

高测股份 (688556.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

盈利能力全面提升,切片龙头乘行业东

风扬帆起航

业绩简评

2023年4月27日,公司披露2023年一季度报,23Q1实现营收12.59亿元,同比+126.45%,实现归母净利润3.34亿元,同比+245.40%,业绩超出市场预期,且实现盈利增速远高于收入增速。

经营分析

Q1 盈利质量强势提升,技术闭环优势清晰兑现: 公司23Q1净利率为26.56%,环比+4.47pct,单季度净利率再创历史新高。在Q1硅片价格下行、硅片行业开工率尚处低位的情况下,公司光伏业务盈利能力逆势提升。根据公司现有产能测算,我们预计Q1公司金刚线出货约1300万公里,切片代工出货量约4GW,基本未受春节假期影响。公司基于“设备、耗材、工艺”联合研发的技术闭环及协同优势明显逐步在业绩端开始体现。

切片产能进一步扩张,助力未来业绩高增: 2023年4月12日,公司与四川宜宾高新技术产业园区管理委员会签署合作协议,拟投资50亿元建设50GW光伏大硅片项目。其中,一期年产25GW切片项目预计于2024年上半年投产。二期年产25GW切片项目预计将在一期项目正式投产后6个月内启动。在此次产能规划上调后,考虑到产能爬坡因素,我们预计公司2023-2025E年切片代工出货量分别为25GW/60GW/82GW,在提升规模效应、拓宽客户覆盖范围的同时,进一步增强了公司未来几年盈利高增的确定性。

携手通威推动N型硅片研发,持续提升切片环节技术优势: 2023年4月19日,公司与通威太阳能、永祥股份签署战略合作协议,拟成立硅片研究联合实验室,共同推动HJT、TOPCon专用N型硅片的技术开发与升级。公司目前已具备120 μ m硅片半片的量产能力,同时在行业内首次推出80 μ m超薄硅片半片样片,切片实力行业领先。此次合作将进一步提升公司在切片环节的研发能力,构筑N型硅片技术壁垒。

盈利预测、估值与评级

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,上调2023-2025E净利润至12.49(+9%)、17.63(+13%)、24.91(+18%)亿元,对应EPS为5.48、7.74、10.93元,当前股价对应PE分别为13/9/6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。

新能源与电力设备组

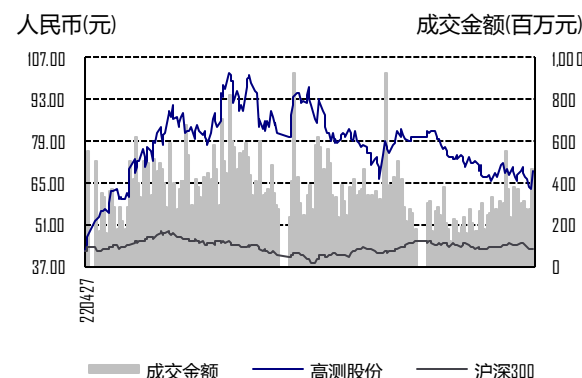
分析师:姚遥 (执业S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

市价(人民币):69.21元

相关报告:

- 《高测股份公司点评:切片工艺平台化带动业绩高增,股权激励彰显未...》,2023.4.4
- 《多业务全面开花,全年盈利大超预期-高测股份2022年报预告点...》,2022.12.27
- 《金刚线出货超预期,切片代工持续性更加确定-高测股份事件点评》,2022.12.19



公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,567	3,571	5,861	9,721	13,813
营业收入增长率	109.97%	127.92%	64.16%	65.84%	42.10%
归母净利润(百万元)	173	789	1,249	1,763	2,491
归母净利润增长率	193.38%	356.66%	58.32%	41.24%	41.26%
摊薄每股收益(元)	1.067	3.460	5.478	7.736	10.928
每股经营性现金流净额	0.47	0.98	5.07	7.25	10.53
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.96%	38.15%	46.35%	47.00%	47.48%
P/E	63.25	21.68	12.64	8.95	6.33
P/B	9.46	8.27	5.86	4.21	3.01

来源:公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	746	1,567	3,571	5,861	9,721	13,813
增长率		110.0%	127.9%	64.2%	65.8%	42.1%
主营业务成本	-482	-1,038	-2,089	-3,625	-6,275	-8,931
%销售收入	64.7%	66.3%	58.5%	61.8%	64.6%	64.7%
毛利	264	529	1,482	2,236	3,445	4,882
%销售收入	35.3%	33.7%	41.5%	38.2%	35.4%	35.3%
营业税金及附加	-4	-6	-17	-26	-43	-61
%销售收入	0.5%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-39	-63	-93	-152	-253	-359
%销售收入	5.2%	4.0%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
管理费用	-73	-131	-239	-352	-583	-829
%销售收入	9.8%	8.4%	6.7%	6.0%	6.0%	6.0%
研发费用	-86	-117	-225	-381	-632	-898
%销售收入	11.5%	7.5%	6.3%	6.5%	6.5%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	62	211	908	1,326	1,935	2,736
%销售收入	8.3%	13.5%	25.4%	22.6%	19.9%	19.8%
财务费用	-9	-7	-11	-28	-51	-52
%销售收入	1.3%	0.4%	0.3%	0.5%	0.5%	0.4%
资产减值损失	-28	-39	-104	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	1	0	0	0
投资收益	2	5	29	4	4	4
%税前利润	3.1%	2.7%	3.3%	0.3%	0.2%	0.1%
营业利润	57	212	899	1,372	1,938	2,737
营业利润率	7.6%	13.5%	25.2%	23.4%	19.9%	19.8%
营业外收支	-1	-25	-14	0	0	0
税前利润	56	187	884	1,372	1,938	2,737
利润率	7.5%	11.9%	24.8%	23.4%	19.9%	19.8%
所得税	3	-14	-96	-123	-174	-246
所得税率	-5.2%	7.7%	10.8%	9.0%	9.0%	9.0%
净利润	59	173	789	1,249	1,763	2,491
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	59	173	789	1,249	1,763	2,491
净利率	7.9%	11.0%	22.1%	21.3%	18.1%	18.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	59	173	789	1,249	1,763	2,491
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	61	107	257	189	261	332
非经营收益	-1	17	-63	109	66	77
营运资金变动	-115	-220	-758	-390	-438	-499
经营活动现金净流	4	76	224	1,157	1,653	2,401
资本开支	-98	-83	-202	-842	-859	-859
投资	-329	229	-518	0	0	0
其他	2	6	38	4	4	4
投资活动现金净流	-425	151	-682	-838	-855	-855
股权募资	544	0	9	-123	0	0
债权募资	-9	-80	440	717	417	26
其他	-53	-21	-28	-540	-776	-1,078
筹资活动现金净流	482	-101	421	54	-359	-1,052
现金净流量	61	127	-37	372	440	494

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	160	427	344	716	1,156	1,650
应收款项	667	1,229	2,256	2,901	4,811	6,837
存货	339	558	1,050	1,390	2,407	3,426
其他流动资产	374	211	772	823	941	1,059
流动资产	1,540	2,424	4,422	5,831	9,315	12,971
%总资产	80.2%	74.9%	78.3%	76.4%	79.5%	81.6%
长期投资	0	0	8	8	8	8
固定资产	272	539	885	1,519	2,087	2,590
%总资产	14.2%	16.7%	15.7%	19.9%	17.8%	16.3%
无形资产	65	79	107	150	186	217
非流动资产	380	811	1,224	1,805	2,403	2,930
%总资产	19.8%	25.1%	21.7%	23.6%	20.5%	18.4%
资产总计	1,919	3,235	5,646	7,635	11,717	15,901
短期借款	91	46	30	471	888	914
应付款项	616	1,406	2,021	2,804	4,854	6,909
其他流动负债	205	537	1,014	875	1,420	2,016
流动负债	912	1,989	3,065	4,150	7,163	9,839
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	23	92	514	792	803	816
负债	935	2,081	3,579	4,942	7,966	10,655
普通股股东权益	984	1,154	2,067	2,693	3,751	5,246
其中：股本	162	162	228	228	228	228
未分配利润	175	311	1,019	1,768	2,826	4,321
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,919	3,235	5,646	7,635	11,717	15,901

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.364	1.067	3.460	5.478	7.736	10.928
每股净资产	6.082	7.131	9.069	11.817	16.459	23.016
每股经营现金净流	0.024	0.473	0.983	5.074	7.253	10.532
每股股利	0.000	0.110	0.350	2.191	3.095	4.371
回报率						
净资产收益率	5.98%	14.96%	38.15%	46.35%	47.00%	47.48%
总资产收益率	3.07%	5.34%	13.97%	16.35%	15.05%	15.67%
投入资本收益率	6.04%	16.24%	33.20%	31.42%	33.13%	36.42%
增长率						
主营业务收入增长率	4.46%	109.97%	127.92%	64.16%	65.84%	42.10%
EBIT 增长率	32.01%	241.73%	329.52%	46.05%	45.95%	41.40%
净利润增长率	83.83%	193.38%	356.66%	58.32%	41.24%	41.26%
总资产增长率	32.76%	68.55%	74.54%	35.23%	53.46%	35.70%
资产管理能力						
应收账款周转天数	163.7	121.6	91.3	90.0	90.0	90.0
存货周转天数	244.6	157.6	140.5	140.0	140.0	140.0
应付账款周转天数	253.8	166.4	137.8	135.0	135.0	135.0
固定资产周转天数	111.6	86.2	84.1	65.8	46.0	35.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-33.21%	-41.77%	-28.26%	-6.74%	-5.44%	-12.81%
EBIT 利息保障倍数	6.5	31.4	81.8	48.0	38.0	52.2
资产负债率	48.71%	64.32%	63.39%	64.72%	67.98%	67.01%

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

来源：聚源数据

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
3	2022-12-19	买入	70.88	N/A
4	2022-12-27	买入	74.00	N/A
5	2023-04-04	买入	71.39	N/A

来源：国金证券研究所

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



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。

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，而不应视本报告为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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402