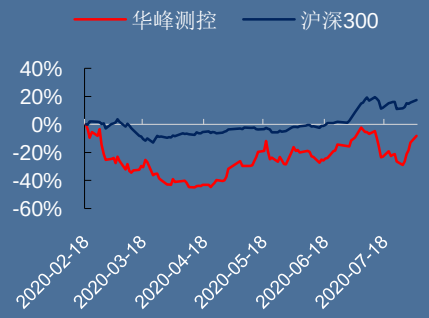
证券研究报告

公司研究——事项点评

华峰测控（688200.SH）

买入 | 增持 | 持有 | 卖出

上次评级：买入，2020.7.14



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

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

测试机龙头业绩超预期，新品验证顺利助腾飞

2020年8月4日

事件：8月3日晚，华峰测控发布2020年中报，公司2020年上半年实现营收1.84亿元，同比增长80.01%；归母净利9840万元，同比增长135.37%。对应Q2单季度营收9864万元，同比增长132.30%；归母净利5358万元，同比增长263.28%。

点评：

- **二季度业绩表现超预期，高盈利水平及费用管控能力凸显。**公司2020年上半年实现营收1.84亿元，对应Q29864万元，同比增长132.30%。主因国内半导体景气度较高，且公司进一步开拓市场扩大销售规模。**展望下半年，我们认为半导体景气度依旧上佳，公司订单饱满，预计产能利用率仍将维持较高水平。**公司后续增长主要看募投项目中的产业化基地落地节奏，预计新厂房将于2021年落地。

  得益于公司在模拟测试机领域的领先地位，公司Q2依旧维持了优秀的毛利率表现，单季度毛利率81.31%，远超同业水平。公司净利率亦获突破，Q2高达54.3%。除因稳定高毛利率及期间费用率管控良好外，还归因于公司二季度实现其他收益598万、投资收益1049万，增厚净利率表现。其中，其他收益主要来自软件产品增值税即征即退和政府补助，而投资收益主要为理财产品所得。剔除非经常性损益来看，公司扣非净利率亦达42.8%，高盈利水平及费用管控能力凸显。

- **持续加大研发投入，品类扩张打开营收空间。**公司目前聚焦于模拟测试领域，已成为国内封测厂的首选合作伙伴。但公司并未止步于此，为推动新一代数模混合测试机验证落地及向SoC测试拓展，公司持续加大研发投入，Q2单季度研发费用首度超千万，同比增长66.74%。且公司加大了研发人员招聘力度，新增研发人员11人。得益于此，2020年1H公司研发成果再获突破，公司共申请专利17项，其中7项为发明专利，已获得专利数12项。**我们认为，公司目前专利成果及技术储备显示公司进展顺利，预计年内将实现数模混合测试机销量突破，出货量在10余台左右。**此外，随着募投项目顺利落地，届时预计将形成年产800台模拟及混合信号类测试系统及200台SoC类测试系统的生产能力，公司营收空间进一步打开。

- **推行高覆盖率股权激励计划，深度绑定核心骨干。**公司于5月份批准了第一期股权激励计划，授予对象主要为高管及核心技术人员等94人，占股本总额比例0.79%，另有0.11%用于后续激励。此次公司股权激励覆盖范围广，占总员工比重高达40%。我们认为，半导体测试机行业是典型的人才密集型行业，具备丰富经验的高端技术人才及管理人才相对稀缺，而公司具备一支二十余年丰富经验基础的研发团队，且形成以老带新模式培养梯队人才，人才壁垒。本次公司通过实施股权激励，将进一步稳定核心团队，增强公司内部员工凝聚力，亦利于公司产品、市场突破和长期发展。

- **盈利预测与投资评级：**作为国内模拟测试龙头，华峰测控技术优势凸显，且盈利能力突出。但公司看点不止于此，我们重申市场应当重视公司新品突破能力及海外市场开拓能力。一旦公司成功突破新领域，实现品类扩张后，有望实现戴维斯双击。且随着产品突破、海外营销网络建设、品牌知名度提升后，公司将拥抱数倍级海外测试机市场空间。基于此，我们预计公司 2019-2021 年归母净利分别为 1.99 亿/3.02 亿/3.96 亿，摊薄每股收益分别为 3.25 元/4.93 元/6.48 元，对应 PE 为 96/63/48 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，原材料供应及价格上涨风险**

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	218.68	254.61	388.35	604.68	869.36
增长率 YoY %	47.18%	16.43%	52.53%	55.70%	43.77%
归属母公司净利润(百万元)	90.73	101.99	199.11	301.77	396.49
增长率 YoY%	71.80%	12.41%	95.23%	51.56%	31.39%
毛利率%	82.15%	81.81%	82.35%	81.91%	81.45%
净资产收益率 ROE%	43.95%	30.73%	14.87%	12.65%	14.68%
EPS(摊薄)(元)	1.98	2.22	3.25	4.93	6.48
市盈率 P/E(倍)	157.80	187.19	95.88	63.26	48.15
市净率 P/S(倍)	60.76	44.60	8.48	7.57	6.63

资料来源：万得，信达证券研发中心预测 注：股价为 2020 年 8 月 3 日收盘价

资产负债表单位:百万元 **利润表**单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	241.49	419.71	2,115.15	2,167.76	2,525.67
货币资金	111.98	227.50	1,822.53	1,748.27	1,887.20
应收票据	41.62	47.69	87.62	121.59	177.93
应收账款	35.57	84.70	96.87	145.29	233.67
预付账款	0.06	4.58	6.78	10.82	15.95
存货	45.16	52.84	78.15	123.95	182.43
其他	7.10	2.40	23.18	17.82	28.48
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	2,346.49	2,672.23	3,097.02
流动负债	50.36	65.43	95.77	149.91	217.87
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	8.97	14.32	21.10
其他	44.51	59.37	86.80	135.59	196.76
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	95.91	150.05	218.00
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	2,250.58	2,522.18	2,879.02
负债和股东权益	286.08	493.58	2346.49	2672.23	3097.02

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	388.35	604.68	869.36
同比（%）	47.18%	16.43%	52.53%	55.70%	43.77%
归属母公司净利润	90.73	101.99	199.11	301.77	396.49
同比（%）	71.80%	12.41%	95.23%	51.56%	31.39%
毛利率（%）	82.15%	81.81%	82.35%	81.91%	81.45%
ROE%	43.95%	30.73%	14.87%	12.65%	14.68%
EPS (摊薄)(元)	1.98	2.22	3.25	4.93	6.48
P/E	157.80	187.19	95.88	63.26	48.15
P/B	60.76	44.60	8.48	7.57	6.63
EV/EBITDA	125.87	116.65	83.60	53.98	38.15

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	218.68	254.61	388.35	604.68	869.36
营业成本	39.03	46.32	68.55	109.39	161.27
营业税金及附加	3.95	2.94	4.48	6.98	10.03
销售费用	33.29	35.36	42.46	66.12	95.06
管理费用	24.26	22.70	35.91	53.90	77.49
研发费用	24.39	32.66	47.08	71.52	98.47
财务费用	-3.14	-2.52	-8.52	-16.36	-14.34
减值损失合计	0.73	-4.41	-3.91	-4.58	-7.92
投资净收益	0.09	0.12	29.44	30.91	20.16
其他	6.72	-1.66	2.16	5.93	-3.31
营业利润	102.97	120.02	233.90	354.56	466.13
营业外收支	0.11	-0.97	-1.49	-2.31	-3.33
利润总额	103.08	119.05	232.41	352.25	462.81
所得税	12.35	17.06	33.30	50.47	66.32
净利润	90.73	101.99	199.11	301.77	396.49
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	199.11	301.77	396.49
EBITDA	104.11	122.74	228.35	353.68	500.37
EPS (当年)(元)	2.16	2.22	3.25	4.93	6.48

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	96.19	199.48	262.78
净利润	90.73	101.99	199.11	301.77	396.49
折旧摊销	2.79	4.03	4.46	17.80	51.89
财务费用	-1.77	-0.33	-8.52	-16.36	-14.34
投资损失	-0.09	-0.12	-29.44	-30.91	-20.16
营运资金变动	10.62	-48.92	-70.09	-75.86	-156.75
其它	-0.51	3.00	0.68	3.05	5.64
投资活动现金流	-24.81	-30.81	-133.15	-259.93	-98.54
资本支出	-25.00	-28.05	-204.86	-316.81	-133.81
长期投资	0.00	0.00	0.00	-0.06	0.02
其他	0.19	-2.77	71.71	56.94	35.25
筹资活动现金流	-30.83	86.37	1,631.99	-13.81	-25.31
吸收投资	0.00	110.71	1,663.28	30.18	39.65
借款	0.07	0.07	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	3.14	2.52	-11.39	-13.81	-25.31
现金流净增加额	46.14	115.21	1595.03	-74.26	138.92

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，从事电子行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

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。