

分析师: 刘智
 登记编码: S0730520110001
 liuzhi@ccnew.com 021-50586775

打造硅片切片闭环产业链, 切片项目投资助力公司业绩腾飞

——高测股份(688556)年报点评

证券研究报告-年报点评

增持(首次)

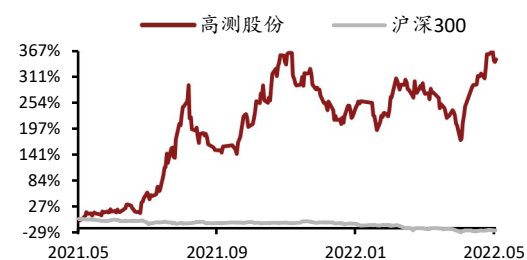
市场数据(2022-05-26)

收盘价(元)	84.84
一年内最高/最低(元)	88.43/18.60
沪深 300 指数	3,993.04
市净率(倍)	10.95
流通市值(亿元)	102.12

基础数据(2022-03-31)

每股净资产(元)	7.75
每股经营现金流(元)	-0.89
毛利率(%)	37.66
净资产收益率_摊薄(%)	7.72
资产负债率(%)	64.26
总股本/流通股(万股)	16,185.14/12,036.53
B股/H股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 聚源数据、中原证券

相关报告

联系人: 马钦琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

发布日期: 2022 年 05 月 27 日

投资要点:

高测股份公司 2021 年实现营业总收入 15.7 亿, 同比增长 110%; 实现归母净利润 1.7 亿, 同比增长 193.4%; 每股收益为 1.07 元。

2022 年一季度公司实现营业总收入 5.6 亿, 同比增长 103.1%; 归母净利润 9682.6 万, 同比增长 173.3%。

● 光伏切割设备、耗材高速增长, 硅片切片服务营收过亿, 产能投放在即

分业务看:

2021 年光伏切割设备实现营收 9.8 亿元, 较去年同期增长 116.85%, 在手订单 8.47 亿, 同比增长 132.4%。公司 2020 年推出的第五代金刚线晶硅切片机 GC700X, 顺应硅片大尺寸和薄片化切割趋势, 具备领先市场竞争优势并不断获得客户认可。公司与晶澳、晶科等光伏传统企业以及高景、通合等硅片环节新进入者均签订了大额设备销售订单。同时, 公司不断通过研发创新持续提升磨倒一体机、截断机及开方机等机加设备迭代升级, 多产品共同发力, 推动公司切割设备市场份额的持续提升。

光伏切割耗材实现营收 2.92 亿, 同比增长 37.47%。公司重点推进金刚线细线化迭代及产能提升两方面工作。公司已经实现 40 μm 及 38 μm 线型金刚线批量销售, 并积极开展 35 μm 及以下线型的研发测试, 推动行业切割工艺持续进步。公司在行业内首次推出“单机十二线”的技改活动, 实现金刚线产能大幅提升、效率提升。2021 年公司金刚线全年产量约 1,000 万千米, 同比增加 115.29%, 全年销量超 800 万千米, 同比增加 80.54%, 市占率进一步提升。

硅片切片服务营收 1.06 亿。公司切入硅片切片服务, 业务由光伏切割设备、耗材成功延伸至提供硅片及切割加工服务业务, 实现公司在光伏切割场景的纵向拓展。公司启动了“乐山 20GW 光伏大硅片及配套项目(一期 6GW)”及“建湖(一期) 10GW 光伏大硅片项目”的建设, 预计 2022 年各项目将顺利实施, 逐步释放产能。

其他脆性材料切割设备及服务实现营收 1.05 亿, 同比增长 323.05%。公司其他脆性材料切割设备类产品在手订单合计金额 4,314.40 万元(含税), 同比增长 284.79%。

● 公司盈利能力大幅上升, 研发投入持续加大, 硅片薄片化有突破

2021 年度公司整体毛利率为 33.75%, 同比下滑 1.6 个 pct, 主要是产品结构变化导致。

2021 年公司整体净利率 11.02%，同比上升 3.13pct。

2021 年公司加权 ROE 为 16.22%，比去年提升 7.08 个 pct。

2021 年公司发生研发费用约 11,718.57 万元，同比增长 36.32%。除了切割设备上的技术研发外，硅片切片服务上，2021 年公司在行业内推出首款异质结专用 120 μm 片厚硅片，首次实现异质结 N 型大尺寸 120 μm 硅片半片切割，引领行业技术创新。2021 年公司与爱康科技签署战略合作协议，双方就推动异质结 N 型大尺寸硅片薄片化进程进行战略合作，公司将充分发挥专业化优势，持续推动硅片厚度从 150 μm 至 120 μm、90 μm 的降本路径。

● 公司募投项目产能即将投放，硅片切片服务助推公司上新的台阶

公司募投项目“高精密数控装备产业化项目”：主体厂区厂房已交付使用，切割设备产能规模大幅提升，可有效整合公司各业务板块设备制造，精益化生产效应放大。

公司募投项目“金刚线产业化项目”：已于 2021 年 12 月完成建设并于 2022 年 4 月 18 日结项，20 条金刚线生产线已具备年产 320 万千米金刚线产能条件。2022 年一季度“单机十二线”技改活动已全部完成，2022 年金刚线全年产能可达到 2,500 万千米以上，预计对未来金刚线市占率的进一步提升将会起到积极作用。

公司募投项目“光伏大硅片研发中心及智能制造示范基地项目”：实现当年建设当年达产当年盈利，项目满产后可实现产能约 5GW。“乐山 20GW 光伏大硅片及配套项目（一期 6GW）”及“建湖（一期）10GW 光伏大硅片项目”顺利推进，预计 2022 年年末公司硅片切割加工产能规模可达 21GW。

公司三大募投项目 2022 年将进入达产阶段，预计贡献业绩增长，尤其是硅片切片服务，产能释放巨大，将给公司营业收入、归母净利润带上新的台阶。

● 盈利预测与估值

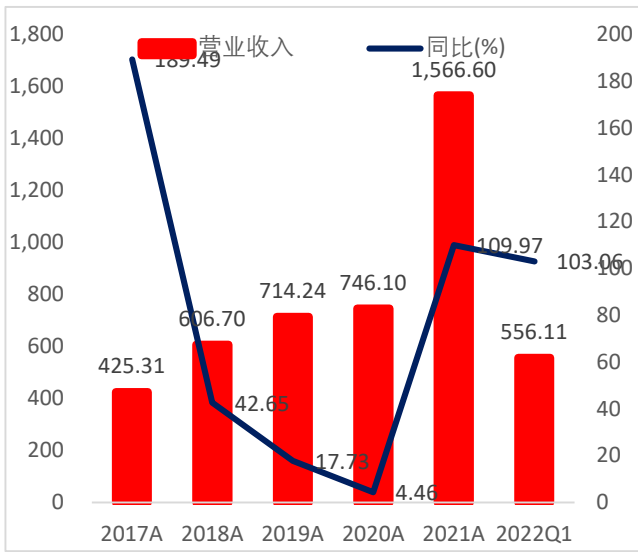
鉴于公司在光伏切割设备、切割耗材、切片服务布局完成，形成良好的产业链闭环循环，公司硅片切片产能投放在即，业绩释放潜力巨大。我们预测公司 2022 年-2024 年营业收入分别为 30.19 亿、42.21 亿、52.28 亿，归母净利润分别为 4.6 亿、6.35 亿、8.12 亿，对应的 PE 分别为 29.88X、21.62X、16.91X，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：1：宏观经济不及预期；2：下游行业需求不及预期；3：原材料价格上涨，毛利率下滑；4：硅片切片服务业务拓展不及预期。

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	746	1567	3019	4221	5228
增长比率(%)	4.46%	109.97%	92.72%	39.81%	23.86%
净利润(百万元)	59	173	460	635	812
增长比率(%)	83.83%	193.38%	166.10%	38.20%	27.84%
每股收益(元)	0.43	1.07	2.84	3.92	5.02
市盈率(倍)	64.93	63.07	29.88	21.62	16.91

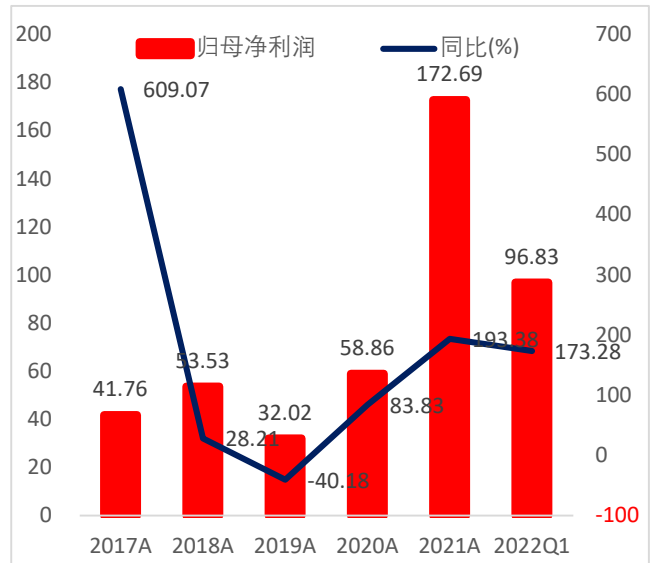
资料来源：聚源数据、中原证券

图 1：公司营业收入（百万元）



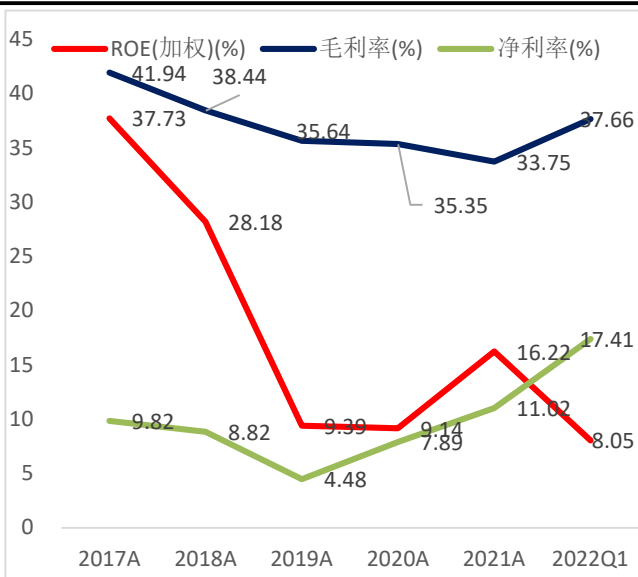
资料来源：wind、中原证券

图 2：公司归母净利润（百万元）



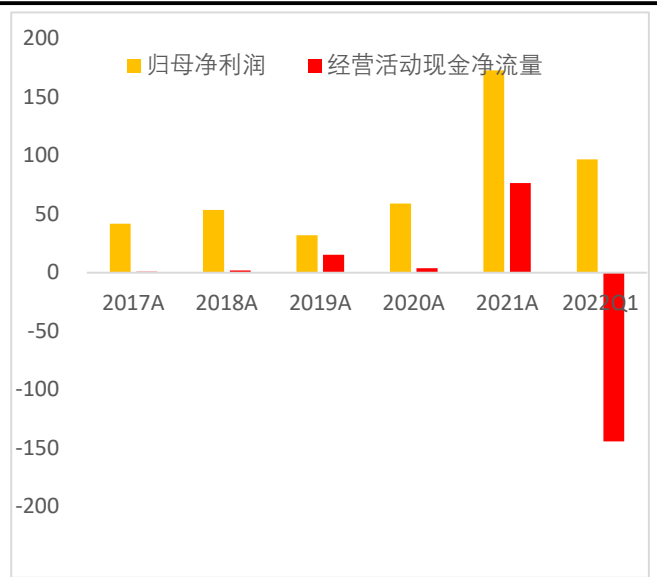
资料来源：wind、中原证券

图 3：公司盈利能力指标



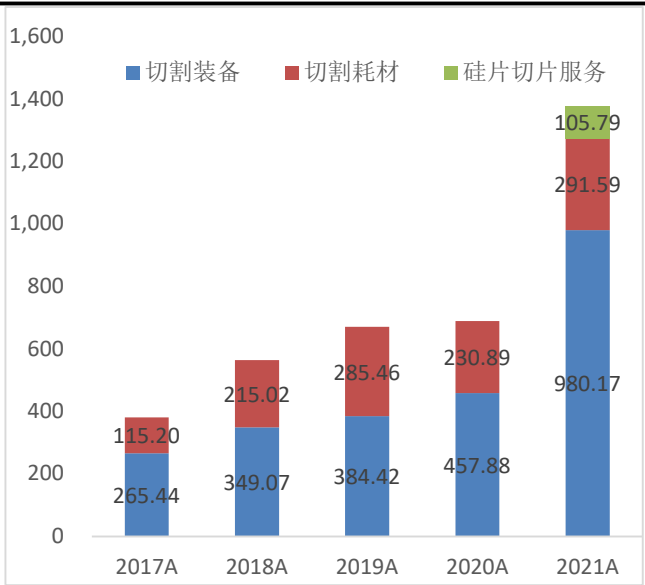
资料来源：wind、中原证券

图 4：公司经营现金净流量（百万元）



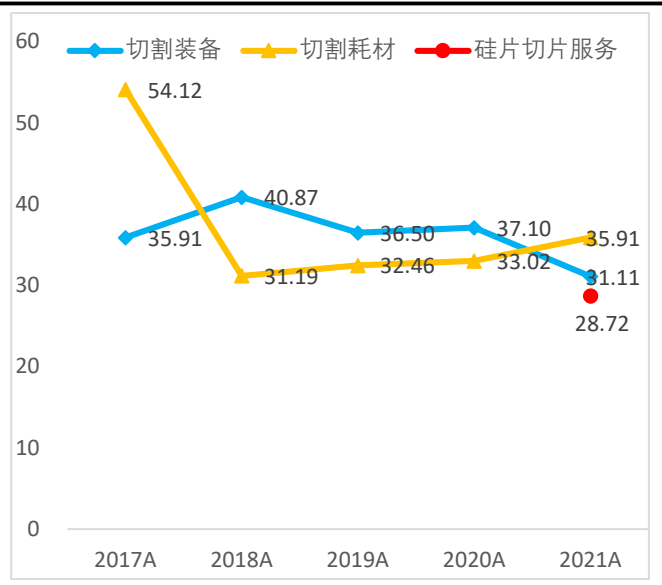
资料来源：wind、中原证券

图 5: 核心产品营业收入结构 (百万元)



资料来源: wind、中原证券

图 6: 核心产品毛利率 (%)



资料来源: wind、中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1540	2424	3922	5680	7260
现金	160	427	418	811	1368
应收票据及应收账款	534	1173	2076	2907	3490
其他应收款	2	5	9	13	15
预付账款	11	74	91	162	181
存货	339	558	1010	1455	1791
其他流动资产	494	188	318	332	415
非流动资产	380	811	1013	1276	1499
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	228	370	441	532	604
无形资产	41	42	62	72	87
其他非流动资产	111	398	510	671	808
资产总计	1919	3235	4935	6955	8759
流动负债	912	1989	3230	4615	5607
短期借款	80	28	0	0	0
应付票据及应付账款	614	1401	2390	3474	4255
其他流动负债	218	560	840	1141	1352
非流动负债	23	92	92	92	92
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	23	92	92	92	92
负债合计	935	2081	3322	4707	5699
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	162	162	162	162	162
资本公积	628	643	643	643	643
留存收益	195	349	809	1444	2256
归属母公司股东权益	984	1154	1614	2249	3061
负债和股东权益	1919	3235	4935	6955	8759

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	4	76	254	697	822
净利润	59	173	460	635	812
折旧摊销	33	69	42	54	56
财务费用	10	7	0	0	0
投资损失	-2	-5	-9	-13	-16
营运资金变动	-115	-220	-238	21	-31
其他经营现金流	19	53	0	0	0
投资活动现金流	-425	151	-235	-304	-265
资本支出	-98	-83	-244	-316	-280
长期投资	-329	229	0	0	0
其他投资现金流	2	6	9	13	16
筹资活动现金流	482	-101	-28	0	0
短期借款	-18	-52	-28	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	40	0	0	0	0
资本公积增加	490	15	0	0	0
其他筹资现金流	-30	-64	0	0	0
现金净增加额	61	127	-10	393	557

资料来源：聚源数据、中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	746	1567	3019	4221	5228
营业成本	482	1038	1951	2758	3426
营业税金及附加	4	6	15	19	24
营业费用	39	63	127	177	209
管理费用	73	131	272	367	444
研发费用	86	117	226	308	366
财务费用	9	7	0	0	0
资产减值损失	-20	-33	0	0	0
其他收益	30	40	60	84	105
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	5	9	13	16
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	57	212	498	688	879
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	25	0	0	0
利润总额	56	187	498	688	879
所得税	-3	14	38	53	68
净利润	59	173	460	635	812
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	59	173	460	635	812
EBITDA	97	282	470	645	816
EPS (元)	0.43	1.07	2.84	3.92	5.02

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入 (%)	4.46%	109.97%	92.72%	39.81%	23.86%
营业利润 (%)	88.47%	274.27%	135.20%	38.20%	27.84%
归属母公司净利润 (%)	83.83%	193.38%	166.10%	38.20%	27.84%
获利能力					
毛利率 (%)	35.35%	33.75%	35.39%	34.66%	34.47%
净利率 (%)	7.89%	11.02%	15.22%	15.04%	15.53%
ROE (%)	5.98%	14.96%	28.48%	28.24%	26.53%
ROIC	6.25%	15.35%	23.09%	23.24%	22.18%
偿债能力					
资产负债率 (%)	48.71%	64.32%	67.31%	67.67%	65.06%
净负债比率 (%)	94.96%	180.30%	205.86%	209.30%	186.20%
流动比率	1.69	1.22	1.21	1.23	1.29
速动比率	1.30	0.90	0.87	0.88	0.94
营运能力					
总资产周转率	0.39	0.48	0.61	0.61	0.60
应收账款周转率	2.13	2.26	2.43	2.52	2.61
应付账款周转率	1.52	1.65	1.83	1.83	1.83
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.43	1.07	2.84	3.92	5.02
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.02	0.47	1.57	4.31	5.08
每股净资产 (最新摊薄)	6.08	7.13	9.97	13.89	18.91
估值比率					
P/E	64.93	63.07	29.88	21.62	16.91
P/B	4.59	9.46	8.51	6.11	4.49
EV/EBITDA	45.97	37.68	28.52	20.20	15.28

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。