

高测股份 (688556)

2021 年报&2022 一季报点评: Q1 业绩大超预期, 切片代工逻辑逐渐兑现业绩

买入 (上调)

2022 年 04 月 29 日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

研究助理 刘晓旭

执业证书: S0600121040009
liuwx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	1,567	2,777	4,127	5,860
同比	110%	77%	49%	42%
归属母公司净利润 (百万元)	173	443	706	943
同比	193%	156%	60%	34%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.07	2.73	4.36	5.83
P/E (现价&最新股本摊薄)	58.26	22.73	14.24	10.67

事件: 2022 年 4 月 28 日晚公司发布 2021 年报及 2022 一季报。

投资要点

- **切片代工 2021 年首次实现收入 1.1 亿元, 2022Q1 业绩大超市场预期:** 2021 年公司实现营收 15.7 亿元, 同比+110%; 归母净利润为 1.7 亿元, 同比+193%; 扣非归母净利润为 1.7 亿元, 同比+303%。其中切割设备收入 9.8 亿元, 同比+74%, 占比 63%; 金刚线营收 2.9 亿元, 同比+37%, 占比 19%; 切片代工新业务首次实现收入 1.1 亿元, 占比 7%; 创新业务收入 1.1 亿元, 同比+323%, 占比 7%。2022Q1 实现营收 5.6 亿元, 同比+103%, 环比-6%; 实现归母净利润 0.97 亿元, 同比+173%, 环比+58%; 扣非归母净利润 0.97 亿元, 同比+244%, 环比+24%。
- **控费能力优异, Q1 单季净利率超 17%创历史最高水平:** 2021 年毛利率为 33.7%, 同比-1.6pct; 净利率为 11%, 同比+3.1pct。期间费用率为 20.3%, 同比-7.6pct, 其中销售费用率为 4.0%, 同比-1.3pct, 管理费用率 (含研发) 为 15.9%, 同比-5.5pct, 财务费用率为 0.4%, 同比-0.8pct。2022Q1 毛利率为 37.7%, 同比+4.4pct, 环比+3.0pct; 净利率为 17.4%, 同比+4.5pct, 环比+7.1pct, 单季度净利率创历史最高水平。期间费用率为 16.9%, 同比-4.6pct, 环比-0.4pct, 控费能力稳步加强。
- **主业切割设备订单高增, 新业务切片代工需求旺盛再次上调规划产能:** 截至 2022Q1 末, 公司存货为 6.2 亿元, 同比+82%; 合同负债为 2.8 亿元, 同比+74%, 表明在手订单充足。截至 2021 年末, 公司切割设备在手订单 8.5 亿元, 同比+132%, 主业订单高增。2022Q1 公司经营活动净现金流为-1.4 亿元, 主要系订单较多使得原材料采购和薪酬支付增加。新业务切片代工是根据订单和需求确定性扩产, 公司此前一共规划了 35GW 产能, 受益于下游需求旺盛, 4 月 8 日公告再扩建湖二期 10GW, 4 月 28 日公告将建湖二期 10GW 上调至 12GW, 根据扩产节奏, 我们预计公司 2022-2024 年产能分别达到 21GW、40GW、47GW, 增厚业绩弹性。即使考虑后续硅片价格下降和持续让利客户, 我们保守估计单 GW 利润在 2000 万, 则 47GW 产能对应的利润超 9 亿元。
- **盈利预测与投资评级:** 下游光伏行业高景气度, 公司作为切片设备&耗材龙头持续受益; 同时开拓切片代工业务, 有望迎来新业绩增长点。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 4.4 (上调 10%) / 7.1 (上调 13%) / 9.4 亿元, 对应 PE 分别为 23/14/11X, 上调“买入”评级。
- **风险提示:** 若行业受政策波动影响风险, 业务拓展不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	62.16
一年最低/最高价	17.40/87.52
市净率(倍)	8.02
流通 A 股市值(百万元)	7,356.16
总市值(百万元)	10,060.68

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.75
资产负债率(% ,LF)	64.26
总股本(百万股)	161.85
流通 A 股(百万股)	118.34

相关研究

《高测股份(688556): 建湖二期 10GW 大硅片项目落地, 切片代工总产能由 35GW 上调至 45GW》

2022-04-08

《高测股份(688556): 2021 年业绩快报点评: 业绩快报偏业绩预告上限, 切割设备&耗材&切片代工三轮驱动》

2022-02-22

《高测股份(688556): 2021 年业绩预告点评: 业绩预告超市场预期, 切割设备&耗材&切片代工三轮驱动》

2022-01-25

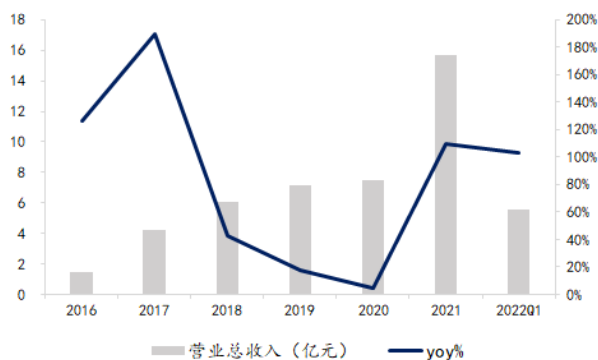
事件：2022年4月28日晚公司发布2021年报及2022一季报。

1. 切片代工 2021 年首次实现收入 1.1 亿元，2022Q1 业绩大超市场预期

2021 年公司实现营收 15.7 亿元，同比+110%；归母净利润为 1.7 亿元，同比+193%；扣非归母净利润为 1.7 亿元，同比+303%。其中切割设备收入 9.8 亿元，同比+74%，占比 63%；金刚线营收 2.9 亿元，同比+37%，占比 19%；切片代工新业务首次实现收入 1.1 亿元，占比 7%；创新业务收入 1.1 亿元，同比+323%，占比 7%。

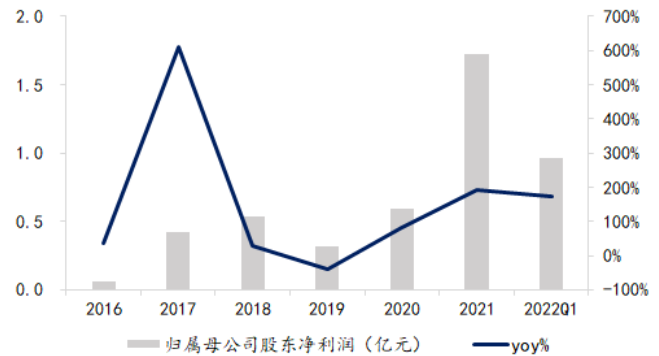
2022Q1 实现营收 5.6 亿元，同比+103%，环比-6%；实现归母净利润 0.97 亿元，同比+173%，环比+58%；扣非归母净利润 0.97 亿元，同比+244%，环比+24%。

图1：2021 年公司实现营收 15.7 亿元，同比+110%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2021 年公司归母净利润为 1.7 亿元，同比+193%



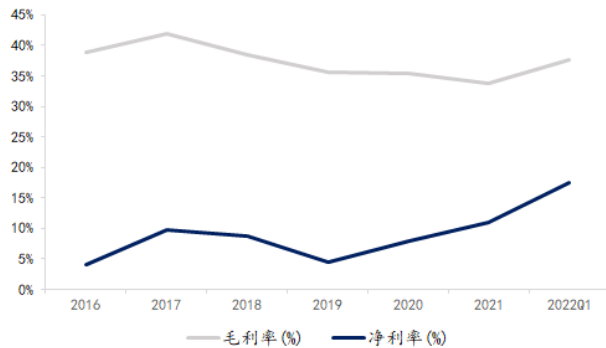
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 控费能力优异，Q1 单季净利率超 17%创历史最高水平

2021 年毛利率为 33.7%，同比-1.6pct；净利率为 11%，同比+3.1pct。期间费用率为 20.3%，同比-7.6pct，其中销售费用率为 4.0%，同比-1.3pct，管理费用率（含研发）为 15.9%，同比-5.5pct，财务费用率为 0.4%，同比-0.8pct。

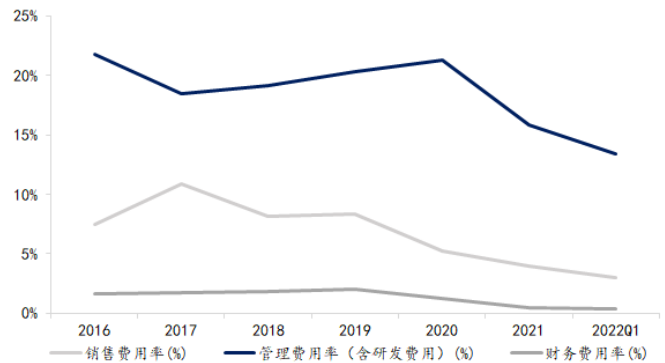
2022Q1 毛利率为 37.7%，同比+4.4pct，环比+3.0pct；净利率为 17.4%，同比+4.5pct，环比+7.1pct，单季度净利率创历史最高水平。期间费用率为 16.9%，同比-4.6pct，环比-0.4pct，控费能力稳步加强。

图3: 2022Q1 毛利率 37.7%、净利率 17.4%，单季度净利率创历史最高水平



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2022Q1 期间费用率为 16.9%，同比-4.6pct，环比-0.4pct，控费能力稳步加强



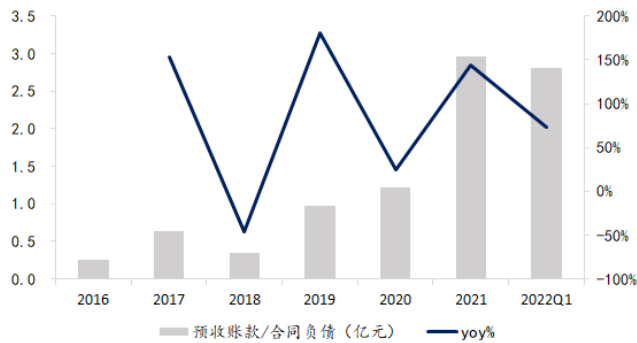
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 主业切割设备订单高增，新业务切片代工需求旺盛再次上调规划产能

截至 2022Q1 末，公司存货为 6.2 亿元，同比+82%；合同负债为 2.8 亿元，同比+74%，表明在手订单充足。截至 2021 年末，公司切割设备在手订单 8.5 亿元，同比+132%，主业订单高增。2022Q1 公司经营活动净现金流为-1.4 亿元，主要系订单较多使得原材料采购和薪酬支付增加。

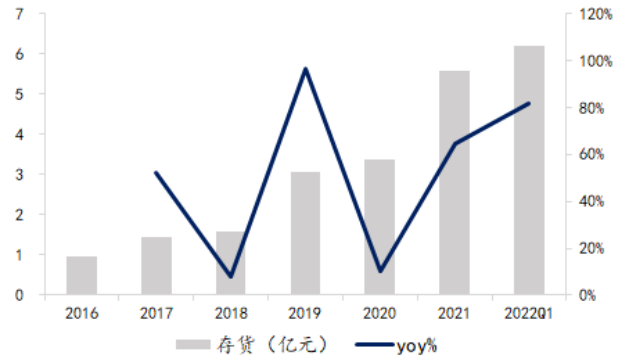
新业务切片代工是根据订单和需求确定性扩产，公司此前一共规划了 35GW 产能，受益于下游需求旺盛，4 月 8 日公告再扩建湖二期 10GW，4 月 28 日公告将建湖二期 10GW 上调至 12GW，根据扩产节奏，我们预计公司 2022-2024 年产能分别达到 21GW、40GW、47GW，增厚业绩弹性。即使考虑后续硅片价格下降和持续让利客户，我们保守估计单 GW 利润在 2000 万，则 47GW 产能对应的利润超 9 亿元。

图5: 截至 2022Q1 末公司合同负债 2.8 亿元, 同比+74%



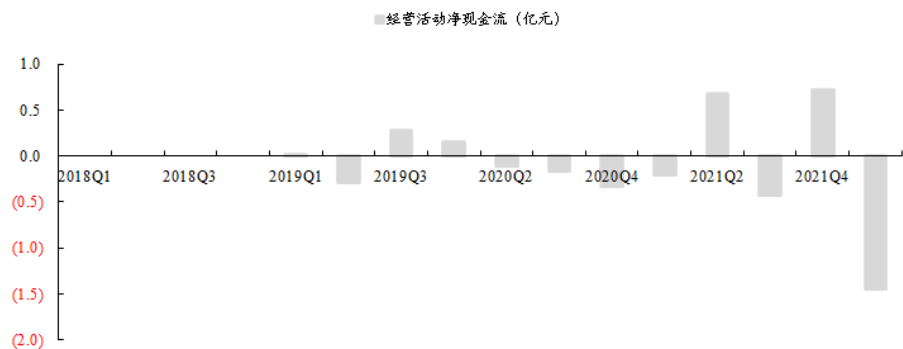
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 截至 2022Q1 末公司存货为 6.2 亿元, 同比+82%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 2022Q1 公司经营活动净现金流为-1.4 亿元, 主要系订单较多使得原材料采购和薪酬支付增加



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 专业化分工提高产业链效率, 切片代工新业务带来高业绩弹性

对高测来说, 切片代工的收入来源为代工费+硅泥回收+结余硅片售出, 代工费+硅泥回收可以 cover 成本, 结余硅片即利润。目前高测单位硅料可以比客户多切 8%, 让利客户 3%, 自留 5%, 单 GW 盈利保持高位。即使考虑后续硅片价格下降 (历史数据上看, 硅料价格低位时, 硅片单 W 售价为 0.55 元), 我们保守预计单 GW 利润能够维持在 2000 万以上, 产能释放带来高业绩弹性。

对客户来说, 客户自己切片的成本对标代工费, 同时客户可以多获得 3% 的硅片, 因此代工模式下切片综合成本更低。同时代工可以帮客户轻资产运行。

5. 切割设备&切割耗材优势显著，双轮驱动夯实基本盘

(1) 切割设备: 2020 年设备市占率为 37%，2021 年光伏切割设备（切片机）市占率超 50%，我们预计 2022 年市占率将进一步提升。高测股份为独立第三方设备商，且公司在硅片薄片化+大尺寸化两个方向上均布局领先。在薄片化方向上，高测首先推出半棒半片薄片化设备，2021 年，公司在行业内推出首款异质结专用 120 μm 片厚硅片，首次实现异质结 N 型大尺寸 120 μm 硅片半片切割，引领行业技术创新。高测与爱康就硅片薄片化进行战略合作，持续推动硅片厚度从 150 μm 至 120 μm 、90 μm 的降本路径。在大尺寸化方向上，高测的可调轴距切片机具备领先优势，因此我们认为高测将获得切片机最高市占率。

(2) 切割耗材: 2020 年公司金刚线市占率为 10%，我们认为 2022 年将提高至 20%。高测的金刚线质量与龙头美畅（市占率 50%）相当，2020 年高测在金刚线的市场份额为 10%，主要受限于产能不足（2020 年满产满销约 500 万公里），2021 年实施技改（一机 6 线改造成一机 12 线，同时叠加线速度提升），2021 年公司金刚线全年产量约 1000 万千米，同比增加 115.29%，全年销量超 800 万千米，同比增加 80.54%，市占率进一步提升，2022 年产能达到 2500 万公里以上，市占率有望达 20%。且随着技改技术进步，公司金刚线业务毛利率由 2020 年的 33% 提升至 36%。

6. 盈利预测与投资评级

下游光伏行业高景气度，公司作为切片设备&耗材龙头持续受益；同时开拓切片代工业务，有望迎来新业绩增长点。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 4.4（上调 10%）/7.1（上调 13%）/9.4 亿元，对应 PE 分别为 23/14/11X，上调“买入”评级。

7. 风险提示

行业受政策波动影响风险，业务拓展不及预期。

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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,424	3,762	5,689	8,637	营业总收入	1,567	2,777	4,127	5,860
货币资金及交易性金融资产	528	428	855	1,778	营业成本(含金融类)	1,038	1,636	2,423	3,584
经营性应收款项	1,297	2,390	3,455	4,839	税金及附加	6	12	18	25
存货	558	896	1,328	1,964	销售费用	63	139	186	234
合同资产	0	0	0	0	管理费用	131	278	392	527
其他流动资产	42	47	51	56	研发费用	117	305	433	586
非流动资产	811	978	1,038	1,035	财务费用	7	6	8	8
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	40	111	144	176
固定资产及使用权资产	475	648	734	767	投资净收益	5	0	0	0
在建工程	169	159	130	90	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	42	46	50	54	减值损失	-39	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	37	37	37	37	营业利润	212	512	812	1,072
其他非流动资产	87	87	87	87	营业外净收支	-25	0	0	0
资产总计	3,235	4,740	6,727	9,672	利润总额	187	512	812	1,072
流动负债	1,989	3,052	4,332	6,335	减:所得税	14	69	106	129
短期借款及一年内到期的非流动负债	46	57	37	37	净利润	173	443	706	943
经营性应付款项	1,401	2,247	3,268	4,861	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	296	467	691	1,022	归属母公司净利润	173	443	706	943
其他流动负债	247	281	336	414	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.07	2.73	4.36	5.83
非流动负债	92	92	92	92	EBIT	211	407	675	904
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	280	474	760	1,002
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	33.75	41.09	41.29	38.84
租赁负债	81	81	81	81	归母净利率(%)	11.02	15.94	17.11	16.09
其他非流动负债	10	10	10	10	收入增长率(%)	109.97	77.25	48.63	41.99
负债合计	2,081	3,143	4,424	6,426	归母净利润增长率(%)	193.38	156.33	59.55	33.51
归属母公司股东权益	1,154	1,597	2,303	3,246					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,154	1,597	2,303	3,246					
负债和股东权益	3,235	4,740	6,727	9,672					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	76	124	592	1,018	每股净资产(元)	7.13	9.87	14.23	20.06
投资活动现金流	151	-235	-145	-95	最新发行在外股份(百万股)	162	162	162	162
筹资活动现金流	-101	12	-20	0	ROIC(%)	16.55	23.32	28.27	27.49
现金净增加额	127	-99	427	923	ROE-摊薄(%)	14.96	27.72	30.67	29.05
折旧和摊销	69	67	85	98	资产负债率(%)	64.32	66.31	65.76	66.44
资本开支	-83	-235	-145	-95	P/E(现价&最新股本摊薄)	58.26	22.73	14.24	10.67
营运资本变动	-235	-415	-251	-96	P/B(现价)	8.72	6.30	4.37	3.10

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>

