证券研究报告

公司研究——事项点评

股票名称（688200.SH）

买入 | 增持 | 持有 | 卖出

上次评级：买入，2020.8.4



方竞

fangjing@cindasc.com

S1500520030001

相关研究

《华峰测控深度报告：国产半导体测试机龙头，拓展SOC赛道打开成长空间》2020.07.14

《华峰测控：测试机龙头业绩超预期，新品验证顺利助腾飞》2020.08.04

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

三季报业绩符合预期，新产能释放助来年高增

2020 年 10 月 23 日

事件：10 月 22 日晚，华峰测控发布 2020 年三季报，公司 2020 年前三季度实现营收 2.93 亿元，同比增长 45.47%；归母净利 1.37 亿元，同比增长 68.05%。对应单三季度营收 1.09 亿元，同比增长 9.76%；归母净利 0.47 亿元，同比增长 9.12%。

点评：

- **三季度业绩符合预期，产能亟待扩张。**公司作为国内半导体测试设备龙头，自去年以来充分享受封测、设计行业高景气度红利，今年前三季度均取得 1 亿左右的营收表现。Q3 更是创下历史新高，实现营收 1.09 亿元，同比增长 9.76%。不过由于公司新产能尚未开出，原有产线已满负荷运转，只能通过技改优化单线产出，所以营收环比增长有限。

  利润率方面，公司维持了远超同业的毛利率水平，Q3 单季度高达 81.84%。由于股权激励方案实施，公司单季度股权激励费用在 1000 万左右，所以期间费用率有所提升，影响净利润表现。不过公司 Q3 单季度归母净利仍实现 0.47 亿元，同比增长 9.12%，彰显公司优秀的盈利能力及费用管控能力。

- **订单需求旺盛，新产线落地将充分释放公司潜力。**公司原有产线的设计产能约 60-70 台/月，长期维持高负荷运转。近期公司通过技改将产能增至 75 台/月，但仍无法满足下游客户旺盛需求。为解决这一问题，公司一方面通过原地扩产，额外增加一条 MiniLine，预计将于 2021 年 Q1 落地，届时公司产能将增至 100 台/月，一定程度上可缓解产能不足问题。另一方面，公司年产 800 台 STS8200 测试系统及 200 台 STS8300 测试系统产线也有望于 2021 年 Q2 落地。届时公司产能将翻倍增长，公司业绩亦将再度腾飞。

- **拓展数模混合+GaN 功率模块，营收天花板进一步打开。**目前公司新品 STS8300 测试系统已获客户验证通过，并实现订单和装机。公司 STS8300 产品技术和性能指标上较上一代产品有较大提升，且单价为 STS8200 三倍以上。该测试系统具有“ALL in ONE”架构、输出信号空间更多、数字测试能力强等特点，主要应用于数模混合 SOC 测试领域。据 SEMI 数据显示，全球 SoC 测试机市场空间约 25 亿美元左右。公司新产品的开拓将进一步突破营收天花板。此外，公司第三代半导体 GaN 功率模块测试机产品也获得认证量产，并与 Navitas 等龙头客户建立深度合作关系，未来 GaN 新兴市场的高成长有望为公司带来弯道超车的新机遇。

- **盈利预测与投资评级：**作为国内模拟测试龙头，华峰测控技术优势领先，且盈利能力突出。行业高景气度下，公司产品订单饱和，但由于产能不足限制了公司业绩进一步提升。后续产能一旦顺利落地，公司业绩将再度腾飞。基于此，我们预计

公司 2020-2022 年归母净利分别为 1.92 亿/2.77 亿/3.59 亿，摊薄每股收益分别为 3.14 元/4.53 元/5.87 元，对应 PE 为 82/57/44 倍。维持对公司的“买入”评级。

- **风险因素：** 产品研发风险，行业景气度下滑风险，研发人才流失风险

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	218.68	254.61	414.24	639.10	853.95
增长率 YoY %	47.18%	16.43%	62.70%	54.28%	33.62%
归属母公司净利润(百万元)	90.73	101.99	191.96	277.19	359.14
增长率 YoY%	71.80%	12.41%	88.22%	44.40%	29.57%
毛利率%	82.15%	81.81%	81.26%	80.65%	81.33%
净资产收益率 ROE%	43.95%	30.73%	14.37%	11.70%	13.53%
EPS(摊薄)(元)	1.98	2.22	3.14	4.53	5.87
市盈率 P/E(倍)	130.99	155.38	82.55	57.17	44.12
市净率 P/B(倍)	50.43	37.02	7.06	6.35	5.63

资料来源：万得，信达证券研发中心预测 *注：股价为 2020 年 10 月 22 日收盘价*

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	241.49	419.71	2,118.39	2,153.73	2,460.46
货币资金	111.98	227.50	1,800.69	1,700.50	1,832.05
应收票据	41.62	47.69	93.47	128.52	174.78
应收账款	35.57	84.70	103.33	153.56	229.52
预付账款	0.06	4.58	7.68	12.23	15.77
存货	45.16	52.84	88.50	140.09	180.35
其他	7.10	2.40	24.73	18.84	27.98
非流动资产	44.59	73.88	231.34	504.47	571.35
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产（合计）	17.40	16.77	112.76	361.10	336.29
无形资产	0.91	22.28	20.05	18.05	16.24
其他	26.28	34.83	98.53	125.33	218.82
资产总计	286.08	493.58	2,349.74	2,658.21	3,031.81
流动负债	50.36	65.43	105.45	164.45	214.83
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	5.85	6.06	10.16	16.18	20.86
其他	44.51	59.37	95.29	148.27	193.97
非流动负债	0.07	0.14	0.14	0.14	0.14
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.07	0.14	0.14	0.14	0.14
负债合计	50.43	65.57	105.59	164.59	214.97
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	235.66	428.01	2,244.15	2,493.62	2,816.84
负债和股东权益	286.08	493.58	2349.74	2658.21	3031.81

重要财务指标 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	218.68	254.61	414.24	639.10	853.95
同比（%）	47.18%	16.43%	62.70%	54.28%	33.62%
归属母公司净利润	90.73	101.99	191.96	277.19	359.14
同比（%）	71.80%	12.41%	88.22%	44.40%	29.57%
毛利率（%）	82.15%	81.81%	81.26%	80.65%	81.33%
ROE%	43.95%	30.73%	14.37%	11.70%	13.53%
EPS (摊薄)(元)	1.98	2.22	3.14	4.53	5.87
P/E	130.99	155.38	82.55	57.17	44.12
P/B	50.43	37.02	7.06	6.35	5.63
EV/EBITDA	104.48	96.82	71.02	47.81	34.23

利润表 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	218.68	254.61	414.24	639.10	853.95
营业成本	39.03	46.32	77.63	123.64	159.43
营业税金及附加	3.95	2.94	4.78	7.38	9.86
销售费用	33.29	35.36	49.67	76.63	102.39
管理费用	24.26	22.70	39.63	57.95	75.72
研发费用	24.39	32.66	56.99	82.81	110.65
财务费用	-3.14	-2.52	-5.38	-9.89	-8.13
减值损失合计	0.73	-4.41	-4.20	-4.89	-7.79
投资净收益	0.09	0.12	28.06	22.45	16.87
其他	6.72	-1.66	2.47	-1.91	-6.20
营业利润	102.97	120.02	225.65	326.00	422.48
营业外收支	0.11	-0.97	-1.59	-2.45	-3.27
利润总额	103.08	119.05	224.06	323.55	419.21
所得税	12.35	17.06	32.11	46.36	60.07
净利润	90.73	101.99	191.96	277.19	359.14
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	90.73	101.99	191.96	277.19	359.14
EBITDA	104.11	122.74	223.14	331.46	462.97
EPS (当年)(元)	2.16	2.22	3.14	4.53	5.87

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	101.78	59.65	78.16	186.04	261.16
净利润	90.73	101.99	191.96	277.19	359.14
折旧摊销	2.79	4.03	4.46	17.80	51.89
财务费用	-1.77	-0.33	-5.38	-9.89	-8.13
投资损失	-0.09	-0.12	-28.06	-22.45	-16.87
营运资金变动	10.62	-48.92	-85.91	-79.84	-129.68
其它	-0.51	3.00	1.08	3.22	4.81
投资活动现金流	-24.81	-30.81	-134.53	-268.39	-101.83
资本支出	-25.00	-28.05	-203.48	-308.34	-130.53
长期投资	0.00	0.00	0.00	-0.06	0.02
其他	0.19	-2.77	68.95	40.01	28.68
筹资活动现金流	-30.83	86.37	1,629.56	-17.83	-27.78
吸收投资	0.00	110.71	1,662.57	27.72	35.91
借款	0.07	0.07	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	3.14	2.52	-13.81	-17.83	-27.78
现金流净增加额	46.14	115.21	1573.19	-100.19	131.55

研究团队简介

方　竞，西安电子科技大学本硕连读，近 5 年半导体行业从业经验，有德州仪器等外企海外工作经历，熟悉半导体及消费电子产业链。同时还是国内知名半导体创业孵化平台 IC 咖啡的发起人，曾协助多家半导体公司早期融资。2017 年在太平洋证券，2018 年在招商证券，2020 年加入信达证券，任电子行业首席分析师。所在团队曾获 19 年新财富电子行业第 3 名；18/19 年《水晶球》电子行业第 2/3 名；18/19 年《金牛奖》电子行业第 3/2 名。

李少青，武汉大学硕士，2018 年加入西南证券，2020 年加入信达证券，熟悉半导体产业链。

刘志来，上海社会科学院金融硕士，2020 年加入信达证券，熟悉消费电子产业链。

童秋涛，复旦大学资产评估硕士，2020 年加入信达证券，从事电子行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称"信达证券")具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。
本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。
本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。
在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。
本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。
如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）; 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：** 股价相对强于基准 20％以上；	**看好：** 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5％～20％；	**中性：** 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：** 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5％以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。
本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。