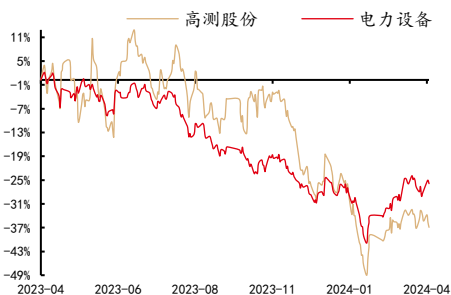


股票投资评级

增持 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	30.31
总股本/流通股本(亿股)	3.39 / 3.21
总市值/流通市值(亿元)	103 / 97
52周内最高/最低价	70.80 / 24.48
资产负债率(%)	58.5%
市盈率	6.84
第一大股东	张项

研究所

分析师:王磊
SAC 登记编号:S1340523010001
Email:wanglei03@cnpsec.com
分析师:贾佳宇
SAC 登记编号:S1340523070002
Email:jiajiayu@cnpsec.com

高测股份(688556)

技术驱动成长，切片领先优势扩大

● 投资要点

公司 2023 年实现营收 61.84 亿 (+73%)，实现归母净利润 14.61 亿 (+85%)，业绩超预期。从主营构成来看，第一大营收来源仍为光伏切割设备，23 年实现收入 28.77 亿 (+95%)，毛利率 32%，基本保持稳定，硅片代工实现收入 17.19 亿元 (+85%)，毛利率 43%，略有下降，金刚线实现收入 11.62 亿元 (+38%)，毛利率 59%，相较 22 年提升 15pcts。单季度来看，23Q4 实现营收 19.73 亿元 (+43%)，实现归母净利润 2.88 亿元 (-20%)，受金刚线和代工业务盈利能力影响，收入端创出新高，但盈利能力有所下滑。

金刚线：加速推动扩产计划，24 年钨丝占比超 20%。23 年公司金刚线出货大幅增长，全年达到 5600 万 km，同比增长 66%，销量（扣除自用）3800 万 km，同比增长 51%，公司通过技改优化成本，在金刚线价格大幅下降背景下仍实现毛利率提升。23 年底公司金刚线产能 6000 万 km，壶关（一期）4000 万 km 将在 2024 年上半年释放产能，同时公司仍有储备壶关（二期）、（三期）项目，合计 8000 万 km 潜在扩产规划，满足未来进一步提升市占率。公司优势在于金刚线细线化迭代，目前已形成 32、34 μ m 线的批量销售，并实现 30 μ m 线的批量测试，公司目前钨丝以自用为主，预计 24 年钨丝出货量占比将超 20%。

切片服务：切片效率行业领先，布局宜宾 50GW 扩产项目。2023 年公司代工服务业务出货量约为 25.5GW，与通威、京运通、双良、美科、英发等客户建立长期合作关系，并已具备 210mm 规格 120 μ m、110 μ m 及 100 μ m 硅片半片的量产能力，同时在行业内首次推出 60 μ m 超薄硅片半片样片。产能方面，2023 年底，随着乐山、建湖等基地的投产，公司切片代工产能达到 38GW，此外，宜宾（一期）25GW 项目进入投产准备阶段，24 年底切片代工产能将达到 63GW，宜宾（二期）25GW 也将适时推动，叠加未来乐山基地的扩产，公司规划代工产能将超 100GW。

● 业绩预测

我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 10.13/13.11/16.09 亿元，对应 2024-26 年公司 PE 分别为 10.14x/7.84x/6.39x，首次覆盖，给予“增持”评级。

● 风险提示：

光伏装机需求不及预期；产能释放进度不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	6184	7547	9372	11161
增长率(%)	73.19	22.05	24.17	19.09
EBITDA (百万元)	1960.58	1423.52	1823.77	2158.78
归属母公司净利润 (百万元)	1461.12	1013.29	1310.58	1609.48
增长率(%)	85.28	-30.65	29.34	22.81
EPS (元/股)	4.31	2.99	3.87	4.75
市盈率 (P/E)	7.03	10.14	7.84	6.39
市净率 (P/B)	2.53	2.03	1.61	1.29
EV/EBITDA	6.81	6.67	3.02	3.19

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	6184	7547	9372	11161	营业收入	73.2%	22.0%	24.2%	19.1%
营业成本	3556	5106	6334	7577	营业利润	87.5%	-28.4%	28.0%	22.0%
税金及附加	35	45	56	67	归属于母公司净利润	85.3%	-30.6%	29.3%	22.8%
销售费用	149	196	244	290	获利能力				
管理费用	420	528	637	759	毛利率	42.5%	32.3%	32.4%	32.1%
研发费用	389	491	609	725	净利率	23.6%	13.4%	14.0%	14.4%
财务费用	24	12	-6	-86	ROE	36.0%	20.0%	20.5%	20.1%
资产减值损失	-56	0	0	0	ROIC	32.3%	17.9%	18.6%	17.8%
营业利润	1684	1206	1544	1884	偿债能力				
营业外收入	1	0	0	0	资产负债率	58.5%	59.4%	58.2%	56.5%
营业外支出	36	55	55	55	流动比率	1.54	1.49	1.54	1.61
利润总额	1649	1151	1489	1829	营运能力				
所得税	188	138	179	219	应收账款周转率	3.89	3.28	6.63	5.54
净利润	1461	1013	1311	1609	存货周转率	4.73	4.09	4.08	4.13
归母净利润	1461	1013	1311	1609	总资产周转率	0.80	0.68	0.67	0.66
每股收益(元)	4.31	2.99	3.87	4.75	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	4.31	2.99	3.87	4.75
货币资金	496	1413	5404	4030	每股净资产	11.98	14.97	18.83	23.58
交易性金融资产	1868	1868	1868	1868	估值比率				
应收票据及应收账款	3104	3774	1874	5580	PE	7.03	10.14	7.84	6.39
预付款项	123	153	190	227	PB	2.53	2.03	1.61	1.29
存货	1566	2127	2463	2947	现金流量表				
流动资产合计	7775	10069	12690	15695	净利润	1461	1013	1311	1609
固定资产	1032	1374	1535	1620	折旧和摊销	247	260	340	416
在建工程	374	472	470	469	营运资本变动	-567	344	2840	-2899
无形资产	58	58	58	58	其他	53	77	77	77
非流动资产合计	2004	2444	2604	2688	经营活动现金流净额	1194	1694	4569	-797
资产总计	9778	12513	15293	18383	资本开支	-294	-755	-555	-555
短期借款	80	80	80	80	其他	-1339	0	0	0
应付票据及应付账款	3406	4822	5982	7156	投资活动现金流净额	-1633	-755	-555	-555
其他流动负债	1569	1874	2184	2491	股权融资	919	0	0	0
流动负债合计	5055	6776	8246	9727	债务融资	110	0	0	0
其他	661	661	661	661	其他	-413	-22	-22	-22
非流动负债合计	661	661	661	661	筹资活动现金流净额	617	-22	-22	-22
负债合计	5716	7438	8908	10388	现金及现金等价物净增加	177	917	3991	-1374
股本	339	339	339	339					
资本公积金	1449	1449	1449	1449					
未分配利润	1994	2855	3969	5338					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	280	432	628	870					
所有者权益合计	4062	5075	6386	7995					
负债和所有者权益总计	9778	12513	15293	18383					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048