创新技术与企业服务研究中心

华峰测控 (688200.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）： 374.01 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	0.61
已上市流通 A 股(亿股)	0.14
总市值(亿元)	228.84
年内股价最高最低(元)	377.93/187.33
沪深 300 指数	5441
上证指数	3531

相关报告

1.《模拟测试机龙头，拓展 SoC 领域打开成长空间-华峰测控深度》，2020.11.3

赵晋 分析师 SAC 执业编号：S1130518070003
zhaojin1@gjzq.com.cn

20 年业绩预计翻番，SoC/GaN 芯片测试持续突破

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	219	255	416	628	843
营业收入增长率	47.18%	16.43%	63.33%	50.92%	34.40%
归母净利润（百万元）	91	102	202	292	384
归母净利润增长率	71.80%	12.41%	97.89%	44.71%	31.50%
摊薄每股盈利（元）	2.160	2.222	3.299	4.773	6.277
每股经营性现金流净额	2.42	1.21	1.84	3.91	5.24
净资产收益率	38.50%	23.83%	9.47%	12.14%	13.87%
市盈率（倍）	0.00	0.00	113.38	78.36	59.58
市净率（倍）	0.00	0.00	10.74	9.51	8.27

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司发布 2020 年业绩预增公告，预计 2020 年公司归母净利润为 1.8-2.1 亿元，同比增长 76.5%到 105.9%，符合预期。2020Q4 预计归母净利润为 0.43-0.73 亿元，同比增长 104.8%-247.6%。

经营分析

- **下游封测厂商资本开支增加，公司产能较年初翻倍增长。**在 5G、Wifi 升级以及汽车电子需求提升，叠加产品复杂度增加的情况下，当下半导体供应链呈现出较为紧张的供需态势，封测产能有扩张需求。以长电科技、通富微电为代表的国内封测厂商纷纷投资加码自身产能，公司的订单量在 2020 年三季度大幅增加。根据公告，公司在设计产能 60 台/月的基础上，增加产能到目前 120 台/月。公司在天津生产和研发基地的建设已经进入尾声，预计将于 2021 年上半年完工并投产，计划于 2024 年实现年产 SoC 测试机 200 台，新增模拟/混合信号测试机 800 台，产能瓶颈问题将彻底解决。
- **GaN 芯片测试机抢占先机，有望实现快速增长：**公司在第三代化合物半导体尤其是 GaN 布局较早，订单增速较为显著。随着 GaN 在下游快充市场迅速放量，上游半导体厂商对于相关测试设备需求量显著增加。随着快充，GaN 射频、GaN 及 SiC 电力电子等化合物半导体加速渗透，测试需求增长，公司具备较强增长潜力。
- **半导体国产化推动中短期业绩增长，SoC 测试打开长期成长空间。**在 5G、AI 等新应用驱动及半导体国产化推动下，模拟芯片产品类型不断丰富，国产模拟芯片出货量增长，收入规模扩大中短期内持续拉动测试系统需求，在测试机细分领域中，公司在国内模拟测试细分领域公司市占率达到 60%，未来还有望进一步增长。长期来看，SoC 芯片测试系统市场是模拟类的 10 倍，本土自给仍较为空白。目前公司 SoC 测试系统已经完成了内部验证和客户验证阶段，2020 年下半年进入正式市场销售阶段，实现订单和装机。

盈利调整与投资建议

- 公司是国内测试设备龙头企业，受益于封测厂资本开支上行、产品品类不断扩大，我们上调公司 2020-2022 年归母净利润至 2.02/2.92/3.84 亿元，2020 年上调 5%，2021 年上调 16%，同比增长 98%/44%/32%，EPS 为 3.3/4.8/6.3 元/股，对应 PE 为 113/78/60，维持“买入”评级。

风险提示

- SoC 测试系统研发量产进展不达预期；行业景气度下滑；国内及海外下游客户拓展不及预期；限售股解禁风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**149**	**219**	**255**	**416**	**628**	**843**
增长率		*47.2%*	*16.4%*	*63.3%*	*50.9%*	*34.4%*
主营业务成本	-29	-39	-46	-78	-119	-161
%销售收入	*19.3%*	*17.8%*	*18.2%*	*18.7%*	*19.0%*	*19.1%*
毛利	120	180	208	338	508	682
%销售收入	*80.7%*	*82.2%*	*81.8%*	*81.3%*	*81.0%*	*80.9%*
营业税金及附加	-2	-4	-3	-4	-5	-7
%销售收入	*1.6%*	*1.8%*	*1.2%*	*0.9%*	*0.9%*	*0.8%*
销售费用	-27	-33	-35	-50	-72	-93
%销售收入	*17.9%*	*15.2%*	*13.9%*	*12.0%*	*11.5%*	*11.0%*
管理费用	-13	-24	-23	-42	-56	-72
%销售收入	*9.0%*	*11.1%*	*8.9%*	*10.0%*	*9.0%*	*8.5%*
研发费用	-18	-24	-33	-54	-85	-118
%销售收入	*12.0%*	*11.2%*	*12.8%*	*13.0%*	*13.5%*	*14.0%*
息税前利润（EBIT）	60	94	115	189	290	393
%销售收入	*40.3%*	*42.9%*	*45.0%*	*45.4%*	*46.2%*	*46.6%*
财务费用	-2	3	3	7	12	16
%销售收入	*1.5%*	*-1.4%*	*-1.0%*	*-1.7%*	*-1.9%*	*-1.9%*
资产减值损失	-1	-1	-4	-2	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	30	30	30
%税前利润	*0.7%*	*0.1%*	*0.1%*	*12.6%*	*8.7%*	*6.6%*
营业利润	60	103	120	239	345	453
营业利润率	*40.6%*	*47.1%*	*47.1%*	*57.5%*	*54.9%*	*53.7%*
营业外收支	0	0	-1	-1	-1	-1
税前利润	**60**	**103**	**119**	**238**	**344**	**452**
利润率	*40.6%*	*47.1%*	*46.8%*	*57.2%*	*54.7%*	*53.6%*
所得税	-8	-12	-17	-36	-52	-68
所得税率	*12.5%*	*12.0%*	*14.3%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*
净利润	53	91	102	202	292	384
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**53**	**91**	**102**	**202**	**292**	**384**
净利率	*35.5%*	*41.5%*	*40.1%*	*48.6%*	*46.5%*	*45.5%*

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	167	283	370	540	711	939
少数股东损益	42	49	61	60	50	50
非现金支出	231	289	313	249	257	267
非经营收益	23	51	48	39	53	66
营运资金变动	-389	-644	-1,699	-197	-553	-428
经营活动现金净流	**32**	**-20**	**-941**	**631**	**468**	**843**
资本开支	-232	-244	-170	-750	-247	-247
投资	0	0	-20	-99	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	**-232**	**-244**	**-190**	**-849**	**-247**	**-247**
股权募资	0	0	1,982	-154	0	0
债权募资	332	335	1,080	-304	612	242
其他	-68	-77	-112	-154	-198	-246
筹资活动现金净流	**264**	**257**	**2,950**	**-613**	**414**	**-4**
现金净流量	**63**	**-7**	**1,819**	**-831**	**635**	**592**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	64	112	228	702	924	1,261
应收款项	89	78	133	156	225	290
存货	34	45	53	70	100	126
其他流动资产	2	7	6	1,018	919	819
流动资产	188	241	420	1,946	2,168	2,497
%总资产	*90.1%*	*84.4%*	*85.0%*	*87.9%*	*85.9%*	*85.4%*
长期投资	0	1	4	4	4	4
固定资产	17	17	21	76	145	207
%总资产	*8.3%*	*6.1%*	*4.2%*	*3.4%*	*5.7%*	*7.1%*
无形资产	1	3	24	85	104	114
非流动资产	21	45	74	267	356	428
%总资产	*9.9%*	*15.6%*	*15.0%*	*12.1%*	*14.1%*	*14.6%*
资产总计	**209**	**286**	**494**	**2,213**	**2,524**	**2,925**
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	8	9	9	16	24	31
其他流动负债	24	42	56	65	94	125
流动负债	32	50	65	82	118	156
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	**32**	**50**	**66**	**82**	**118**	**156**
普通股股东权益	**177**	**236**	**428**	**2,132**	**2,406**	**2,769**
其中：股本	42	42	46	61	61	61
未分配利润	72	118	194	384	659	1,021
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	**209**	**286**	**494**	**2,213**	**2,524**	**2,925**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.257	2.160	2.222	3.306	4.772	6.277
每股净资产	4.220	5.611	9.327	34.838	39.331	45.258
每股经营现金净流	0.253	2.423	1.211	2.311	3.451	5.238
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.200	0.280	0.350
回报率						
净资产收益率	29.80%	38.50%	23.83%	9.47%	12.14%	13.87%
总资产收益率	25.24%	31.71%	20.66%	9.14%	11.57%	13.13%
投入资本收益率	29.54%	35.02%	22.95%	7.53%	10.23%	12.07%
增长率						
主营业务收入增长率	32.73%	47.18%	16.43%	63.33%	50.92%	34.40%
EBIT增长率	43.67%	56.70%	22.28%	64.71%	53.40%	35.72%
净利润增长率	28.16%	71.80%	12.41%	98.31%	44.37%	31.53%
总资产增长率	28.20%	36.71%	72.53%	348.40%	14.05%	15.86%
资产管理能力						
应收账款周转天数	104.7	65.8	86.2	100.0	95.0	90.0
存货周转天数	343.5	371.2	386.1	330.0	310.0	290.0
应付账款周转天数	69.7	58.0	46.9	55.0	53.0	50.0
固定资产周转天数	42.7	29.0	24.0	36.9	47.2	48.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-36.15%	-47.52%	-53.15%	-32.95%	-38.41%	-45.55%
EBIT利息保障倍数	26.6	-29.8	-45.5	-27.1	-23.7	-24.0
资产负债率	15.31%	17.63%	13.29%	3.69%	4.67%	5.32%

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
买入	1	2	4	13	21
增持	1	2	3	8	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**1.50**	**1.50**	**1.43**	**1.38**	**1.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-11-03	买入		330.40～330.40

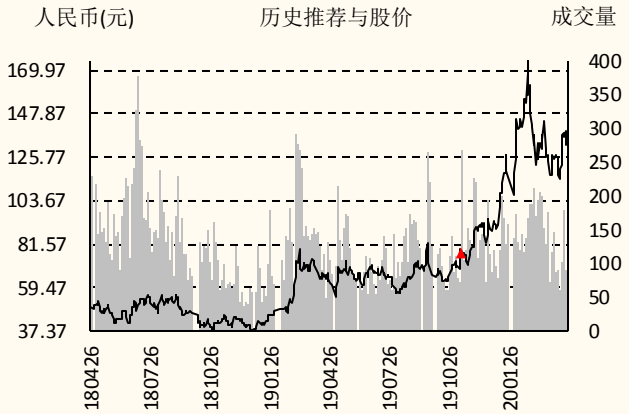
来源：国金证券研究所

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。

本报告版权归"国金证券股份有限公司"（以下简称"国金证券"）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402