

转型进入深水期，未来发展仍可期

投资要点

- **业绩总结：**公司2019年前三季度实现营收14.4亿，同比增长63.6%；实现归母净利润2.2亿元，同比增长15.4%。其中Q3单季度实现营收5.1亿元，同比增长48.7%，环比增长5.6%；实现归母净利润6276.4万元，同比下滑14.6%，环比下滑18%，业绩下滑主要是由于公司半导体和新能源业务下半年亏损加大。
- **毛利率环比改善，研发投入持续加码。**受面板设备领域价格战加剧影响，公司2019年前三季度毛利率46.9%，同比下滑4pp。2019年Q3单季度公司毛利率50.5%，同比下滑2.4pp，环比改善明显，提升4.4pp，主要由于三季度公司高毛利产品确认收入增加。与此同时，公司继续加大研发投入，2019前三季度研发费用2亿元，研发费用率达到14%，同比提升2.8pp；2019Q3单季度研发投入8529.7万元，研发费用率达到16.8%，同比大幅提升5pp，环比提升3.4pp，显示了公司坚定拓展半导体和新能源业务，打造测试设备综合服务商的决心。
- **面板检测业务：保持龙头地位，收入稳定增长。**公司作为国内面板检测设备龙头，积极从大尺寸LCD检测设备向OLED领域拓展，OLED检测设备收入在上半年取得350%以上的增长。2019年以来，价格战加剧带来公司面板检测业务毛利率下滑，但公司新签订单仍然保持高速增长，预计全年新签订单金额基本完成年初指引。展望2020年，随着国内面板产业投资高峰结束，公司有望通过自身品类扩展和存量设备更新将新签订单量维持在2019年的水平。此外，公司在A客户的业务持续取得突破，2020年有望迎来重大进展。
- **半导体和新能源业务：产品陆续出货，2020年有望减亏。**公司今年继续深耕半导体和新能源业务。目前上海半导体员工总数已超过100人，研发人员超过80人，实现1台膜厚设备出货。武汉精测memory ATE陆续出货中；wintest武汉子公司有望在年底注册完成。公司新能源业务力求获得客户认可，争取更多订单。展望2020年，公司半导体和新能源业务将争取量变的突破，有望实现减亏。
- **盈利预测与投资建议。**受面板检测设备价格战以及公司半导体和新能源业务亏损影响，我们下调全年盈利预测至3.3亿元，营收预测保持不变，对应当前PE为30倍，我们看好公司长期发展，维持“买入”评级。
- **风险提示：**设备订单不及预期的风险；新业务研发和客户验证不及预期的风险；面板和半导体设备行业竞争加剧的风险；行业下行的风险。

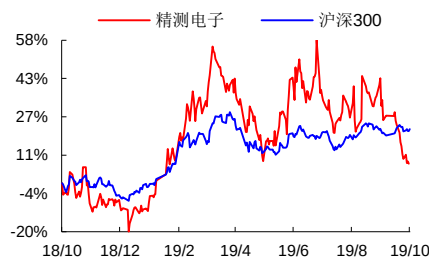
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1389.51	2135.49	3122.59	4292.76
增长率	55.24%	53.69%	46.22%	37.47%
归属母公司净利润(百万元)	288.96	331.29	447.56	628.73
增长率	73.19%	14.65%	35.10%	40.48%
每股收益EPS(元)	1.18	1.35	1.82	2.56
净资产收益率ROE	25.08%	22.41%	24.07%	26.21%
PE	34	30	22	16
PB	8.51	6.90	5.44	4.19

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 仇文妍
 执业证号: S1250519010003
 电话: 021-68415409
 邮箱: cwz@swsc.com.cn
 联系人: 李少青
 电话: 021-68415409
 邮箱: lisq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.45
流通A股(亿股)	1.28
52周内股价区间(元)	40.12-87.58
总市值(亿元)	98.45
总资产(亿元)	37.56
每股净资产(元)	5.41

相关研究

1. 精测电子(300567): OLED设备高速增长, 半导体设备蓄势待发 (2019-08-29)
2. 精测电子(300567): 多产品线共同发力, 公司业绩保持高增长 (2019-04-23)
3. 精测电子(300567): 一季度业绩维持高增长, 发行可转债深耕主业 (2019-03-28)
4. 精测电子(300567): 面板检测设备龙头, 半导体布局蓄势待发 (2018-12-17)

关键假设：

假设 1: 公司 AOI 光学检测系统维持平稳增长, 未来三年订单分别增长 35%、30%、30%, 毛利率维持在 44% 左右水平;

假设 2: 公司 OLED 检测系统未来三年保持较高增长, 未来三年订单增量分别为 100%、100% 和 50%, 毛利率稳定在 58% 左右水平;

假设 3: 公司模组检测系统和面板检测系统增速趋于放缓, 未来三年订单分布增长 10%、0%、0%, 毛利率维持在 55%。

基于以上假设, 我们预测公司 2019-2021 年分业务收入如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
AOI 光学检测系统	收入	550.43	743.08	966.00	1255.81
	增速	35.73%	35.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	48.32%	44.00%	44.00%	44.00%
模组检测系统	收入	297.61	327.37	327.37	327.37
	增速	-10.37%	10.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	60.70%	55.00%	55.00%	55.00%
OLED 检测系统	收入	229.01	458.02	916.04	1374.06
	增速	923.74%	100.00%	100.00%	50.00%
	毛利率	52.40%	58.00%	58.00%	58.00%
平板显示自动化设备	收入	265.02	530.04	742.06	1038.88
	增速	193.33%	100.00%	40.00%	40.00%
	毛利率	43.60%	40.00%	40.00%	40.00%
面板检测系统	收入	33.92	37.31	37.31	37.31
	增速	-2.89%	10.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	60.12%	55.00%	55.00%	55.00%
其他主营业务	收入	5.23	31.38	125.52	251.04
	增速	287.41%	500.00%	300.00%	100.00%
	毛利率	64.38%	60.00%	60.00%	60.00%
其他业务	收入	8.29	8.29	8.29	8.29
	增速	-2.37%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	68.22%	60.00%	60.00%	60.00%
合计	收入	1389.51	2135.49	3122.59	4292.76
	增速	55.24%	53.69%	46.22%	37.47%
	毛利率	51.21%	48.19%	49.13%	49.41%

数据来源: 公司公告, 西南证券

相对估值：

我们选取了面板和半导体测试设备行业企业联得装备、北方华创、长川科技等作为主要对标企业，公司作为国产面板设备行业龙头企业，半导体和新能源业务已部分实现出货，我们长期看好公司发展，预计公司 2019 年 EPS 为 1.35 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值情况

公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
联得装备	25.05	0.77	1.04	1.52	32.54	24.07	16.47
北方华创	64.85	0.78	1.15	1.59	82.75	56.15	40.89
长川科技	20.03	0.19	0.35	0.48	104.58	57.78	42.00
均值		-	-	-	73.29	46.00	33.12

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1389.51	2135.49	3122.59	4292.76	净利润	303.08	331.29	447.56	628.73
营业成本	677.89	1106.49	1588.56	2171.52	折旧与摊销	17.06	21.20	21.20	21.20
营业税金及附加	14.63	21.35	31.23	42.93	财务费用	15.85	4.27	18.74	25.76
销售费用	134.77	192.19	312.26	429.28	资产减值损失	15.58	9.00	9.00	9.00
管理费用	96.34	427.10	655.74	901.48	经营营运资本变动	-121.00	-164.37	-315.33	-420.68
财务费用	15.85	4.27	18.74	25.76	其他	-54.41	-11.00	-9.00	-12.00
资产减值损失	15.58	9.00	9.00	9.00	经营活动现金流净额	176.17	190.39	172.17	252.01
投资收益	7.43	2.00	2.00	2.00	资本支出	-184.36	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-250.49	2.00	2.00	2.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-434.85	2.00	2.00	2.00
营业利润	343.93	377.08	509.06	714.80	短期借款	586.63	-16.52	-400.00	-200.00
其他非经营损益	0.15	-0.69	-0.69	-0.58	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	344.09	376.39	508.37	714.21	股权融资	59.03	0.00	0.00	0.00
所得税	41.00	45.10	60.81	85.48	支付股利	-40.90	-57.79	-66.26	-89.51
净利润	303.08	331.29	447.56	628.73	其他	-67.66	-32.95	-18.74	-25.76
少数股东损益	14.12	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	537.10	-107.27	-484.99	-315.27
归属母公司股东净利润	288.96	331.29	447.56	628.73	现金流量净额	276.20	85.12	-310.83	-61.26
资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	777.09	862.21	551.38	490.13	成长能力				
应收和预付款项	732.50	1119.52	1615.68	2237.60	销售收入增长率	55.24%	53.69%	46.22%	37.47%
存货	402.13	551.34	797.98	1121.14	营业利润增长率	77.28%	9.64%	35.00%	40.41%
其他流动资产	132.79	204.08	298.41	410.23	净利润增长率	79.38%	9.31%	35.10%	40.48%
长期股权投资	64.76	64.76	64.76	64.76	EBITDA 增长率	82.32%	6.82%	36.38%	38.75%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	238.86	226.73	214.60	202.48	毛利率	51.21%	48.19%	49.13%	49.41%
无形资产和开发支出	82.29	73.78	65.27	56.76	三费率	17.77%	29.20%	31.60%	31.60%
其他非流动资产	191.52	190.95	190.39	189.82	净利率	21.81%	15.51%	14.33%	14.65%
资产总计	2621.92	3293.36	3798.46	4772.91	ROE	25.08%	22.41%	24.07%	26.21%
短期借款	616.52	600.00	200.00	0.00	ROA	11.56%	10.06%	11.78%	13.17%
应付和预收款项	697.86	1112.75	1604.76	2201.55	ROIC	42.62%	31.36%	33.79%	35.62%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	27.12%	18.85%	17.58%	17.75%
其他负债	98.89	102.31	134.10	172.54	营运能力				
负债合计	1413.27	1815.07	1938.86	2374.09	总资产周转率	0.71	0.72	0.88	1.00
股本	163.61	245.42	245.42	245.42	固定资产周转率	10.90	9.34	14.42	20.99
资本公积	430.19	348.38	348.38	348.38	应收账款周转率	2.68	2.59	2.56	2.50
留存收益	609.01	882.50	1263.81	1803.03	存货周转率	2.40	2.32	2.35	2.26
归属母公司股东权益	1157.46	1427.10	1808.41	2347.63	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.17%	—	—	—
少数股东权益	51.19	51.19	51.19	51.19	资本结构				
股东权益合计	1208.65	1478.29	1859.60	2398.82	资产负债率	53.90%	55.11%	51.04%	49.74%
负债和股东权益合计	2621.92	3293.36	3798.46	4772.91	带息债务/总负债	43.62%	33.06%	10.32%	0.00%
					流动比率	1.48	1.53	1.71	1.82
					速动比率	1.19	1.22	1.29	1.34
					股利支付率	14.16%	17.44%	14.80%	14.24%
					每股指标				
					每股收益	1.18	1.35	1.82	2.56
					每股净资产	4.72	5.82	7.37	9.57
					每股经营现金	0.72	0.78	0.70	1.03
					每股股利	0.17	0.24	0.27	0.36
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	376.85	402.55	549.00	761.75					
PE	34.07	29.72	22.00	15.66					
PB	8.51	6.90	5.44	4.19					
PS	7.09	4.61	3.15	2.29					
EV/EBITDA	16.57	23.35	16.96	12.04					
股息率	0.42%	0.59%	0.67%	0.91%					

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
增持：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 指数涨幅在-10%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
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@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
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn