

推荐（首次）

长川科技（300604）

并购增厚业绩，收入向上拐点将至

2019年12月9日

分析师：

分析师：刘非

电话：(024) 2295-5429

邮箱：liufei@wxzq.com

证书编号：S0650518030001

投资看点：

- 国内领先的集成电路测试设备企业
- 收购 STI 并表，进一步提升盈利能力
- 国内集成电路产业空间可观，公司发展前景可期
- 三季度收入及毛利率企稳回升，并表 STI 后有望进一步增厚利润

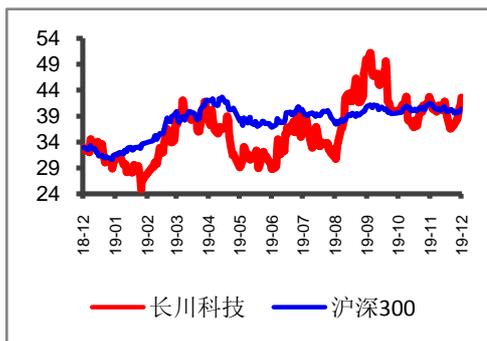
财务预测与评级：

- 公司 2019 至 2021 年预期 EPS 分别为 0.06 元，0.34 元，0.54 元。综合考虑公司未来的利润增长、所处行业市场扩容以及市场整体估值水平，给予推荐评级。

风险提示：

- 公司收购 STI 产生近 2.70 亿元商誉，未来如果 STI 盈利不及预期，将面临商誉减值风险；
- 公司并购 STI 之后并购整合效果不及预期；
- 下游晶圆生产及 IC 测封企业产能扩张不及预期；
- 公司探针台产品市场拓展不及预期；

图：股价表现



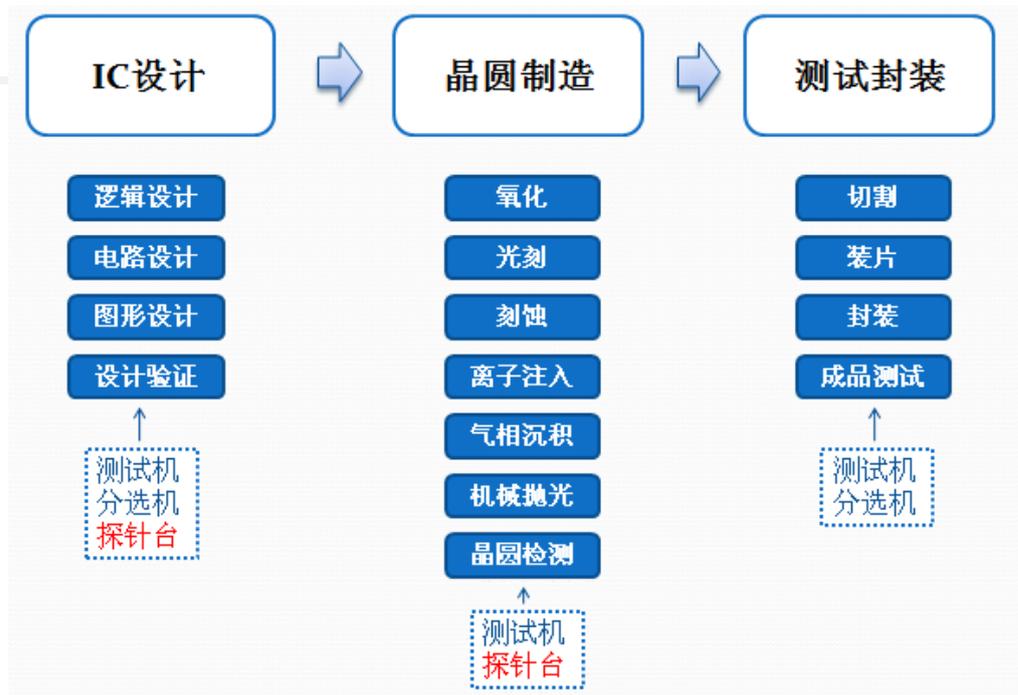
资料来源：WIND 数据，网信证券研发部

长川科技是一家专注于集成电路装备的研发、生产和销售的高新技术企业，为集成电路电参数性能测试提供生产平台和技术服务。公司主要为集成电路封装测试企业、晶圆制造企业、芯片设计企业等提供测试设备，主要包括测试机、分选机、探针台、自动化设备等。公司生产的测试机包括大功率测试机(CTT系列)、模拟/数模混合测试机(CTA系列)等；分选机包括重力下滑式分选机(C1、C3、C3Q、C37、C5、C7、C8、C9、C9Q系列)、平移式分选机(C6、C7R系列)等。公司非常重视新产品的开发与创新，核心技术均来源于自主研发，是国内集成电路封测行业技术领先企业。

投资看点：

国内领先的集成电路测试设备企业

长川科技成立于2008年4月，总部位于杭州市滨江区，专注于集成电路测试设备的研发、生产和销售，为集成电路封装测试企业、晶圆制造企业、芯片设计企业等提供测试设备。测试设备在集成电路的主要应用包括芯片设计中的设计验证、晶圆制造中的晶圆检测和封装完成后的成品测试，测试设备主要包括测试机、分选机、探针台、自动化生产线等，公司之前的主要产品为测试机和分选机，公司也于近期成功开发了国内首台具有自主知识产权的全自动超精密探针台，兼容8/12寸晶圆测试。



长川科技主要产品在集成电路产业链各环节的应用(来源:公司招股说明书,网信证券研发部整理)

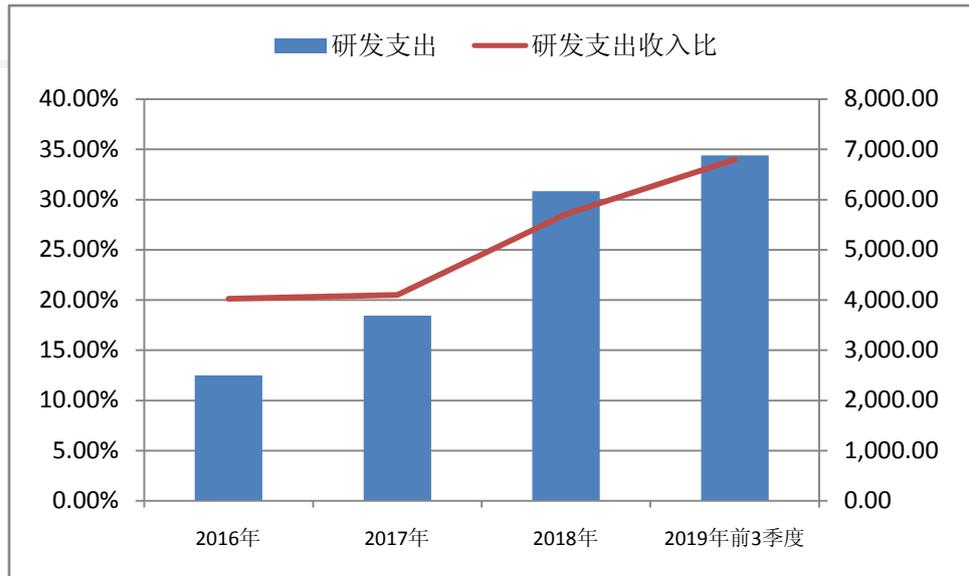
公司股权结构清晰,大基金为公司第三大股东:公司实际控制人为赵轶、徐昕夫妇,赵轶先生持有公司 25.33%股份,徐昕女士通过杭州长川投资间接持有公司 7.86%的股份。2015 年 6 月国家集成电路产业基金(大基金)以 4000 万元入股长川科技,在公司收购 STI 的过程中,作为交易对手方,国家集成电路产业基金对公司的持股进一步增加,截止 2019 年三季度报持股比例达到了 9.85%,为公司第二大股东。

公司分别于 2017 年 12 月和 2018 年 10 月向包括公司董事、高级管理人员、中层干部、核心人员在内的激励对象授予 183.2 万股和 85.9 万股。通过股权激励,公司核心人员收益与公司发展建立了更加紧密地联系,有利于公司的长远发展。

收购 STI 前公司的主要产品包括测试机和分选机,拥有丰富的产品型号,公司生产的测试机包括大功率测试机(CTT 系列)、模拟/数模混合测试机(CTA 系列)等;分选机包括重力下滑式分选机(C1、C3、C3Q、C37、C5、C7、C8、C9、C9Q 系列)、平移式分选机(C6、C7R 系列)等。

近几年来公司持续加力研发投入,提升产品性能,进一步拓宽产品线:





公司近几年研发投入情况 (数据来源: 公司定期报告, 网信证券研发部整理)

| | | |
|---|--|--|
| 分选系统: | | |
| <p>重力式产品线: 持续进行产品功能的完善和性能提升; 完成了 C8H 系列常高温分选机内置式高温模块的开发, 大幅提高温控精度与效率; IPM、TO 系列功率器件测试分选机的推出, 为进军汽车电子领域的打下基础;</p> | <p>平移式产品线: 持续进行 C6 系列升级优化, 设备相关性能指标已达国际一流水平。自主开发的 CS 系列产品; 增加了三温 ATC 测试、2DID 识别、5G 测试等功能, 应用范围广泛。成功推出了我国首款 CF 系列测编一体系统, 集成多种模式电性能检测、外观检测、编带包装功能, 自动化程度高、生产周期短。</p> | <p>成功推出了模组自动化测试装备, 主要针对指纹识别模组、摄像头模组的生产及测试环节, 具备阻抗测试、高度测试、功能测试、外观检测、盖帽翻转等工艺功能, 并成功批量导入主流模组制造厂商; 自主开发的针对模组自动化 TFT 半品测试装备, 成功运用晶圆级测试技术, 顺利通过客户认证。</p> |
| 测试系统: | | |
| <p>模拟测试方面: 对整机纹波、软件在线调试、AWG 测试稳定性、小电流测试精度及稳定性和高速多工位多线程并测等技术进行了提升, 实现了突破, 成功开发大电流模块, 提升了整机测试能力; 双站浮动源 CTA8280FD 系列, 满足客户端多站测试需求; OS5000 测试</p> | <p>数字测试方面: 基于 200Mbps 数字测试速率、1G 向量深度以及 128A 电流测试能力的数字测试机 D9000, 开发了 8 通道混合信号测试功能, 板</p> | |

| | |
|---|--|
| <p>系统，将测试端口数量拓展到 5120。基于 100Mhz 数字测试能力的第二代数模混合测试系统 CTA8290D，为客户提供了更加完善资源管理功能；在大功率器件测试市场，为客户提供高电压、大电流测试设备及解决方案。</p> | <p>卡集成度高，不同测试资源可分散管理配置，高灵活度，实现 ADC 和 DAC 测试需求。</p> |
| <p>探针台：成功开发了国内首台具有自主知识产权的全自动超精密探针台，兼容 8/12 寸晶圆测试；自主开发的视觉系统实现晶圆与探针的自动定位，具备自动标定功能，可广泛应用于 SoC、Logic、Memory、Discrete 等晶圆测试需求领域。</p> | |

公司近年来产品技术领域取得的进展（来源：长川科技定期报告，网信证券研发部整理）

公司测试机和分选机在核心性能指标上已达到国际先进水平，部分产品超过同类竞争对手，并且售价低于国外同类型号产品，公司产品具备较高的性价比优势，使得公司产品在市场上具有较强的竞争力，在降低客户采购成本的同时，逐步实现进口替代，提高产品市场份额。公司生产的测试机和分选机产品已进入长电科技、华天科技、通富微电、士兰微、华润微电子和日月光等集成电路企业的供应体系。未来随着下游市场需求的进一步增长，以及公司探针台产品的逐步推向市场，公司的业绩将逐步向好。

✚ 收购 STI 并表，进一步提升盈利能力

公司通过对长新投资 90% 的股权收购，实际获得新加坡 STI 公司 100% 的控制权，于 2019 年 8 月 1 日完成了长新投资 90% 股权过户，相关股权已变更登记至公司名下，公司已持有长新投资 100% 的股权，获得实际标的资产 STI 100% 的控制权。STI 具有较强的盈利能力，资产质量良好，并表后将有利于提高上市公司的资产质量，增强上市公司的盈利能力和持续经营能力。

STI 是研发和生产为芯片以及晶圆提供光学检测、分选、编带等功能的集成电路封装检测设备商，拥有超过 150 项专利技术，2D/3D 高精度光学检测技术（AOI）是 STI 的核心竞争力。长川科技主要为集成电路封装测试企业、晶圆制造企业、芯片设计企业等提供测试设备。公司与 STI 在产品、销售渠道、研发技术具有高度的协同性，并购完成后，双方有望在产品、客户及销

售渠道方面形协同效应，打开新成长空间。

STI 生产的 AOI 设备主要通过光学成像的方法获得被测对象的图像，经过特定算法处理及分析，与标准模板图像进行比获得被检测对象缺陷，是半导体制造业确保产品质量的重要检测工具和过程质量控制工具。STI 建立了涵盖研发、供应链、生产、销售全过程的多层次、全方位质量管理体系，保证产品的专业化生产和质量的稳定可靠。STI 集成电路封装测试设备在核心性能指标上已达到国际领先水平，在市场上具有较强的竞争力。TI 视觉检测技术全球领先，有望助力公司在分选机领域的创新升级，加速探针台的研发推进，STI 的膜框架测编一体机面向晶圆级封装终检市场，将进一步丰富公司现有产品种类，拓宽应用范围。

STI 产品的下游客户包括德州仪器、美光、意法半导体、三星等大型半导体生产公司及日月光、安靠技术等世界一流的半导体封装和测试外包服务商，具备领先的客户优势。STI 等设备制造商与下游客户建立了密切的长期联系，其与下游客户的联系较为稳定，主营业务发展较为稳健。STI 与长川科技有望在客户及销售渠道方面形协同效应，提升公司的盈利能力与持续发展能力。

在长新投资收购 STI 的 SPA 协议中，明确 ASTI 保证基于 STI 及其子公司 2018 年度及 2019 年度经审计财务报表，2018 年及 2019 年税前利润总额不少于 1,700 万新元。实现收购并表之后，将明显提升公司收入及净利润水平。

国内集成电路产业空间可观，公司发展前景可期

近年来，我国集成电路需求持续增长，与之对应的是产业链相关产品的国产化程度严重不足，根据相关统计数据，我国集成电路产业进出口贸易逆差接近 2000 亿美元，在集成电路生产设备环节的国内自给率尚不足 20%。

一方面，随着国际晶圆制造产能进一步向我国转移，集成电路生产设备的进口替代空间有望进一步打开；另一方面，随着 5G 时代的来临，5G 手机换代、物联网、大数据、云计算、人工智能等产业有望迎来新的增长周期，从而催生集成电路产业的新一轮产能升级，将为上游集成电路生产设备企业

创造新的增长空间。

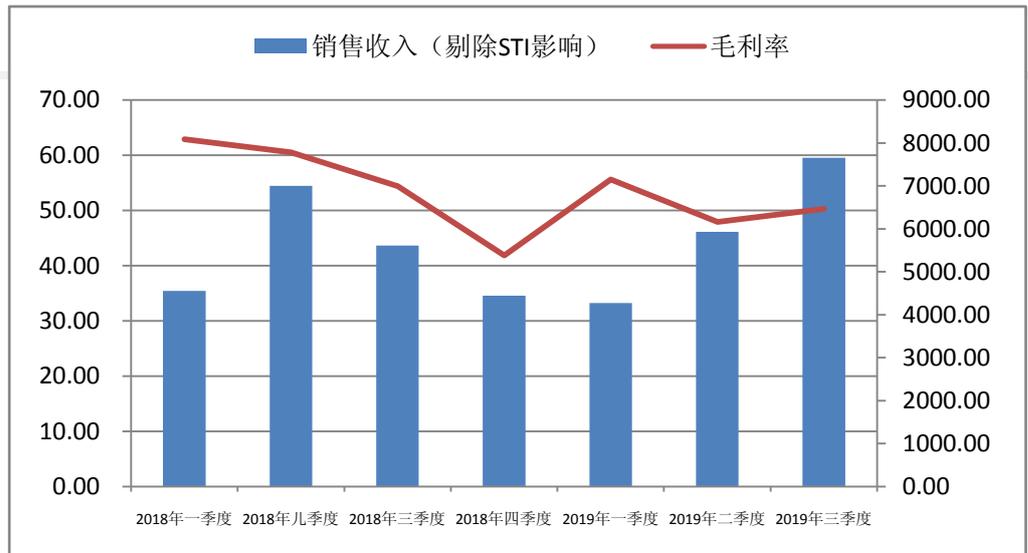
在整个集成电路产业链中，相比于设计和制造环节，封测劳动密集程度最高，技术密集程度相对较低，已成为我国在集成电路产业链上最具竞争力的环节，目前已有多家国内测封企业进入到了世界排名前列。而公司的产品主要用于后道测封环节，这为公司切入下游客户创造了良好条件，而公司将有望受益于国内晶圆生产企业和测封企业产能的进一步扩张。

✚ 三季度毛利率企稳回升，并表 STI 后有望进一步增厚利润

根据公司公告的 2019 年三季报，报告期内实现收入 2.02 亿元，同比增长 17.93%；归母净利润 132.06 万元，同比减少 95.9%。第三季度单季实现收入 1.00 亿元，同比增长 78.83%；归母净利润 24 万元，同比减少 96.62%。

公司归母净利润同比大幅下滑的主要原因是管理费用和研发费用的大幅增长，其中：管理费用同比增长 94.65%，主要由于发生大额并购重组中介机构费用及日本子公司和新收购的新加坡子公司的管理费用增加所致；研发费用同比增长 50.71%，主要是由于公司加大研发投入所致。

从季报财务数据来看，不考虑并表 STI 一个月的收入影响，长川科技母公司三季度报表口径单季实现收入 7651.36 万元，同比增长 36.36%，环比增长 28.94%，延续了季度收入回升的态势；毛利率方面，三季度公司整体销售毛利率达到了 50.30%，相比于二季度也出现了明显回升。另外由于业务增长，备货量增加，三季报公司存货同比增长 225.57%，剔除并表 STI 的影响同比仍然增长 99.00%，预计未来几个季度公司收入仍有可能进一步上升。未来随着下游需求放量，以及并表 STI，公司业绩有望持续向好。



长川科技季度收入和毛利率变化情况 (来源: 公司定期报告, 网信证券研发部整理)

财务预测及评级：

基本假设：

- 1、分选机：2019年至2021年，公司分选机产品整体销售维持2018年以来的增长势头，毛利率水平小幅提升；
- 2、测试机：2019年销售量有所下滑，2020年、2021年持续回升，毛利率水平稳中有升；
- 3、探针台：2019年实现少量收入，2020年、2021年随着市场拓展，销售开始放量；
- 4、STI公司：预计STI可以保持2016年以来的毛利率水平，2019至2021年营业收入稳中有升。

公司2019至2021年预期EPS分别为0.06元，0.34元，0.54元。综合考虑公司未来的利润增长、所处行业市场扩容以及市场整体估值水平，给予推荐评级。

风险提示：

- ✚ 公司收购 STI 产生近 2.70 亿元商誉，未来如果 STI 盈利不及预期，将面临商誉减值风险；公司并购 STI 之后并购整合效果不及预期；下游晶圆生产及 IC 测封企业产能扩张不及预期；公司探针台产品市场拓展不及预期；

财务和估值数据摘要

| 单位:百万元 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|---------|--------|---------|--------|
| 营业收入 | 216.12 | 335.05 | 655.83 | 808.05 |
| 增长率(%) | 20.20% | 55.03% | 95.74% | 23.21% |
| 归属母公司股东净利润 | 9.91 | 19.25 | 106.80 | 169.59 |
| 增长率(%) | -67.10% | 94.18% | 454.91% | 58.80% |
| 每股收益(EPS) | 0.032 | 0.061 | 0.340 | 0.540 |
| 销售毛利率 | 55.60% | 50.72% | 50.85% | 53.21% |
| 销售净利率 | 4.59% | 5.74% | 16.28% | 20.99% |
| 净资产收益率(ROE) | 2.11% | 4.01% | 20.03% | 27.47% |
| 投入资本回报率(ROIC) | 3.59% | 9.77% | 13.23% | 15.07% |
| 市盈率(P/E) | 709.61 | 365.45 | 65.86 | 41.47 |

| 预测利润表 (单位:百万) | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 216.12 | 335.05 | 655.83 | 808.05 |
| 减: 营业成本 | 95.95 | 165.11 | 322.34 | 378.09 |
| 营业税金及附加 | 2.18 | 3.39 | 6.63 | 8.16 |
| 营业费用 | 31.13 | 33.84 | 66.24 | 81.61 |
| 管理费用 | 20.39 | 41.00 | 42.10 | 45.00 |
| 财务费用 | -3.60 | -2.93 | -0.12 | 2.17 |
| 研发费用 | 61.71 | 72.00 | 93.00 | 93.50 |
| 资产减值损失 | 0.85 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 加: 投资收益 | 3.13 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 10.64 | 22.64 | 125.65 | 199.52 |
| 加: 其他非经营损益 | 0.08 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 10.72 | 22.64 | 125.65 | 199.52 |
| 减: 所得税 | 0.81 | 3.40 | 18.85 | 29.93 |
| 净利润 | 9.91 | 19.25 | 106.80 | 169.59 |
| 减: 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属母公司股东净利润 | 9.91 | 19.25 | 106.80 | 169.59 |

资料来源: 网信证券研发部



【评级体系说明】

股票投资评级：

- 强烈推荐——预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上
- 推 荐——预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间
- 中 性——预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间
- 回 避——预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上

行业投资评级：

- 强于大市——预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上
- 中 性——预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数表现在±5%之间
- 弱于大市——预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据。在本公司及本人知情范围内，本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的股票没有利害关系，特此声明。

【法律声明】

网信证券有限责任公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本报告供本公司的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告作为其做出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对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。本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“网信证券有限责任公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司对本声明条款具有唯一修改权和最终解释权。