

高测股份 (688556)

切片代工核心问题之五问五答

买入 (维持)

2022年08月01日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002
021-60199784

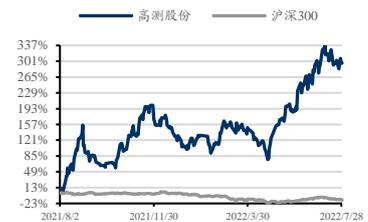
zhouersh@dwzq.com.cn

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	3,023	4,539	6,710
同比	110%	93%	50%	48%
归属母公司净利润 (百万元)	173	526	827	1,271
同比	193%	204%	57%	54%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.76	2.31	3.63	5.58
P/E (现价&最新股本摊薄)	108.63	35.70	22.68	14.76

股价走势



投资要点

- 核心问题一: 如何理解切片代工模式成立的核心逻辑:** 高测规划总产能达到 47GW, 我们预计公司 2022-2024 年产能分别达到 21GW、40GW、47GW, 考虑到产能爬坡, 出货量分别为 12GW、25GW、45GW。公司切片代工业务有两类目标客户硅片厂新玩家和电池片厂。(1) 对客户而言: ①客户可实现轻资产运行: 光伏为重资产且技术迭代迅速, 硅片厂大规模投资设备后很可能变为落后产能, 高测本身生产装备且具备研发实力, 只需投入技改资金就能更新产能。②专业化分工使客户获得更多硅片、实现降本: 高测切片技术领先, 我们预计单位公斤硅棒可以比客户多切 8-10% 硅片。(2) 对高测而言: 由设备商延伸至切片代工服务可以享受技术红利, 获取新的业绩增长点, 切片代工业务的收入来自代工费+硅泥回收+结余硅片对外销售, 其中结余硅片对外销售收入与结余的硅片比例及硅片价格有关。我们认为切片代工模式的核心在于, 高测切片技术持续领先能够切出更多硅片, 相较销售设备, 切片代工服务能够充分享受技术红利, 更好地将公司研发转化为收入和利润。
- 核心问题二: 相较于硅片新玩家, 为什么高测股份能够多出片:** 影响出片量三个核心因素为设备+金刚线+切割工艺, 高测具备领先优势。(1) 切片环节仍处于技术迭代中, 切片机基本一年推出一代新品, 高测代工基地可一直使用自产的最先进设备和金刚线产品, 故切片产能和耗材更为先进, 始终具备相对领先优势;(2) 工艺上高测对金刚线控制能力更好, 切出的硅片厚度方差小, 在保证硅片合格厚度背景下, 更能贴近下限切割, 单位重量的硅棒出片量更多。
- 核心问题三: 未来高测股份相较硅片厂切片的领先优势会持续放大还是缩小:** 切片环节薄片化、细线化等趋势对切片要求更高, 目前硅料价格较高推动了薄片化, HJT 产业化加速也有望带动薄片放量。我们认为薄片化将放大先进切片厂商与落后切片厂商的差距, 高测股份拥有薄片切割、半片切割等技术, 通过偏下限切割能够比行业平均水平低 1-2 微米, 薄片化趋势下对出片数量的影响变大, 出片比例更高。
- 核心问题四: 切片代工短期的单 GW 净利润几何:** 切片代工收入主要来自代工费+硅泥回收+结余片售出, 其中代工费和硅泥回收能够覆盖成本的 80-90%, 利润主要来自结余片的售出。如果不考虑成本前置情况, 当前硅片价格处在高位的状态下单 GW 利润超 4000 万元; 未来随着硅片价格降低&高测持续让利客户主动降低结余硅片比例, 我们保守预计稳态情况下 (无成本前置影响) 单 GW 利润约 1500 万元, 已规划的 47GW 切片代工产能将释放较大业绩弹性。
- 核心问题五: 如何看待切片代工的长期市场空间:** 短期来看高测切片代工的客户主要是硅片厂的新进入者和专业化的电池片厂, 主要系这些客户缺少切片产能, 同时自身切片经验较少, 而硅片厂老玩家短期内并不会选择切片代工服务, 因为老玩家自身具备切片产能, 且自身切片经验充足。长期来看老玩家仍有一定可能选择切片代工服务, 打开长期市场空间, (1) 设备投资: 切片薄片化、细线化趋势利好切片代工服务打开市场空间, 因为高测形成设备、耗材、工艺闭环, 在技术迭代期可以形成更强领先优势, 未来后续产能更新的压力也有望成为切片代工业务发展的契机;(2) 工艺壁垒: 切片难度提升, 专业独立的第三方切片厂商与其它切片厂商的差距将不断放大, 高测切片技术赋能提高, 有望巩固相对领先优势。我们认为届时老玩家会综合判断第三方切片代工服务提供的硅片数量是否有足够吸引力、购买切片代工服务是否存在较高的性价比, 从而决定是否选择切片代工服务。
- 盈利预测与投资评级:** 公司开拓切片代工业务, 有望迎来新业绩增长点, 我们维持公司 2022-2024 年归母净利润分别为 5.3/8.3/12.7 亿元, 对应 PE 分别为 36/23/15X, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 行业受政策波动影响风险, 业务拓展不及预期。

市场数据

收盘价(元)	82.41
一年最低/最高价	29.15/97.40
市净率(倍)	10.64
流通 A 股市值(百万元)	13,996.76
总市值(百万元)	18,783.16

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)	227.92
流通 A 股(百万股)	169.84

相关研究

- 《高测股份(688556): 2022Q1 金刚线毛利率大幅增长, 设备+耗材+切片代工三轮驱动业绩高增》
2022-05-23
- 《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》
2022-04-29
- 《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

内容目录

1. 核心问题一： 如何理解切片代工模式成立的核心逻辑？	4
2. 核心问题二： 相较于硅片新玩家， 为什么高测股份能够多出片？	5
3. 核心问题三： 未来高测股份相较硅片厂切片的领先优势会持续放大还是缩小？	6
4. 核心问题四： 切片代工短期的单 GW 净利润几何？	9
5. 核心问题五： 如何看待切片代工的长期市场空间？	11
6. 盈利预测与投资评级	12
7. 风险提示	12

图表目录

图 1: 高测股份核心装备技术——切片机.....	5
图 2: 高测股份核心耗材技术——金刚线.....	6
图 3: 切片环节的技术变化较多, 包括大尺寸、薄片化、细线化等.....	7
图 4: G12 硅片薄片化趋势(单位: 微米).....	7
图 5: 高测股份具备硅片薄片化所需的关键技术.....	8
图 6: 高测股份拥有中剖路线的半片切割全流程解决方案.....	9
图 7: 我们认为当硅料处于 80-100 元/kg 合理价格区间时, 硅片售价不会低于 0.5 元/W.....	10
图 8: 我们认为远期硅料价格处于合理区间时, 保守预计高测代工业务单 GW 利润约 1500 万元.....	11
表 1: 高测股份切片代工规划总产能已达 47GW.....	4
表 2: 晶棒中剖和边皮利用都可以制作半片硅片.....	8

1. 核心问题一：如何理解切片代工模式成立的核心逻辑？

高测股份切片代工的运作模式为（1）与客户签订协议：明确客户对切片产能规模的需求，约定单位重量的硅棒所需交付硅片的固定数量，公司就每片合格的硅片收取一定的代工费（收入一：代工费），剩余的硅泥可以对外销售（收入二：硅泥回收费），多切出的硅片部分赠予客户、部分自主对外销售（收入三：结余硅片对外销售收入）；**（2）就近建设产能：**高测股份会在客户工厂附近配套建设切片产能，减小硅片运输半径（乐山配套硅片厂，盐城配套江浙安徽一带的电池片厂）。公司此前一共规划了 35GW 产能，2022 年 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，规划总产能达到 47GW，**我们预计公司 2022-2024 年产能分别达到 21GW、40GW、47GW，考虑到产能爬坡，出货量分别为 12GW、25GW、45GW。**

表1：高测股份切片代工规划总产能已达 47GW

公告时间	项目	产能	建设期	预计投产时间
2021/2	乐山大硅片示范项目 (配套通威永祥、环太美科)	5GW	7 个月	2021Q4
2021/7	建湖一期 (配套锦州阳光、润阳，两期 5GW 合并为一期 10GW)	10GW	12 个月	2022Q3
2022/4	建湖二期 (配套润阳、英发睿能，原计划 10GW，后上调为 12GW)	12GW	—	2023 年达产 5GW，2024 年全部达产
2021/7	乐山一期 (配套京运通)	6GW	9 个月	2022Q2
2021/7	乐山二期	14GW		2023
	合计	47GW		

数据来源：高测股份公告，东吴证券研究所

公司切片代工业务有两类目标客户：（1）硅片厂：以硅片新玩家为主，包括通威永祥、环太美科、京运通等，硅片厂负责拉棒，高测股份负责切片，然后将切出的硅片返回给硅片厂；**（2）电池片厂：**包括阳光能源、润阳等，电池片厂负责购买硅棒，高测股份负责切片，再将切好的硅片返回给电池片厂。

对客户而言，寻求切片代工服务的主要诉求为两点：（1）客户可以实现轻资产运行：光伏为重资产行业，且技术迭代迅速，对设备厂商来说技术迭代带来更多市场空间，但对于下游硅片厂商来说更新设备成本高，大规模投资设备后很可能变为落后产能，高测股份本身生产装备且具备研发实力，只需投入技改资金就能够更新产能，切实解决了客户担心产能落后的痛点问题，提升客户粘性。**（2）专业化分工使客户获得更多硅片、实现降本：**高测股份切片技术实力领先，我们预计单位公斤硅棒可以比客户多切 8-10% 硅片，帮助客户实现降本，高测股份自留 6% 左右，客户还能多得其余 4% 的硅片，因此高

测的切片代工服务本质上是帮助客户降低切片的成本。目前单位公斤方棒下，高测股份交付 182 尺寸、160 微米硅片数量为 56 片，可以帮助硅片新玩家补齐与传统一线硅片厂在切片方面的差距。

对高测股份而言，由设备商延伸至切片代工服务可以享受技术红利，获取新的业绩增长点。高测股份切片代工业务的收入来自三个方面——代工资+硅泥回收+结余硅片对外销售，其中结余硅片对外销售收入与结余的硅片比例及硅片价格有关。我们认为切片代工模式的核心在于，高测股份切片技术持续领先能够切出更多硅片，相较销售设备，切片代工服务能够充分享受技术红利，更好地将公司的研发转化为收入和利润，带来新的增长空间。

2. 核心问题二: 相较于硅片新玩家, 为什么高测股份能够多出片?

影响出片量的三个核心因素为设备+金刚线+切割工艺，高测股份在这三方面都具备领先优势，因此出片数量多于硅片新玩家。(1) 切片环节仍处于大尺寸、薄片化、细线化等技术迭代中，基本切片机一年推出一代新品，高测代工基地可一直使用自产的最先进设备和金刚线产品，故相较硅片新玩家，公司切片产能和耗材更为先进，始终具备相对领先优势；(2) 工艺上高测对金刚线控制能力更好，切出的硅片厚度方差小，在保证硅片合格厚度背景下，更能贴近下限切割，单位重量的硅棒出片量更多。

①设备: 大尺寸、薄片化、细线化等对设备的要求日益提高，高测股份的设备在线速度、张力控制等方面优势显著，并拥有可调轴距的切片机。以线速度为例，目前高测对外批量销售的切片机线速度约为 2400m/min，公司还在开发更为先进的、线速度更高（约为 2500~2600 m/min）的设备，在相同装载量的情况下，线速度的提高能够减少切割时间和线耗，从而节约成本；此外推出的 GC700X 设备实现轴距可调，能够兼容不同尺寸硅片的切割需求；切片机润滑系统等各种功能也都在持续优化中。由于设备在不断更新迭代，因此高测切片代工一直使用最新款设备可以一直有相对领先优势。

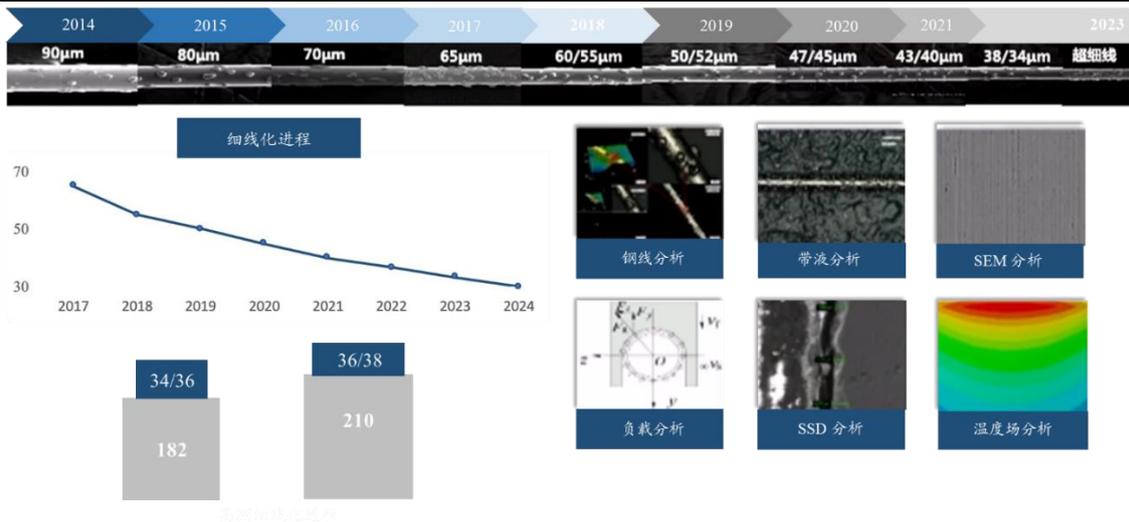
图1: 高测股份核心装备技术——切片机



数据来源: 高测股份, 东吴证券研究所

②**耗材**：高测股份的金刚线在细线化方面较为领先，能够进一步减少硅料损失，同时断线率较低。目前高测股份自产自用的金刚线以 36 线为主，市场主流金刚线以 38 线为主，公司的金刚线线径更细，从而在切片过程中能够进一步减少硅料损失；此外由于金刚线为高测股份自制，所以公司可提前在研发测试阶段明确产品问题，从而在未来实际切片使用中提前预判潜在的风险并进行相应改进，因此高测股份自主生产的金刚线产品的断线率较低，切片良率高。

图2：高测股份核心耗材技术——金刚线



数据来源：高测股份，东吴证券研究所

③**工艺**：高测股份切片工艺的优势主要体现为对金刚线的控制能力，更能贴近硅片厚度范围的下限切割。在硅片切片的过程中，金刚线的加减速会导致线体发生抖动，最终影响切片质量。目前高测可以将金刚线的抖动幅度控制在 ± 3 微米，而切片行业的平均水平为 ± 5 微米，高测切出的硅片厚度方差更小，在保证硅片合格厚度背景下，高测能贴近更下限切割，比行业水平领先 1-2 微米，单位重量的硅棒出片量更多。随着未来硅片薄片化，高测在切片工艺方面的优势将更为凸显，例如过去硅片厚度 160 微米时，2 微米优势占比约为 1.3%，未来硅片厚度 100 微米时占比提升至 2%。

通过**设备&耗材&切片代工**三轮驱动，高测股份能够拿到一手数据形成数据闭环、打造核心算法，带动设备和耗材研发改进，提升切片工艺。设备厂商需要下游大规模应用才能获取数据进而改进设备和工艺，在公司没有切片产能之前，数据必须从客户处获取，但不同的客户之间配合度和工况不同，所以数据可比性不强、时效性不佳。公司通过发展代工服务，成功打通最终生产数据、装备制造数据和上游研发数据闭环，打造自己的大数据算法：（1）代工服务可以及时反馈设备和耗材存在的问题，从而迅速提升改进设备&金刚线技术，保持切片产能的领先性；（2）通过积累一定量的数据，公司可以打造数据库，在切片过程中可以提前预判问题或风险，进行参数调整，提升切片工艺。

3. 核心问题三：未来高测股份相较硅片厂切片的领先优势会持续

放大还是缩小？

硅片的切片环节技术变化较多，呈现大尺寸、薄片化、细线化等发展趋势，对切片厂提出更高要求。为了满足行业降本增效的需求，硅片环节的技术变革集中在切片环节，**(1) 大尺寸**：摊薄非硅成本；**(2) 薄片化**：能够减少硅料消耗，同时薄片化所体现出的硅片柔韧性也给电池、组件端带来了更多的可能性；**(3) 半片**：为了满足薄片化需求，硅片也呈现半片前置的特点（因为碎片率和硅片短边相关）；**(4) 细线化**：金刚线越细，硅片切割的线缝越小，能够节约更多硅料；**(5) 柔性化&智能化**：提升切片效率的同时提高切片质量。

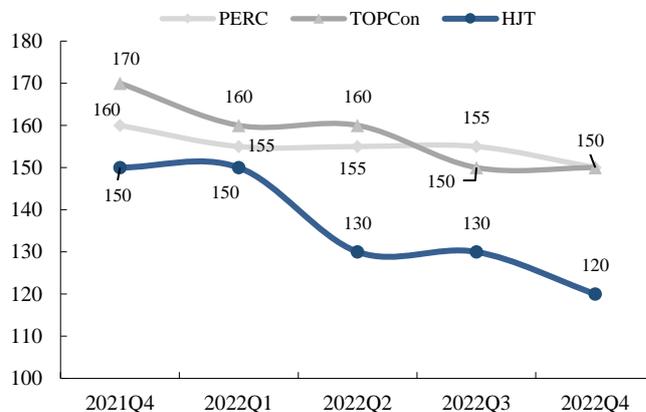
图3：切片环节的技术变化较多，包括大尺寸、薄片化、细线化等



数据来源：高测股份，东吴证券研究所

尤其是目前硅料价格处于高位极大地推动了硅片薄片化进程，HJT 产业化加速也有望带动薄片放量。根据中环股份，目前 PERC 已经全线切换 155 微米硅片，正在进行 150 微米硅片及以下小中批量测试；TOPCon 已经实现 150 微米硅片量产，正在进行 140 微米及以下的验证；HJT 电池更适用于薄硅片，量产片厚已由 150 微米切换至 130 微米，正进行 120 微米及以下开发，HJT 产业化进程加速也将进一步推动硅片薄片化进程。

图4：G12 硅片薄片化趋势（单位：微米）

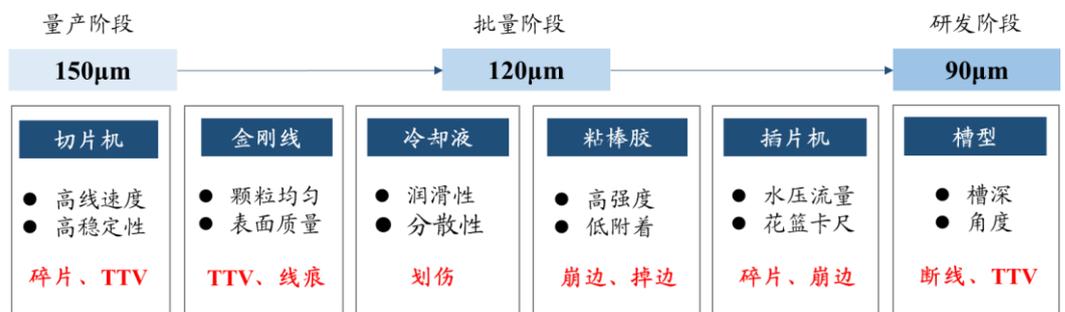


数据来源：中环股份，东吴证券研究所

薄片化等技术变革将放大先进切片厂商与落后切片厂商的差距。我们认为当前硅片环节的技术变革，尤其是薄片化趋势将进一步放大先进切片厂商与落后切片厂商的差距，因为先进切片厂能够切得更薄，高测股份通过偏下限切割能够比行业平均水平低 1-2 微米，薄片化趋势下对出片数量的影响变大，出片比例更高。

(1) 薄片切割技术：薄片化趋势下切片容易出现碎片、崩边、划伤、TTV、线痕等问题，对切片机、金刚线及切割工艺提出了较高要求，高测股份具备硅片薄片化的相应关键技术，2021 年 10 月与爱康科技签订战略合作协议，探索实施异质结 N 型大尺寸硅片厚度从 150 微米至 120 微米、90 微米的降本路径。目前高测股份已经具备 150 微米和 120 微米硅片的切割能力，正在攻克 90 微米。

图5：高测股份具备硅片薄片化所需的关键技术



数据来源：高测股份，东吴证券研究所

(2) 半片切割技术：组件环节半片技术为当前主流，但组件端激光划片是高温技术，会对电池片造成一定损伤，因此硅片环节半片为未来发展方向。高测掌握了半棒半片切割技术，有两方面优势：①薄片化趋势下半片工艺前置可以降低碎片率；②可以进行边皮利用，提高硅料利用率，提升出片率。

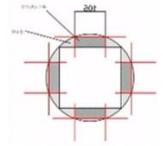
表2：晶棒中剖和边皮利用都可以制作半片硅片

工艺路线	方案	优点	缺点	示意图
路线一	将 210 晶棒中剖即可得到半片晶棒，然后进行半片切割。	(1) 晶棒二次加工简单，中剖后直接进行磨面倒角，晶棒尺寸容易控制。(2) 兼容性好，在现有 210 晶棒产线基础上只增加中剖机和半片磨倒机实现 210 整片切换半片，投资较少。	(1) 需增加中剖机、半片磨倒机等设备投资；(2) 中剖磨面增加硅耗。	

路线二
210 规格单品圆棒直径 300mm 左右，开方后边皮最大厚度为 45mm，可再次开方出宽度为 105*35mm 矩形，将边皮长度截断为 210mm，即可得到 210*105*35mm 晶棒。

将边皮料废料直接加以利用，省去了拉晶环节，成本较低。

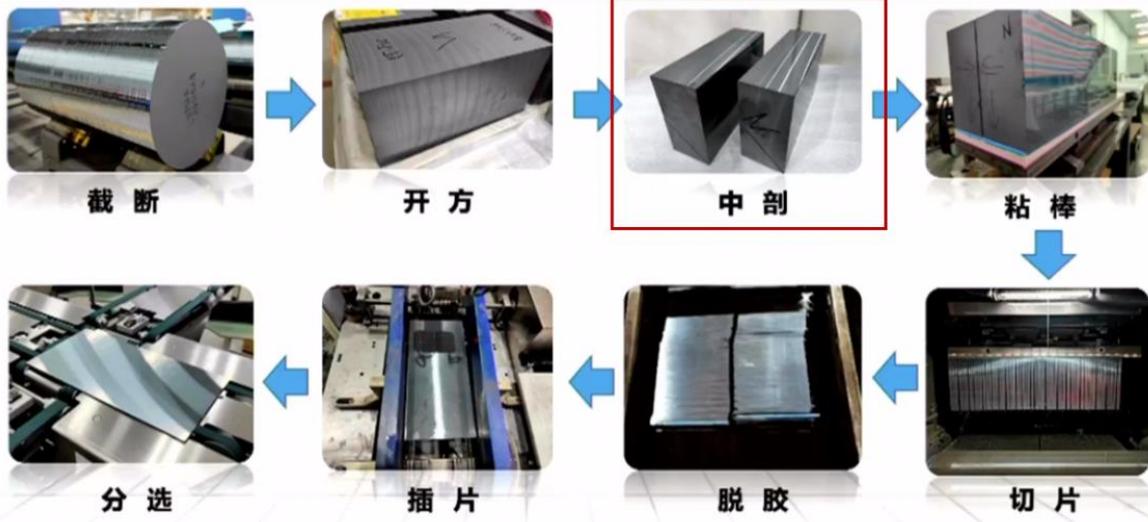
(1) 晶棒拼棒多，切片环节需多次分线网容易断线；(2) 晶向发生变化；(3) 晶棒尺寸误差大；(4) 边皮料产能受限，难以成为市场主流。



数据来源：高测股份，东吴证券研究所

高测股份拥有半棒半片切割工艺全流程解决方案，以解决大尺寸在薄片化时切割困难、碎片率高的问题。公司拥有切半设备所需的截断机、开方机、中剖机、切片机等，其半棒半片的可调轴距切片机 GC700XS 能够同时满足 210*105mm、220*110mm、230*115mm 等多种半片规格。

图6：高测股份拥有中剖路线的半片切割全流程解决方案



数据来源：高测股份公告，东吴证券研究所

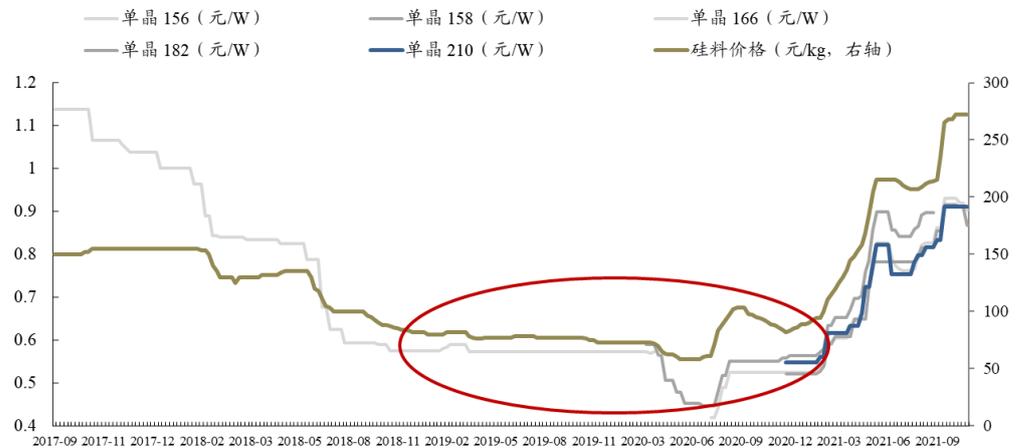
4. 核心问题四：切片代工短期的单 GW 净利润几何？

切片代工收入主要来自代工费+硅泥回收+结余片售出，其中代工费和硅泥回收基本能够覆盖切片成本的 80-90%，利润弹性主要来自结余片的售出。

(1) 代工费：每片 210 硅片代工费价格约为 0.47 元，即 4700 万元/GW。(2) 硅泥回收：硅泥回收收入约 300 万元/GW。(3) 硅片结余：单 GW 利润主要取决于结余比例和硅片价格，① 结余比例：单公斤方棒高测股份比客户能够多切 8-10% 硅片，多切的硅片部分让利客户、部分高测自留，目前高测自留比例为 6%，未来将与客户共享切片技术红利，我们预计长期稳态自留比例为 4%；② 硅片价格：目前硅料价格处于高位，2022 年 7 月 21 日，中环上调 P 型 150 微米 210 硅片售价至 9.8 元/片，未来随着硅料价格下跌，硅片价格将逐步回落。从硅料及硅片主流产品每 W 历史价格来看，我们认为当硅

料处于 80-100 元/kg 合理价格区间时，硅片单 W 售价不会低于 0.5 元（210 硅片为 10W/片），故我们预计长期稳态情况下，210 硅片市场价格为 5 元/片。

图7：我们认为当硅料处于 80-100 元/kg 合理价格区间时，硅片售价不会低于 0.5 元/W



数据来源：Solarzoom，东吴证券研究所

硅片价格处于高位情况下，我们认为若不考虑成本前置的影响，单 GW 净利润超 4000 万元：2022Q1，210 硅片价格平均约为 9 元/片，高测硅片结余比例约为 6%，根据下表利润弹性测算，单 GW 利润超 4000 万元。但 2022Q1 切片代工产能仍处于爬坡阶段，存在成本前置影响，使得报表端单 GW 利润仅 2200 万元：2022Q1 公司切片代工业务单 GW 的收入为 1.1 亿元，利润为 2200 万元（稳态状态下单 GW 成本约 5800 万元，但 2022Q1 成本超 8000 万元），主要是由于切片代工产能仍处于爬坡阶段，设备折旧、人工成本较高带来成本前置，与收入存在错配。

未来随着硅片价格降低&高测持续让利客户主动降低结余硅片比例，我们保守预计远期稳态情况下（无成本前置影响）单 GW 利润约 1500 万元，已规划的 47GW 切片代工产能将释放较大业绩弹性。

图8: 我们认为远期硅料价格处于合理区间时, 保守预计高测代工业务单 GW 利润约 1500 万元

高测股份切片代工业务单GW盈利弹性测算 (不考虑产能爬坡带来的成本前置影响)							
210硅片平均价格 (元/片)		9	8	7	6	5	
1GW对应210硅片数量 (亿片)		1	1	1	1	1	
代工费+硅泥回收	代工费 (亿元/GW)①	0.47	0.47	0.47	0.47	0.47	
	硅泥回收 (亿元/GW)②	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	
	合计 (亿元/GW) ③	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	
切片代工业务单GW成本 (亿元) ④		0.58	0.58	0.58	0.58	0.58	
结余硅片	结余比例为6%	结余硅片对外销售收入⑤	0.54	0.48	0.42	0.36	0.3
		切片代工业务单GW净利润⑥=③+⑤-④	0.46	0.40	0.34	0.28	0.22
	结余比例为5%	结余硅片对外销售收入⑤	0.45	0.4	0.35	0.3	0.25
		切片代工业务单GW净利润⑥=③+⑤-④	0.37	0.32	0.27	0.22	0.17
	结余比例为4%	结余硅片对外销售收入⑤	0.36	0.32	0.28	0.24	0.20
		切片代工业务单GW净利润⑥=③+⑤-④	0.28	0.24	0.20	0.16	0.12

备注1: 该测算未考虑产能爬坡带来的成本前置影响。
 备注2: 根据2021年7月公司公告的可转债可行性分析报告, 稳态状态下切片代工单GW成本约5800万元, 即代工费+硅泥回收cover成本, 结余硅片对外销售收入对应单GW净利润。

数据来源: 高测股份公告, 东吴证券研究所

5. 核心问题五: 如何看待切片代工的长期市场空间?

短期来看高测股份切片代工的客户主要是硅片厂的新进入者和专业化的电池片厂。主要系硅片厂的新玩家和电池片厂缺少切片的产能, 同时自身切片工艺积累的经验较少, 与高测股份的切片工艺水平存在一定差距, 而硅片厂老玩家短期内并不会选择切片代工服务, 因为老玩家自身具备切片产能, 且自身切片经验充足, 工艺水平较好。

长期来看老玩家仍有一定可能选择切片代工服务, 打开长期市场空间。(1)设备投资: 当前时间节点, 老玩家具备切片产能, 因此购买切片代工服务的可能性较小, 但切片环节的薄片化、细线化趋势利好切片代工服务打开市场空间, 因为高测形成设备、耗材、工艺闭环, 在技术迭代期可以形成更强领先优势。且薄片化、细线化对切片机、金刚线的要求不断提高, 当薄片化渗透率进一步提升时, 老玩家原有的切片旧产能无法与新产能媲美, 更新产能的需求有望成为老玩家购买切片代工服务的契机。(2)工艺壁垒: 薄片化、细线化等趋势下切片难度进一步提升, 切片环节壁垒逐渐提高, 专业独立的第三方切片厂商与其它切片厂商的差距将不断放大, 高测股份切片的技术赋能逐渐提高, 有望巩固相对领先优势。我们认为届时老玩家会综合判断第三方切片代工服务提供的硅片数量是否有足够吸引力、购买切片代工服务是否存在较高的性价比, 从而决定是否选择切片代工服务。我们认为 2024 年高测股份 47GW 的切片代工产能全部达产后, 在硅片出货量中占比仅约 10%, 存在较大提升空间, 后续不排除会进一步提高产能规划的可能性。

6. 盈利预测与投资评级

高测股份开拓切片代工业务，有望迎来新业绩增长点，我们维持公司 2022-2024 年归母净利润分别为 5.3/8.3/12.7 亿元，对应 PE 分别为 36/23/15X，维持“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	4,264	6,557	10,133	营业总收入	1,567	3,023	4,539	6,710
货币资金及交易性金融资产	528	623	1,161	2,146	营业成本(含金融类)	1,038	1,882	2,816	4,149
经营性应收款项	1,297	2,561	3,801	5,654	税金及附加	6	13	20	28
存货	558	1,031	1,543	2,274	销售费用	63	106	150	208
合同资产	0	0	0	0	管理费用	131	242	345	503
其他流动资产	42	48	52	60	研发费用	117	227	340	503
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	60	91	134
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	608	951	1,444
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	5,242	7,595	11,169	利润总额	187	608	951	1,444
流动负债	1,989	3,470	4,997	7,299	减:所得税	14	82	124	173
短期借款及一年内到期的非流动负债	46	57	37	37	净利润	173	526	827	1,271
经营性应付款项	1,401	2,581	3,796	5,627	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	296	537	803	1,183	归属母公司净利润	173	526	827	1,271
其他流动负债	247	296	360	451	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.76	2.31	3.63	5.58
非流动负债	92	92	92	92	EBIT	213	553	868	1,318
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	282	621	953	1,416
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	33.75	37.74	37.95	38.16
租赁负债	81	81	81	81	归母净利率(%)	11.02	17.39	18.22	18.94
其他非流动负债	10	10	10	10	收入增长率(%)	109.97	92.94	50.17	47.83
负债合计	2,081	3,562	5,088	7,391	归母净利润增长率(%)	193.38	204.32	57.39	53.66
归属母公司股东权益	1,154	1,680	2,507	3,778					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,154	1,680	2,507	3,778					
负债和股东权益	3,235	5,242	7,595	11,169					

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	319	703	1,080	每股净资产(元)	7.13	10.38	15.49	23.34
投资活动现金流	151	-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	-101	12	-20	0	ROIC(%)	16.69	30.87	33.99	35.57
现金净增加额	127	295	563	1,010	ROE-摊薄(%)	14.96	31.29	33.00	33.64
折旧和摊销	69	67	85	98	资产负债率(%)	64.32	67.96	67.00	66.18
资本开支	-83	-235	-145	-95	P/E(现价&最新股本摊薄)	108.63	35.70	22.68	14.76
营运资本变动	-235	-317	-270	-372	P/B(现价)	11.54	7.93	5.31	3.53

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>

