

业绩保持高速增长，金刚线及代工业务占比加大

高测股份(688556)

评级:	增持	股票代码:	688556
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	106.33/51.12
最新收盘价:	71.39	总市值(亿)	162.72
		自由流通市值(亿)	121.26
		自由流通股数(百万)	169.85

事件概述

公司发布 2022 年年报。2022 年公司实现营业收入 35.71 亿元，同比增长 127.92%；实现归母净利润 7.89 亿元，同比增长 356.66%；实现扣非后归母净利润 7.50 亿元，同比增长 333.04%。

分析判断:

▶ 金刚线和代工业务收入占比加大，盈利能力进一步提升

1) 分产品来看，2022 年公司光伏切割设备收入为 14.74 亿元 (YoY+50.41%)，光伏切割耗材 (即金刚线) 收入为 8.40 亿元 (YoY+188.15%)，硅片及切割加工服务 (以下称代工业务) 收入为 9.29 亿元 (YoY+778.15%)，其他高硬脆切割设备及耗材收入为 1.56 亿元 (YoY+48.93%)。受益于光伏切割耗材和代工业务产能爬坡逐渐放量，22 年增速高于设备营收增速，带动其营收占比提升；

2) 从盈利能力来看，2022 年公司毛利率和净利率分别为 41.51% (YoY+2.84pct) 和 22.09% (YoY+4.35pct)，盈利能力进一步提升。其中，公司光伏切割设备、切割耗材及代工业务毛利率分别为 33.20% (YoY+2.09pct) /43.10% (YoY+7.19pct) /45.45% (YoY+16.73pct)，三大主要业务毛利率均同比提升。特别的是，随着代工业务规模化效应逐渐显现，代工业务毛利率提升更加显著。2022 年，公司费用管控能力相对良好，销售/管理 (含研发) /财务费用率分别为 2.61%/13.00%/0.31%，分别同比减少 1.38/2.87/0.12pct，致公司净利率得到大幅提升。

3) 单季度来看，22Q4 公司实现营收 13.80 亿元 (YoY+132.41%，MoM+61.43%)，归母净利润 3.60 亿元 (YoY+489.34%，MoM+88.54%)，毛利率 44.22% (YoY+9.52pct)，净利率 26.12% (YoY+15.82pct)，业绩和盈利能力创单季度新高。

▶ “切割设备+切割耗材+切割工艺”融合发展，技术闭环优势显著

1) 切割设备：公司的第五代金刚线晶硅切片机 GC700X 持续模块化升级，客户多次复购，2022 年市场份额超 50%，市占率稳居第一；公司 GC-GP950L 磨抛一体机凭借高精度、大产能等技术优势深受客户认可，市占率稳步上升；GC-MK202R 双根环线开方机采用“环线+立式”设计，具备高精度、大产能、自动化水平高等技术优势，22 年首次推出市场后竞争优势突显，市占率迅速跃居第一。

2) 金刚线：2022 年，公司快速推动金刚线从 40 μm 向 38 μm、36 μm、34 μm 及 33 μm 迭代，并积极储备更细线型及钨丝金刚线的研发测试，占据行业领先地位。“单机十二线”技改完成后公司持续进行工艺升级，金刚线产能大幅提升，助推金刚线市占率稳步提升。2022 年公司金刚线产能大幅提升，2022 年年末产能规模已达 4000 万千米，预计 2023 年年末公司金刚线产能规模可达 9000 万千米以上，助力公司金刚线市占率的进一步提升。

3) 硅片切割：公司快速推进大尺寸、薄片化及细线化切割进程，引领行业主导半棒半片切割技术路线，实现更薄硅片更高良率，并不断推动 182mm、210mm 大尺寸硅片厚度从 170 μm 向 150 μm 及 130 μm 迭代并实现良率的持续提升。同时，公司创新性推出适配更薄硅片切割的半棒半片切割技术路线，已批量为客户提供 210mm 规格 130 μm 硅片半片，并具备 210mm 规格 120 μm 硅片半片的量产能力，同时在行业内首次推出 80 μm 超薄硅片半片样品。2022 年年末公司代工业务产能规模已达 21GW (规划总产能达到 52GW)。

4) 创新业务：公司 2022 年创新业务亦取得较大进展，如公司推出的国内首款高线速碳化硅金刚线切片机 GC-SCDW6500 可获得和砂浆切割相同的晶片质量，同时大幅提升切割效率，显著降低生产成本，行业内独家实现批量销售，实现国产替代，同时公司已推出适用于 8 寸碳化硅衬底切割的碳化硅金刚线切片机；8 英寸半导体切片机已在客户端量产并已推出 12 英寸半导体切片机样机。

投资建议：考虑到公司金刚线及代工业务产能逐渐释放叠加下游需求保持旺盛，我们上调了公司 2023-2024 年盈利预测，并新增 2025 年盈利预测。预计 2023-2025 年公司营收分别为 55.41/74.32/98.03 亿元（2023-2024 年原预测为 50.50/65.17 亿元），归母净利润分别为 10.80/14.57/19.29 亿元（2023-2024 年原预测为 7.37/9.20 亿元），EPS 分别为 4.74/6.39/8.46 元（2023-2024 年原预测为 4.56/5.68 元）。对应 2023 年 4 月 3 日 71.39 元/股收盘价，2023-2025 年 PE 分别为 15/11/8 倍。我们维持“增持”评级。

风险提示：下游景气度不及预期，公司产能扩张进度不及预期，行业竞争加剧等。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,567	3,571	5,541	7,432	9,803
YoY (%)	110.0%	127.9%	55.2%	34.1%	31.9%
归母净利润(百万元)	173	789	1,080	1,457	1,929
YoY (%)	193.4%	356.7%	37.0%	34.9%	32.4%
毛利率 (%)	33.7%	41.5%	41.8%	42.1%	42.1%
每股收益 (元)	0.76	3.47	4.74	6.39	8.46
ROE	15.0%	38.2%	34.3%	31.6%	29.5%
市盈率	93.93	20.57	15.07	11.17	8.44

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：毛冠锦

邮箱：maogj@hx168.com.cn

SACNO：S1120523020001

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,571	5,541	7,432	9,803	净利润	789	1,080	1,457	1,929
YoY (%)	127.9%	55.2%	34.1%	31.9%	折旧和摊销	153	144	220	310
营业成本	2,089	3,224	4,307	5,676	营运资金变动	-758	-616	-148	-704
营业税金及附加	17	33	45	59	经营活动现金流	224	611	1,533	1,540
销售费用	93	222	297	392	资本开支	-202	-387	-418	-427
管理费用	239	443	595	784	投资	-518	0	0	0
财务费用	11	41	65	82	投资活动现金流	-682	-387	-419	-429
研发费用	225	416	557	735	股权募资	9	0	0	0
资产减值损失	-71	0	0	0	债务募资	440	0	0	0
投资收益	29	0	-1	-2	筹资活动现金流	421	0	0	0
营业利润	899	1,217	1,640	2,170	现金净流量	-37	224	1,114	1,111
营业外收支	-14	-4	-3	-3					
利润总额	884	1,214	1,637	2,167	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	96	133	180	238	成长能力 (%)				
净利润	789	1,080	1,457	1,929	营业收入增长率	127.9%	55.2%	34.1%	31.9%
归属于母公司净利润	789	1,080	1,457	1,929	净利润增长率	356.7%	37.0%	34.9%	32.4%
YoY (%)	356.7%	37.0%	34.9%	32.4%	盈利能力 (%)				
每股收益	3.47	4.74	6.39	8.46	毛利率	41.5%	41.8%	42.1%	42.1%
					净利率	22.1%	19.5%	19.6%	19.7%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	14.0%	12.0%	12.2%	12.4%
货币资金	344	568	1,682	2,793	净资产收益率 ROE	38.2%	34.3%	31.6%	29.5%
预付款项	111	157	248	302	偿债能力 (%)				
存货	1,050	1,872	2,326	3,072	流动比率	1.44	1.41	1.50	1.62
其他流动资产	2,917	4,929	6,077	7,624	速动比率	1.06	1.03	1.13	1.22
流动资产合计	4,422	7,527	10,334	13,790	现金比率	0.11	0.11	0.24	0.33
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	63.4%	65.0%	61.6%	58.0%
固定资产	823	1,033	1,191	1,325	经营效率 (%)				
无形资产	45	59	66	73	总资产周转率	0.63	0.62	0.62	0.63
非流动资产合计	1,224	1,464	1,659	1,772	每股指标 (元)				
资产合计	5,646	8,990	11,993	15,563	每股收益	3.47	4.74	6.39	8.46
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	9.07	13.81	20.20	28.66
应付账款及票据	2,009	3,852	5,033	6,292	每股经营现金流	0.98	2.68	6.72	6.76
其他流动负债	1,057	1,477	1,841	2,224	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	3,065	5,329	6,874	8,515	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	20.57	15.07	11.17	8.44
其他长期负债	514	514	514	514	PB	8.27	5.17	3.53	2.49
非流动负债合计	514	514	514	514					
负债合计	3,579	5,843	7,388	9,029					
股本	228	228	228	228					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	2,067	3,147	4,604	6,533					
负债和股东权益合计	5,646	8,990	11,993	15,563					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

毛冠锦：复旦大学金融硕士，多年一级+2年二级市场研究经验。2021年1月加入华西证券。专注于新能源设备、机床刀具、机器人等细分行业深度覆盖。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。