

投资评级：增持（首次）

报告日期：2022年11月22日

市场数据

目前股价	33.94
总市值（亿元）	46.58
流通市值（亿元）	24.53
总股本（万股）	13,725
流通股本（万股）	7,226
12个月最高/最低	51.98/25.01

分析师

分析师：邹兰兰 S1070518060001

☎ 021-31829706

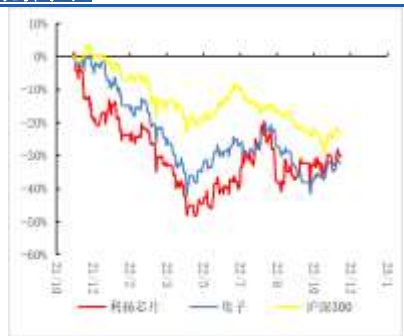
✉ zoulanlan@cgws.com

联系人（分析师）：张元默

S1070522110002

☎ 021-31829736

✉ zhangyuanmo@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

业绩短期承压，产能扩张赋能长期发展

——利扬芯片（688135）公司动态点评

盈利预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	252.83	391.20	460.01	605.10	776.10
YoY(%)	8.97%	54.73%	17.59%	31.54%	28.26%
净利润	51.95	105.84	37.57	96.61	138.75
YoY(%)	-14.61%	103.75%	-64.50%	157.15%	43.61%
摊薄 EPS	0.49	0.78	0.28	0.71	1.02
P/E(倍)	69.27	43.51	123.22	47.92	33.37

资料来源：长城证券研究院

核心观点

- 事件：**2022年10月28日公司发布三季报，2022年前三季度公司实现营业收入3.37亿元，同比增长24.17%；归母净利润0.27亿元，同比下降66.89%；扣非净利润0.21亿元，同比下降71.68%。2022年Q3实现营业收入1.11亿元，同比下降1.03%，环比下降4.79%；归母净利润0.12亿元，同比下降68.14%，环比增长280.43%；扣非净利润0.10亿元，同比下降73.59%，环比增长474.01%。
- 业绩短期承压，高研发投入助力未来发展：**公司2022年Q3营收同比小幅下降1.03%，净利润水平同比下滑幅度较大，主要由于：1）为满足中高端测试市场需求，公司除提前将IPO募集资金使用完毕并陆续释放产能外，还通过自有资金及商业银行等渠道融资分别在上海和东莞新增一处测试基地扩充产能，公司折旧、摊销、人力、电力、厂房租金等固定费用较上年同期大幅增加；2）公司目前有息负债余额为人民币29,242.66万元，较上年同期增长864.20%，导致财务费用同比增加，Q3财务费用179.61万元，同比大幅增长654.40%；3）为增强综合研发实力，公司结合不同应用领域的芯片测试技术开发需求，不断加大中高端芯片测试方案的研发投入，Q3研发费用率14.16%，同比增长5.21pct；4）因实施2021年股权激励计划，2022年1-9月份股份支付费用金额为2,168.88万元。根据公司前期的方案测算，2023年-2025年的股份支付费用较2022年将大幅减少，对公司净利润水平影响有所降低。随着公司持续的高研发投入以及测试产能规模的扩张，公司有望进一步巩固和扩大自身竞争优势，为长期快速发展奠定基础。
- 深度绑定国内客户，积极扩充中高端测试产能：**公司高度重视对客户资源的管理与维护，长期通过参与客户工程技术研讨、进行新产品试验等有效措施加强与客户的互动性，提升客户对公司的粘性，为公司业务的持续发展奠定了优势。为满足未来市场需求，公司今年分别在上海和东莞新增一

处测试基地，目前已陆续投产。另外，公司2月公布定增计划，拟募集资金13亿元，用于投入东城利扬芯片集成电路测试项目和补充流动资金。该项目实施完成后公司将释放更多的晶圆测试产能（12英寸并向下兼容8英寸）和芯片成品测试产能，可检测SIP、CSP、BGA、PLCC、QFN、LQFP、TQFP、QFP、TSOP、SSOP、TSSOP、SOP、DIP等各类中高端封装的芯片，项目达产后年均可产生收入约6.46亿元。近期公司公告终止该定增计划，募投项目所需资金将通过自有资金及其他融资方式满足。公司未来将根据市场环境变化，有序地、预判性地持续扩充中高端测试的产能，以应对客户芯片测试的产能需求。

- **全面布局下游应用，长期受益新兴市场需求增长：**公司持续加大市场开拓力度，目前公司客户和产品结构发生了变化，在高算力、5G通讯、工业控制等领域测试保持快速增长。此外，公司也已在物联网、生物识别、金融IC卡、北斗导航、汽车电子等新兴产品应用领域取得测试优势。未来公司将加大力度继续布局存储（Nor/Nand Flash、DDR等）、高算力（CPU、GPU、ISP等）、人工智能（AI）等领域的集成电路测试，并以此方向进一步拓展市场。随着大数据、云计算、人工智能、新能源汽车等新兴终端应用的出现，芯片产品进入高性能CPU、GPU、NPU、DSP、FPGA等超大规模系统级芯片时代，高端芯片产品对测试验证依赖度和品质要求越来越高，集成电路产品在晶圆测试和芯片成品测试上的花费也水涨船高。市场对独立、专业的测试服务机构需求持续增长，为集成电路测试行业带来了新的发展动力。受益于产品结构的不断丰富以及中高端产品的占比提升，公司未来业绩有望持续增长。
- **首次覆盖，给予“增持”评级：**公司作为国内知名的独立第三方专业测试服务商，在行业内具备一定的技术研发优势，拥有较强的自主研发测试方案的能力。公司长期致力于测试方案开发，具备在较短的产品开发周期内快速开发出满足市场应用的测试方案的核心开发能力。公司较早实现了行业内多项领先技术产品的测试量产，在给客户提供关键技术测试方案上具有突出表现，为客户抢占市场先机及提升竞争力提供有力保障。受益于下游终端市场的高景气度，以及未来产能的释放，公司业绩有望迎来增长。预计公司2022年-2024年的归母净利润分别为0.38/0.97/1.39亿元，EPS为0.28/0.71/1.02元，对应PE分别约为123X、48X、33X，给予“增持”评级。
- **风险提示：**行业景气度不及预期，产能扩张不及预期，下游市场需求不及预期，疫情影响超预期。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	252.83	391.20	460.01	605.10	776.10	成长性					
营业成本	136.27	184.71	271.91	346.05	442.14	营业收入增长	8.97%	54.73%	17.59%	31.54%	28.26%
销售费用	5.02	10.88	11.41	12.53	18.96	营业成本增长	24.93%	35.55%	47.21%	27.27%	27.77%
管理费用	30.51	44.19	66.06	70.68	76.52	营业利润增长	-17.50%	98.15%	-63.19%	152.88%	42.92%
研发费用	24.78	48.75	65.64	73.69	84.98	利润总额增长	-17.73%	95.94%	-63.13%	153.96%	42.97%
财务费用	3.07	-0.18	7.73	0.18	4.30	归母净利润增长	-14.61%	103.75%	-64.50%	157.15%	43.61%
其他收益	6.06	7.56	6.81	7.18	6.99	盈利能力					
投资净收益	0.88	4.03	2.45	3.24	2.84	毛利率	46.10%	52.78%	40.89%	42.81%	43.03%
营业利润	58.07	115.06	42.35	107.09	153.05	销售净利率	22.97%	29.41%	9.21%	17.70%	19.72%
营业外收支	-0.01	-1.30	-0.40	-0.57	-0.76	ROE	5.32%	10.07%	3.51%	7.89%	10.76%
利润总额	58.06	113.76	41.94	106.53	152.29	ROIC	16.18%	23.68%	5.11%	9.35%	10.38%
所得税	6.11	7.92	4.37	9.91	13.55	营运效率					
少数股东损益	-	-	-	-	-	销售费用/营业收入	1.98%	2.78%	2.48%	2.07%	2.44%
归母净利润	51.95	105.84	37.57	96.61	138.75	管理费用/营业收入	12.07%	11.30%	14.36%	11.68%	9.86%
资产负债表						研发费用/营业收入	9.80%	12.46%	14.27%	12.18%	10.95%
						财务费用/营业收入	1.21%	-0.05%	1.68%	0.03%	0.55%
流动资产	564.02	302.35	173.20	326.40	339.60	投资收益/营业利润	1.51%	3.50%	5.79%	3.02%	1.86%
货币资金	246.67	136.06	28.38	37.33	47.89	所得税/利润总额	10.53%	6.96%	10.43%	9.30%	8.90%
应收票据及应收账款合计	65.81	99.67	102.42	156.98	177.94	应收账款周转率	4.50	4.83	4.66	4.74	4.70
其他应收款	0.75	4.03	2.39	60.00	61.00	存货周转率	49.95	30.31	31.62	28.35	30.48
存货	4.99	20.82	8.28	34.42	16.52	流动资产周转率	0.70	0.90	1.93	2.42	2.33
非流动资产	528.09	957.70	1,110.93	1,318.47	1,461.16	总资产周转率	0.30	0.33	0.36	0.41	0.45
固定资产	369.84	699.38	863.18	1,068.03	1,202.03	偿债能力					
资产总计	1,092.11	1,260.04	1,284.13	1,644.87	1,800.76	资产负债率	10.60%	16.61%	16.65%	25.58%	28.40%
流动负债	79.47	124.82	154.52	352.15	451.34	流动比率	7.10	2.42	1.12	0.93	0.75
短期借款	25.22	34.70	60.41	241.23	319.08	速动比率	7.03	2.26	1.07	0.83	0.72
应付款项	26.02	52.75	61.31	75.83	98.31	每股指标 (元)					
非流动负债	36.25	84.54	59.33	68.57	60.07	EPS	0.49	0.78	0.28	0.71	1.02
长期借款	9.78	21.09	14.36	14.36	10.49	每股净资产	7.11	7.66	7.85	8.97	9.45
负债合计	115.73	209.35	213.85	420.72	511.41	每股经营现金流	0.77	1.40	1.02	0.74	2.18
股东权益	976.38	1,050.69	1,070.28	1,224.15	1,289.35	每股经营现金/EPS	1.57	1.79	3.69	1.04	2.15
股本	136.40	136.40	136.40	136.40	136.40	估值					
留存收益	839.97	914.30	933.88	1,087.75	1,152.95	PE	69.27	43.51	123.22	47.92	33.37
少数股东权益	-	-	-	-	-	PEG	3.01	4.61	-8.30	2.09	3.53
负债和权益总计	1,092.11	1,260.04	1,284.13	1,644.87	1,800.76	PB	4.77	4.43	4.33	3.78	3.59
现金流量表						EV/EBITDA	46.79	31.38	36.70	21.65	15.94
						EV/SALES	21.07	14.13	10.00	7.91	6.25
经营活动现金流	105.37	191.78	139.60	101.37	299.87	EV/IC	11.81	6.29	4.42	3.47	3.21
其中营运资本减少	-76.83	-3.85	22.95	-104.05	14.50	ROIC/WACC	2.41	3.53	0.76	1.39	1.55
投资活动现金流	-415.05	-250.52	-240.56	-330.32	-285.44	REP	4.90	1.79	5.81	2.49	2.08
其中资本支出	112.54	451.04	261.50	324.31	292.91						
融资活动现金流	463.75	-51.76	-6.72	237.90	-3.88						
净现金总变化	154.06	-110.49	-107.68	8.95	10.55						

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、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售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
持有——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5%之间；
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级：

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究院

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>