

## 切片代工利润增厚，碳化硅切片机实现突破

### 投资要点

- 业绩总结:** 公司发布2022年三季度报告。2022年前三季度,公司实现营收21.90亿元,同比增长125.18%;归母净利润4.28亿元,同比增长283.89%;扣非净利润4.16亿元,同比增长335.89%。其中三季度公司实现营收8.55亿元,环比增长9.72%;归母净利润1.91亿元,环比增长36.44%;扣非净利润1.83亿元,环比增长34.48%。
- 硅片价格高位维持,切片代工利润环比提升。** 三季度硅料价格上涨约7%,硅片价格亦小幅上涨并维持高位。公司硅片切割细线化、薄片化持续领先,单位硅棒出片数领先行业,在硅料/硅片价格高位情况下剩余片盈利弹性充分释放。我们计算三季度公司单GW切片利润约3100万元,较二季度2800万元进一步增长。同时公司建湖一期10GW切片项目投产,三季度切片出货3GW左右,环比提升约1GW,因此三季度切片利润环比大幅提升。
- 金刚线细线化进程超预期,公司金刚线与切割工艺优势持续领先。** 从行业层面来看,碳钢丝细线化进程超预期,当前33/34线已量产应用。公司细线化保持领先,36线出货占比高,34线具备规模化供应能力,切割工艺上保持领先水平。另一方面,公司金刚线生产亦持续优化,产能随之提升,年内金刚线实际产能可超过3000万km。10月公司壶关一期4000万km金刚线项目开工,预计2023年下半年建成投产,至23年末公司金刚线产能可达到7000万km以上,规模优势将得到增强。
- 切割设备在手订单饱满,碳化硅切片机实现突破。** 硅片扩产持续,至9月末公司切割设备在手订单15.5亿元,较二季度末增长约4亿元,光伏切割设备市占率仍保持在50%以上。碳化硅切片机不断突破,6月至今已签订单12台,基本覆盖新增产能需求。公司碳化硅金刚线切片机引领行业金刚线切割迭代变革,单台设备价值量显著高于光伏切片机,再次打开成长曲线。
- 盈利预测与投资建议:** 公司作为切割与耗材龙头,在硅片大尺寸薄片化趋势下优势凸显。22年起公司切片业绩逐步兑现,预计未来三年归母净利润CAGR为84.16%,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;政策变化的风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1566.60	3074.95	4624.01	6423.91
增长率	109.97%	96.28%	50.38%	38.93%
归属母公司净利润(百万元)	172.69	640.51	840.89	1078.60
增长率	193.38%	270.90%	31.28%	28.27%
每股收益EPS(元)	0.76	2.81	3.69	4.73
净资产收益率ROE	14.96%	36.39%	34.00%	31.88%
PE	123	33	25	20
PB	18.40	12.07	8.59	6.28

数据来源: Wind, 西南证券

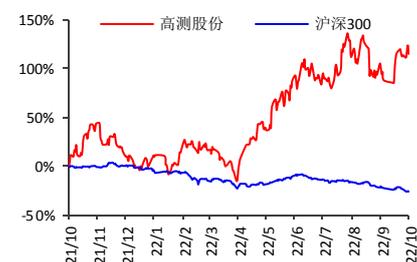
### 西南证券研究发展中心

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: 021-58351679  
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)	212.43
总资产(亿元)	51.51
每股净资产(元)	6.90

### 相关研究

- 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)
- 高测股份(688556): 薄片化与细线化趋势下, 再论高测切片优势 (2022-06-08)
- 高测股份(688556): 业绩超预期, 创新业务持续突破 (2022-04-29)
- 高测股份(688556): 下游扩产持续, 硅片切割设备再下一城 (2022-03-26)

### 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, 2022-2024 年公司光伏切割设备销量分别伟 1200/1500/1800 台, 毛利率分别为 30%/28%/28%。

假设 2: 金刚线技改后产能提升, 考虑到切片自用量, 2022-2024 年公司金刚线外销分别为 2000/3500/5025 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 2022-2024 年切片代工量分别为 10GW、25GW、45GW

假设 4: 创新业务尚在起步阶段, 营收增速高, 2022-2024 年营收增速分别为 50%/40%/30%, 毛利率分别为 40%/40%/38%。

基于以上假设, 我们预测公司 2022-2024 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		2021A	2022E	2023E	2024E
光伏切割设备	收入	980.2	1094.4	1299.6	1481.6
	增速	117.0%	11.7%	18.8%	14.0%
	毛利率	31.1%	30.0%	28.0%	28.0%
光伏切割耗材	收入	291.6	668.0	1052.1	1435.0
	增速	37.5%	129.1%	57.5%	36.4%
	毛利率	35.9%	39.3%	35.9%	37.9%
其他高硬脆材料 切割设备与耗材	收入	105.2	157.9	221.0	287.3
	增速	323.1%	50.0%	40.0%	30.0%
	毛利率	42.4%	40.0%	40.0%	38.0%
硅片及切割加工服务	收入	105.8	1091.6	2016.3	3185.0
	增速		931.8%	84.7%	58.0%
	毛利率	28.7%	38.4%	36.7%	37.2%
轮胎检测设备及耗材	收入	46.5	28.1	—	—
	增速	12.2%	-39.7%	—	—
	毛利率	46.0%	45.0%	—	—
服务及其他	收入	20.84	25.0	25.0	25.0
	增速	567.3%	19.9%	0.0%	0.0%
	毛利率	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
其他业务	收入	16.4	10.0	10.0	10.0
	增速	5.7	-39.1%	0.0%	0.0%
	毛利率	99.7%	50.0%	50.0%	50.0%
合计	收入	1566.6	3074.9	4624.0	6423.9
	增速	110.0%	96.3%	50.4%	38.9%
	毛利率	33.7%	35.7%	34.2%	35.3%

数据来源: Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1566.60	3074.95	4624.01	6423.91	净利润	172.69	640.51	840.89	1078.60
营业成本	1037.90	1976.78	3041.60	4157.70	折旧与摊销	48.52	37.03	56.17	75.33
营业税金及附加	6.24	13.13	19.30	27.01	财务费用	6.74	9.17	19.01	20.75
销售费用	62.58	55.35	92.48	224.84	资产减值损失	-32.99	0.00	0.00	0.00
管理费用	248.56	322.87	508.64	706.63	经营营运资本变动	322.10	-726.31	-256.64	-453.95
财务费用	6.74	9.17	19.01	20.75	其他	-440.55	-8.65	-20.44	11.86
资产减值损失	-32.99	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>76.50</b>	<b>-48.25</b>	<b>638.99</b>	<b>732.59</b>
投资收益	5.08	0.00	0.00	0.00	资本支出	-283.24	-350.00	-405.00	-310.00
公允价值变动损益	0.29	0.33	0.32	0.32	其他	434.47	-35.67	-8.04	10.50
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>151.24</b>	<b>-385.67</b>	<b>-413.04</b>	<b>-299.50</b>
<b>营业利润</b>	<b>211.65</b>	<b>697.98</b>	<b>943.30</b>	<b>1287.30</b>	短期借款	-51.91	324.90	-23.93	-164.17
其他非经营损益	-24.58	-16.58	-19.25	-18.36	长期借款	0.00	50.00	100.00	100.00
<b>利润总额</b>	<b>187.08</b>	<b>681.40</b>	<b>924.06</b>	<b>1268.94</b>	股权融资	14.83	0.00	0.00	0.00
所得税	14.38	40.88	83.16	190.34	支付股利	-17.80	-34.54	-128.10	-168.18
净利润	172.69	640.51	840.89	1078.60	其他	-45.78	-26.37	-19.01	-20.75
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-100.67</b>	<b>313.99</b>	<b>-71.04</b>	<b>-253.10</b>
归属母公司股东净利润	172.69	640.51	840.89	1078.60	<b>现金流量净额</b>	<b>127.00</b>	<b>-119.93</b>	<b>154.91</b>	<b>179.99</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	427.42	307.49	462.40	642.39	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1251.76	2360.32	3605.54	4997.61	销售收入增长率	109.97%	96.28%	50.38%	38.93%
存货	557.59	1247.60	1925.47	2587.11	营业利润增长率	274.27%	229.78%	35.15%	36.47%
其他流动资产	187.65	328.60	373.87	480.69	净利润增长率	193.38%	270.90%	31.28%	28.27%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	169.65%	178.82%	36.86%	35.83%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	515.74	836.78	1189.16	1423.32	毛利率	33.75%	35.71%	34.22%	35.28%
无形资产和开发支出	42.46	38.06	38.18	42.36	三费率	20.29%	12.60%	13.41%	14.82%
其他非流动资产	252.31	248.64	244.97	241.30	净利率	11.02%	20.83%	18.19%	16.79%
<b>资产总计</b>	<b>3234.93</b>	<b>5367.50</b>	<b>7839.60</b>	<b>10414.78</b>	ROE	14.96%	36.39%	34.00%	31.88%
短期借款	28.46	353.36	329.43	165.26	ROA	5.34%	11.93%	10.73%	10.36%
应付和预收款项	1469.50	2769.69	4295.54	5823.73	ROIC	30.99%	54.75%	39.67%	36.70%
长期借款	0.00	50.00	150.00	250.00	EBITDA/销售收入	17.04%	24.20%	22.03%	21.53%
其他负债	582.85	434.36	591.75	792.49	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>2080.82</b>	<b>3607.41</b>	<b>5366.72</b>	<b>7031.48</b>	总资产周转率	0.61	0.71	0.70	0.70
股本	161.85	227.92	227.92	227.92	固定资产周转率	5.24	5.81	5.23	5.31
资本公积	642.84	576.77	576.77	576.77	应收账款周转率	3.00	2.97	2.67	2.58
留存收益	349.42	955.40	1668.18	2578.61	存货周转率	2.19	2.13	1.90	1.84
归属母公司股东权益	1154.11	1760.09	2472.88	3383.30	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	60.27%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1154.11</b>	<b>1760.09</b>	<b>2472.88</b>	<b>3383.30</b>	资产负债率	64.32%	67.21%	68.46%	67.51%
负债和股东权益合计	3234.93	5367.50	7839.60	10414.78	带息债务/总负债	1.37%	11.18%	8.93%	5.91%
					流动比率	1.22	1.22	1.24	1.30
					速动比率	0.94	0.86	0.87	0.91
					股利支付率	10.31%	5.39%	15.23%	15.59%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.76	2.81	3.69	4.73
					每股净资产	5.06	7.72	10.85	14.84
					每股经营现金	0.34	-0.21	2.80	3.21
					每股股利	0.08	0.15	0.56	0.74
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	266.91	744.18	1018.48	1383.38					
PE	122.97	33.15	25.25	19.69					
PB	18.40	12.07	8.59	6.28					
PS	13.56	6.91	4.59	3.31					
EV/EBITDA	53.88	28.19	20.51	14.93					
股息率	0.08%	0.16%	0.60%	0.79%					

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，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	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyyf@swsc.com.cn
张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn	
北京	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
	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
巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn	
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
	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	