

实控人定增落地, 切片盈利有望趋于稳定

投资要点

- **事件:** 公司董事长定增验资通过, 募资总额 9.16 亿元, 每股发行价格 50.27 元。
近期硅料、硅片价格触底且较为平稳: 根据 SMM 数据, 6 月 20 日 P 型 182/150 μm 硅片价格 2.8 元/片, P 型 210/150 μm 硅片价格 4.2 元/片。
- **硅片价格底部稳定, 公司切片业务盈利波动趋缓, 单 GW 切片利润较为清晰稳定。** 23Q2 硅片价格骤降, 降幅约 60%, 预计公司切片盈利能力随之波动。当前硅料价格处于底部区间, 硅片低价库存去化, 后续随着下游需求与排产提升, 硅片价格有望维持稳定, 因此公司单 GW 切片盈利也将维持较为稳定的水平。5 月公司上调切片代工费价格, 我们计算在 182 硅片 2.8 元、公司剩余片留存比例在 4%~5% 的情景下, 单 GW 切片利润区间为 1200~1500 万元, 高于此前市场预期。需求方面, 宜宾高测与英发睿能签订战略合作协议, 预留 20GW 切片产能优先满足英发的切片需求, 占公司宜宾总产能 40%, 未来切片出货能力亦将有一定保障。
- **受益于持续提升的切片技术体系, 公司金刚线品质与盈利持续提升。** 公司不断优化、迭代的切割设备与切片技术推动金刚线品质快速提升, 金刚线产品保持满产满销, 甚至供不应求。在此基础上, 公司金刚线产品价格较为稳定, 生产成本持续下降, 盈利能力持续提升, 23Q1 毛利率提升至 50% 以上, 品质与盈利能力位列行业第一梯队。
- **切割设备方面, 随着海外硅片产能建设与国内旧产线升级, 订单有望延续。** 当前海外建厂热潮开启, 利好设备厂商出海。2022 年公司与印度阿达尼集团签订近 6000 万元的磨、切设备订单, 海外业务逐步拓展。随着欧美对完善自身光伏产业链的意向明确, 切割设备海外订单有望接力。国内方面, 随着切片薄片化与细线化持续推进, 存量老旧产能设备替换升级需求随之增长。综上, 预计公司切割设备订单整体保持良好。
- **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	1201.80	1498.24	1937.27
增长率	356.66%	52.39%	24.67%	29.30%
每股收益 EPS(元)	2.46	3.75	4.67	6.04
净资产收益率 ROE	38.15%	40.22%	45.28%	32.92%
PE	20	13	10	8
PB	7.57	5.24	3.69	2.66

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: 敖颖晨
执业证号: S1250521080001
电话: 021-58351917
邮箱: ayc@swsc.com.cn

联系人: 谢尚师
电话: 021-68416923
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)	3.21
流通 A 股(亿股)	2.40
52 周内股价区间(元)	40.68-75.54
总市值(亿元)	161.68
总资产(亿元)	60.98
每股净资产(元)	10.00

相关研究

1. 高测股份(688556): 盈利持续高增, 切片技术闭环效应已现 (2023-05-04)
2. 高测股份(688556): 盈利高质量增长, 股权激励绑定核心人员 (2023-04-06)
3. 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)
4. 高测股份(688556): 薄片化助力 HJT 降本, 切片代工盈利稳定 (2022-12-28)

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	1201.80	1498.24	1937.27
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	33.46	32.82	31.81
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	-565.63	-944.23	-358.22	-499.36
财务费用	11.10	33.46	32.82	31.81	其他	-58.12	104.07	37.22	128.18
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	419.19	1240.86	1647.14
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	1388.08	1738.69	2243.71	短期借款	-28.46	222.73	-222.73	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	1370.36	1722.11	2226.75	股权融资	30.74	0.00	0.00	0.00
所得税	95.67	168.55	223.87	289.48	支付股利	0.00	-157.72	-240.36	-299.65
净利润	788.61	1201.80	1498.24	1937.27	其他	418.65	-186.43	-32.82	-31.81
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	-71.42	-395.91	-231.46
归属母公司股东净利润	788.61	1201.80	1498.24	1937.27	现金流量净额	-36.67	227.42	411.34	1082.94
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	982.75	2065.69	成长能力				
应收和预付款项	2193.95	4077.09	5375.93	6886.79	销售收入增长率	127.92%	60.03%	33.15%	29.70%
存货	1049.72	1958.67	2689.33	3439.12	营业利润增长率	324.55%	54.48%	25.26%	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%	29.30%
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	8598.60	11417.88	15035.97	ROE	38.15%	40.22%	35.28%	32.92%
短期借款	0.00	222.73	0.00	0.00	ROA	13.97%	13.98%	13.12%	12.88%
应付和预收款项	2269.09	4205.32	5622.74	7246.22	ROIC	73.89%	54.78%	45.15%	46.14%
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	5610.18	7171.58	9152.05	总资产周转率	0.80	0.80	0.76	0.75
股本	227.93	320.86	320.86	320.86	固定资产周转率	5.99	6.13	6.27	6.57
资本公积	607.51	514.57	514.57	514.57	应收账款周转率	3.77	3.22	2.76	2.78
留存收益	1108.90	2152.98	3410.86	5048.48	存货周转率	2.44	2.21	2.03	1.99
归属母公司股东权益	2067.01	2988.42	4246.29	5883.92	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	2988.42	4246.29	5883.92	资产负债率	63.39%	65.25%	62.81%	60.87%
负债和股东权益合计	5646.36	8598.60	11417.88	15035.97	带息债务/总负债	9.51%	10.93%	6.84%	6.45%
					流动比率	1.44	1.40	1.47	1.55
					速动比率	1.10	1.02	1.06	1.14
					股利支付率	0.00%	13.12%	16.04%	15.47%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	1029.11	1485.63	1852.32	2374.76	每股收益	2.46	3.75	4.67	6.04
PE	19.84	13.02	10.44	8.08	每股净资产	6.44	9.31	13.23	18.34
PB	7.57	5.24	3.69	2.66	每股经营现金	0.70	1.31	3.87	5.13
PS	4.38	2.74	2.06	1.59	每股股利	0.00	0.49	0.75	0.93
EV/EBITDA	9.98	10.13	7.82	5.68					
股息率	0.00%	1.01%	1.54%	1.91%					

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。

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
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyr@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zym@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	ylly@swsc.com.cn
卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsy@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	lyf@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	徐铭婉	销售经理	15204539291	15204539291	xumw@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmt@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@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
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn