

三季报点评：三季度业绩超市场预期，前瞻布局打开成长空间

增持（维持）

2021年10月25日

证券分析师 周尔双

执业证号：S0600515110002
13915521100

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 朱贝贝

执业证号：S0600520090001

zhubb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	397	960	1,268	1,718
同比（%）	56.1%	141.6%	32.1%	35.4%
归母净利润（百万元）	199	473	640	873
同比（%）	95.3%	137.6%	35.3%	36.3%
每股收益（元/股）	3.26	7.73	10.46	14.26
P/E（倍）	169.88	71.50	52.86	38.78

事件：华峰测控发布2021年三季报，2021前三季度实现营业收入6.37亿元，同比+117.75%；归母净利润3.11亿元，同比+127.57%；2021Q3实现营业收入3.13亿元，同比+188.08%，环比+49.95%；归母净利润1.63亿元，同比+243.80%，环比+33.84%。

投资要点

■ 下游需求旺盛+国产替代加速，公司业绩高速增长

下游封测厂资本开支增长+半导体设备国产化替代加速的背景下，公司2021前三季度营业收入和利润均维持高速增长。国内“缺芯潮”持续，半导体行业景气度继续高涨。公司作为国内三大封测厂商（长电科技、通富微电、华天科技）模拟测试产品主力供应商，充分受益测封厂的持续扩产，产品需求旺盛。2021前三季度公司实现营业收入6.37亿元，同比+117.75%；归母净利润3.11亿元，同比+127.57%；**Q3单季度实现营业收入3.13亿元，同比+188.08%，环比+49.95%；归母净利润1.63亿元，同比+243.80%，环比+33.84%。**

■ 2021年前三季度公司净利率维持高位水平，期间费用率不断优化

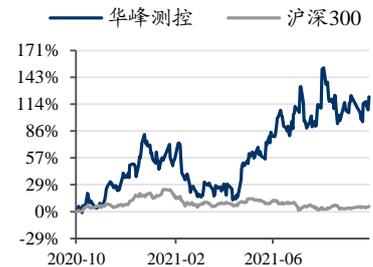
2021前三季度公司综合毛利率80.36%，同比-1.16pct；净利率48.84%，同比+2.11pct。公司净利率的提升来自期间费用率大幅下降：2021Q1-Q3公司期间费用率为32.09%，同比-13.43pct。其中，2021前三季度销售费用率为8.09%，同比-3.6pct；财务费用率为-2.33%，同比+0.05pct；管理费用率（含研发）为16.22%，同比-6.8pct，管理费用率大幅下降主要系公司营业收入快速增加导致规模效应显著。单季度看，公司Q3毛利率为79.98%，同比-1.86pct，环比-0.74pct；净利率52.04%，同比+8.44pct，环比-6.26pct。公司Q3期间费用率管控良好，Q3单季度期间费用率为14.94%，同比-21.37pct，环比-9.55pct。其中销售费用率为4.90%，同比-8.21pct，环比-4.01pct；财务费用率为-1.7%，同比-0.77pct，环比-0.01pct；管理费用率（含研发）为11.74%，同比-12.39pct，环比-5.53pct

■ 在手订单充足带来存货和合同负债大幅提升，产能瓶颈化解迎业绩弹性截至2021Q3公司存货为1.59亿元，同比+148.7%；合同负债1.4亿元，同比+265%，主要得益于公司在手订单充足。2021年以来公司一直维持满负荷生产状态，随着2021年9月8日公司入驻天津生产基地，该基地规划总占地面积约3万平方米，包括两条8200产线和一条全新8300产线，公司产能由2021Q1的120台/月扩产至200台/月，将有效缓解公司产能紧缺，加快产品推广进度。

■ 盈利预测与投资评级：我们预计公司2021-2023年的归母净利润分别从3.79/5.27/7.25亿元上调至4.73（上调24.8%）/6.40（上调21.4%）/8.73（上调20.4%）亿元，对应PE为72/53/39倍，考虑到半导体封测设备国产替代趋势和行业高度景气，维持“增持”评级。

■ 风险提示：SoC测试机和大功率器件测试系统研发不及市场预期，GaN测试设备放量国产化不及市场预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	553.05
一年最低/最高价	242.18/658.00
市净率(倍)	13.90
流通A股市值(百万元)	19754.44

基础数据

每股净资产(元)	39.79
资产负债率(%)	9.55
总股本(百万股)	61.33
流通A股(百万股)	35.72

相关研究

1、《华峰测控（688200）：正式入驻天津生产基地，加速扩产&持续推进产品生态布局》

2021-09-28

2、《华峰测控（688200）：2021中报业绩点评：业绩高增订单饱满，重研发助力业务拓展》

2021-08-26

3、《华峰测控（688200）：2020年报业绩点评：产能加速释放，新产品8300放量可期》

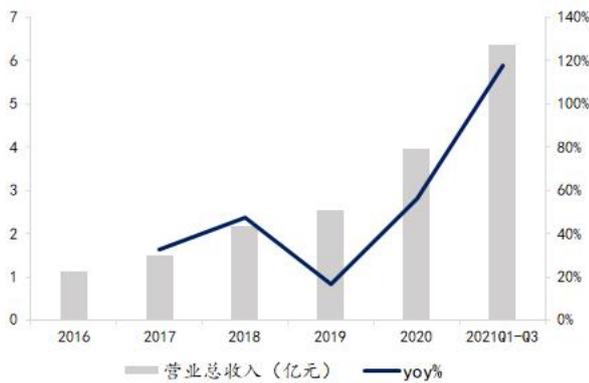
2021-04-15

事件：华峰测控发布 2021 年三季报，2021 前三季度实现营业收入 6.37 亿元，同比+117.75%；归母净利润 3.11 亿元，同比+127.57%；2021Q3 实现营业收入 3.13 亿元，同比+188.08%，环比+49.95%；归母净利润 1.63 亿元，同比+243.80%，环比+33.84%。

1. 下游需求旺盛+国产替代加速，公司业绩高速增长

下游封测厂资本开支增长+半导体设备国产化替代加速的背景下，公司 2021 前三季度营业收入和利润均维持高速增长。国内“缺芯潮”持续，半导体行业景气度继续高涨。公司作为国内三大封测厂商（长电科技、通富微电、华天科技）模拟测试产品主力供应商，充分受益测封厂的持续扩产，产品需求旺盛。2021 前三季度公司实现营业收入 6.37 亿元，同比+117.75%；归母净利润 3.11 亿元，同比+127.57%；**Q3 单季度实现营业收入 3.13 亿元，同比+188.08%，环比+49.95%；归母净利润 1.63 亿元，同比+243.80%，环比+33.84%。**

图 1：公司 2021Q1-Q3 营业收入高速增长



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：公司 2021Q1-Q3 归母净利润维持高增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

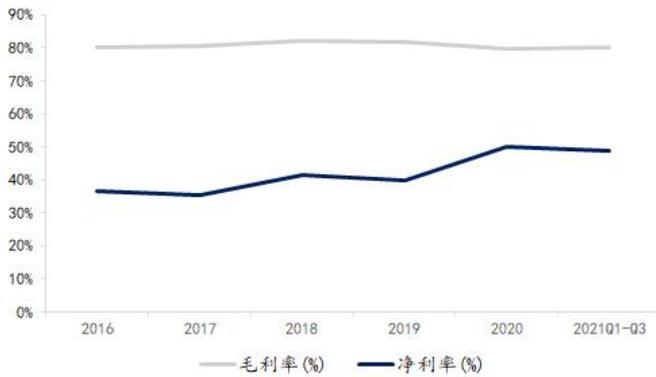
2. 2021 年前三季度公司净利率维持高位水平，期间费用率不断优化

2021 前三季度公司综合毛利率 80.36%，同比-1.16pct；净利率 48.84%，同比+2.11pct。公司净利率的提升来自期间费用率大幅下降：2021Q1-Q3 公司期间费用率为 32.09%，同比-13.43pct。其中，2021 前三季度销售费用率为 8.09%，同比-3.6pct；财务费用率为 -2.33%，同比+0.05pct；管理费用率（含研发）为 16.22%，同比-6.8pct，管理费用率大幅下降主要系公司营业收入快速增加导致规模效应显著。

单季度看，公司 Q3 毛利率为 79.98%，同比-1.86pct，环比-0.74pct；净利率 52.04%，

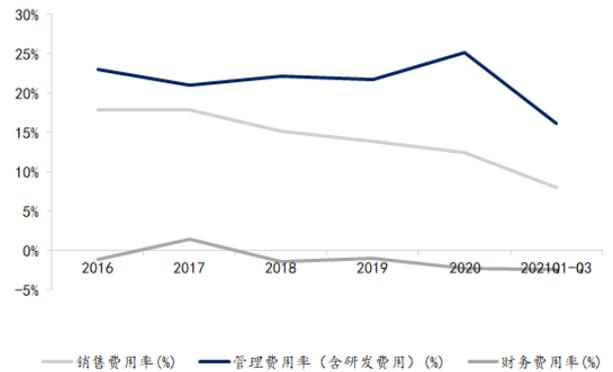
同比+8.44pct，环比-6.26pct。公司 Q3 期间费用率管控良好，Q3 单季度期间费用率为 14.94%，同比-21.37pct，环比-9.55pct。其中销售费用率为 4.90%，同比-8.21pct，环比-4.01pct；财务费用率为-1.7%，同比-0.77pct，环比-0.01pct；管理费用率（含研发）为 11.74%，同比-12.39pct，环比-5.53pct。

图 3: 公司 2021Q1-Q3 毛利率和净利率维持高位



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 公司 2021Q1-Q3 期间费用率不断下降



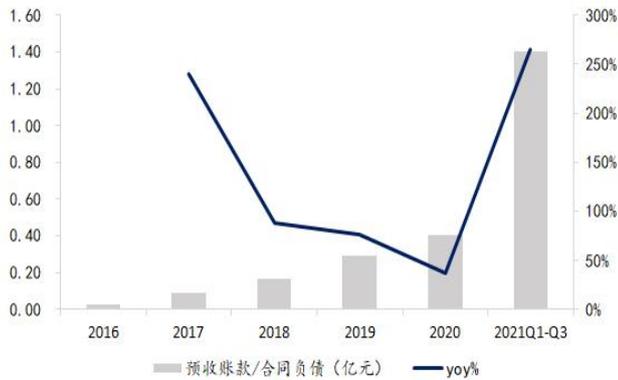
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 在手订单充足带来存货和合同负债大幅提升，产能瓶颈化解将迎业绩弹性

截至 2021Q3 公司存货为 1.59 亿元，同比+148.7%；合同负债 1.4 亿元，同比+265%，主要得益于公司在手订单充足。2021 年以来公司一直维持满负荷生产状态，随着 2021 年 9 月 8 日公司入驻天津生产基地，该基地规划总占地面积约 3 万平方米，包括两条 8200 产线和一条全新 8300 产线，公司产能由 2021Q1 的 120 台/月扩产至 200 台/月，将有效缓解公司产能紧缺，加快产品推广进度。

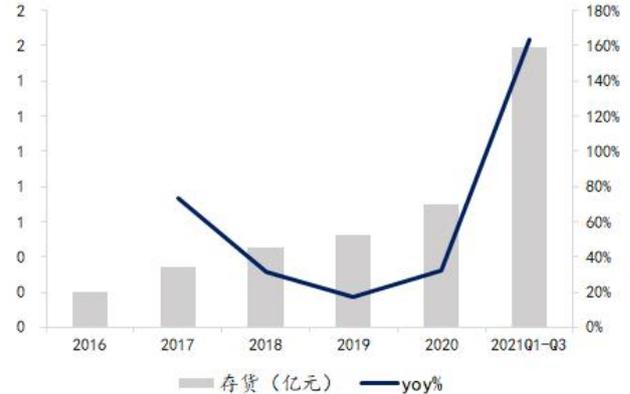
同时，公司宣布 AccoTEST 测试机全球发货总台数已达 4000 台，发展迈入新阶段，单 1000 台发货用时逐渐缩短：(1) 第一个 1000 台：2005 年 1 月-2015 年 7 月，耗时 10 年 7 个月；(2) 第二个 1000 台：2015 年 7 月-2018 年 9 月，耗时 3 年 2 个月；(3) 第三个 1000 台：2018 年 9 月-2020 年 9 月，耗时 2 年；(4) 第四个 1000 台：2020 年 9 月-2021 年 9 月，耗时 1 年。**我们判断 8200 进入加速放量期**：公司在手订单持续饱满，天津工厂投产化解产能瓶颈，我们认为发货量将进一步加速，充分释放业绩弹性。

图 5: 截至 2021Q3 公司合同负债大幅提升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: 截至 2021Q3 公司存货大幅上升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 前瞻布局 SoC 和 GaN 测试设备领域, 打开公司未来增长新空间

(1) SoC 测试机: SoC 类测试机壁垒更高且国产化率几乎为 0, 公司在 SoC 测试机领域计划从电源管理芯片 PMIC 切入, 既包含 MCU、ARM、DSP 的内核, 也包含高精度 ADC, 还有涵盖功率输出、电源控制等部件。从原先的分散到现在的整合, 逐步拓展数字和射频 SoC 技术, 其 STS8300 系列产品将搭载 SoC 类测试功能。公司募投项目计划在 2022 年形成 200 台/年的 SoC 测试机产能, 我们预计设备单价将会从 100 万元提升至 300 万元, 年产值增量为 4-6 亿元, 将扩大公司业绩增长空间。

(2) GaN 测试设备: 第三代半导体器件在快充、5G 基站、新能源汽车、特高压、数据中心等领域的应用前景广阔。公司 2016 年开始在 GaN 领域前瞻布局, 2020 年 10 月台积电首次直接向公司采购 GaN 测试设备, 2021 为 GaN 放量元年, 目前公司在第三代半导体订单显著增长, 产品已进入 Navitas、意法半导体、华为等头部客户, 未来将持续受益下游新兴应用带来的行业高成长性和增量需求。此外, 公司基于 STS8200 测试平台的 PIM 专用测试解决方案可用于 SiC 功率模块测试, 该业务有望随 SiC 在汽车电子领域应用拓展而放量, 我们初步判断在 2022 年放量。

5. 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2021-2023 年的归母净利润分别从 3.79/5.27/7.25 亿元上调至 4.73 (上调 24.8%) /6.40 (上调 21.4%) /8.73 (上调 20.4%) 亿元, 对应 PE 为 72/53/39 倍, 考虑到半导体封测设备国产替代趋势和行业高度景气, 维持“增持”评级。

6. 风险提示

SoC 测试机和大功率器件测试系统研发不及市场预期, GaN 测试设备放量国产化不及市场预期。

华峰测控三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2085	2424	2852	3531	营业收入	397	960	1268	1718
现金	766	1738	2073	2463	减:营业成本	81	193	255	344
应收账款	188	474	521	706	营业税金及附加	3	8	11	15
存货	70	169	195	264	营业费用	50	96	114	137
其他流动资产	1061	43	63	98	管理费用	100	170	207	275
非流动资产	185	394	543	683	财务费用	-9	-38	-48	-68
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
固定资产	96	244	355	455	加:投资净收益	0	30	30	20
在建工程	78	83	70	66	其他收益	67	1	1	1
无形资产	22	41	61	80	营业利润	240	561	759	1034
其他非流动资产	67	67	67	67	加:营业外净收支	-1	-1	-1	0
资产总计	2270	2818	3396	4214	利润总额	239	561	759	1034
流动负债	131	286	337	435	减:所得税费用	39	73	99	134
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	15	20	27
应付账款	42	42	49	57	归属母公司净利润	199	473	640	873
其他流动负债	89	244	288	378	EBIT	223	494	682	946
非流动负债	4	4	4	4	EBITDA	226	506	712	994
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	4	4	4	4					
负债合计	135	290	340	439	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	14	30	52	每股收益(元)	3.26	7.73	10.46	14.26
归属母公司股东权益	2135	2513	3025	3723	每股净资产(元)	34.89	41.08	49.45	60.86
负债和股东权益	2270	2818	3396	4214	发行在外股份(百万股)	61	61	61	61
					ROIC(%)	24.3%	40.9%	54.6%	61.1%
					ROE(%)	9.3%	18.8%	21.2%	23.4%
					毛利率(%)	79.7%	79.9%	79.9%	79.9%
					销售净利率(%)	50.1%	50.8%	52.0%	52.4%
					资产负债率(%)	6.0%	10.3%	10.0%	10.4%
					收入增长率(%)	56.1%	141.6%	32.1%	35.4%
					净利润增长率(%)	95.3%	137.6%	35.3%	36.3%
					P/E	169.88	71.50	52.86	38.78
					P/B	15.85	13.46	11.18	9.09
					EV/EBITDA	150.06	67.45	47.98	34.49

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

