25	12.38	9.21	7.62

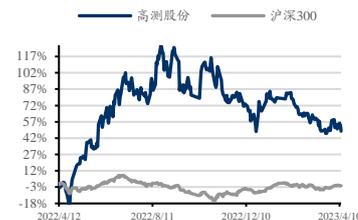
关键词: #第二曲线

**事件:** 高测与宜宾高新区管委会拟签署投资协议, 计划在宜宾建设 50GW 大硅片切片项目, 项目分两期执行, 一期 25GW 预计于 2024 年投产, 二期 25GW 预计将在一期正式投产后 6 个月内启动。

### 投资要点

- **切片代工产能上调至 102GW, 代工模式加速渗透:** 宜宾 50GW 项目总投资 50 亿元 (一二期分别 25 亿元), 固定资产投资约 30 亿元 (一二期分别 15 亿元)。其中一期 15 亿元固定资产中, 宜宾管委会负责厂房+机电安装约 7.5 亿元, 高测负责生产设备投资约 7.5 亿元, 则该项目固定资产投资中高测负责部分为 3000 万/GW, 我们预计回本周周期较短。我们预计宜宾一期 25GW 将于 2024 年 3-4 月投产, 10 月满产。宜宾已签约硅棒项目超 50GW、电池项目超 100GW, 有望形成较大切片代工需求; 同时, 高测宜宾基地还将满足全国范围内市场化需求, 例如东方日升 10GW/年的代工需求。公司切片代工业务原规划产能 35GW, 2022 年 4 月上调至 47GW; 2022 年 12 月新增规划河南 5GW, 总产能进一步上调至 52GW; 2023 年 4 月新增宜宾 50GW 上调至总产能 102GW, 不排除后续继续上调产能规划的可能性。按照当前规划, 我们预计公司 2022-2024 年底总产能分别达到 21GW、45GW、77GW, 考虑到产能爬坡, 我们预计 2022-2024 年出货量分别为 10GW、28GW、60GW。
- **N 型电池片推动薄片化加速, 薄片化时代将进一步印证高测切片优势:** 技术角度, 高测的切片设备+金刚线均处于行业领先, 形成设备+耗材+工艺闭环后不断强化 knowhow, 高测尤其在先进薄片切片机及细线上的研发优势明显, 目前公司已大批量导入 34 碳钢金刚线&小批量导入 32 钨丝金刚线, 正在试用 30 钨丝金刚线。即使高测自用和外售设备、金刚线没有差别, 但是切割效果差距很大, 主要与内部调试的参数、工艺匹配、应用因素及管理逻辑等都有很大关系。我们认为 2023 年【供给端】石英坩埚紧缺导致硅棒有限+【需求端】可适配薄片的 N 型电池加速渗透, 均会推动薄片化进展加速, 届时将进一步巩固高测切片工艺的领先优势。且石英坩埚紧缺有望使后续硅片降价幅度小于硅料降价幅度, 同时薄片化趋势下技术领先有望提高高测溢价能力, 我们认为高测切片代工单 GW 盈利有望持续超市场预期。
- **客户需求饱满, 看好切片代工长期逻辑:** 客户结构方面, 我们认为短期高测受益于行业集中度分散, 长期受益于产业分工趋势。目前, 公司已经与通威股份、美科股份、京运通、双良节能、润阳光伏、爱旭股份、英发、东方日升、华晟、华耀、亿晶等公司建立了长期切片合作关系, 并与隆基、晶澳等客户建立了切片合作关系, 高测的代工客户逐步从硅片行业新玩家延伸至行业头部玩家。中长期看, 硅料产能释放后, 硅片行业将进入买方市场。我们认为供给紧张阶段, 为保证供应链安全, 行业倾向于走垂直一体化路线; 而当进入买方市场后, 企业会更加注重自己的优势环节以获得更强的研发效率, 尤其是在技术迭代迅速的光伏行业, 分散研发和业务布局不利于提高竞争力, 因此我们认为产业分工会日益明确, 高测在单一环节投入大量研发可以建立低成本技术壁垒, 后续通过规模优势提高竞争力。
- **盈利预测与投资评级:** 随着公司切片代工及金刚线产能加速释放, 我们维持公司 2023-2025 年的归母净利润为 12.3/16.5/19.9 亿元, 对应 PE 为 12/9/8 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新品拓展不及预期, 下游扩产不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	66.60
一年最低/最高价	51.12/106.33
市净率(倍)	7.81
流通 A 股市值(百万元)	11,312.11
总市值(百万元)	15,180.26

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	8.53
资产负债率(% ,LF)	63.39
总股本(百万股)	227.93
流通 A 股(百万股)	169.85

### 相关研究

《高测股份(688556): 2022 年年报点评: 业绩持续高增, 规模效应下盈利能力大幅提升》

2023-04-04

《高测股份(688556): 2022 年业绩快报点评: 利润增速显著高于收入增速, 规模效应下 Q4 单季归母净利润率 26%创新高》

2023-02-28

高测股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>4,422</b>	<b>7,470</b>	<b>10,998</b>	<b>14,008</b>	<b>营业总收入</b>	<b>3,571</b>	<b>5,559</b>	<b>7,782</b>	<b>9,093</b>
货币资金及交易性金融资产	955	1,688	2,957	4,594	营业成本(含金融类)	2,089	3,215	4,645	5,402
经营性应收款项	2,362	3,957	5,429	6,385	税金及附加	17	28	35	36
存货	1,050	1,762	2,545	2,960	销售费用	93	150	210	246
合同资产	0	0	0	0	管理费用	239	389	545	637
其他流动资产	56	63	67	69	研发费用	225	361	467	500
<b>非流动资产</b>	<b>1,224</b>	<b>1,342</b>	<b>1,356</b>	<b>1,308</b>	财务费用	11	6	8	8
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	76	0	0	0
固定资产及使用权资产	958	1,028	1,040	1,014	投资净收益	29	0	0	0
在建工程	62	106	103	77	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	45	49	53	57	减值损失	-104	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	62	62	62	62	<b>营业利润</b>	<b>899</b>	<b>1,410</b>	<b>1,872</b>	<b>2,265</b>
其他非流动资产	97	97	97	97	营业外净收支	-14	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>5,646</b>	<b>8,813</b>	<b>12,354</b>	<b>15,316</b>	<b>利润总额</b>	<b>884</b>	<b>1,410</b>	<b>1,872</b>	<b>2,265</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,065</b>	<b>5,006</b>	<b>6,899</b>	<b>7,868</b>	减:所得税	96	183	225	272
短期借款及一年内到期的非流动负债	30	70	50	50	<b>净利润</b>	<b>789</b>	<b>1,226</b>	<b>1,647</b>	<b>1,993</b>
经营性应付款项	2,009	3,675	5,189	5,941	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	344	529	764	889	<b>归属母公司净利润</b>	<b>789</b>	<b>1,226</b>	<b>1,647</b>	<b>1,993</b>
其他流动负债	683	731	896	988	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.46	5.38	7.23	8.74
非流动负债	514	514	514	514	EBIT	1,020	1,416	1,880	2,273
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,173	1,533	2,012	2,416
应付债券	340	340	340	340	毛利率(%)	41.51	42.16	40.31	40.60
租赁负债	100	100	100	100	归母净利率(%)	22.09	22.06	21.17	21.92
其他非流动负债	74	74	74	74	收入增长率(%)	127.92	55.70	39.98	16.85
<b>负债合计</b>	<b>3,579</b>	<b>5,520</b>	<b>7,413</b>	<b>8,382</b>	归母净利润增长率(%)	356.66	55.50	34.35	20.98
归属母公司股东权益	2,067	3,293	4,941	6,934					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,067</b>	<b>3,293</b>	<b>4,941</b>	<b>6,934</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,646</b>	<b>8,813</b>	<b>12,354</b>	<b>15,316</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	224	929	1,434	1,732	每股净资产(元)	8.53	13.91	21.14	29.88
投资活动现金流	-682	-35	-120	-70	最新发行在外股份(百万股)	228	228	228	228
筹资活动现金流	421	40	-20	0	ROIC(%)	47.64	38.84	35.83	31.12
现金净增加额	-37	934	1,294	1,662	ROE-摊薄(%)	38.15	37.24	33.34	28.74
折旧和摊销	153	117	131	143	资产负债率(%)	63.39	62.63	60.01	54.73
资本开支	-202	-235	-145	-95	P/E(现价&最新股本摊薄)	19.25	12.38	9.21	7.62
营运资本变动	-770	-456	-506	-494	P/B(现价)	7.81	4.79	3.15	2.23

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>

