

# 高测股份 (688556)

## 2023 一季报点评: 业绩持续超预期, 净利率创历史新高

买入 (维持)

2023 年 04 月 27 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

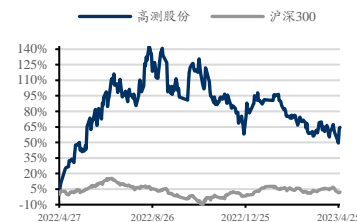
| 盈利预测与估值           | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 (百万元)       | 3,571 | 5,943 | 8,083 | 9,859 |
| 同比                | 128%  | 66%   | 36%   | 22%   |
| 归属母公司净利润 (百万元)    | 789   | 1,350 | 1,781 | 2,158 |
| 同比                | 357%  | 71%   | 32%   | 21%   |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | 3.46  | 5.92  | 7.81  | 9.47  |
| P/E (现价&最新股本摊薄)   | 20.63 | 12.05 | 9.14  | 7.54  |

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。**2023Q1 公司实现营收 12.6 亿元, 同比+126%, 环比-9%; 归母净利润 3.3 亿元, 同比+245%, 环比-7%; 扣非归母净利润 3.3 亿元, 同比+238%, 环比-2%。分业务拆分, 光伏切割设备收入 4.3 亿元, 金刚线业务收入 3.5 亿元, 切片代工业务收入 3.9 亿元 (Q1 出货量 4GW, 单 GW 收入约 1 亿元), 创新业务收入 0.55 亿元。一季度为光伏淡季, 且设备公司验收一般季度环比明显提高, 同时在一季度春节影响致 1 月切片基地未达产的情况下, 公司仍实现收入利润大幅增长。随着切片产能逐渐加速释放 (2022 年底已有产能 21GW, 正在建设的 17GW 包括河南滑县 5GW 于 2023Q2 达产、建湖二期 12GW 预计于 2023Q3 达产) & 设备验收季度环比加速, 我们判断单季业绩有望环比持续提升。
- **规模效应下控费能力优异, 单季度净利率创历史新高。**2023Q1 公司毛利率 43.1%, 同比+5.5pct, 环比-1.1pct; 净利率为 26.6%, 同比+9.1pct, 环比+0.44pct, 单季度净利率水平创历史新高。期间费用率 13.3%, 同比-3.6pct, 其中销售费用率 1.8%, 同比-1.2pct; 管理费用率 (含研发) 为 10.8%, 同比-2.6pct; 财务费用率 0.6%, 同比+0.2pct。
- **合同负债&存货高增, 在手订单充足保障业绩确定性。**2023Q1 合同负债为 5.0 亿元, 同比+77%, 存货为 10.3 亿元, 同比+66%, 表明公司在手订单充足保障短期业绩。
- **切片代工产能上调至 102GW, 代工模式加速渗透。**2022 年 4 月, 高测计划在宜宾新增 50GW 切片产能, 公司的代工产能进一步上调至 102GW, 按照当前规划, 我们预计公司 2022-2024 年底总产能分别达到 21GW、45GW、77GW, 考虑到产能爬坡, 我们预计 2022-2024 年出货量分别为 10GW、28GW、60GW, 产能持续释放保障长期业绩高增长。客户结构方面, 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, 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。中长期看, 硅料产能释放后, 硅片行业将进入买方市场。我们认为供给紧张阶段, 为保证供应链安全, 行业倾向于走垂直一体化路线; 而当进入买方市场后, 企业会更加注重自己的优势环节以获得更强的研发效率, 尤其是在技术迭代迅速的光伏行业, 分散研发和业务布局不利于提高竞争力, 因此我们认为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, 后续通过规模优势提高竞争力。
- **盈利预测与投资评级:** 我们上调公司 2023-2025 年的归母净利润为 13.5 (原值 12.3, 上调 10%) /17.8 (原值 16.5, 上调 8%) /21.6 (原值 19.9, 上调 9%) 亿元, 对应 PE 为 12/9/8 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 竞争格局恶化, 研发进展不及预期, 下游扩产不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

|               |              |
|---------------|--------------|
| 收盘价(元)        | 69.21        |
| 一年最低/最高价      | 57.97/106.33 |
| 市净率(倍)        | 6.92         |
| 流通 A 股市值(百万元) | 11,755.42    |
| 总市值(百万元)      | 15,775.16    |

### 基础数据

|              |        |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF)  | 10.00  |
| 资产负债率(% ,LF) | 60.59  |
| 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): 第三次上调产能规划至 102GW, 看好切片代工长期逻辑&期待代工盈利超预期》

2023-04-12

《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》

2023-04-04

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>7,862</b> | <b>11,397</b> | <b>15,059</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>3,571</b> | <b>5,943</b> | <b>8,083</b> | <b>9,859</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 955          | 1,704        | 3,096         | 4,855         | 营业成本(含金融类)      | 2,089        | 3,405        | 4,745        | 5,861        |
| 经营性应收款项          | 2,362        | 4,229        | 5,634         | 6,923         | 税金及附加           | 17           | 30           | 36           | 39           |
| 存货               | 1,050        | 1,866        | 2,600         | 3,212         | 销售费用            | 93           | 160          | 218          | 266          |
| 合同资产             | 0            | 0            | 0             | 0             | 管理费用            | 239          | 416          | 566          | 690          |
| 其他流动资产           | 56           | 64           | 67            | 70            | 研发费用            | 225          | 374          | 485          | 542          |
| <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>1,552</b> | <b>2,024</b> | <b>2,452</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>9,205</b> | <b>12,753</b> | <b>16,367</b> | <b>利润总额</b>     | <b>884</b>   | <b>1,552</b> | <b>2,024</b> | <b>2,452</b> |
| <b>流动负债</b>      | <b>3,065</b> | <b>5,274</b> | <b>7,041</b>  | <b>8,498</b>  | 减:所得税           | 96           | 202          | 243          | 294          |
| 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>1,350</b> | <b>1,781</b> | <b>2,158</b> |
| 经营性应付款项          | 2,009        | 3,892        | 5,301         | 6,446         | 减:少数股东损益        | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 合同负债             | 344          | 560          | 781           | 964           | <b>归属母公司净利润</b> | <b>789</b>   | <b>1,350</b> | <b>1,781</b> | <b>2,158</b> |
| 其他流动负债           | 683          | 752          | 910           | 1,037         | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 3.46         | 5.92         | 7.81         | 9.47         |
| 非流动负债            | 514          | 514          | 514           | 514           | EBIT            | 908          | 1,558        | 2,032        | 2,460        |
| 长期借款             | 0            | 0            | 0             | 0             | EBITDA          | 1,061        | 1,675        | 2,163        | 2,603        |
| 应付债券             | 340          | 340          | 340           | 340           | 毛利率(%)          | 41.51        | 42.71        | 41.29        | 40.55        |
| 租赁负债             | 100          | 100          | 100           | 100           | 归母净利率(%)        | 22.09        | 22.71        | 22.03        | 21.88        |
| 其他非流动负债          | 74           | 74           | 74            | 74            | 收入增长率(%)        | 127.92       | 66.46        | 35.99        | 21.98        |
| <b>负债合计</b>      | <b>3,579</b> | <b>5,788</b> | <b>7,555</b>  | <b>9,012</b>  | 归母净利润增长率(%)     | 356.66       | 71.17        | 31.94        | 21.15        |
| 归属母公司股东权益        | 2,067        | 3,417        | 5,198         | 7,355         |                 |              |              |              |              |
| 少数股东权益           | 0            | 0            | 0             | 0             |                 |              |              |              |              |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>2,067</b> | <b>3,417</b> | <b>5,198</b>  | <b>7,355</b>  |                 |              |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>5,646</b> | <b>9,205</b> | <b>12,753</b> | <b>16,367</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   | 944   | 1,557 | 1,854 | 每股净资产(元)        | 8.53  | 14.45 | 22.27 | 31.73 |
| 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 | 41.92 | 37.19 | 31.99 |
| 现金净增加额      | -37   | 949   | 1,417 | 1,784 | ROE-摊薄(%)       | 38.15 | 39.51 | 34.26 | 29.33 |
| 折旧和摊销       | 153   | 117   | 131   | 143   | 资产负债率(%)        | 63.39 | 62.88 | 59.24 | 55.06 |
| 资本开支        | -202  | -235  | -145  | -95   | P/E (现价&最新股本摊薄) | 20.63 | 12.05 | 9.14  | 7.54  |
| 营运资本变动      | -770  | -584  | -510  | -572  | P/B (现价)        | 8.37  | 4.94  | 3.21  | 2.25  |

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>

