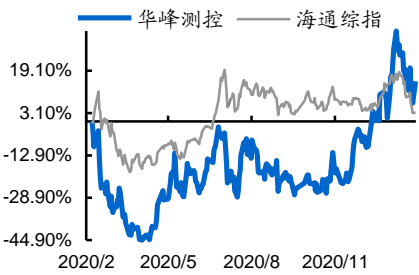


投资评级 **优于大市** 首次覆盖

股票数据

02月10日收盘价(元)	386.00
52周股价波动(元)	180.02-487.00
总股本/流通A股(百万股)	61/14
总市值/流通市值(百万元)	23617/5379

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	12.5	20.0	33.7
相对涨幅(%)	6.9	2.4	16.4

资料来源: 海通证券研究所

分析师:周旭辉

Email:zxh12382@htsec.com

证书:S0850518090001

联系人:肖隽翀

Tel:021-23154139

Email:xjc12802@htsec.com

测试机龙头模拟芯片领域优势明显, 第三代半导体领域新机遇, 业绩高速增长可期

投资要点: 模拟测试机领先供应商、下游客户优质且快速发展、募集资金快速扩张封测产能、GaN测试领域新机遇

- 本土半导体测试系统龙头供应商快速发展。**华峰测控致力于半导体自动化测试系统研发、生产和销售, 产品主要用于模拟及混合信号类集成电路的测试, 目前公司为国内前三大半导体封测厂商模拟测试领域的主力测试平台供应商, 产品已在华润微电子等大中型晶圆制造企业和矽力杰、圣邦微、芯源系统等集成电路设计企业中批量使用; 此外, 第三代半导体 GaN 等半导体新技术的出现也为国内半导体自动化测试系统企业带来超车国际巨头的新机遇。
- 国内模拟芯片设计公司业绩增长明显。**圣邦股份披露 2020 年业绩预告, 预计全年实现归母净利润 2.64 亿元~2.99 亿元, 较 2019 年的 1.76 亿元同比增长 50%~70%; 思瑞浦披露 2020 年业绩预告, 预计全年实现归母净利润 1.76 亿元~1.88 亿元, 较 2019 年增加 1.05 亿元~1.17 亿元, 同比增加 148.00%~165.33%。可以看到模拟芯片设计公司陆续披露 2020 年业绩预告, 业绩增长非常迅速, 我们认为公司将与模拟芯片设计公司相伴快速成长。
- 下游 IDM/封测厂陆续非公开发行股票募集资金, 扩大封测产能。**2020 年 11 月 24 日通富微电完成非公开发行股票募集资金净额 32.45 亿元; 2021 年 1 月 20 日华天科技公布《非公开发行股票预案》, 拟非公开发行股票不超过 6.8 亿股, 募集资金总额不超过 51 亿元; 2021 年 2 月 4 日, 华润微收到向特定对象发行股票审核意见的通知, 上交所将在收到公司申请文件(注册稿)后提交中国证监会注册, 发行股票募集资金总额不超过 50 亿元。我们认为, 伴随下游 IDM/封测厂加大资本开支, 扩大封测产能, 公司将受益明显。
- 下一代功率半导体 GaN 技术加速电动汽车、太阳能逆变器、高效数据中心和 LED 照明等应用。**纳微半导体(Navitas)功率 IC 将氮化镓功率器件与数模混合的控制电路集成在一起, GaNFast 功率 IC 已经在全球多个一线品牌厂商实现量产, 其中包括联想、Dell、小米和 OPPO 等。目前已经有超过 100 款使用纳微 GaNFast 氮化镓科技的快充充电器走向市场。纳微半导体和台积电持续合作, 加快氮化镓功率 IC 的开发和交付, 目前纳微每月通过台积电交付的 GaNFast 氮化镓功率 IC 数量超过 100 万枚, 总发货量超过 1300 万。
- 盈利预测及估值。**我们预计公司 2020E-2022E 营收分别为 4.02 亿元、7.86 亿元和 10.15 亿元, 归母净利润 1.92 亿元、3.38 亿元和 4.23 亿元。结合可比公司估值, 给予 2021 年 70x-90xPE 估值, 对应合理市值区间 236.78 亿元-304.43 亿元, 合理价值区间 386.99 元-497.56 元, “优于大市”评级。
- 风险提示:** 半导体行业周期波动、终端需求不及预期、客户开拓不及预期等。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	219	255	402	786	1015
(+/-)YoY(%)	47.2%	16.4%	58.0%	95.4%	29.2%
净利润(百万元)	91	102	192	338	423
(+/-)YoY(%)	71.8%	12.4%	88.5%	75.9%	25.2%
全面摊薄 EPS(元)	1.48	1.67	3.14	5.53	6.92
毛利率(%)	82.2%	81.8%	81.6%	80.2%	79.5%
净资产收益率(%)	38.5%	23.8%	8.5%	13.0%	14.0%

资料来源: 公司年报(2018-2019), 海通证券研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

华峰测控成立至今一直致力于模拟及混合信号类集成电路测试系统的研发、生产和销售，我们对公司业务进行分项盈利预测如下：

(1) STS8200/8250/8300/其他系列，我们认为伴随公司天津厂房将在2021年二季度末建设完毕，公司产能将不再有所限制，能满足在手订单的生产需求，且考虑到2021年为封测业资本开支大年，公司在手订单饱满，我们预测公司的 STS8200/8250/8300/其他系列测试机收入将增长较为明显，2020E-2022E 的收入分别为 3.85 亿元、7.41 亿元和 9.44 亿元，同比增速分别为 59.60%、92.47%和 27.40%；

(2) SoC 类系列，我们认为公司 SoC 类测试机将在 2021 年实现部分收入，2021E-2022E 的收入将分别达到 2250 万元、4200 万元；

(3) 测试系统配件，我们认为公司在测试系统配件的收入增速将比较平稳，2020E-2022E 将以每年 30%的增速增长。

表 1 华峰测控分业务预测

		2018	2019	2020E	2021E	2022E
STS8200/8250/8300/其他系列	收入 (万元)	19800.08	24122.86	38500.00	74100.00	94400.00
	yoy	60.22%	21.83%	59.60%	92.47%	27.40%
	毛利率	82.15%	81.35%	81.68%	80.41%	79.69%
SoC 类系列	收入 (万元)	-	-	-	2250.00	4200.00
	yoy	-	-	-	-	86.67%
	毛利率	-	-	-	75.45%	76.25%
测试系统配件	收入 (万元)	1948.78	1338.21	1739.67	2261.57	2940.04
	yoy	-17.14%	-31.33%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	83.95%	79.79%	79.01%	78.20%	77.36%
合计	收入 (万元)	21867.67	25461.07	40239.67	78611.57	101540.04
	yoy	47.18%	16.43%	58.04%	95.36%	29.17%
	毛利率	82.15%	81.27%	81.57%	80.20%	79.48%

资料来源：华峰测控招股说明书（注册稿）、华峰测控 2019 年年报、华峰测控 2020 年三季报，海通证券研究所测算

表 2 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
300604	长川科技	127.59	0.04	0.28	0.45	3189.68	455.67	283.53
300567	精测电子	130.50	1.10	1.11	1.57	118.63	117.56	83.12
688001	华兴源创	152.52	0.44	-	0.74	346.664	-	206.11
	平均值		0.53	0.70	0.92	1218.32	286.62	190.92

注：收盘价为 2021 年 2 月 10 日价格，EPS 为 wind 一致预期

资料来源：Wind，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	255	402	786	1015
每股收益	1.67	3.14	5.53	6.92	营业成本	46	74	156	208
每股净资产	7.00	36.99	42.52	49.44	毛利率%	81.8%	81.6%	80.2%	79.5%
每股经营现金流	0.97	-17.10	5.22	7.43	营业税金及附加	3	4	7	9
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.2%	0.9%	0.9%	0.9%
价值评估 (倍)					营业费用	35	48	90	112
P/E	231.57	122.84	69.82	55.79	营业费用率%	13.9%	12.0%	11.5%	11.0%
P/B	55.18	10.44	9.08	7.81	管理费用	23	60	114	142
P/S	69.57	58.69	30.04	23.26	管理费用率%	8.9%	15.0%	14.5%	14.0%
EV/EBITDA	-1.92	122.02	58.09	42.09	EBIT	115	168	325	427
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-3	-13	-17	-19
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-1.0%	-3.1%	-2.1%	-1.8%
毛利率	81.8%	81.6%	80.2%	79.5%	资产减值损失	0	-1	0	0
净利润率	40.1%	47.8%	43.0%	41.7%	投资收益	0	44	55	51
净资产收益率	23.8%	8.5%	13.0%	14.0%	营业利润	120	236	412	516
资产回报率	20.7%	8.1%	12.1%	12.9%	营业外收支	-1	-1	1	0
投资回报率	22.9%	6.1%	10.2%	11.6%	利润总额	119	234	413	516
盈利增长 (%)					EBITDA	119	183	385	528
营业收入增长率	16.4%	58.0%	95.4%	29.2%	所得税	17	42	74	93
EBIT 增长率	22.3%	46.3%	93.7%	31.6%	有效所得税率%	14.3%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润增长率	12.4%	88.5%	75.9%	25.2%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	102	192	338	423
资产负债率	13.3%	4.1%	7.1%	8.0%					
流动比率	6.41	20.62	10.34	8.70	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	5.54	19.69	9.41	7.75	货币资金	228	542	494	646
现金比率	3.48	5.66	2.49	2.45	应收账款及应收票据	132	192	370	488
经营效率指标					存货	53	85	177	237
应收帐款周转天数	121.42	98.21	99.47	102.71	其它流动资产	7	1157	1013	918
存货周转天数	416.33	420.00	415.00	415.00	流动资产合计	420	1976	2054	2288
总资产周转率	0.52	0.17	0.28	0.31	长期股权投资	0	70	70	70
固定资产周转率	15.19	2.65	2.01	1.47	固定资产	17	152	392	692
					在建工程	4	104	224	174
					无形资产	22	25	26	27
					非流动资产合计	74	384	747	1000
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	494	2359	2800	3288
净利润	102	192	338	423	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	6	11	23	31
非现金支出	8	16	61	101	预收账款	29	38	77	101
非经营收益	-1	-43	-56	-51	其它流动负债	30	47	98	131
营运资金变动	-50	-1212	-24	-19	流动负债合计	65	96	199	263
经营活动现金流	60	-1046	319	455	长期借款	0	0	0	0
资产	-28	-254	-421	-351	其它长期负债	0	0	0	0
投资	-3	-72	-2	-2	非流动负债合计	0	0	0	0
其他	0	44	55	50	负债总计	66	96	199	264
投资活动现金流	-31	-282	-368	-303	实收资本	46	61	61	61
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	428	2263	2602	3025
股权募资	111	15	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-24	1628	0	0	负债和所有者权益合计	494	2359	2800	3288
融资活动现金流	86	1643	0	0					
现金净流量	116	315	-48	152					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 02 月 10 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

周旭辉 电子行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 闻泰科技,丘钛科技,浪潮国际,西部水泥,立昂微,瑞声科技,农夫山泉,李宁,比亚迪电子,五菱汽车,舜宇光学科技,波司登,颐海国际,JS 环球生活,禾赛科技,敏华控股,百奥家庭互动,平安好医生,微盟集团,天能动力,敏实集团,FIT HON TENG

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通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。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。