

精测电子 (300567.SZ) 业绩小幅下降，半导体检测业务注入新的增长动力

2020 年 05 月 03 日

——公司信息更新报告

投资评级：增持（维持）

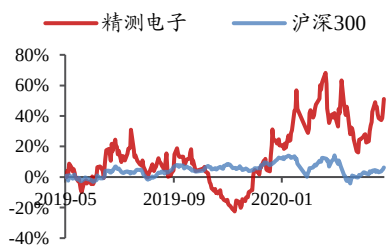
段小虎（分析师）

duanxiaohu@kysec.cn

证书编号：S0790520020001

日期	2020/4/30
当前股价(元)	67.95
一年最高最低(元)	77.23/34.56
总市值(亿元)	166.86
流通市值(亿元)	113.41
总股本(亿股)	2.46
流通股本(亿股)	1.67
近 3 个月换手率(%)	442.0

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-显示面板切换潜力赛道 半导体布局初现成效》- 2020.3.16

● 业绩短期承压不改长期增长预期，维持“增持”评级。

受毛利率下滑及新业务投入期亏损等影响，公司 2019 年业绩微降，但中长期增长逻辑未变：OLED 检测支撑当前业绩增长，半导体检测有望在 2021-2022 年成长为核心业务板块。考虑疫情影响，我们下调公司 2020-2022 年 EPS 分别至 1.32（-0.33）/1.63（-0.59）/2.00 元，对应 PE 51/42/34 倍，维持“增持”评级。

● 竞争加剧毛利率下滑+半导体/新能源投入期亏损等原因导致 2019 年业绩微降

1.2019 年:1) 实现营收 19.5 亿元（+40.4%），主要系占营收比例较大的 AOI 光学检测、OLED 检测收入大增所致；2) 实现归母净利润 2.7 亿元（-6.7%），增速为负的主要原因:a.毛利率下降 3.9pct，其中 AOI 光学检测下降 5.7pct，信号检测下降 6.2pct，主要系竞争加剧所致；b.管理费用率上升 2.8pct，主要系公司规模增长相关管理成本增加所致；c.研发费用率上升 1.2pct，主要系研发投入增加所致；d.财务费用率上升 0.8pct，主要系利息支出增加所致。2.2020Q1 公司实现营收 3.0 亿元（-32.7%），归母净利润 625 万元（-92.3%），受新型冠状病毒疫情影响业绩大幅下滑。公司自 3 月底已基本实现全面复工，产能逐步恢复至正常水平。

● OLED 产能爆发将带动平板显示业务高增长，半导体业务或快速成长为业绩增长的重要驱动力

1.平板显示:OLED 接力 LCD 成为显示面板增长新动力，国产 OLED 产能将在 2-3 年进入集中爆发期，或将带动公司平板显示检测业务实现高增长。2.半导体:1) 全面覆盖前道工艺检测及后道测试设备，近期密集获得小批量订单，我们认为该板块有望快速成长为公司业绩增长的重要驱动力:a.前道，2020/01 中标长存 3 台集成式膜厚 OCD 量测仪，电子显微镜预计 2020 年推向市场；b.后道，2019/12 中标长存 5 台存储芯片测试设备，2020/03 获台湾客户驱动芯片测试设备约 6800 万元订单。2) 大基金已投中芯国际、长存等龙头 Foundry，无论战略亦或财务角度都更希望推进已投制造厂更多采用已投设备厂产品，随二期在制造、设备领域投资加码，想象空间更大，公司有望成为国内龙头制造厂的“优先选项”。

● 风险提示：OLED 增长不及预期，晶圆厂采购进度不及预期，半导体拓展缓慢。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,390	1,951	2,382	2,985	3,774
YOY(%)	55.2	40.4	22.1	25.3	26.4
归母净利润(百万元)	289	270	325	399	491
YOY(%)	73.2	-6.7	20.5	22.9	22.8
毛利率(%)	51.2	47.3	47.3	47.2	47.1
净利率(%)	20.8	13.8	13.6	13.4	13.0
ROE(%)	25.1	17.5	18.5	19.8	20.3
EPS(摊薄/元)	1.18	1.10	1.32	1.63	2.00
P/E(倍)	57.7	61.9	51.4	41.8	34.0
P/B(倍)	14.4	12.1	10.2	8.7	7.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 竞争加剧毛利率下滑+半导体/新能源投入期亏损导致 2019 年业绩微降，疫情影响致使 2020Q1 短期承压	3
1.1、 2019 年年报拆解：业绩小幅下滑，OLED 收入大幅增长+半导体收入实现零突破	3
1.2、 2020Q1 季报情况：受疫情影响业绩短期承压	4
2、 OLED 产能爆发带动平板显示业务高增长，半导体业务或快速成长为业绩增长的重要驱动力	4
2.1、 OLED 接力 LCD，平板显示检测设备迎发展新契机	4
2.2、 半导体检测业务覆盖前道工艺检测及后道测试，大基金介入将引领发展新阶段	5
3、 盈利预测与投资建议	6
4、 风险提示	6
附：财务预测摘要	7

图表目录

图 1： AOI 与 OLED 收入高速增长（亿元）	5
图 2： OLED 业务占比大幅提升	5
图 3： 公司及实控人承诺上海精测收入大幅增长（千万元）	6

1、竞争加剧毛利率下滑+半导体/新能源投入期亏损导致 2019 年业绩微降，疫情影响致使 2020Q1 短期承压

1.1、2019 年年报拆解：业绩小幅下滑，OLED 收入大幅增长+半导体收入实现零突破

(1) 营业收入：公司 2019 实现营业收入 19.5 亿元，同比大增 40.4%，主要由于占营收比例较大的业务板块（AOI 光学检测系统、OLED 调测系统）收入大幅增加所致。

a、平板显示检测领域：

- **AOI 光学检测系统**，实现销售收入 7.7 亿元，同比增长 39.7%，占营收比例 39.4%；
- **OLED 调测系统**，实现销售收入 6.8 亿元，同比大增 198.6%，占营收比例 34.9%；
- **平板显示自动化设备**，实现销售收入 1.3 亿元，同比下降 51.0%，占营收比例 6.7%；
- **信号检测系统**，实现销售收入 3.2 亿元，同比下降 4.6%，占营收比例 16.2%。

b、半导体检测领域：实现零的突破，完成销售收入 470 万元。

c、新能源检测领域：实现销售收入 1398 万元。

(2) 归母净利润：公司 2019 实现归母净利润 2.7 亿元，同比下降 6.7%，营收同比大增但归母净利润增速为负的主要原因有：

a、产品整体毛利率相比 2018 年同期下降 3.9pct，其中 AOI 光学检测系统下降 5.7pct，信号检测系统下降 6.2pct；

b、管理费用率相比 2018 年同期上升 2.8pct，主要是由于随公司规模增长相关的管理成本增加所致；

c、研发费用率相比 2018 年同期上升 1.2pct，主要是由于公司研发投入增加所致（这里需要额外指出的是，公司部分研发投入在 2019 年采取了资本化处理，占研发投入比例 7.7%，占归母净利润比例 8.3%，这部分资本化研发投入主要来自于半导体检测业务，而此前年度全部采用费用化处理）；

d、财务费用率相比 2018 年同期上升 0.8pct，主要是由于银行借款增加导致利息支出增加所致。

(3) 其他费用：公司 2019 年销售费用率相较 2018 年同期微增 0.05pct，基本持平。

(4) 资产负债方面：

a、应收账款，同比增加 33.1%，主要由于销售收入增加所致；

b、预付款项，同比增长 145.6%，主要由于预付给部分供应商的货款大幅增长且

未到结算期所致；

c、**存货**，同比增长 60.0%，主要由于为后续订单备货增长以及部分订单正在生产尚未交付所致。

(5) 现金流方面：

a、**经营活动现金流净额**，同比下降-165.4%，主要由于未来订单增长，与之相关的采购支出增加所致；

b、**投资活动现金流净额**，相较 2018 年同期下降 3.3 亿元，主要是由于支付 WINTEST、武汉颐光、湖北三维半导体、珠海晶讯及长江先进存储产业创新有限责任公司投资款等原因所致。

1.2、2020Q1 季报情况：受疫情影响业绩短期承压

(1) **营业收入**：公司 2020 年 Q1 实现营业收入 3.0 亿元，同比下降 32.7%，主要是由于受到新型疫情影响，复工时间延迟、物流交通受阻所致。

(2) **归母净利润**：公司 2020 年 Q1 实现归母净利润 625 万元，同比下降 92.3%，归母净利润增速低于营收增速主要是由于虽疫情期间公司大部分生产经营活动基本处于停滞状态，但同时公司的各项费用及员工薪资仍正常发生，导致一季度业绩下滑幅度更大。

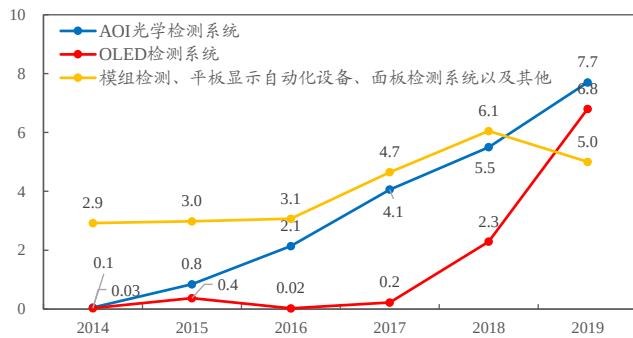
公司从 3 月初开始逐步复工复产，3 月底已基本实现全面复工，当前产能已经逐步恢复至正常水平。

2、OLED 产能爆发带动平板显示业务高增长，半导体业务或快速成长为业绩增长的重要驱动力

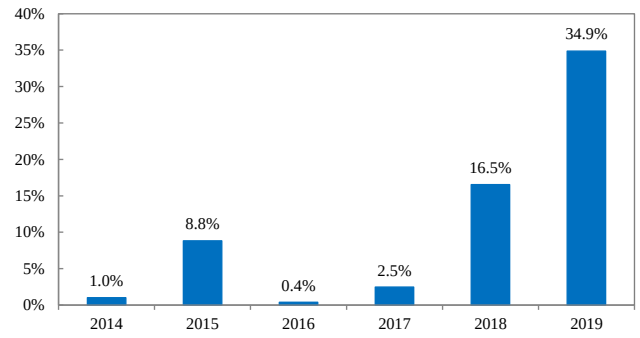
2.1、OLED 接力 LCD，平板显示检测设备迎发展新契机

OLED 接力 LCD 成为显示面板增长新动力，公司迎来发展新契机。当前 LCD 产线投资放缓，但受益于 OLED、Micro-LED、Mini-LED、量子点等新型显示产品，特别是 OLED 产品的大幅增长，平板显示检测设备的市场需求同步增长。公司紧抓市场机遇大力拓展新型显示检测业务，2019 年在 OLED 领域实现接近两倍的高增长，该板块收入占比也从 2018 年的 17% 上升至 35%。随着技术进一步突破，国产 OLED 产能将在未来 2-3 年进入集中爆发期，有望带动公司平板显示检测业务实现高增长。

此外，从制程角度看，公司产品已覆盖 Module、Cell 制程的检测系统，并在 Array 制程不断突破实现规模销售，成为行业内少数几家能够提供平板显示三大制程检测系统的企业。随着公司在壁垒更高的 Array 制程不断实现产品和市场的突破，产品价值量、附加值均有望提升，为公司打开更广阔的成长和利润空间。

图1: AOI 与 OLED 收入高速增长 (亿元)


数据来源: Wind、开源证券研究所

图2: OLED 业务占比大幅提升


数据来源: Wind、开源证券研究所

2.2、半导体检测业务覆盖前道工艺检测及后道测试，大基金介入将引领发展新阶段

公司半导体领域布局基本完成，全面覆盖半导体前道工艺检测及后道测试。近期密集获得小批量订单，收入实现零突破。1)前道工艺检测(控股子公司上海精测): a、光学量测设备，以椭圆偏振技术为核心开发了半导体膜厚测量以及光学关键尺寸测量系统，于 2020/01 中标长江存储 3 台集成式膜厚光学关键尺寸量测仪; b、电子束设备，电子显微镜相关设备预计在 2020 年推向市场。2)后道测试: a、与韩国 IT&T 合资设立的控股子公司武汉精鸿聚焦于自动检测设备 (ATE) 领域，主要产品为存储芯片测试设备，于 2019/12 中标长江存储存储芯片测试设备 (5 台高温老化测试机); b、控股的日本 WINTEST 主要产品为驱动芯片测试设备，并在武汉设立子公司以加快其技术引进，2020/03，WINTEST LCD 驱动 IC 检测设备获台湾客户 10.5 亿日元 (约 6800 万元) 订单。2019 年，公司在半导体检测领域实现零突破，完成销售收入 470 万元。我们认为，公司半导体业务订单逐步进入兑现阶段，有望在 2-3 年的短期内成为继 OLED 检测后又一业绩增长的重要驱动力。

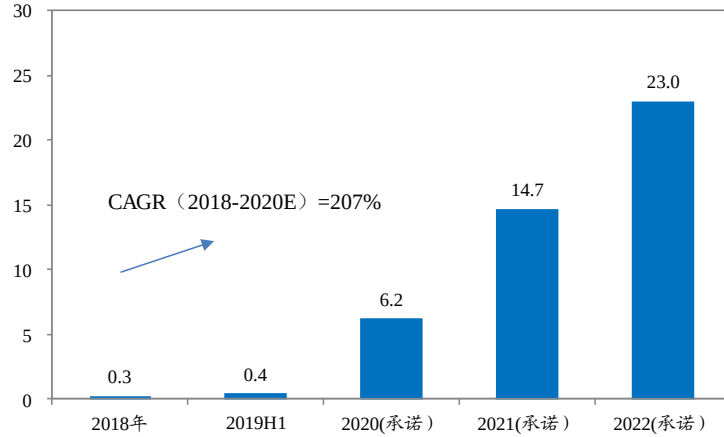
获大基金投资，将充分受益其资源合力打通下游客户渠道。2019/09，上海精测成功引入国家集成电路产业投资基金、上海半导体装备材料产业投资基金合伙企业 (有限合伙) 等专业机构的投资。精测电子及实控人彭霁先生向各投资者承诺了 2020-2023 年上海精测的业绩标准、研发及生产进度标准，彰显出对上海精测半导体工艺检测业务的发展信心:

- **营收标准:** 2020/2021/2022 年实现的营业收入应依次不低于 6240 万元/1.47 亿元/2.298 亿元;
- **产品研发及生产进度标准:** 集成式膜厚设备、独立式膜厚设备，应于 2020 年底之前实现知名晶圆厂验证订单，并应于 2022 年底通过验证并实现重复订单; 半导体 OCD 设备、晶圆散射颗粒检测设备应于 2021 年底实现知名晶圆厂验证订单，并应于 2023 年底通过验证并实现重复订单。

我们认为，大基金对于公司的投资，最重要的意义并非资金层面，而是帮助公司对接、打通下游资源，降低设备在主流制造厂商的应用障碍。大基金一期经过五年的投资，对集成电路制造领域进行了重点布局，投资过中芯国际、长江存储等龙头 Foundry，无论是从战略亦或是财务角度，其都更加希望推进已投制造厂商更多地采购来自自己投设备厂商的国产设备，大概率会在资源对接、产业链打通中发挥极其重要的作用。接下来，随着大基金二期在晶圆制造领域投资额度增加、投资范围

扩大，并将设备做为重点布局领域之一，这都为公司半导体业务的发展打开了更大的想象空间以及落地的途径。我们认为，通过引入大基金的投资，公司在半导体检测领域的发展将进入一个全新阶段，成为国内龙头晶圆制造厂商的“优先选项”。

图3: 公司及实控人承诺上海精测收入大幅增长（千万元）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、盈利预测与投资建议

我们认为,OLED显示面板检测业务将是支撑公司当前业绩增长的主要驱动力;半导体检测业务已逐步产生收入,有望在 2021-2022 年及此后成为公司业绩增长的另一重要驱动力。考虑疫情影响,我们下调公司 2020-2022 年 EPS 分别至 1.32(-0.33)/1.63(-0.59)/2.00 元,对应 PE 51/42/34 倍,维持“增持”评级。

4、风险提示

OLED 增长不及预期,晶圆厂采购进度不及预期,半导体拓展缓慢。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2045	3010	2738	3970	4695
现金	777	1104	1193	1477	1955
应收票据及应收账款	667	893	1039	1312	1673
其他应收款	18	27	40	39	57
预付账款	47	116	0	109	52
存货	402	643	348	889	803
其他流动资产	133	227	117	146	156
非流动资产	577	1239	1206	1379	1603
长期投资	65	240	294	362	447
固定资产	235	258	330	406	495
无形资产	73	186	201	218	239
其他非流动资产	205	555	381	393	422
资产总计	2622	4249	3944	5349	6298
流动负债	1384	1859	1619	2828	3498
短期借款	617	998	889	1774	2329
应付票据及应付账款	330	474	500	709	844
其他流动负债	437	387	230	345	325
非流动负债	29	908	597	497	393
长期借款	0	661	512	392	277
其他非流动负债	29	246	84	105	116
负债合计	1413	2766	2216	3326	3890
少数股东权益	51	34	28	28	27
股本	164	245	246	246	246
资本公积	430	357	357	357	357
留存收益	609	797	1027	1318	1672
归属母公司股东权益	1157	1449	1700	1995	2380
负债和股东权益	2622	4249	3944	5349	6298

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	176	-115	570	-87	530
净利润	303	260	319	400	490
折旧摊销	17	39	61	63	79
财务费用	16	38	58	74	93
投资损失	-7	24	4	4	6
营运资金变动	-170	-476	123	-628	-136
其他经营现金流	17	0	6	-1	-1
投资活动现金流	-435	-761	-38	-239	-308
资本支出	177	490	51	78	108
长期投资	-239	-306	-54	-89	-85
其他投资现金流	-497	-577	-41	-250	-284
筹资活动现金流	537	1180	-907	-183	-176
短期借款	587	381	-572	92	122
长期借款	0	661	-149	-120	-115
普通股增加	82	82	0	0	0
资本公积增加	-23	-73	0	0	0
其他筹资现金流	-109	130	-186	-155	-183
现金净增加额	276	306	-375	-510	46

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1390	1951	2382	2985	3774
营业成本	678	1028	1256	1576	1998
营业税金及附加	15	14	21	26	33
营业费用	135	190	228	280	363
管理费用	96	166	177	218	272
研发费用	172	266	334	418	520
财务费用	16	38	58	74	93
资产减值损失	16	0	0	0	0
其他收益	74	104	57	71	77
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	7	-24	-4	-4	-6
资产处置收益	0	-0	-0	-0	-0
营业利润	344	310	361	460	565
营业外收入	0	0	8	2	3
营业外支出	0	0	1	1	0
利润总额	344	309	369	462	567
所得税	41	49	50	62	78
净利润	303	260	319	400	490
少数股东损益	14	-10	-6	0	-1
归母净利润	289	270	325	399	491
EBITDA	375	419	472	580	730
EPS(元)	1.18	1.10	1.32	1.63	2.00

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	55.2	40.4	22.1	25.3	26.4
营业利润(%)	77.3	-10.0	16.8	27.3	22.8
归属于母公司净利润(%)	73.2	-6.7	20.5	22.9	22.8
获利能力					
毛利率(%)	51.2	47.3	47.3	47.2	47.1
净利率(%)	20.8	13.8	13.6	13.4	13.0
ROE(%)	25.1	17.5	18.5	19.8	20.3
ROIC(%)	17.3	9.5	10.7	10.2	10.7
偿债能力					
资产负债率(%)	53.9	65.1	56.2	62.2	61.8
净负债比率(%)	-8.8	55.7	24.6	46.0	37.7
流动比率	1.5	1.6	1.7	1.4	1.3
速动比率	1.1	1.1	1.4	1.0	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5
应付账款周转率	2.5	2.6	2.6	2.6	2.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.18	1.10	1.32	1.63	2.00
每股经营现金流(最新摊薄)	0.72	-0.47	2.32	-0.36	2.16
每股净资产(最新摊薄)	4.71	5.63	6.65	7.85	9.42
估值比率					
P/E	57.7	61.9	51.4	41.8	34.0
P/B	14.4	12.1	10.2	8.7	7.2
EV/EBITDA	44.3	41.9	36.3	30.4	24.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835