

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

华峰测控 (688200. SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

方竞 电子行业分析师  
执业编号: S1500520030001  
联系电话: +86 15618995441  
邮箱: fangjing@cindasc.com

童秋涛 研究助理

联系电话: +86 13127514626  
邮箱: tongqiutao@cindasc.com

#### 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

《华峰测控: 测试机龙头业绩超预期, 新品验证顺利助腾飞》  
2020.08.04

《华峰测控: 三季报业绩符合预期, 新产能释放助来年高增》  
2020.10.23

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

## 四季度业绩符合预期, 三大驱动力护航公司 2021 高增

2021 年 1 月 12 日

**事件:** 2021 年 1 月 11 日, 华峰测控发布 20 年业绩预告, 预计实现归母净利润 1.80-2.10 亿元, 同比增长 76.49%-105.91%; 扣非净利 1.27-1.52 亿元, 同比增长 25.01%-49.62%。

#### 点评:

**测试设备龙头 20 年 Q4 业绩符合预期, 展望 21 年仍将有不俗表现。** 公司单四季度归母净利润 0.43-0.73 亿元, 同比增长 109.81%-255.3%, 环比增长 -8.64%-54.73%; 扣非净利 0.12 - 0.37 亿元, 同比增长 -41.44%至+79.9%, 环比增长 -69.53%至-6.41%。由于 20 年下半年以来下游封测景气度持续上行, 且受益于快充爆发, GaN 等第三代半导体也赢得超预期表现, 公司订单量饱满, 产能供不应求。我们认为公司实际业绩表现有望接近上限。同时, 由于四季度计提薪酬及奖金等费用, 所以扣非净利环比微降。

公司全年非经常性损益影响约在 5500 万元左右, 其中 Q4 约在 3300 万左右, 主要由于银行理财收益的增加以及认购通富微电非公开发行的股票所获收益。

**站在 2021 年伊始, 我们对市场关注焦点及公司成长逻辑再度阐述如下:**

**1、8300 平台打开市场空间:** 前期市场普遍质疑公司所处赛道空间较小。但我们认为伴随着 8300 平台的成熟放量, 空间难题将迎刃而解。目前公司的 8200 老平台主攻模拟及低阶数模混合, 全球市场空间约为 6 亿美元。而 8300 平台于 2020 年开始获得订单, 目标市场扩至高阶数模混合, 空间约为 10 亿美元; 且 8300 平台接口频率可覆盖 400Mhz, 从而进入 SOC 测试机市场, 全球市场空间 10 亿美元。

**2、产能释放在即, 公司业绩将腾飞:** 公司 20 年下半年业绩表现虽已破历史新高, 但受产能限制, 所以环比增长有限。公司原产线设计产能约 60-70 台/月, 长期维持高负荷运转。不过公司正实施原地扩产, 预计一季度落地, 产能可至 120 台/月, 且天津新产地有望于 21 年 Q2 落地, 届时产能将翻倍增长。产能瓶颈突破叠加下游高景气度下, 公司业绩将再度腾飞。

**3、GaN 快充为公司成长新动能:** 20 年受益于快充爆发, 公司 GaN 等第三代半导体测试设备也获得超预期表现, 大功率类订单占比达 20%以上。目前公司与氮化镓快充龙头 Navitas 及国内新锐英诺赛科深度合作, 公司测试机占 Navitas 采购量 7 成以上。且据台媒 Digitimes 报道, 苹果 21 年有望基于 Navitas 的解决方案推出 GaN 快充, 或将助力公司 GaN 设备出货再超预期。

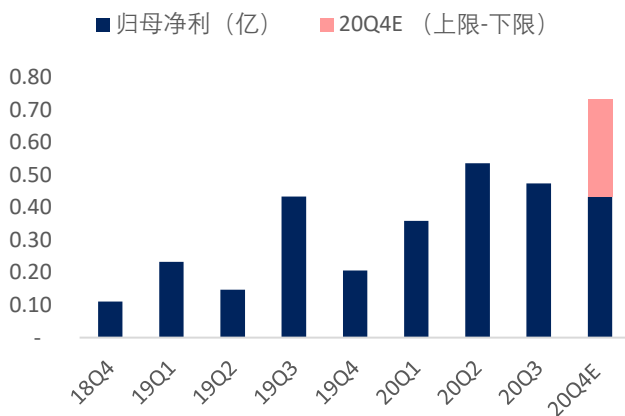
**盈利预测与投资评级:** 作为国内模拟测试龙头, 华峰测控技术优势领先, 且盈利能力突出。当前下游封测景气度持续上行, 且受益于快充爆发, GaN 等第三代半导体也赢得超预期表现, 公司产品订单饱和, 但由于产能不足限制了公司业绩进一步提升。后续产能一旦顺利落地, 公司业绩将再度腾飞。我们看好公司长期发展, 预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.97 亿/2.95 亿/3.81 亿, 当前市值对应 PE 为 116.09/77.60/60.10 倍。维持“买入”评级。

风险因素：产品研发风险/行业景气度下滑风险/市场竞争风险

| 重要财务指标        | 2018A  | 2019A  | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元)    | 218.68 | 254.61 | 412.07 | 666.86 | 911.86 |
| 增长率 YoY %     | 47.18% | 16.43% | 61.84% | 61.83% | 36.74% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 90.73  | 101.99 | 197.13 | 294.92 | 380.79 |
| 增长率 YoY%      | 71.80% | 12.41% | 93.29% | 49.61% | 29.11% |
| 毛利率%          | 82.15% | 81.81% | 81.40% | 81.02% | 80.62% |
| 净资产收益率ROE%    | 43.95% | 30.73% | 14.73% | 12.38% | 14.18% |
| EPS(摊薄)(元)    | 1.98   | 2.22   | 3.22   | 4.82   | 6.22   |
| 市盈率 P/E(倍)    | 189.17 | 224.39 | 116.09 | 77.60  | 60.10  |
| 市净率 P/S(倍)    | 104.65 | 89.88  | 55.54  | 34.32  | 25.10  |

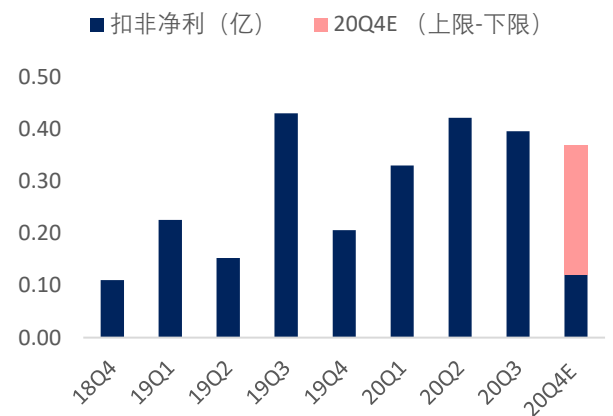
资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年1月11日收盘价

图 1：公司各季度归母净利情况及预计



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：公司各季度扣非净利情况及预计



资料来源：Wind，信达证券研发中心

| 会计年度           | 2018A  | 2019A  | 2020E    | 2021E    | 2022E    |
|----------------|--------|--------|----------|----------|----------|
| <b>流动资产</b>    | 241.49 | 419.71 | 2,122.07 | 2,179.50 | 2,519.93 |
| 货币资金           | 111.98 | 227.50 | 1,806.73 | 1,709.61 | 1,840.90 |
| 应收票据           | 41.62  | 47.69  | 92.98    | 134.10   | 186.63   |
| 应收账款           | 35.57  | 84.70  | 102.79   | 160.23   | 245.09   |
| 预付账款           | 0.06   | 4.58   | 7.58     | 12.52    | 17.49    |
| 存货             | 45.16  | 52.84  | 87.39    | 143.39   | 199.94   |
| 其他             | 7.10   | 2.40   | 24.60    | 19.66    | 29.88    |
| <b>非流动资产</b>   | 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   |
| <b>资产总计</b>    | 286.08 | 493.58 | 2,353.41 | 2,683.97 | 3,091.28 |
| <b>流动负债</b>    | 50.36  | 65.43  | 104.47   | 169.60   | 234.20   |
| 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   | 10.03    | 16.56    | 23.13    |
| 其他             | 44.51  | 59.37  | 94.44    | 153.04   | 211.07   |
| <b>非流动负债</b>   | 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     |
| <b>负债合计</b>    | 50.43  | 65.57  | 104.61   | 169.74   | 234.34   |
| 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 | 2,248.80 | 2,514.23 | 2,856.94 |
| <b>负债和股东权益</b> | 286.08 | 493.58 | 2353.41  | 2683.97  | 3091.28  |

| 会计年度       | 2018A  | 2019A  | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入      | 218.68 | 254.61 | 412.07 | 666.86 | 911.86 |
| 同比(%)      | 47.18% | 16.43% | 61.84% | 61.83% | 36.74% |
| 归属母公司净利润   | 90.73  | 101.99 | 197.13 | 294.92 | 380.79 |
| 同比(%)      | 71.80% | 12.41% | 93.29% | 49.61% | 29.11% |
| 毛利率(%)     | 82.15% | 81.81% | 81.40% | 81.02% | 80.62% |
| ROE%       | 43.95% | 30.73% | 14.73% | 12.38% | 14.18% |
| EPS(摊薄)(元) | 1.98   | 2.22   | 3.22   | 4.82   | 6.22   |
| P/E        | 189.17 | 224.39 | 116.09 | 77.60  | 60.10  |
| P/S        | 104.65 | 89.88  | 55.54  | 34.32  | 25.10  |
| EV/EBITDA  | 150.88 | 139.83 | 101.21 | 66.15  | 47.44  |

| 会计年度            | 2018A  | 2019A  | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>营业总收入</b>    | 218.68 | 254.61 | 412.07 | 666.86 | 911.86 |
| 营业成本            | 39.03  | 46.32  | 76.65  | 126.55 | 176.75 |
| 营业税金及附加         | 3.95   | 2.94   | 4.76   | 7.70   | 10.53  |
| 销售费用            | 33.29  | 35.36  | 49.39  | 76.60  | 104.74 |
| 管理费用            | 24.26  | 22.70  | 38.49  | 58.95  | 80.61  |
| 研发费用            | 24.39  | 32.66  | 56.66  | 88.36  | 120.82 |
| 财务费用            | -3.14  | -2.52  | -8.45  | -16.08 | -13.94 |
| 减值损失合计          | 0.73   | -4.41  | -5.54  | -8.46  | -12.31 |
| 投资净收益           | 0.09   | 0.12   | 30.56  | 21.39  | 17.35  |
| 其他              | 6.72   | -1.66  | 1.01   | -7.83  | -14.04 |
| <b>营业利润</b>     | 102.97 | 120.02 | 231.68 | 346.80 | 447.97 |
| 营业外收支           | 0.11   | -0.97  | -1.58  | -2.55  | -3.49  |
| <b>利润总额</b>     | 103.08 | 119.05 | 230.10 | 344.25 | 444.48 |
| 所得税             | 12.35  | 17.06  | 32.97  | 49.33  | 63.69  |
| <b>净利润</b>      | 90.73  | 101.99 | 197.13 | 294.92 | 380.79 |
| 少数股东损益          | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| <b>归属母公司净利润</b> | 90.73  | 101.99 | 197.13 | 294.92 | 380.79 |
| EBITDA          | 104.11 | 122.74 | 226.11 | 345.97 | 482.44 |
| EPS(当年)(元)      | 2.16   | 2.22   | 3.22   | 4.82   | 6.22   |

| 会计年度           | 2018A  | 2019A  | 2020E    | 2021E   | 2022E   |
|----------------|--------|--------|----------|---------|---------|
| <b>经营活动现金流</b> | 101.78 | 59.65  | 79.15    | 185.74  | 256.78  |
| 净利润            | 90.73  | 101.99 | 197.13   | 294.92  | 380.79  |
| 折旧摊销           | 2.79   | 4.03   | 4.46     | 17.80   | 51.89   |
| 财务费用           | -1.77  | -0.33  | -8.45    | -16.08  | -13.94  |
| 投资损失           | -0.96  | -0.09  | -0.12    | -30.56  | -21.39  |
| 营运资金变动         | 10.62  | -48.92 | -84.48   | -93.15  | -150.12 |
| 其它             | -0.51  | 3.00   | 1.05     | 3.63    | 5.50    |
| <b>投资活动现金流</b> | -24.81 | -30.81 | -132.03  | -269.45 | -101.35 |
| 资本支出           | -25.00 | -28.05 | -205.98  | -307.28 | -131.01 |
| 长期投资           | 0.00   | 0.00   | 0.00     | -0.06   | 0.02    |
| 其他             | 0.19   | -2.77  | 73.95    | 37.90   | 29.65   |
| <b>筹资活动现金流</b> | -30.83 | 86.37  | 1,632.19 | -13.41  | -24.14  |
| 吸收投资           | 0.00   | 110.71 | 1,663.09 | 29.49   | 38.08   |
| 借款             | 0.07   | 0.07   | 0.00     | 0.00    | 0.00    |
| 支付利息或股息        | 3.14   | 2.52   | -11.26   | -13.41  | -24.14  |
| <b>现金流净增加额</b> | 46.14  | 115.21 | 1579.23  | -97.12  | 131.29  |

## 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，熟悉消费电子产业链。

**童秋涛**，复旦大学资产评估硕士，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                       |
|------|-----|-------------|--------------------------|
| 销售总监 | 韩秋月 | 13911026534 | hanqiuyue@cindasc.com    |
| 华北   | 卞双  | 13520816991 | bianshuang@cindasc.com   |
| 华北   | 刘晨旭 | 13816799047 | liuchenxu@cindasc.com    |
| 华北   | 顾时佳 | 18618460223 | gushijia@cindasc.com     |
| 华北   | 魏冲  | 18340820155 | weichong@cindasc.com     |
| 华北   | 阙嘉程 | 18506960410 | quejiacheng@cindasc.com  |
| 华北   | 祁丽媛 | 13051504933 | qiliyuan@cindasc.com     |
| 华东总监 | 王莉本 | 18121125183 | wangliben@cindasc.com    |
| 华东   | 孙斯雅 | 18516562656 | sunsiya@cindasc.com      |
| 华东   | 吴国  | 15800476582 | wuguo@cindasc.com        |
| 华东   | 张琼玉 | 13023188237 | zhangqiongyu@cindasc.com |
| 华东   | 国鹏程 | 15618358383 | guopengcheng@cindasc.com |
| 华东   | 李若琳 | 13122616887 | liruolin@cindasc.com     |
| 华南总监 | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com  |
| 华南   | 陈晨  | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com    |
| 华南   | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com    |
| 华南   | 江开雯 | 18927445300 | jiangkaiwen@cindasc.com  |
| 华南   | 闫娜  | 13229465369 | yanna@cindasc.com        |
| 华南   | 焦扬  | 13032111629 | jiaoyang@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）；<br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | <b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上； | <b>看好</b> ：行业指数超越基准；    |
|   | <b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%； | <b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平； |
|   | <b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间； | <b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。    |
|   | <b>卖出</b> ：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。