

2023年10月29日

2023年三季报点评：业绩偏预告上限，设备+耗材+工艺闭环优势持续兑现

买入（维持）

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,571	6,039	8,679	10,565
同比	128%	69%	44%	22%
归属母公司净利润(百万元)	789	1,554	2,181	2,686
同比	357%	97%	40%	23%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	2.33	4.58	6.43	7.92
P/E(现价&最新股本摊薄)	20.19	10.24	7.30	5.93

关键词：#第二曲线**投资要点**

- 设备验收旺季+金刚线&切片代工加速放量，业绩实现高速增长：**2023Q1-Q3 公司营收 42.1 亿元，同比+92%，归母净利润为 11.7 亿元，同比+174%，扣非归母净利润为 11.4 亿元，同比+174%；Q3 单季来看，实现营收 16.9 亿元，同比+98%，环比+34%，归母净利润为 4.6 亿元，同比+140%，环比+21%，扣非归母净利润为 4.5 亿元，同比+144%，环比+22%。分产品来看，2023Q1-Q3 设备收入 16.3 亿，同比+87%，占比 39%，金刚线收入 9.5 亿元，同比+86%，占比 23%，切片代工收入 13.2 亿元，同比+130%，占比 32%，创新业务收入 1.9 亿元，同比 48%，占比 4%。其中 Q3 设备收入 8.2 亿元，同比+163%，占比 49%，金刚线收入 2.6 亿元，同比+40%，占比 15%，切片代工收入 4.8 亿元，同比+83%，占比 29%，创新业务收入 0.8 亿元，同比 58%，占比 5%。
- 公司切片技术闭环，盈利能力持续提升：**2023 年前三季度公司毛利率为 46.0%，同比+6.2pct；净利率 27.9%，同比+8.3pct；期间费用率为 14.8%，同比-2.3pct，其中销售费用率为 2.1%，同比-0.4pct，管理费用率（含研发）为 12.4%，同比-2.0pct，财务费用率为 0.4%，同比+0.1pct；Q3 单季毛利率为 44.8%，同比+3.3pct，环比-5.6pct，主要系 Q2 高盈利的金刚线业务拉高基数，净利率为 27.2%，同比+4.8pct，环比-2.9pct。
- 存货&合同负债高增，保障业绩增长：**截至 2023Q3 末公司存货为 18 亿元，同比+84%，合同负债为 7 亿元，同比+54%。2023Q1-Q3 的经营性净现金流为 6 亿元，相比 2022Q1-Q3 的-0.5 亿元大幅提升，主要系金刚线&切片代工业务占比提升，销售回款力度加大。
- 切片代工模式加速渗透，客户需求饱满：**(1) 截至 2023 年 10 月公司切片代工总产能规划 102GW，不排除后续继续上调产能规划的可能性。2022 年底公司总产能为 21GW、出货量 10GW，按照当前规划，我们预计公司 2023-2024 年底总产能为 38GW、77GW，考虑到产能爬坡，我们预计出货量分别为 28GW、60GW。随着硅料报价逐步见底，硅片价格企稳，我们认为高测的切片代工净利润有望维持在 1500 万/GW；(2) 我们认为短期高测受益于行业集中度分散，长期受益于产业分工趋势。目前来看，公司客户逐步从硅片行业新玩家延伸至行业头部玩家；中长期看，硅料产能释放后，硅片行业将进入买方市场，企业会更加注重自己的优势环节以获得更强的研发效率，产业分工会日益明确。高测在单一环节投入大量研发可以建立低成本技术壁垒，后续通过规模优势进一步提高竞争力。
- HJT 加速 N 型薄片化，高测一体化切片优势凸显：**(1) 技术角度：高测的切片设备+金刚线均处于行业领先，形成设备+耗材+工艺闭环后不断强化 knowhow，高测尤其在先进薄片切片机及细线上的研发优势明显，目前公司已大批量导入 30 线，2023 年底金刚线产能可达 1 亿公里。(2) 供需角度：目前高测与市场绝大部分 HJT 电池片厂商均有切片代工合作，我们认为 2023 年【供给端】石英坩埚紧缺导致硅棒有限+【需求端】可适配薄片的 N 型电池加速渗透，均会推动薄化进展加速，届时将进一步巩固高测切片工艺的领先优势。
- 盈利预测与投资评级：**随着公司切片代工及金刚线产能加速释放，我们维持公司 2023-2025 年的归母净利润预测为 15.5/21.8/26.9 亿元，对应 PE 为 10/7/6 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**下游扩产不及预期，新品拓展不及预期。

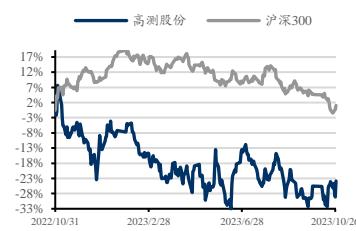
证券分析师 周尔双执业证书：S0600515110002
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 刘晓旭

执业证书：S0600523030005

liuxx@dwzq.com.cn

研究助理 李文意执业证书：S0600122080043
liwenyi@dwzq.com.cn**股价走势****市场数据**

收盘价(元)	46.95
一年最低/最高价	40.68/95.88
市净率(倍)	4.00
流通 A 股市值(百万元)	15,064.53
总市值(百万元)	15,919.61

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.73
资产负债率(% ,LF)	57.05
总股本(百万股)	339.08
流通 A 股(百万股)	320.86

相关研究

《高测股份(688556)：2023 年前三季度业绩预增点评：切片代工盈利触底，Q3 业绩超预期》

2023-10-17

《高测股份(688556)：2023 年半年报点评：业绩偏预告上限，享切割闭环优势》

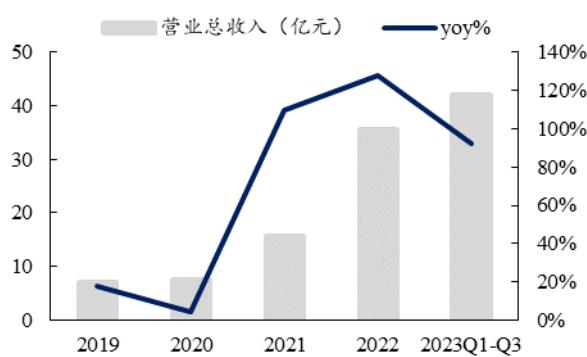
2023-08-08

1. 设备验收旺季+金刚线&切片代工加速放量，业绩实现高速增长

2023Q1-Q3 公司营收 42.1 亿元，同比+92%，归母净利润为 11.7 亿元，同比+174%，扣非归母净利润为 11.4 亿元，同比+174%；Q3 单季来看，实现营收 16.9 亿元，同比+98%，环比+34%，归母净利润为 4.6 亿元，同比+140%，环比+21%，扣非归母净利润为 4.5 亿元，同比+144%，环比+22%。

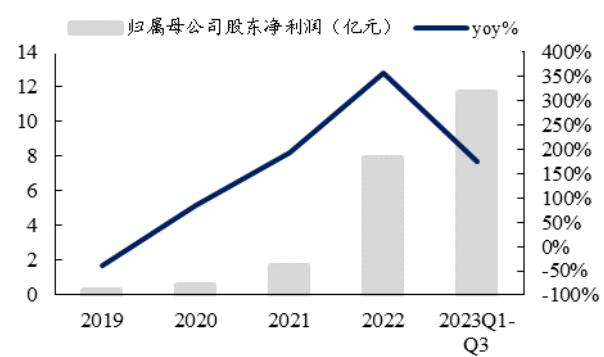
分产品来看，2023Q1-Q3 设备收入 16.3 亿，同比+87%，占比 39%，金刚线收入 9.5 亿元，同比+86%，占比 23%，切片代工收入 13.2 亿元，同比+130%，占比 32%，创新业务收入 1.9 亿元，同比 48%，占比 4%。其中 Q3 设备收入 8.2 亿元，同比+163%，占比 49%，金刚线收入 2.6 亿元，同比+40%，占比 15%，切片代工收入 4.8 亿元，同比+83%，占比 29%，创新业务收入 0.8 亿元，同比 58%，占比 5%。

图1：2023Q1-Q3 公司营收 42.1 亿元，同比+92%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2023Q1-Q3 归母净利润为 11.7 亿元，同比+174%

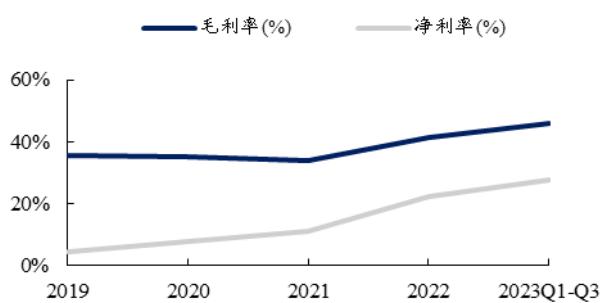


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 公司切片技术闭环，盈利水平持续提升

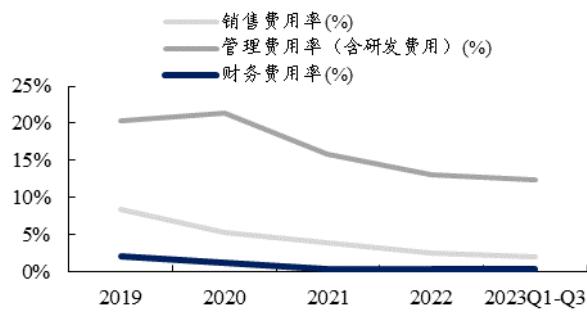
2023 年前三季度公司毛利率为 46.0%，同比+6.2pct；净利率 27.9%，同比+8.3pct；期间费用率为 14.8%，同比-2.3pct，其中销售费用率为 2.1%，同比-0.4pct，管理费用率（含研发）为 12.4%，同比-2.0pct，财务费用率为 0.4%，同比+0.1pct；Q3 单季毛利率为 44.8%，同比+3.3pct，环比-5.6pct，主要系 Q2 高盈利的金刚线业务拉高基数，净利率为 27.2%，同比+4.8pct，环比-2.9pct。

图3: 2023Q1-Q3 公司毛利率为 46.0%，同比+6.2pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2023Q1-Q3 公司期间费用率为 14.8%，同比-2.3pct

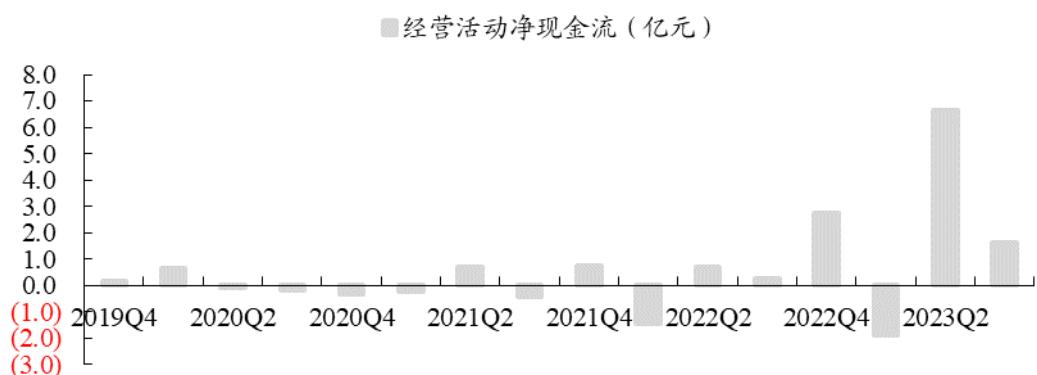


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 存货&合同负债高增，保障业绩增长

截至 2023Q3 末公司存货为 18 亿元，同比+84%，合同负债为 7 亿元，同比+54%。2023Q1-Q3 的经营性净现金流为 6 亿元，相比 2022Q1-Q3 的-0.5 亿元大幅提升，主要系金刚线&切片代工业务占比提升，销售回款力度加大。

图5: 2023Q1-Q3 的经营性净现金流为 6 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 切片代工模式加速渗透，客户需求饱满

(1) 截至 2023 年 10 月公司切片代工总产能规划 102GW，不排除后续继续上调产能规划的可能性。2022 年底公司总产能为 21GW、出货量 10GW，按照当前规划，我们预计公司 2023-2024 年底总产能为 38GW、77GW，考虑到产能爬坡，我们预计出货量分别为 28GW、60GW。随着硅料报价逐步见底，硅片价格企稳，我们认为高测的切片代工净利润有望维持在 1500 万/GW；

(2) 我们认为短期高测受益于行业集中度分散，长期受益于产业分工趋势。目前

来看，公司客户逐步从硅片行业新玩家延伸至行业头部玩家；中长期看，硅料产能释放后，硅片行业将进入买方市场，企业会更加注重自己的优势环节以获得更强的研发效率，产业分工会日益明确。高测在单一环节投入大量研发可以建立低成本技术壁垒，后续通过规模优势进一步提高竞争力。

5. HJT 加速 N 型薄片化，高测一体化切片优势凸显

(1) 技术角度：高测的切片设备+金刚线均处于行业领先，形成设备+耗材+工艺闭环后不断强化 knowhow，高测尤其在先进薄片切片机及细线上的研发优势明显，目前公司已大批量导入 30 线，2023 年底金刚线产能可达 1 亿公里。

(2) 供需角度：目前高测与市场绝大部分 HJT 电池片厂商均有切片代工合作，我们认为 2023 年【供给端】石英坩埚紧缺导致硅棒有限+【需求端】可适配薄片的 N 型电池加速渗透，均会推动薄化进展加速，届时将进一步巩固高测切片工艺的领先优势。

6. 盈利预测与投资评级

随着公司切片代工及金刚线产能加速释放，我们维持公司 2023-2025 年的归母净利润预测为 15.5/21.8/26.9 亿元，对应 PE 为 10/7/6 倍，维持“买入”评级。

7. 风险提示

下游扩产不及预期，新品拓展不及预期。

高测股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4,422	8,126	12,302	16,400	营业总收入	3,571	6,039	8,679	10,565
货币资金及交易性金融资产	955	1,877	3,474	5,634	营业成本(含金融类)	2,089	3,447	4,958	6,005
经营性应收款项	2,362	4,296	6,042	7,404	税金及附加	17	26	37	42
存货	1,050	1,889	2,717	3,290	销售费用	93	121	174	211
合同资产	0	0	0	0	管理费用	239	350	503	613
其他流动资产	56	64	68	72	研发费用	225	362	521	634
非流动资产	1,224	1,342	1,356	1,308	财务费用	11	6	8	8
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	76	0	0	0
固定资产及使用权资产	958	1,028	1,040	1,014	投资净收益	29	0	0	0
在建工程	62	106	103	77	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	45	49	53	57	减值损失	(104)	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	62	62	62	62	营业利润	899	1,727	2,478	3,052
其他非流动资产	97	97	97	97	营业外净收支	(14)	0	0	0
资产总计	5,646	9,468	13,658	17,708	利润总额	884	1,727	2,478	3,052
流动负债	3,065	5,333	7,342	8,706	减:所得税	96	173	297	366
短期借款及一年内到期的非流动负债	30	70	50	50	净利润	789	1,554	2,181	2,686
经营性应付款项	2,009	3,939	5,538	6,604	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	344	567	816	988	归属母公司净利润	789	1,554	2,181	2,686
其他流动负债	683	756	938	1,064	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.33	4.58	6.43	7.92
非流动负债	514	514	514	514	EBIT	883	1,733	2,486	3,060
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,036	1,850	2,618	3,203
应付债券	340	340	340	340	毛利率(%)	41.51	42.93	42.88	43.16
租赁负债	100	100	100	100	归母净利率(%)	22.09	25.74	25.13	25.42
其他非流动负债	74	74	74	74	收入增长率(%)	127.92	69.14	43.72	21.73
负债合计	3,579	5,847	7,856	9,220	归母净利润增长率(%)	356.66	97.10	40.31	23.15
所有者权益合计	2,067	3,621	5,802	8,488					
负债和股东权益	5,646	9,468	13,658	17,708					

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	224	1,117	1,762	2,255	每股净资产(元)	8.53	15.35	24.92	36.70
投资活动现金流	(682)	(35)	(120)	(70)	最新发行在外股份(百万股)	339	339	339	339
筹资活动现金流	421	40	(20)	0	ROIC(%)	41.25	46.77	41.98	35.27
现金净增加额	(37)	1,122	1,622	2,185	ROE-摊薄(%)	38.15	42.92	37.59	31.64
折旧和摊销	153	117	131	143	资产负债率(%)	63.39	61.75	57.52	52.07
资本开支	(202)	(235)	(145)	(95)	P/E(现价&最新股本摊薄)	20.19	10.24	7.30	5.93
营运资本变动	(770)	(620)	(727)	(697)	P/B(现价)	5.50	3.06	1.88	1.28

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提供。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

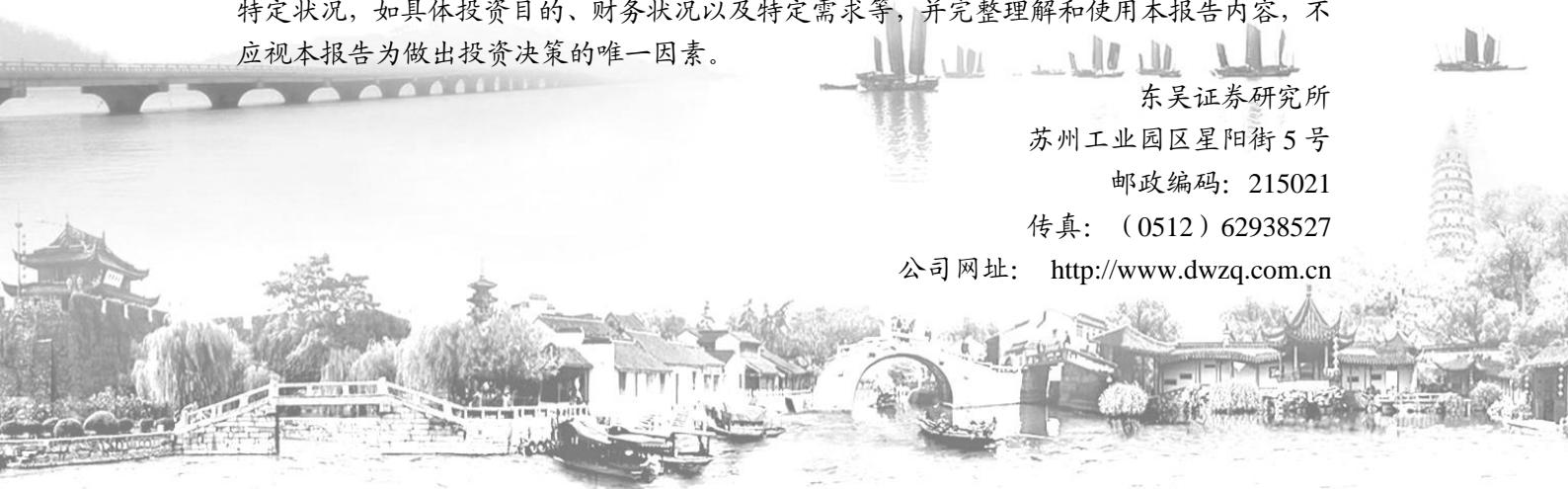
公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

 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>