2020 年 10 月 23 日
证券研究报告•2020 年三季报点评
华峰测控（688200）

持有 （维持）
当前价：258.98
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

三季报业绩同比+68%，Q3 单季营收创新高

投资要点

- **业绩总结：**公司 2020 年前三季度实现营收 2.9 亿元，同比+45.5%；归母净利 1.4 亿元，同比+68.1%。Q3 单季度营收 1.1 亿元，同比+9.8%；归母净利 0.5 亿元，同比+9.1%。

- **Q3 单季度收入创新高，毛利率连续三个季度超 81%。**受益于 5G 等新应用场景提升半导体测试市场景气度，国外疫情加速封测、设计市场转向国内，以及公司新品竞争力提升，公司产能及订单饱满，Q3 单季度收入 1.1 亿元，创公司自成立以来单季历史新高。公司毛利率维持高位，前三季度毛利率 81.5%，Q3 单季毛利率 81.8%，连续三个季度毛利率超 81%。随着公司产能扩张和新品放量，公司收入有望再上新台阶。

- **投资收益增厚本期净利率，研发投入维持高位。**公司前三季度净利率 46.7%，同比+6.3pp，净利率大幅提升一方面得益于公司规模效应提升带来的费用管控能力提升，公司 20 年前三季度销售/管理（不含研发）/财务费用率分别为 11.7%/9.9%/-2.4%，同比-2.0pp/+1.4pp/-1.2pp，三费率合计 19.2%，同比-1.8pp；另一方面公司理财产品投资收益 2364 万元增厚本期净利率。公司通过研发提高产品竞争实力和新品品类，维持较高的议价能力和盈利水平。2020 年前三季度公司研发费用率 13.2%，同比+1.4pp，其中 Q3 单机研发费用率 16.1%，同比+6.2pp，研发投入维持高位。

- **SoC 新品+第三代半导体 GaN 功率测试机推动公司收入再上新台阶。**公司是国内模拟测试龙头，市占率 40%以上。根据公司在上交所互动平台披露，目前公司 SoC 测试机新品 STS8300 已完成内部验证和客户验证，今年进入正式市场销售，已经实现订单和装机。根据公司招股书披露，2018 年 SoC 测试机国内市场空间约为 8.5 亿元，接近模拟测试市场两倍，公司单台 SoC 测试机价格模拟测试机三倍以上。此外公司 GaN 功率测试机已成功量产，后续将继续拓展高功率业务。预计 SoC 及功率测试机将成为公司新的增长点。

- **盈利预测与投资建议。**基于测试机国产替代提速及公司新品验证顺利进行，**预计 2020-2022 年归母净利润分别为 1.6 亿元、2.4 亿元、3.3 亿元，对应 PE 97、66、47 倍。**维持“持有”评级。

- **风险提示：**半导体行业周期波动、市场竞争加剧、SoC 测试机研发不及预期等。

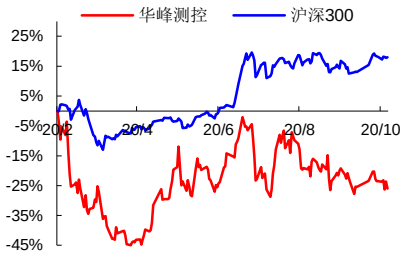
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	254.61	373.96	534.66	741.44
增长率	16.43%	46.87%	42.97%	38.67%
归属母公司净利润（百万元）	101.99	163.36	238.37	334.42
增长率	12.41%	60.18%	45.91%	40.30%
每股收益 EPS（元）	1.67	2.67	3.90	5.47
净资产收益率 ROE	23.83%	8.26%	10.98%	13.71%
PE	155	97	66	47
PB	37.02	7.20	6.63	5.98

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：倪正洋
执业证号：S1250520030001
电话：021-58352138
邮箱：nzy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	0.61
流通 A 股(亿股)	0.14
52 周内股价区间(元)	179.57-379.06
总市值(亿元)	158.98
总资产(亿元)	20.64
每股净资产(元)	33.65

相关研究

1. 华峰测控（688200）：2020 Q2 业绩增速创新高，新产品打开未来收入空间（2020-08-05）
2. 华峰测控（688200）：国内半导体测试机龙头，加码 SoC 产品提升设备国产率（2020-03-31）

关键假设：

公司在半导体产业转向中国、测试设备国产化率提升的背景下，募投加码 SoC 测试产品和大功率器件测试产品，进一步提升公司市场占有率。我们预计公司在保持高盈利能力情况下，将持续巩固优质客户资源，强化国产测试设备自主可控逻辑，在未来三年实现营收和业绩持续高增长。

对于公司盈利预测的判断基于以下几点：

假设 1：公司 2020 年在手订单充裕，2021 年 STS8300 系列测试系统、SoC 测试系统、大功率测试系统等新产品有望实现放量，推动后续收入进一步提升。假设公司 2020-2022 年测试系统销量增速保持 50%、45%、40%左右，产品结构上，价格更高的 SoC 测试系统及 STS8300 系列测试系统在 2021 年之后占比逐渐提升，带动产品量价齐升，促进收入保持高速增长；配件与其他业务收入保持稳定。

假设 2：公司测试系统性能优势明显，部分环节外包提高产品毛利率水平。随着公司测试系统新产品投放市场，及测试系统收入占比进一步提升，公司规模效应将逐渐体现。假设公司测试系统毛利率 2020-2022 年分别为 82.0%、82.5%、83.0%，配件及其他业务毛利率相对稳定。

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
测试系统	收入	235.3	353.0	511.9	716.6
	增速	18.9%	50.0%	45.0%	40.0%
	毛利率	82.2%	82.0%	82.5%	83.0%
配件	收入	16.8	18.4	20.3	22.3
	增速	-14.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	82.2%	82.0%	82.5%	83.0%
其他业务	收入	2.5	2.5	2.5	2.5
	增速	110.9%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	34.8%	35.0%	35.0%	35.0%
合计	收入	254.6	374.0	534.7	741.4
	增速	16.4%	46.9%	43.0%	38.7%
	毛利率	81.8%	81.7%	82.3%	82.8%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	254.61	373.96	534.66	741.44
营业成本	46.32	68.31	94.66	127.25
营业税金及附加	2.94	5.13	6.95	9.81
销售费用	35.36	50.48	72.18	100.09
管理费用	22.70	44.88	61.49	81.56
财务费用	-2.52	-6.23	-10.10	-11.93
资产减值损失	-0.32	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.12	0.24	0.10	0.10
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	120.02	211.63	309.59	434.75
其他非经营损益	-0.97	-0.06	-0.34	-0.35
利润总额	119.05	211.57	309.26	434.40
所得税	17.06	28.02	41.43	58.65
净利润	101.99	183.55	267.83	375.75
少数股东损益	0.00	20.19	29.46	41.33
归属母公司股东净利润	101.99	163.36	238.37	334.42

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	101.99	183.55	267.83	375.75
折旧与摊销	4.03	5.18	5.18	5.18
财务费用	-2.52	-6.23	-10.10	-11.93
资产减值损失	-0.32	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	-48.60	99.33	-99.32	-77.02
其他	5.08	-0.86	0.00	-0.05
经营活动现金流净额	59.65	280.97	163.58	291.94
资本支出	-4.33	0.00	0.00	0.00
其他	-26.48	0.36	0.10	0.10
投资活动现金流净额	-30.81	0.36	0.10	0.10
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	110.71	1642.98	0.00	0.00
支付股利	-20.00	-32.03	-51.31	-74.87
其他	-4.33	6.23	10.10	11.93
筹资活动现金流净额	86.37	1617.17	-41.21	-62.94
现金流量净额	115.52	1898.50	122.48	229.10

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	227.50	2126.00	2248.48	2477.57
应收和预付款项	136.97	37.09	53.64	95.96
存货	52.84	78.89	109.56	147.44
其他流动资产	2.40	5.24	96.24	140.87
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.12	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	20.53	17.87	15.22	12.56
无形资产和开发支出	22.28	19.98	17.68	15.38
其他非流动资产	30.95	30.73	30.51	30.29
资产总计	493.58	2315.80	2571.32	2920.07
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	62.32	88.68	125.73	171.50
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	3.25	4.61	6.57	8.66
负债合计	65.57	93.29	132.30	180.16
股本	45.89	61.19	61.19	61.19
资本公积	165.20	1792.88	1792.88	1792.88
留存收益	216.92	348.25	535.31	794.86
归属母公司股东权益	428.01	2202.31	2389.37	2648.93
少数股东权益	0.00	20.19	49.65	90.98
股东权益合计	428.01	2222.51	2439.03	2739.91
负债和股东权益合计	493.58	2315.80	2571.32	2920.07

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	16.43%	46.87%	42.97%	38.67%
营业利润增长率	16.55%	76.33%	46.29%	40.43%
净利润增长率	12.41%	79.98%	45.91%	40.30%
EBITDA 增长率	14.90%	73.28%	44.68%	40.48%
获利能力				
毛利率	81.81%	81.73%	82.30%	82.84%
三费率	21.81%	23.83%	23.11%	22.89%
净利率	40.06%	49.08%	50.09%	50.68%
ROE	23.83%	8.26%	10.98%	13.71%
ROA	20.66%	7.93%	10.42%	12.87%
ROIC	63.14%	117.82%	161.56%	139.57%
EBITDA/销售收入	47.73%	56.31%	56.98%	57.73%
营运能力				
总资产周转率	0.65	0.27	0.22	0.27
固定资产周转率	14.90	24.22	41.83	73.22
应收账款周转率	4.23	6.88	18.39	18.16
存货周转率	0.93	1.02	1.00	0.98
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	93.42%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	13.29%	4.03%	5.15%	6.17%
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	6.41	24.12	18.98	15.90
速动比率	5.61	23.28	18.15	15.08
股利支付率	19.61%	19.61%	21.53%	22.39%
每股指标				
每股收益	1.67	2.67	3.90	5.47
每股净资产	7.00	35.99	39.05	43.29
每股经营现金	0.97	4.59	2.67	4.77
每股股利	0.33	0.52	0.84	1.22

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	121.53	210.58	304.67	428.00
PE	155.37	97.00	66.48	47.38
PB	37.02	7.20	6.63	5.98
PS	62.24	42.37	29.64	21.37
EV/EBITDA	95.68	65.02	44.54	31.17
股息率	0.13%	0.20%	0.32%	0.47%

数据来源：Wind，西南证券

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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与 10%之间 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷琬	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn