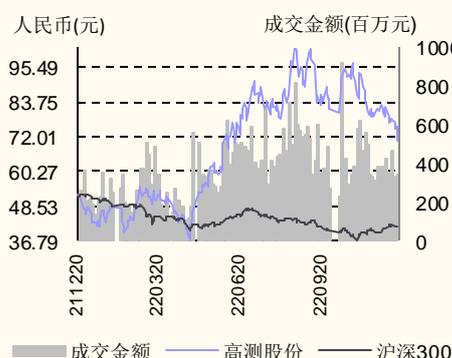


市场价格 (人民币): 70.88 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	2.28
已上市流通 A 股(亿股)	1.70
总市值(亿元)	161.56
年内股价最高最低(元)	144.09/51.89
沪深 300 指数	3954
上证指数	3168



## 金刚线出货超预期，切片代工持续性更加确定

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	746	1,567	3,568	5,401	7,456
营业收入增长率	4.46%	109.97%	127.74%	51.37%	38.05%
归母净利润(百万元)	59	173	672	962	1,217
归母净利润增长率	83.83%	193.38%	289.31%	43.02%	26.53%
摊薄每股收益(元)	0.364	1.067	2.950	4.219	5.338
每股经营性现金流净额	0.02	0.47	-1.59	2.65	3.91
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.98%	14.96%	43.14%	45.03%	42.46%
P/E	76.77	63.25	24.03	16.80	13.28
P/B	4.59	9.46	10.37	7.57	5.64

来源：公司年报、国金证券研究所

## 事件简评

- 近期公司官方公众号先后发布重要事件：事件一，公司与河南省滑县先进制造业开发区管理委员会签署 5GW 光伏大硅片项目合作协议，投资额 2.1 亿元，建设周期预计 4 个月；事件二，截至 12 月 14 日，公司 2022 年硅片累计总产量超 12 亿片；事件三，截至 12 月 16 日，公司 2022 年金刚线出货量突破 3000 万公里，同时金刚线单季度出货量首次突破 1000 万公里。

## 经营分析

- **切片产能持续扩张，大客户顺利导入稳固代工业务商业模式：**根据公司 12 月 16 日所披露的年内硅片总产量，我们测算此产量水平对应 9.3GW 以上的切片有效产出，反映公司代工业务订单饱满。此次扩产的河南 5GW 切片产能建设周期仅 4 个月，将有效缓解公司现有切片产能不足的问题，从而满足更多客户新增硅片切割加工服务需求。公司目前已与隆基绿能、晶澳科技等头部企业建立了切片业务合作关系，客户群体逐步从硅片行业第二梯队延伸至头部，后续代工业务的持续性更加确定，切片产能不排除进一步扩张的可能。目前，公司达产、在建和待建切片产能共计 52GW，河南 5GW 切片产能的扩张也将进一步增厚公司明后年的利润水平，业绩维持高增无虞。
- **金刚线受技改加成效果显著，薄片化工艺领先行业：**公司年初通过工艺优化、产线技改等，不仅大幅提升了金刚线产能，同时细线化进一步加速。产量方面，金刚线出货量已突破 3000 万公里；细线化方面，公司已实现 36 线批量销售，34 线规模量产，同时研发储备和试制更细线径金刚线。公司目前在切片环节已形成技术闭环优势，率先实现行业内 120 $\mu$ m 硅片规模化量产。在 N 型电池片对于薄片化诉求不断提升的背景下，公司“切割设备、切割耗材、切割工艺”联合研发的优势将更加明显。

## 投资建议

- 根据我们对公司切割设备在手订单、金刚线及切片代工产能的最新判断，略微上调公司盈利预测，预计公司 2022-2024E 净利润分别为 6.72 (+4%)、9.62 (+6%)、12.17 (+6%) 亿元，对应 EPS 分别为 2.95、4.22、5.34 元，当前股价对应 PE 分别为 24、17、13 倍，维持“买入”评级。

## 风险提示

下游扩产不及预期；技术进步不及预期；硅料价格下行过快风险。

## 相关报告

- 1.《Q3 业绩超预期，光伏业务、创新业务全面开花-高测股份三季报点评...》，2022.10.28
- 2.《设备、耗材、工艺集大成者，多业务展宏图-高测股份深度报告》，2022.9.25

姚遥

分析师 SAC 执业编号：S1130512080001  
(8621)61357595  
yaoy@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	714	746	1,567	3,568	5,401	7,456	货币资金	142	160	427	447	637	897
增长率		4.5%	110.0%	127.7%	51.4%	38.1%	应收款项	691	667	1,229	2,407	3,643	5,029
主营业务成本	-460	-482	-1,038	-2,255	-3,437	-4,906	存货	308	339	558	1,236	1,883	2,688
%销售收入	64.4%	64.7%	66.3%	63.2%	63.6%	65.8%	其他流动资产	28	374	211	264	333	418
毛利	255	264	529	1,313	1,963	2,550	流动资产	1,168	1,540	2,424	4,353	6,496	9,032
%销售收入	35.6%	35.3%	33.7%	36.8%	36.4%	34.2%	%总资产	80.8%	80.2%	74.9%	80.0%	82.1%	84.2%
营业税金及附加	-3	-4	-6	-15	-22	-26	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	221	272	539	862	1,153	1,411
销售费用	-60	-39	-63	-75	-113	-142	%总资产	15.3%	14.2%	16.7%	15.8%	14.6%	13.1%
%销售收入	8.4%	5.2%	4.0%	2.1%	2.1%	1.9%	无形资产	8	65	79	126	166	200
管理费用	-74	-73	-131	-246	-373	-507	非流动资产	278	380	811	1,088	1,414	1,701
%销售收入	10.4%	9.8%	8.4%	6.9%	6.9%	6.8%	%总资产	19.2%	19.8%	25.1%	20.0%	17.9%	15.8%
研发费用	-71	-86	-117	-221	-335	-447	<b>资产总计</b>	<b>1,446</b>	<b>1,919</b>	<b>3,235</b>	<b>5,441</b>	<b>7,910</b>	<b>10,733</b>
%销售收入	9.9%	11.5%	7.5%	6.2%	6.2%	6.0%	短期借款	118	91	46	826	1,364	1,813
息税前利润 (EBIT)	47	62	211	755	1,121	1,428	应付款项	654	616	1,406	1,834	2,796	3,990
%销售收入	6.6%	8.3%	13.5%	21.2%	20.8%	19.2%	其他流动负债	248	205	537	822	1,238	1,700
财务费用	-15	-9	-7	-51	-99	-126	流动负债	1,020	912	1,989	3,483	5,398	7,503
%销售收入	2.1%	1.3%	0.4%	1.4%	1.8%	1.7%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-16	-28	-39	0	0	0	其他长期负债	32	23	92	400	377	365
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	<b>负债</b>	<b>1,052</b>	<b>935</b>	<b>2,081</b>	<b>3,883</b>	<b>5,775</b>	<b>7,868</b>
投资收益	0	2	5	0	0	0	<b>普通股股东权益</b>	<b>394</b>	<b>984</b>	<b>1,154</b>	<b>1,558</b>	<b>2,135</b>	<b>2,865</b>
%税前利润	0.0%	3.1%	2.7%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	121	162	162	228	228	228
营业利润	30	57	212	739	1,057	1,337	未分配利润	120	175	311	714	1,291	2,021
营业利润率	4.2%	7.6%	13.5%	20.7%	19.6%	17.9%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	-1	-1	-25	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,446</b>	<b>1,919</b>	<b>3,235</b>	<b>5,441</b>	<b>7,910</b>	<b>10,733</b>
税前利润	29	56	187	739	1,057	1,337	<b>比率分析</b>						
利润率	4.1%	7.5%	11.9%	20.7%	19.6%	17.9%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	3	3	-14	-66	-95	-120	<b>每股指标</b>						
所得税率	-9.3%	-5.2%	7.7%	9.0%	9.0%	9.0%	每股收益	0.264	0.364	1.067	2.950	4.219	5.338
净利润	32	59	173	672	962	1,217	每股净资产	3.243	6.082	7.131	6.838	9.369	12.571
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.126	0.024	0.473	-1.594	2.646	3.908
归属于母公司的净利润	32	59	173	672	962	1,217	每股股利	0.000	0.110	0.180	1.180	1.687	2.135
净利率	4.5%	7.9%	11.0%	18.8%	17.8%	16.3%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	8.14%	5.98%	14.96%	43.14%	45.03%	42.46%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	2.22%	3.07%	5.34%	12.36%	12.16%	11.34%
净利润	32	59	173	672	962	1,217	投入资本收益率	9.94%	6.04%	16.24%	25.28%	26.61%	25.93%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	40	61	107	94	133	172	主营业务收入增长率	17.73%	4.46%	109.97%	127.74%	51.37%	38.05%
非经营收益	7	-1	17	69	91	122	EBIT增长率	-26.98%	32.01%	241.73%	257.39%	48.42%	27.40%
营运资金变动	-64	-115	-220	-1,198	-582	-620	净利润增长率	-40.18%	83.83%	193.38%	289.31%	43.02%	26.53%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>15</b>	<b>4</b>	<b>76</b>	<b>-363</b>	<b>603</b>	<b>891</b>	总资产增长率	76.11%	32.76%	68.55%	68.20%	45.37%	35.69%
资本开支	-65	-98	-83	-401	-459	-459	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	-329	229	0	0	0	应收账款周转天数	146.0	163.7	121.6	110.0	110.0	110.0
其他	0	2	6	0	0	0	存货周转天数	184.4	244.6	157.6	200.0	200.0	200.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-65</b>	<b>-425</b>	<b>151</b>	<b>-401</b>	<b>-459</b>	<b>-459</b>	应付账款周转天数	242.7	253.8	166.4	150.0	150.0	150.0
股权募资	150	544	0	1	0	0	固定资产周转天数	97.3	111.6	86.2	50.5	39.5	31.4
债权募资	-1	-9	-80	1,114	538	449	<b>偿债能力</b>						
其他	-100	-53	-21	-309	-475	-609	净负债/股东权益	-6.01%	-33.21%	-41.77%	39.35%	44.98%	40.10%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>49</b>	<b>482</b>	<b>-101</b>	<b>806</b>	<b>62</b>	<b>-160</b>	EBIT利息保障倍数	3.2	6.5	31.4	14.7	11.3	11.3
<b>现金净流量</b>	<b>0</b>	<b>61</b>	<b>127</b>	<b>41</b>	<b>207</b>	<b>272</b>	资产负债率	72.77%	48.71%	64.32%	71.36%	73.00%	73.30%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	12	29	34	61
增持	0	2	4	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.14	1.12	1.15	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

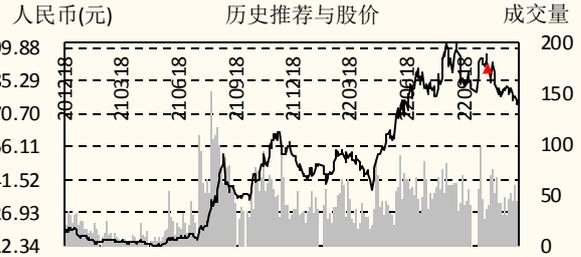
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-09-25	买入	84.00	115.00 ~ 115.00
2	2022-10-28	买入	93.17	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
- 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
- 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402