

华峰测控 (688200.SH)

测试设备龙头，新产品发力助成长

核心观点：

- 公司发布 21 年年报，21 年全年公司实现营业收入 8.78 亿元，同比增长 120.96%，归母净利润 4.39 亿元，同比增长 120.28%，扣非归母净利润 4.35 亿元，同比增长 193.79%。
- **产品均价持续提升。**21 年公司测试系统生产/销售/库存量分别为 1,975/1,514/737 台，分别同比增加 146.88%/113.54%/153.26%，经测算，21 年全年销售均价达到 54 万元，同比持续提升，预计随着 8300 比例不断提升，产品均价有望进一步提升。
- **毛利率继续保持稳定。**21 年综合毛利率 80.22%，同比增加 0.47pct，其中 21Q4 综合毛利率 79.85%，基本稳定在 80%。分地区来看，境外毛利率水平 76.51%，同比下降 3.11pct，主要是疫情原因，公司将部分境外销售的产品装机和调试委托合作伙伴进行所致。
- **产能持续释放。**20 年以来制约公司发展的主要因素陆续得到缓解，21 年 9 月 8 日，公司举行了“天津集成电路测试设备产业化基地”的入驻仪式，22 年 1 月 18 日，公司举行了北京市海淀区集成电路设计院的入园仪式，满足了公司研发和生产需求，产能进一步释放。21 年末公司合同负债 1.29 亿元，同比增长 221%，反应新增订单旺盛状态。
- **新产品占比持续提升。**公司 8300 系列产品主要面向 PMIC 和功率类 SoC 测试，可同时满足 FT 和 CP 的测试需求，已经获得了诸多优质客户的订单并已经取得一定的装机量，未来占比将进一步提升。
- **盈利预测和投资建议：**预计 22-24 年公司归母净利润分别为 6.65/9.29/12.59 亿元，对应 PE 分别为 39/28/20 倍。考虑可比公司估值、公司业绩增速以及公司的行业龙头地位，给予公司 22 年 70 倍 PE，对应合理价值 759.06 元/股，维持“买入”投资评级。
- **风险提示：**半导体行业投资不及预期；竞争加剧；产能瓶颈等。

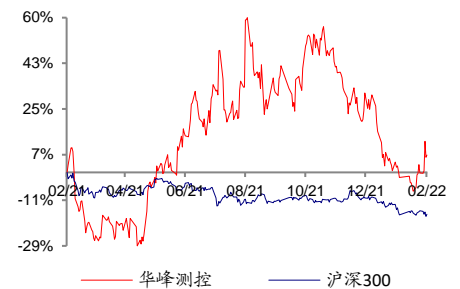
盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	397	878	1,342	1,891	2,480
增长率 (%)	56.1	121.0	52.7	40.9	31.2
EBITDA (百万元)	169	477	736	1,030	1,387
归母净利润 (百万元)	199	439	665	929	1,259
增长率 (%)	95.3	120.3	51.5	39.7	35.6
EPS (元/股)	3.26	7.15	10.82	15.11	20.49
市盈率 (x)	114.74	71.55	38.80	27.78	20.49
ROE (%)	9.3	16.7	19.8	21.6	22.7
EV/EBITDA (x)	130.96	62.76	32.51	22.49	15.93

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	419.69 元
合理价值	759.06 元
前次评级	买入
报告日期	2022-02-27

相对市场表现



分析师：

代川



SAC 执证号：S0260517080007

SFC CE No. BOS186



021-38003678



daichuan@gf.com.cn

分析师：

朱宇航



SAC 执证号：S0260520120001



021-38003676



zhuyuhang@gf.com.cn

请注意，朱宇航并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

- 华峰测控 (688200.SH) :产 2021-10-25
能提升效果显著，业绩持续高增长
- 华峰测控 (688200.SH) :业 2021-08-25
绩持续高增长，产能释放效果显著
- 华峰测控 (688200.SH) :砥 2021-05-28
砺前行，成就半导体测试设备龙头

表 1: 华峰测控可比公司PE估值情况可比

公司名称	公司代码	业务类型	市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			PE估值水平 (x)		
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
中微公司	688012.SH	半导体设备	788	492	920	1,151	160	86	68
北方华创	002371.SZ	半导体设备	1,586	537	975	1,451	295	163	109
芯源微	688037.SH	半导体设备	136	49	137	201	279	100	68
长川科技	300604.SZ	半导体设备	261	85	214	377	308	122	69
至纯科技	603690.SH	半导体设备、高纯系统	132	261	331	431	51	40	31
平均值							219	102	69

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 中微公司、北方华创、芯源微、长川科技、至纯科技盈利预测来自 Wind 一致预测, 更新日期 20220225。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,085	2,355	3,204	4,328	5,781	经营活动现金流	139	354	515	767	1,062
货币资金	766	1,439	1,967	2,732	3,798	净利润	199	439	665	929	1,259
应收及预付	188	353	586	793	1,061	折旧摊销	5	8	9	14	15
存货	70	189	275	428	544	营运资金变动	-4	-75	-154	-163	-191
其他流动资产	1,061	374	375	376	377	其它	-62	-18	-5	-12	-22
非流动资产	185	560	726	729	734	投资活动现金流	-1,447	310	-85	3	10
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-27	-345	-95	-17	-20
固定资产	19	420	495	487	481	投资变动	-1,078	677	0	0	0
在建工程	78	0	80	80	80	其他	-343	-22	10	20	30
无形资产	22	25	36	46	57	筹资活动现金流	1,472	-48	98	-5	-5
其他长期资产	67	115	115	116	116	银行借款	0	0	100	0	0
资产总计	2,270	2,915	3,929	5,057	6,515	股权融资	1,529	14	0	0	0
流动负债	131	285	555	754	952	其他	-57	-62	-3	-5	-5
短期借款	0	0	100	100	100	现金净增加额	159	615	528	765	1,067
应付及预收	42	63	125	168	230	期初现金余额	228	386	1,439	1,967	2,732
其他流动负债	89	222	330	486	623	期末现金余额	386	1,001	1,967	2,732	3,798
非流动负债	4	8	8	8	8						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	4	8	8	8	8						
负债合计	135	294	563	762	961						
股本	61	61	61	61	61						
资本公积	1,693	1,771	1,771	1,771	1,771						
留存收益	379	758	1,503	2,432	3,691						
归属母公司股东权益	2,135	2,621	3,366	4,295	5,554						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
负债和股东权益	2,270	2,915	3,929	5,057	6,515						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	397	878	1,342	1,891	2,480
营业成本	81	174	282	415	542
营业税金及附加	3	9	11	15	20
销售费用	50	76	107	151	198
管理费用	41	56	80	113	124
研发费用	59	94	134	180	223
财务费用	-9	-20	-31	-41	-59
资产减值损失	0	0	-3	-3	-3
公允价值变动收益	55	-7	10	20	30
投资净收益	0	6	0	0	0
营业利润	240	505	782	1,093	1,482
营业外收支	-1	3	0	0	0
利润总额	239	508	782	1,093	1,482
所得税	39	69	117	164	222
净利润	199	439	665	929	1,259
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	199	439	665	929	1,259
EBITDA	169	477	736	1,030	1,387
EPS (元)	3.26	7.15	10.82	15.11	20.49

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	56.1%	121.0%	52.7%	40.9%	31.2%
营业利润增长	99.6%	110.9%	54.8%	39.7%	35.6%
归母净利润增长	95.3%	120.3%	51.5%	39.7%	35.6%
获利能力					
毛利率	79.7%	80.2%	79.0%	78.1%	78.2%
净利率	50.1%	50.0%	49.6%	49.1%	50.8%
ROE	9.3%	16.7%	19.8%	21.6%	22.7%
ROIC	6.4%	15.4%	17.8%	19.6%	20.6%
偿债能力					
资产负债率	6.0%	10.1%	14.3%	15.1%	14.7%
净负债比率	6.3%	11.2%	16.7%	17.7%	17.3%
流动比率	15.87	8.25	5.77	5.74	6.07
速动比率	15.33	7.59	5.27	5.17	5.49
营运能力					
总资产周转率	0.18	0.30	0.34	0.37	0.38
应收账款周转率	4.35	5.56	4.88	5.20	5.04
存货周转率	5.69	4.66	4.87	4.42	4.56
每股指标 (元)					
每股收益	3.26	7.15	10.82	15.11	20.49
每股经营现金流	2.27	5.78	8.38	12.47	17.27
每股净资产	34.89	42.74	54.76	69.86	90.35
估值比率					
P/E	114.74	71.55	38.80	27.78	20.49
P/B	10.71	11.98	7.66	6.01	4.65
EV/EBITDA	130.96	62.76	32.51	22.49	15.93

广发机械行业研究小组

代川：首席分析师，中山大学数量经济学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
周静：资深分析师，上海财经大学会计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
孙柏阳：资深分析师，南京大学金融工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
朱宇航：资深分析师，上海交通大学机械电子工程硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
范方舟：研究助理，中国人民大学国际商务硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
王宁：北京大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。