

# 高测股份 (688556)

## 2022 年报点评: 业绩持续高增, 规模效应下 盈利能力大幅提升

买入 (维持)

2023 年 04 月 04 日

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  
liuwx@dwzq.com.cn

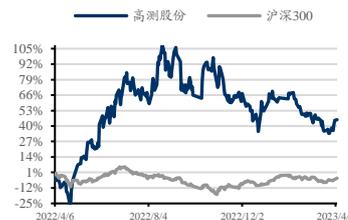
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	3,571	5,559	7,782	9,093
同比	128%	56%	40%	17%
归属母公司净利润 (百万元)	789	1,226	1,647	1,993
同比	357%	56%	34%	21%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	3.46	5.38	7.23	8.74
P/E (现价&最新股本摊薄)	20.63	13.27	9.88	8.16

关键词: #第二曲线

### 投资要点

- **利润增速快于收入增速, 规模效应显现:** 2022 年公司实现营收 35.7 亿元, 同比+128%, 归母净利润 7.89 亿元, 同比+357%, 扣非归母净利润为 7.5 亿元, 同比+333%, 利润增速明显快于营收增速。2022Q4 单季营收 13.8 亿元, 同比+132%, 环比+61%, 归母净利润 3.6 亿元, 同比+489%, 环比+89%, 扣非归母净利润 3.34 亿元, 同比+330%, 环比+83%。
- **盈利能力大幅提升, 持续加大研发投入:** 2022 年公司综合毛利率为 41.5%, 同比+7.8pct; 净利率为 22.1%, 同比+11.1pct。全年期间费用率合计 15.9%, 同比-4.4pct, 控费能力良好, 主要系规模效应下费用率下降明显。2022Q4 单季毛利率为 44.2%, 同比+9.5pct, 环比+2.7pct, 净利率为 26.1%, 同比+15.8pct, 环比+3.8pct。
- **存货高增, 在手订单充足保障业绩确定性:** 截至 2022 年末, 公司合同负债为 3.44 亿元, 同比+16%, 存货为 10.5 亿元, 同比+88%。截至 2022 年底, 公司光伏切割设备在手订单 14.7 亿元 (含税), 同比+74%; 创新业务设备在手订单为 0.73 亿元 (含税), 同比+69%。2022 年经营活动净现金流为 2.24 亿元, 同比+193%, 现金流情况明显改善。
- **限制性股票激励计划凝聚核心人才, 彰显长期发展信心:** 公司每 2 年开展一次股权激励计划, 2023 年股权激励公司以营业收入和剔除股份支付费用影响的归母净利润为考核指标, 行权条件为“或”, 但考核指标为保底数值, 实际业绩有望较大幅度超出考核指标。(1)营业收入: 2023-2025 年营收分别不低于 46.4/60.7/78.6 亿元, 同比+30%/31%/29%。(2)剔除股份支付费用影响的归母净利润: 2023-2025 年剔除股份支付费用影响的归母净利润分别不低于 10.4/13.6/17.8 亿元, 同比+30%/31%/29%。
- **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, 我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润为 12.3 (原值 10, 上调 23%)/16.5 (原值 14.72, 上调 12%)/19.9 亿元, 对应 PE 为 13/10/8 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新品拓展不及预期, 下游扩产不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	71.39
一年最低/最高价	51.12/106.33
市净率(倍)	8.37
流通 A 股市值(百万元)	12,125.70
总市值(百万元)	16,272.06

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	8.53
资产负债率(% ,LF)	63.39
总股本(百万股)	227.93
流通 A 股(百万股)	169.85

### 相关研究

《高测股份(688556): 2022 年业绩快报点评: 利润增速显著高于收入增速, 规模效应下 Q4 单季归母净利率 26%创新高》

2023-02-28

《高测股份(688556): 与东方日升建立 HJT100 微米薄片代工战略合作, 充分受益于薄片化趋势下的渗透率提升逻辑》

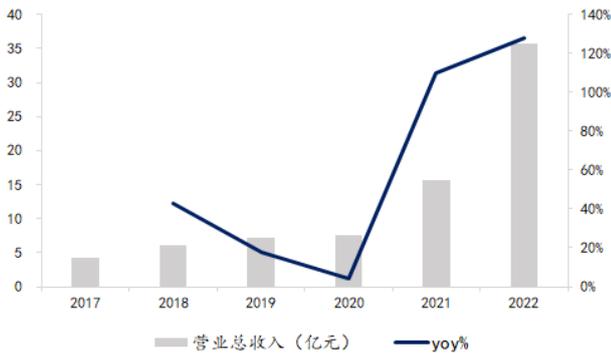
2023-01-04

## 1. 利润增速快于收入增速，规模效应显现

2022 年公司实现营收 35.7 亿元，同比+128%，归母净利润 7.89 亿元，同比+357%，扣非归母净利润为 7.5 亿元，同比+333%，利润增速明显快于营收增速，规模效应显现。分产品来看：（1）**光伏切割设备**：2022 年营收 14.7 亿元，同比+50%，占比 41%，毛利率 33.2%，同比+2.1pct；（2）**金刚线**：2022 年营收 8.4 亿元，同比+188%，占比 24%，毛利率 43.1%，同比+7.2pct；（3）**切片代工服务**：2022 年营收 9.3 亿元，同比+778%，占比 26%，毛利率 45.5%，同比+16.7pct；（4）**创新业务**（包括半导体、蓝宝石、磁材及碳化硅切割设备及耗材）2022 年营收 1.6 亿元，同比+49%，占比 4%，毛利率 54.4%，同比+12pct；（5）**其他业务**：2022 年营收 1.7 亿元，占比 5%。

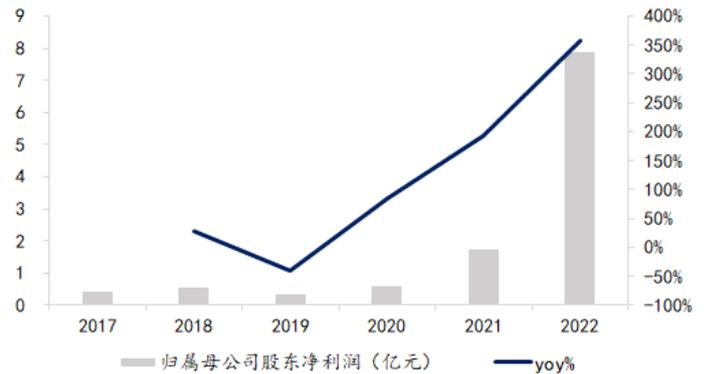
2022Q4 单季营收 13.8 亿元，同比+132%，环比+61%，归母净利润 3.6 亿元，同比+489%，环比+89%，扣非归母净利润 3.34 亿元，同比+330%，环比+83%。

图1：2022 年公司实现营收 35.7 亿元，同比+128%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2022 年公司实现归母净利润 7.89 亿元，同比+357%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

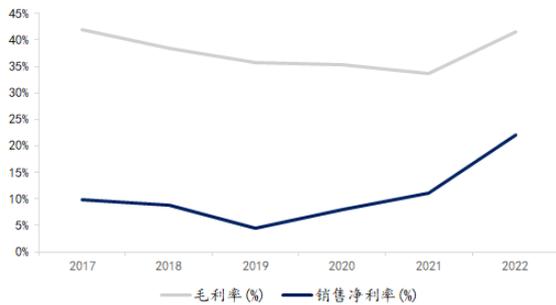
## 2. 盈利能力大幅提升，持续加大研发投入

2022 年公司综合毛利率为 41.5%，同比+7.8pct；净利率为 22.1%，同比+11.1pct。

期间费用率合计 15.9%，同比-4.4pct，控费能力良好。其中销售费用率为 2.6%，同比-1.4pct，财务费用率为 0.3%，同比-0.1pct，管理费用率（含研发）为 13%，同比-2.9pct，主要系规模效应下费用率下降明显。公司研发投入体量持续增加，为 2.25 亿元，同比+92%，占营收比重为 6.3%。

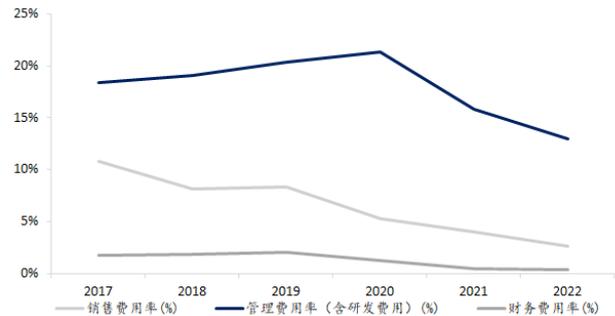
2022Q4 单季毛利率为 44.2%，同比+9.5pct，环比+2.7pct，净利率为 26.1%，同比+15.8pct，环比+3.8pct。

图3: 2022 年公司综合毛利率 41.5%，净利率为 22.1%



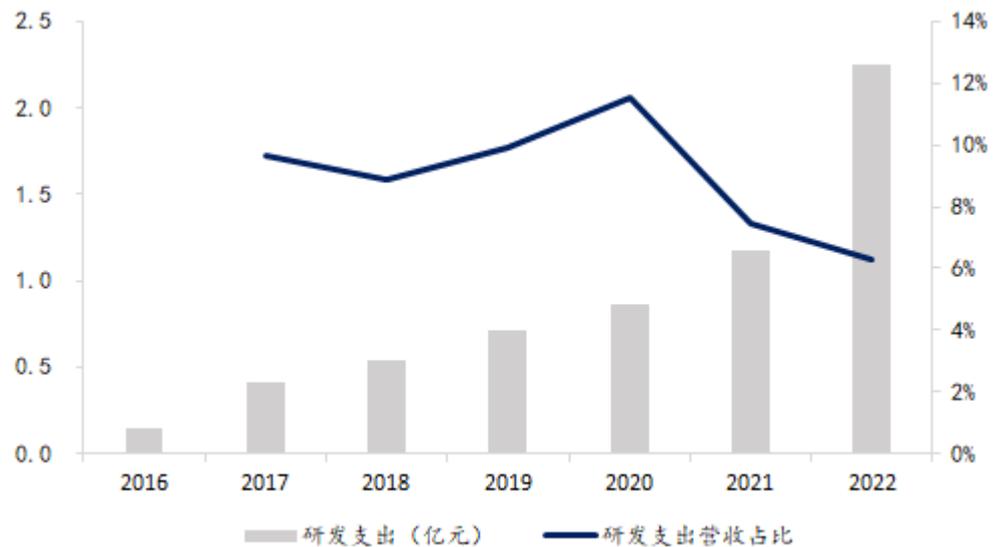
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2022 年公司期间费用率合计 15.9%，同比-4.4pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2022 年公司研发投入 2.25 亿元，同比 92%，占营收比重为 6.3%

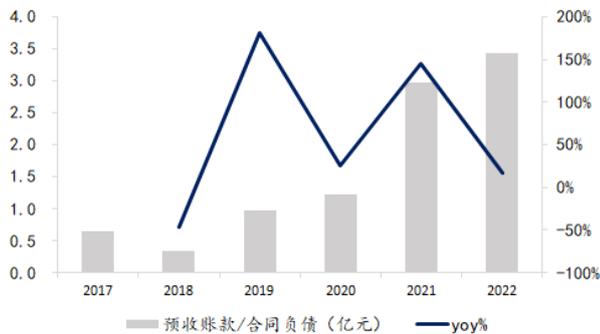


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3. 存货高增，在手订单充足保障业绩确定性

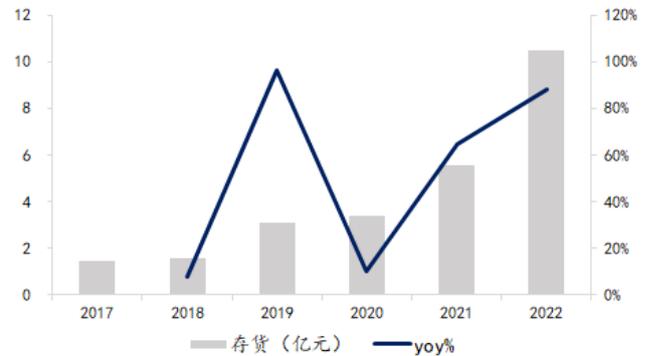
截至 2022 年末，公司合同负债为 3.44 亿元，同比+16%，存货为 10.5 亿元，同比+88%，表明公司设备在手订单充足，截至 2022 年底，公司光伏切割设备在手订单 14.7 亿元(含税)，同比+74%；创新业务设备在手订单为 0.73 亿元(含税)，同比+69%。2022 年经营活动净现金流为 2.24 亿元，同比+193%，现金流情况明显改善。

图6: 截至 2022 年末公司合同负债 3.44 亿元, 同比 +16%



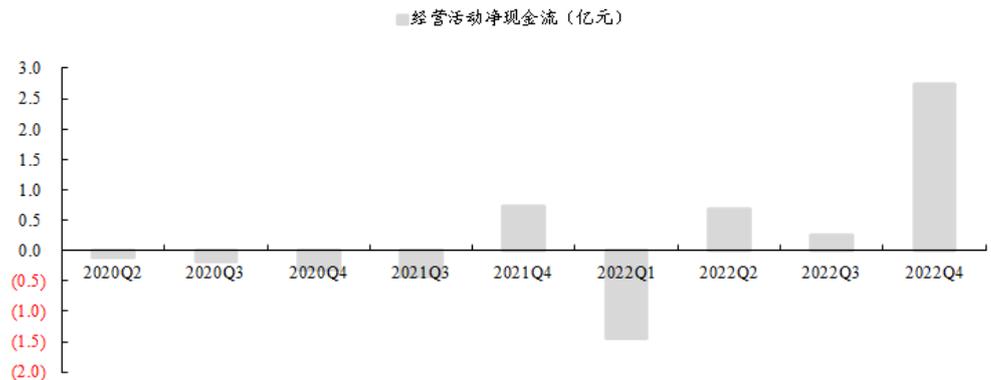
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 截至 2022 年末, 公司存货为 10.5 亿元, 同比+88%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 2022 年经营活动净现金流为 2.24 亿元, 同比+193%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

#### 4. 限制性股票激励计划凝聚核心人才, 彰显长期发展信心

此次激励计划拟向激励对象授予 300.45 万股限制性股票, 约占此次激励计划草案公告时公司股本总额的 1.32%, 授予价格 (含预留授予) 为 40 元/股, 本激励计划首次授予部分涉及的激励对象共计 323 人, 占公司员工总数的 9.41%。其中, 首次授予 240.45 万股, 占本次授予权益总额的 80%; 预留 60 万股, 占本次授予权益总额的 20%。首次授予的限制性股票三个归属期的归属比例分别为 30%、30%、40%。若预留部分在 2023 年三季度披露前授予, 则预留授予限制性股票归属安排同首次授予; 若预留部分在 2023 年三季度披露后授予, 则预留授予的限制性股票 2 个归属期内分别归属 50%。

公司以营业收入和剔除股份支付费用影响的归母净利润为考核指标，行权条件为“或”，但考核指标为保底数值，实际业绩有望较大幅度超出考核指标。（1）营业收入：以 2022 年营业收入为基数，2023-2025 年营业收入增长率分别不低于 30%/70%/120%，即 2023-2025 年营收分别不低于 46.4/60.7/78.6 亿元，同比+30%/31%/29%。（2）剔除股份支付费用影响的归母净利润：以 2022 年剔除股份支付费用影响的归母净利润为基数（2022 年股权激励费用 0.12 亿元，剔除股份支付费用影响的归母净利润为 8 亿元），2023-2025 年剔除股份支付费用影响的归母净利润增长率分别不低于 30%/70%/120%，即 2023-2025 年剔除股份支付费用影响的归母净利润分别不低于 10.4/13.6/17.8 亿元，归母净利润分别不低于 10.0/13.3/17.5 亿元。

图9：若两个业绩目标刚好达成，则 2023-2025 年净利润率分别为 22%/22%/22%

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（亿元）	35.7	46.4	60.7	78.6
营业收入YOY		30%	31%	29%
剔除股份支付费用影响的归母净利润（亿元）	8.0	10.4	13.6	17.6
剔除股份支付费用影响的归母净利润PE（2023.4.3）	20	16	12	9
2021股权激励股份支付费用（亿元）	0.12	0.05	0	-
2023股权激励股份支付费用（亿元）	-	0.34	0.29	0.14
归母净利润（亿元）	7.89	10.0	13.3	17.5
归母净利润YOY		27%	33%	31%
归母净利润PE（2023.4.3）	21	16	12	9
净利润率	22%	22%	22%	22%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 5. N 型电池片推动薄片化加速，薄片化时代将进一步印证高测切片优势

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，高测尤其在先进的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 34 碳钢金刚线&小批量导入 32 钨丝金刚线，正在试用 30 钨丝金刚线。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，均会推动薄片化进展加速，届时将进一步巩固高测切片工艺的领先优势。目前，公司已经与通威股份、美科股份、京运通、双良节能、润阳光伏、爱旭股份、英发、东方日升、华晟、华耀、亿晶等公司建立了长期切片合作关系，并与隆基、晶澳等客户建立了切片合作关系。高测的代工客户逐步从硅片行业新玩家延伸至行业头部玩家，逐步消除市场对代工客户结构的疑虑。

## 6. 切片产能规划由 47GW 上调至 52GW，未来有望持续上调产能规划

2022年12月，高测规划在河南新增5GW产能，预计2023年5月达产，切片代工规划总产能进一步上调至2024年52GW。目前高测已达产产能21GW，不足2022年硅片出货量的10%；规划的2024年达产52GW，预计届时仅占当年全市场硅片出货量的10%左右。未来随着新导入的客户增多，我们认为切片代工有望大幅提高渗透率，不排除高测继续上调产能规划的可能性。

## 7. 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，我们预计公司2023-2025年的归母净利润为12.3（原值10，上调23%）/16.5（原值14.72，上调12%）/19.9亿元，对应PE为13/10/8倍，维持“买入”评级。

## 8. 风险提示

新品拓展不及预期，下游扩产不及预期。

## 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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>4,422</b>	<b>7,470</b>	<b>10,998</b>	<b>14,008</b>	<b>营业总收入</b>	<b>3,571</b>	<b>5,559</b>	<b>7,782</b>	<b>9,093</b>
货币资金及交易性金融资产	955	1,688	2,957	4,594	营业成本(含金融类)	2,089	3,215	4,645	5,402
经营性应收款项	2,362	3,957	5,429	6,385	税金及附加	17	28	35	36
存货	1,050	1,762	2,545	2,960	销售费用	93	150	210	246
合同资产	0	0	0	0	管理费用	239	389	545	637
其他流动资产	56	63	67	69	研发费用	225	361	467	500
<b>非流动资产</b>	<b>1,224</b>	<b>1,342</b>	<b>1,356</b>	<b>1,308</b>	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	<b>营业利润</b>	<b>899</b>	<b>1,410</b>	<b>1,872</b>	<b>2,265</b>
其他非流动资产	97	97	97	97	营业外净收支	-14	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>5,646</b>	<b>8,813</b>	<b>12,354</b>	<b>15,316</b>	<b>利润总额</b>	<b>884</b>	<b>1,410</b>	<b>1,872</b>	<b>2,265</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,065</b>	<b>5,006</b>	<b>6,899</b>	<b>7,868</b>	减:所得税	96	183	225	272
短期借款及一年内到期的非流动负债	30	70	50	50	<b>净利润</b>	<b>789</b>	<b>1,226</b>	<b>1,647</b>	<b>1,993</b>
经营性应付款项	2,009	3,675	5,189	5,941	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	344	529	764	889	<b>归属母公司净利润</b>	<b>789</b>	<b>1,226</b>	<b>1,647</b>	<b>1,993</b>
其他流动负债	683	731	896	988	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.46	5.38	7.23	8.74
非流动负债	514	514	514	514	EBIT	908	1,416	1,880	2,273
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,061	1,533	2,012	2,416
应付债券	340	340	340	340	毛利率(%)	41.51	42.16	40.31	40.60
租赁负债	100	100	100	100	归母净利率(%)	22.09	22.06	21.17	21.92
其他非流动负债	74	74	74	74	收入增长率(%)	127.92	55.70	39.98	16.85
<b>负债合计</b>	<b>3,579</b>	<b>5,520</b>	<b>7,413</b>	<b>8,382</b>	归母净利润增长率(%)	356.66	55.50	34.35	20.98
归属母公司股东权益	2,067	3,293	4,941	6,934					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,067</b>	<b>3,293</b>	<b>4,941</b>	<b>6,934</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,646</b>	<b>8,813</b>	<b>12,354</b>	<b>15,316</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	224	929	1,434	1,732	每股净资产(元)	8.53	13.91	21.14	29.88
投资活动现金流	-682	-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	421	40	-20	0	ROIC(%)	42.39	38.84	35.83	31.12
现金净增加额	-37	934	1,294	1,662	ROE-摊薄(%)	38.15	37.24	33.34	28.74
折旧和摊销	153	117	131	143	资产负债率(%)	63.39	62.63	60.01	54.73
资本开支	-202	-235	-145	-95	P/E(现价&最新股本摊薄)	20.63	13.27	9.88	8.16
营运资本变动	-770	-456	-506	-494	P/B(现价)	8.37	5.13	3.38	2.39

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>

