

业绩符合预期，长期看好模拟和功率产业链国产化需求

——华峰测控(688200)公司点评报告

事件：公司2020年业绩预增公告，预估2020年实现归母净利润较2019年同比+76.49%~105.91%，对应1.80~2.10亿元；预估扣非后归母净利润同比+25.01%~49.62%，对应1.27~1.52亿元；2020年业绩高速增长主要受益于半导体景气度逆势上扬和优质的产品服务。我们认为业绩符合预期，新兴领域带来大量模拟IC、功率器件需求，叠加全产业链国产化加速，公司有望长期持续受益。

报告要点：

● 公司战略发展明确，所处领域有望长期保持高景气度

公司战略发展规划是纵向深耕模拟/混合信号IC检测设备，横向扩展SoC和大功率器件检测。目前公司主力产品STS8200系列需求持续增长，新一代产品STS8300系列也有望逐渐放量。我们认为公司产品所处的模拟IC和功率器件领域未来三年有望保持高景气度，对应测试设备需求持续增长。

● 疫情之下订单饱满供不应求，公司持续扩产保证客户供应

全年看半导体行业整体需求逆势上涨，制造厂商扩产加大设备资本投入。为保证客户供应，公司产能从2020年年初约52套/月扩充到年末120套/月，未来新生产基地建设进一步打开发展空间。

● 模拟、功率半导体产业链国产化有望加速，未来业绩成长确定性强

公司产品布局SoC、分立器件和模拟三个细分领域，我们测算目前对应国内市场空间约22.5亿元，且市场规模还在持续增长。5G、AIOT、汽车电子等新兴应用带来大量增量需求，同时模拟和功率芯片产业链抵御外部干扰因素能力明显高于数字芯片，全产业链国产化有望加速推进，测试设备对接设计、制造和封测全部环节，与客户较高的粘性有望进一步加快产品放量。

● 投资建议与盈利预测

公司目前产品需求持续增长，在SoC和高功率产品布局有望突破中高端测试市场的海外垄断，接力保持业绩高成长性。预计2020-2022年，公司总营收为4.17、7.20、10.85亿元，归属母公司股东净利润为2.05、3.05、4.21亿元，维持公司“买入”的投资评级。

● 风险提示

模拟测试机市场容量小，目前公司产品较单一；SoC测试系统研发和市场拓展不及预期；行业竞争加剧导致价格和毛利波动。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	218.68	254.61	416.77	720.26	1085.38
收入同比(%)	47.18	16.43	63.69	72.82	50.69
归母净利润(百万元)	90.73	101.99	204.74	305.38	421.19
归母净利润同比(%)	71.80	12.41	100.75	49.16	37.92
ROE(%)	38.50	23.83	9.45	12.64	15.29
每股收益(元)	1.48	1.67	3.35	4.99	6.88
市盈率(P/E)	252.22	224.38	111.77	74.94	54.33

资料来源：Wind,国元证券研究中心

买入|维持

当前价：374.01元

基本数据

52周最高/最低价(元)：377.0/187.33

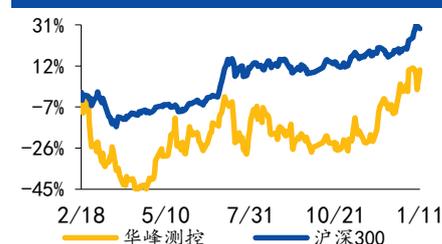
A股流通股(百万股)：13.94

A股总股本(百万股)：61.19

流通市值(百万元)：5212.17

总市值(百万元)：22883.87

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-华峰测控(688200)公司深度报告：半导体测试系统龙头，模拟和SoC助力长期成长》
2021.01.07

报告作者

分析师 贺茂飞

执业证书编号 S0020520060001

电话 021-51097188-1937

邮箱 hemaofei@gyzq.com.cn

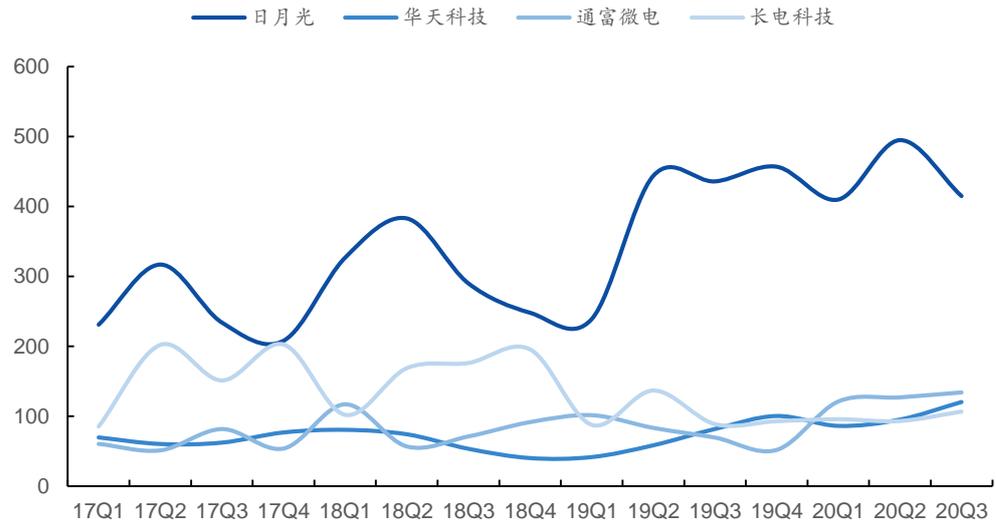
联系人 王舒磊

电话 021-51097188

邮箱 wangshulei@gyzq.com.cn

芯片需求量以及复杂度同步增加，整个封测行业厂商面临严重产能不足。根据日月光 10 月底业绩会，公司产能供需差达到 30%-40%，预计情况将至少持续到明年二季度。新增大量市场需求和大陆半导体产能扩张有利于封测环节长期发展，国产设备供应商有望在技术和业绩方面实现双重进步。日月光作为全球封测龙头自 2019 年开始一直保持较高的资本支出，国内封测龙头和功率半导体企业也提出扩产计划。

图 1：头部封测企业资本支出情况（百万美元）



资料来源：公司季报，国元证券研究所

表 1：部分封测扩产计划

公司名称	地点	项目规划	项目 建设期	建设及设备 投资额
长电科技	江阴	年产 36 亿颗高密度集成电路及系统级封装模块	3 年	27.3 亿元
长电科技	宿迁	年产 100 亿块通信用高密度混合集成电路及模块封装	5 年	21.0 亿元
通富微电	南通	年产集成电路产品 12 亿块，晶圆级封装 8.4 万片	3 年	23.7 亿元
通富微电	南通	年新增车载品封装测试 16 亿块	3 年	10.6 亿元
通富微电	苏州	年封测中高端集成电路产品 4420 万块	2 年	5.7 亿元
华天科技	南京	一期已于今年 7 月正式投产，二期实施阶段	-	80.0 亿元
华润微	重庆	一期规划 24 亿只，二期 60 亿只	3 年	35.0 亿元
深科技	合肥	DRAM 月产能 4,800 万颗，存储模组月产能 246 万条，NAND 月产 320 万颗	3 年	29.6 亿元
捷捷微电	启东	年封装测试各类车规级大功率器件和电源器件 1,627.5kk	2 年	13.3 亿元
扬杰科技	扬州	智能终端用超薄微功率半导体器件 2000KK/月	3 年	13.8 亿元

资料来源：公司公告，国元证券研究所

半导体测试设备主要可分为测试机、探针台和分选机三大类，其中测试机占比约 65%。根据赛迪咨询数据，2018 年我国半导体测试机按应用领域划分，存储类占比 43.8%，SoC 类占比 23.5%，其余还包括数字、模拟和分类器件等。

测试类设备占半导体设备总市场的 8-9%，我们推算 2020 年中国大陆测试设备市场规模约 80 亿人民币，其中测试机市场约 50 亿元。公司布局 SoC、分立器件和模拟三个细分领域合计占比约 45%，对应市场空间 22.5 亿元，且市场规模还在持续增长。

图 2：2018 年全球测试设备产品结构

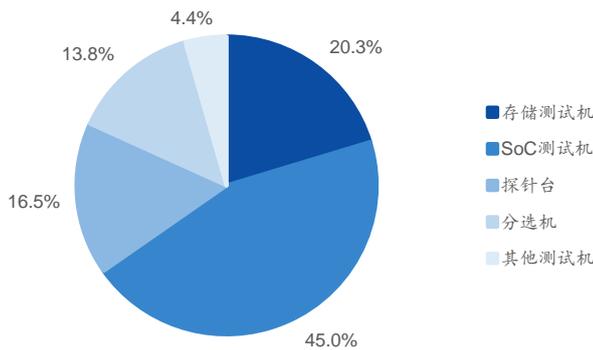
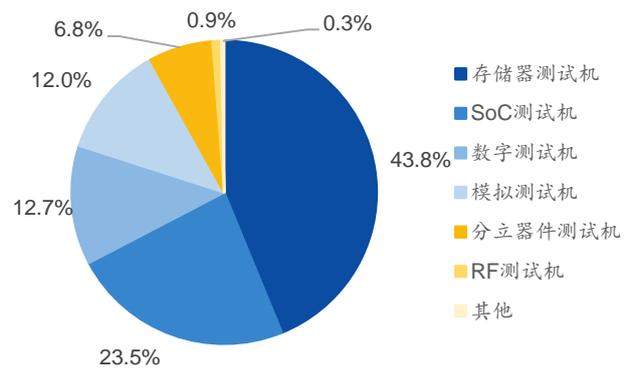


图 3：2018 年中国测试机细分领域市场结构



资料来源：SEMI，国元证券研究所

资料来源：SEMI，赛迪咨询，国元证券研究所

通过对比数字和模拟集成电路特点、市场需求和国内行业发展情况，我们认为模拟 IC 国产化进度有望加速，并且外部干扰因素相对较小。和数字 IC 相比，模拟 IC 在辅助软件、设备方面受外部影响较少，目前国内主要缺少资深的技术人才，随着各类人才引进政策、“产、学、研结合”项目的展开，模拟 IC 国产化有望进入平稳且快速的成长阶段。

表 2：数字和模拟集成电路行业对比

模拟 IC		数字 IC	差异对比
技术层次	设计门槛高，学习曲线 10-15 年	EDA 辅助设计，学习曲线 3-5 年	模拟设计人才短缺，产品专利布局不完善
工艺需求	特色工艺	先进工艺	数字 IC 多用 CMOS 工艺，性能提升依靠高效算法和晶体管集成度，对 EDA 和先进设备依赖程度极高；模拟 IC 多用 BCD 工艺，对设计经验、材料依赖程度高于辅助软件和先进设备
产品价格	低但稳定	因时效性而变化	模拟 IC 单类产品价格相对稳定，价格变化随行就市；数字 IC 市场竞争激烈和更新换代，价格变化剧烈
产品特点	少量多样，寿命长，迭代慢	量多样少，寿命短，迭代快	5G、AIOT 推动应用场景丰富化，模拟类 IC 需求增多
产业链状态	设计碎片化，制造环节领先	设计趋向整合且国际先进，制造环节落后	数字 IC 依赖先进制程，中美摩擦导致设备材料受限影响巨大；模拟 IC 依赖资深设计人才，国内处于经验积累阶段

资料来源：国元证券研究所

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	241.49	419.71	2117.45	2352.24	2689.00
现金	111.98	227.50	1803.94	1792.10	1841.88
应收账款	35.57	84.70	138.64	239.60	361.06
其他应收款	0.54	0.86	1.41	2.44	3.67
预付账款	0.06	4.58	7.49	14.50	22.15
存货	45.16	52.84	86.37	167.16	255.40
其他流动资产	48.18	49.23	79.60	136.44	204.83
非流动资产	44.59	73.88	136.75	196.42	250.73
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	17.40	16.77	64.04	104.84	139.70
无形资产	0.91	22.28	43.24	64.20	85.16
其他非流动资产	26.28	34.83	29.47	27.38	25.87
资产总计	286.08	493.58	2254.20	2548.66	2939.73
流动负债	50.36	65.43	88.02	132.37	184.69
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	5.85	6.06	9.91	19.18	29.30
其他流动负债	44.51	59.37	78.11	113.19	155.39
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
其他非流动负债	0.07	0.14	0.14	0.14	0.14
负债合计	50.43	65.57	88.16	132.51	184.83
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	42.00	45.89	61.19	61.19	61.19
资本公积	58.38	165.20	1710.73	1710.73	1710.73
留存收益	135.27	216.92	394.12	644.23	982.98
归属母公司股东权益	235.66	428.01	2166.04	2416.15	2754.90
负债和股东权益	286.08	493.58	2254.20	2548.66	2939.73

现金流量表

单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	101.78	59.65	63.42	60.07	158.48
净利润	90.73	101.99	204.74	305.38	421.19
折旧摊销	2.79	4.03	6.24	11.78	17.24
财务费用	-3.14	-2.52	-20.31	-35.96	-36.34
投资损失	-0.09	-0.12	-32.00	-20.00	-10.00
营运资金变动	9.50	-49.63	-103.75	-213.42	-248.15
其他经营现金流	1.99	5.90	8.52	12.29	14.53
投资活动现金流	-24.81	-30.81	-40.59	-52.59	-62.59
资本支出	24.91	27.93	50.00	50.00	50.00
长期投资	0.00	3.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	0.10	0.12	9.41	-2.59	-12.59
筹资活动现金流	-30.83	86.37	1553.61	-19.31	-46.10
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	3.89	15.30	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	106.82	1545.53	0.00	0.00
其他筹资现金流	-30.83	-24.33	-7.22	-19.31	-46.10
现金净增加额	47.91	115.52	1576.44	-11.84	49.78

利润表

单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	218.68	254.61	416.77	720.26	1085.38
营业成本	39.03	46.32	75.72	146.55	223.91
营业税金及附加	3.95	2.94	4.81	8.31	12.53
营业费用	33.29	35.36	56.26	93.63	141.10
管理费用	24.26	22.70	45.84	79.23	119.39
研发费用	24.39	32.66	56.26	100.84	151.95
财务费用	-3.14	-2.52	-20.31	-35.96	-36.34
资产减值损失	-0.73	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.09	0.12	32.00	20.00	10.00
营业利润	102.97	120.02	239.95	357.43	492.61
营业外收入	0.11	0.02	0.03	0.03	0.03
营业外支出	0.00	0.99	1.00	1.00	1.00
利润总额	103.08	119.05	238.98	356.46	491.64
所得税	12.35	17.06	34.24	51.08	70.45
净利润	90.73	101.99	204.74	305.38	421.19
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	204.74	305.38	421.19
EBITDA	102.63	121.53	225.87	333.25	473.51
EPS (元)	2.16	2.22	3.35	4.99	6.88

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	47.18	16.43	63.69	72.82	50.69
营业利润 (%)	70.65	16.55	99.93	48.96	37.82
归属母公司净利润 (%)	71.80	12.41	100.75	49.16	37.92
获利能力					
毛利率 (%)	82.15	81.81	81.83	79.65	79.37
净利率 (%)	41.49	40.06	49.12	42.40	38.81
ROE (%)	38.50	23.83	9.45	12.64	15.29
ROIC (%)	85.25	57.57	55.84	46.12	44.21
偿债能力					
资产负债率 (%)	17.63	13.29	3.91	5.20	6.29
净负债比率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	4.80	6.41	24.06	17.77	14.56
速动比率	3.90	5.59	23.05	16.48	13.14
营运能力					
总资产周转率	0.88	0.65	0.30	0.30	0.40
应收账款周转率	5.55	3.94	3.37	3.44	3.27
应付账款周转率	6.29	7.78	9.48	10.08	9.24
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.48	1.67	3.35	4.99	6.88
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.66	0.97	1.04	0.98	2.59
每股净资产 (最新摊薄)	3.85	7.00	35.40	39.49	45.03
估值比率					
P/E	252.22	224.38	111.77	74.94	54.33
P/B	97.11	53.47	10.56	9.47	8.31
EV/EBITDA	220.54	186.24	100.20	67.92	47.80

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188