

科创板信息技术公司系列研究：华兴源创

未评级

核心观点：

1、公司主营业务：公司是国内领先的检测设备与整线检测系统解决方案提供商，主要从事平板显示及集成电路的检测设备研发、生产和销售，公司主要产品应用于 LCD 与 OLED 平板显示、集成电路、汽车电子等行业，公司已成为苹果、三星、LG、京东方等许多国内外知名企业优质的合作伙伴。

2、核心技术：公司经过多年积累，形成了较强的研发能力。在柔性 OLED 显示行业，公司在 Mura 补偿技术、显示与触控检测技术、机器视觉检测技术、移动终端平板显示屏的移栽平台、移动终端电池管理系统芯片测试技术、超大规模数模混合芯片测试平台等技术方面具有较强的市场竞争力。在集成电路测试方面，公司研发了高速、多通道 SoC 芯片测试平台，硬件达到 400MBPS，2000 以上通道数，支持多种芯片的客户端二次测试程序开发，可对多种 SoC 芯片进行测试。公司立志通过持续不断提升核心技术，打造中国自有知识产权的平板显示及集成电路检测设备，使中国的电子行业测试技术赶超国际先进水平。

3、产业链位置及竞争对手：公司处于电子产品检测行业中下游位置。经过多年积累，公司在国内平板显示检测行业已经处于行业领先水平，平板显示检测行业主要竞争对手有中国大陆的精测电子，中国台湾致茂电子、由田新技，以及韩国赛太克等。集成电路专用设备行业方面，中国集成电路测试专用设备市场主要被国外企业占据，国内企业近几年进步较大，但是与国际巨头相比，规模和市场份额仍然偏小，在测试机领域，竞争对手主要有国际企业泰瑞达（Teradyne）、爱德万测试（ADVANTEST）、科休半导体(COHU)以及国内企业华峰测控、长川科技等。

4、实控人及重要股东：陈文源、张茜夫妇为公司的实际控制人。陈文源直接持有公司 15.66%的股份，通过源华创兴间接持有公司 55.68%的股份，通过苏州源奋间接持有公司 5.49%的股份，通过苏州源客间接持有公司 5.66%的股份；张茜直接持有公司 2.34%的股份，通过源华创兴间接持有公司 8.32%的股份。陈文源、张茜夫妇通过直接和间接方式合计持有公司 93.15%的股份。

5、财务状况：检测设备和检测治具是公司最主要收入来源，2016~2018 年主营业务收入分别为 5.16、13.70（+165.50%）、10.05（-26.63%）亿元，归属母公司净利润分别为 1.80、2.10（+16.29%）、2.43（+16.03%）亿元，研发费用占比分别为 9.25%、6.83%和 13.78%。

6、风险提示：公司可能面临行业竞争加剧的风险，公司业绩下滑的风险，存货跌价的风险，应收账款余额较大等风险。

主要财务指标

指标	2018A	2017A	2016A
营业收入（亿元）	10.05	13.70	5.16
同比增长率（%）	-26.63	165.50	--
归母净利润（亿元）	2.43	2.10	1.80
同比增长率（%）	16.03	16.29	--
资产负债率（%）	26.70	29.76	10.65
ROE（加权）（%）	30.83	31.83	30.94
销售净利率（%）	24.21	15.31	34.94

资料来源：wind，中国银河证券研究院

分析师

傅楚雄

☎：010-66568393

✉：fuchuxiong@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130515010001

联系人：温肇东

☎：010-66568330

✉：wenzhaodong_yj@chinastock.com.cn

市场数据

2019/6/11

科创板受理企业数量	120
已中止审查企业数量	2
上证指数	2925.72
沪深 300 指数	3719.28
当前总股本（万股）	36090
拟发行股数（万股）	不超过 4010
发行后总股本（万股）	不超过 40100

相对指数表现



资料来源：wind，中国银河证券研究部

相关研究

目 录

一、华兴源创：国内平板检测领域龙头.....	2
（一）公司主要业务	2
（二）公司核心技术及研发投入.....	2
（三）盈利模式及竞争优势.....	4
（四）股权结构	4
二、所处行业现状及竞争格局	5
（一）国内外 OLED 产业保持高速增长	5
（二）半导体专用设备产业发展空间广阔.....	7
（三）国内竞争格局	8
三、财务状况及募集资金计划	9
（一）主要财务指标	9
（二）募集资金计划	10
四、估值分析	10

一、华兴源创：国内平板检测领域龙头

（一）公司主要业务

公司主营业务涉及**平板显示检测行业**和**集成电路检测行业**，主要产品分为**检测设备**、**检测治具**等。平板显示检测设备主要包括显示检测设备、触控检测设备、光学检测设备、老化检测设备、自动化检测设备等；集成电路测试设备主要包括测试机、电池管理系统芯片测试机、分选机等；其他检测设备主要为汽车车载显示屏测试设备。检测治具主要包括结构部分（载具、夹具、压接组件等）、信号部分（信号基板、导电 PAD 等）和备品备件（连接线、pin 针、FFC、FPC 等）。

图 1 平板显示检测设备



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院整理

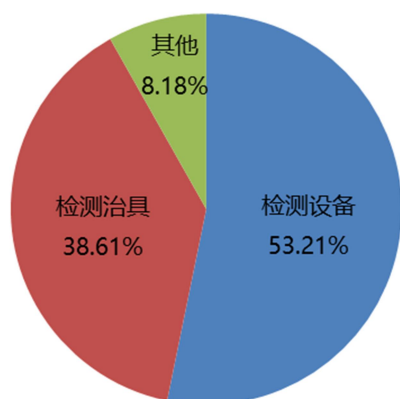
图 2 集成电路检测设备



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院整理

经过多年积累，公司在平板显示检测行业已经处于行业领先水平，并且公司平板显示检测产品已得到苹果、三星、LG、京东方等海内外知名客户的认可，公司已经成为国内平板显示检测设备行业的龙头企业。同时，在集成电路检测行业，公司已经完成了用于 SoC 芯片的测试机的研发，处于国内先进水平，对国家集成电路产业具有重要意义。

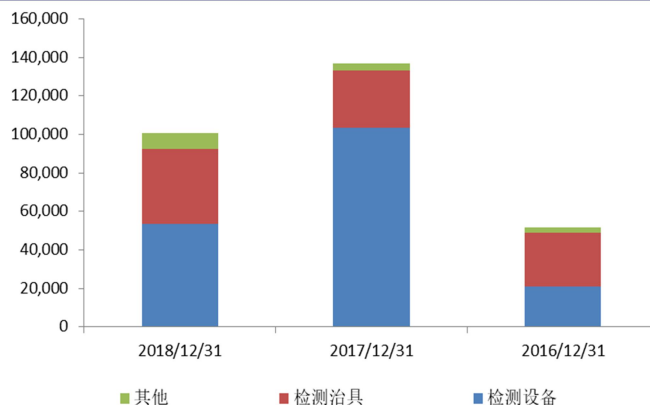
图 3 2018 年公司主营业务构成



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

图 4 2016~2018 年主营业务增长趋势

（单位：万元）



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

（二）公司核心技术及研发投入

平板显示及集成电路测试设备业务属于知识密集型、技术密集型行业，代表着工业测试技术的最高水平。在平板显示检测行业，目前新型显示器正面临从 LCD 向柔性 OLED 产品结构调整升级换代的重要时期，而之前柔性 OLED 的关键检测设备被数家国外企业所垄断，国内多家平板显示厂商正加大力度在建和规划柔性 OLED 制造线，但之前国内柔性 OLED 显示驱动、Mura 补偿等核心检测技术，缺乏大批量量产验证，尚没有形成成熟的解决方案。在

集成电路测试设备行业,用于超大规模 SOC 芯片及存储类芯片测试的测试机几乎全部被美国及日本等少数厂商垄断,国内几乎全部依赖进口。

公司通过逐年加大研发投入,持续不断提升核心技术,形成了较为强大的自主创新能力,在软硬件设计、信号和图像处理等方面拥有多项自主研发的核心技术成果,在平板显示检测和集成电路测试方面已经形成系列产品并得到应用,公司主要核心技术研究情况如下:

表 1 公司核心技术研究情况

核心技术	技术简介	所处阶段	应用领域
柔性 OLED 的 Mura 补偿技术	目前公司已经具备完整的 Mura 补偿技术,并已应用在量产设备,特别是在柔性 OLED 上的圆角、刘海、水滴等异形产品补偿以及曲面产品的补偿,补偿后 Mura 小于 3% Lever,位置补偿精度小于 0.5 像素,Mura 补偿通过率在 98%左右。	大批量生产	平板显示检测
柔性 OLED 的显示与触控检测技术	在公司自主研发的柔性 OLED 屏专用型腔基础上,开发出了基于图像算法的智能化动态追踪技术,实现检测的智能化;开发了针对柔性 OLED 材质柔软特性的模拟人手可变压力测试技术和传感器,并实现了模组探针的精确对位和多点同时压接,压接成功率达到 100%;研发了嵌入式 FPGA 信号系统架构,使得 FPGA 内部视频信号的处理速度从原来的 2K 升级到 4K。	大批量生产	平板显示检测
柔性 OLED 的机器视觉检测技术	针对 4KUHD 分辨率的 OLED 产品的缺陷检测,根据 OLED 屏不良的成像原理以及人眼的观测原理,模拟完整的光学成像系统,通过自主设计的光路,能够拍摄出弱小灰尘或者表面细微的划伤;通过去噪与增强等图像处理技术,抽取有用的度量、数据或信息,对较明显不良进行特征提取;建立深层图像学习机制检测 MURA、混色等人眼不易看到的不良。	大批量生产	平板显示检测
平板显示用闪烁度、色度及亮度的传感测试技术	支持 HDR、广色域和 OLED 等新型显示测量;超高精度测量,符合人眼 CIE1931 曲线特性;在低灰阶的暗态,仍能保持超高精度的高速测量;集成机械快门,解决人工零校准的繁琐步骤;更小,更精密,多种接口,适合集成在自动化设备中。	大批量生产	平板显示检测
移动终端电池管理系统芯片测试技术	公司的移动终端电池管理系统芯片测试设备已达到 nA 级的测量精度;极性可设定的 mV 级可编程电压源输出精度,范围从 -5~+5V; mΩ 级阻抗测量精度;极性可设定的 mA 级可编程电流源输出精度,范围从 0~25A。	大批量生产	集成电路测试

资料来源:招股说明书,中国银河证券研究院整理

公司通过核心技术开发的检测设备和检测治具,近三年销售额占公司营业收入比重均在 85%以上,说明公司已将核心技术转化为生产力,并在公司产品线中占有主导地位。

表 2 近三年核心技术产品占营业收入比例 (单位:万元、%)

产品名称	2018 年度	2017 年度	2016 年度
检测设备	53,477.83	103,590.59	20,792.70
检测治具	36,535.06	27,638.05	24,803.33
合计	90,012.89	131,228.64	45,596.03
营业收入	100,508.35	136,983.42	51,595.44
占营业收入比重	89.56	95.80	88.37

资料来源:wind,中国银河证券研究院整理

近三年,公司研发投入逐年增加,研发费用占营业收入的比例较高,具体情况如下:

表 3 近三年公司研发投入情况 (单位: 万元, %)

项目	2018 年度	2017 年度	2016 年度
研发费用	13,851.83	9,350.78	4,771.98
营业收入	100,508.35	136,983.42	51,595.44
研发费用占 营业收入比例	13.78	6.83	9.25

资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

(三) 盈利模式及竞争优势

公司产品主要为应用于平板显示、集成电路等领域的各类检测设备, 检测产品具有显著的非标准、定制化的特点, 因此公司是以满足客户定制化需求为主的科技开发型公司。平板显示和集成电路领域客户在产品开发阶段就会同步提出测试产品需求, 并邀请公司参与同步开发检测产品。公司积极介入客户新产品研发设计, 并根据客户需求, 结合客户产品及工作现场实际环境, 规划和开发设计出服务于客户产品指定检测工序的检测设备或检测治具的方案, 方案经客户确认认可后, 公司开始软、硬件开发、提供样机并与客户就新产品共同进行测试, 以确认技术指标是否需要变更或改进, 研发出的样机经调试完成并经客户验证通过后, 公司根据订单要求开始批量生产。

图 5 公司软件研发流程

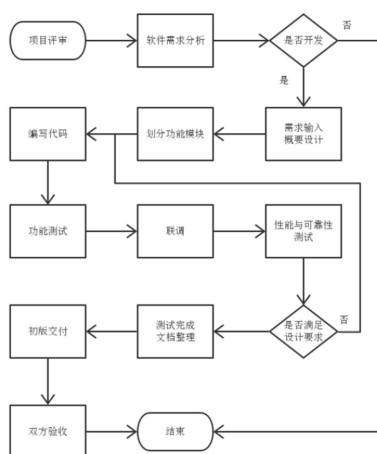
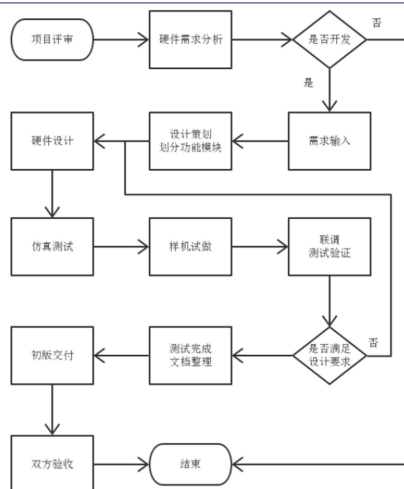


图 6 公司硬件研发流程



资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

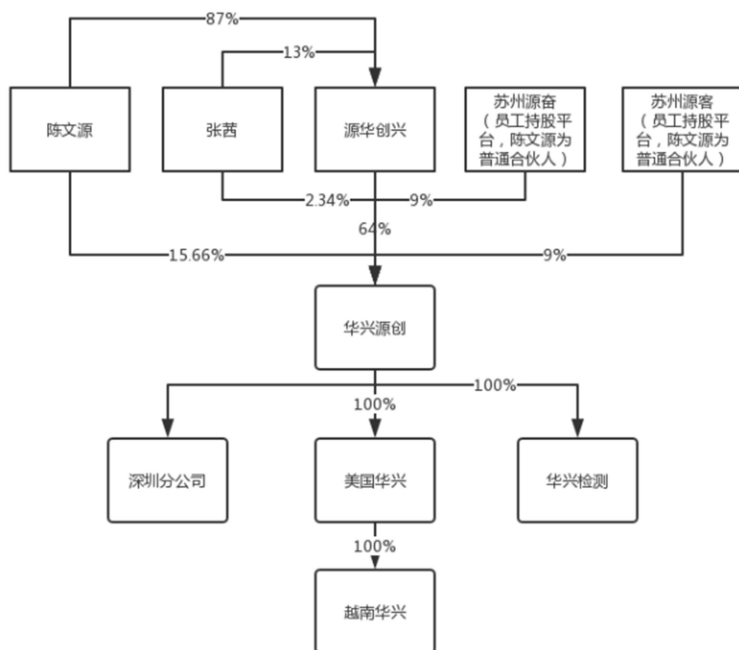
作为专注于研发的科技型企业, 目前公司有超过 40%的员工为研发人员, 2018 年度经审计研发费用占营业收入的 13.78%, 公司在显示技术、触控技术、图像算法、自动化等方面拥有丰富的经验和成熟的技术, 可根据客户的不同需求, 为客户提供定制化服务, 并具备提供整体解决方案的能力, 特别在信号和图像算法领域具有多项自主研发的核心技术成果。公司在各类数字及模拟信号高速检测板卡、基于平板显示检测的机器视觉图像算法, 以及配套各类高精度自动化与精密连接组件的设计制造能力等方面, 具备较强的竞争优势和自主创新能力, 在信号和图像算法领域具有多项自主研发的核心技术成果。目前公司自主研发的各类测试设备主要应用于全球高端移动触控产品制造流程中, 在 LCD 与柔性 OLED 触控检测上突破了国外长期的垄断, 改变了我国此类设备主要依赖进口的状况。

(四) 股权结构

陈文源、张茜夫妇为公司的实际控制人。陈文源直接持有公司 15.66%的股份, 通过源华创兴间接持有公司 55.68%的股份, 通过苏州源奋间接持有公司 5.49%的股份并担任苏州源奋的执行事务合伙人; 通过苏州源客间接持有公司 5.66%的股份并担任苏州源客的执行事务合伙人; 张茜直接持有公司 2.34%的股份, 通过源华创兴间接持有公司 8.32%的股份, 陈文源、

张茜夫妇通过直接和间接方式合计持有公司 93.15%的股份。

图 7 公司股权结构图



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院整理

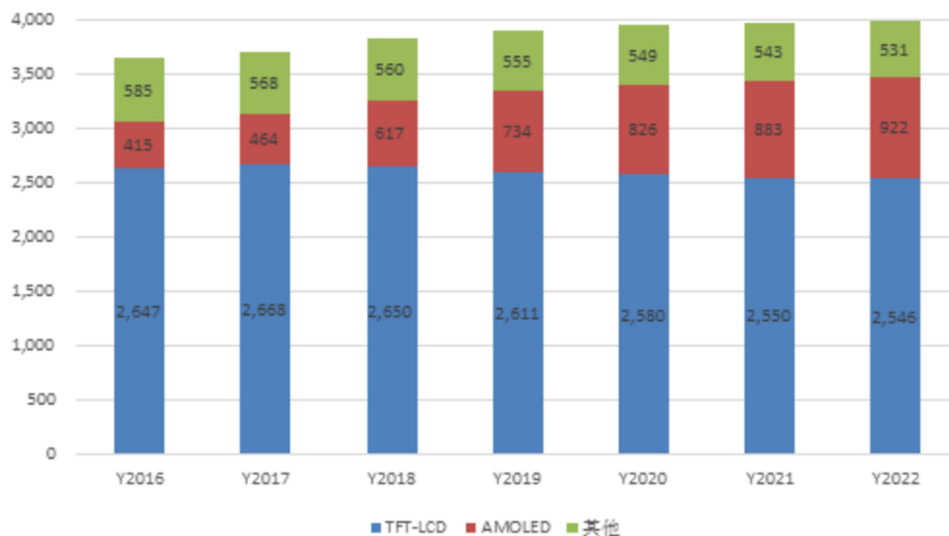
二、所处行业现状及竞争格局

(一) 国内外 OLED 产业保持高速增长

1、全球 OLED 产业保持高速增长，增速领跑平板显示产业

IHS 统计数据显示，2017 年全球 OLED 出货达到了 4.64 亿片，同比增长 11.8%，营业收入达到 252 亿美元，同比增长 63.6%。而 2017 年全球显示面板出货量为 38.27 亿片，同比增长 4.9%，全球平板显示产业规模达到了 1,272 亿美元，同比增长 21.2%。

图 8 全球显示面板出货量（百万片）



资料来源：IHS，中国银河证券研究院整理

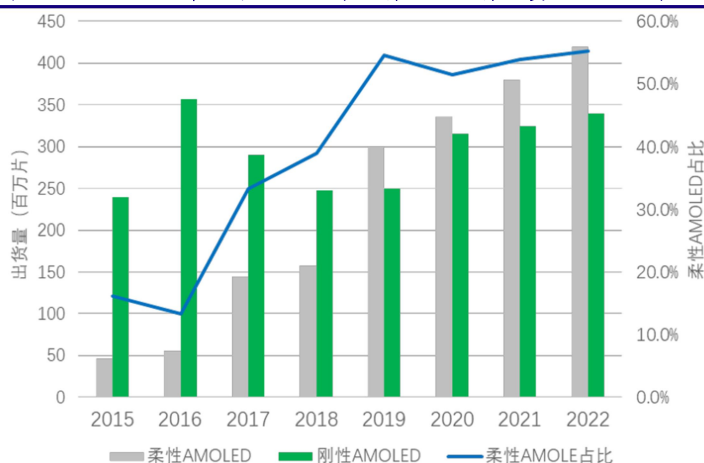
IHS 预计,到 2022 年,全球平板显示产业规模将达到近 40 亿片,其中 OLED 将超过 9 亿片,年复合增长率达 14.2%;在营业收入方面,到 2022 年,全球平板显示产业营业收入将达到 1,380 亿美元,其中 OLED 约为 421 亿美元,年复合增长率达 18%。

2、柔性 OLED 屏占比快速提升

曲面和全屏显示器的需求自 2016 年以来逐步增加,智能手机柔性 AMOLED 面板需求增长迅速。未来主流智能手机品牌的高端产品主要采用柔性 AMOLED 屏幕,以便与刚性 AMOLED 和 LTPS-LCD 面板的外形设计形成差异化。高端智能手机品牌已推出可折叠应用,促使柔性 AMOLED 面板需求进一步增加。在可预见的将来,可折叠的 AMOLED 面板将是改变移动设备需求状况的关键因素。

根据 IHS 数据,2018 年柔性 AMOLED 面板出货量将达到 1.576 亿片,比 2015 年增加三倍以上,年复合增长率为 50%。IHS 预测到 2020 年,柔性 AMOLED 面板出货量预计将达到 3.357 亿片,超过刚性 AMOLED 面板 3.159 亿片的出货量。2020 年,柔性 AMOLED 面板出货量预计将占 AMOLED 面板总出货量的 52%,相比 2018 年的 38.9%有大幅增长。

图 9 2015-2022 年全球 OLED 柔性屏及刚性屏出货量(百万片)及柔性屏占比

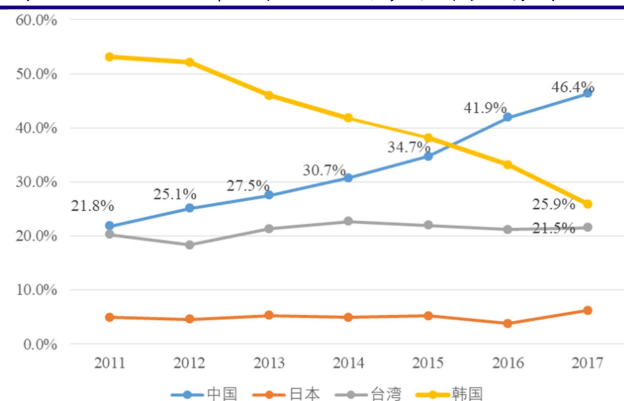


资料来源: IHS, 中国银河证券研究院整理

3、全球 LCD 产能向中国大陆转移趋势强烈,为面板设备国产化带来机遇

目前,韩国、中国台湾、中国大陆是全球三大主要面板生产基地。以京东方为首的面板厂商自 2011 年开始加大投资规模,我国面板产能逐渐上升。根据 WitsView 数据,2017 年中国大陆 LCD 面板产能(主要包括 PC、TV、Tablets)为 3.61 亿片,占全球总产能的 46.4%,居于世界首位,而韩国在 2017 年的 LCD 面板产能(PC、TV、Tablets)为 2.02 亿片,产能占比为 25.9%。面板产能大规模向中国大陆转移,为面板设备的国产化带来机遇。

图 10 2011-2017 年全球 LCD 面板产能转移趋势图



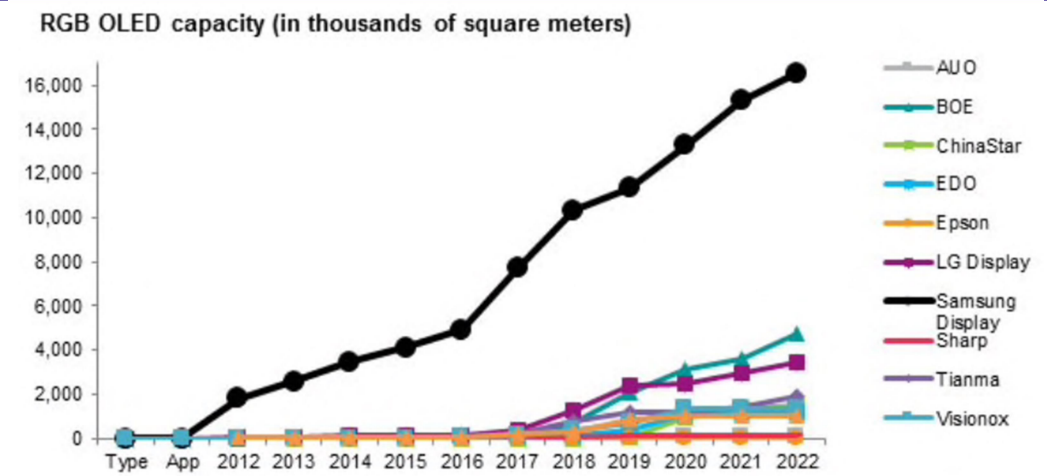
资料来源: WitsView, 中国银河证券研究院整理

4、全球 LCD 产能向中国大陆转移趋势强烈，为面板设备国产化带来机遇

在重点企业和地方政府的推动下，近年国内 OLED 产线投入大幅增加，不仅吸引平板显示业内企业加快项目投资，也吸引了非本行业企业涉足 OLED 领域。2017 年底，京东方（成都）第一条 6 代柔性 AMOLED 面板产线开始量产，2018 年天马、维信诺等都开始量产 6 代柔性 AMOLED 产线，同时，和辉光电、华星光电也都规划了新的产线量产计划。

中国在 RGB OLED 产能方面，尤其是柔性面板方面增长迅速，预计未来几年会有高速增长。中国大陆面板制造商，包括京东方、华星光电、天马、维信诺、和辉光电、信利和柔宇，均在扩大 RGB OLED 面板产能。尽管我国许多面板厂商正在加速建造 RGB OLED 工厂，但产能均远小于三星显示，因此国内未来 RGB OLED 发展空间仍十分广阔。

图 11 2012~2022 年全球 OLED 面板产能（百万平方米）



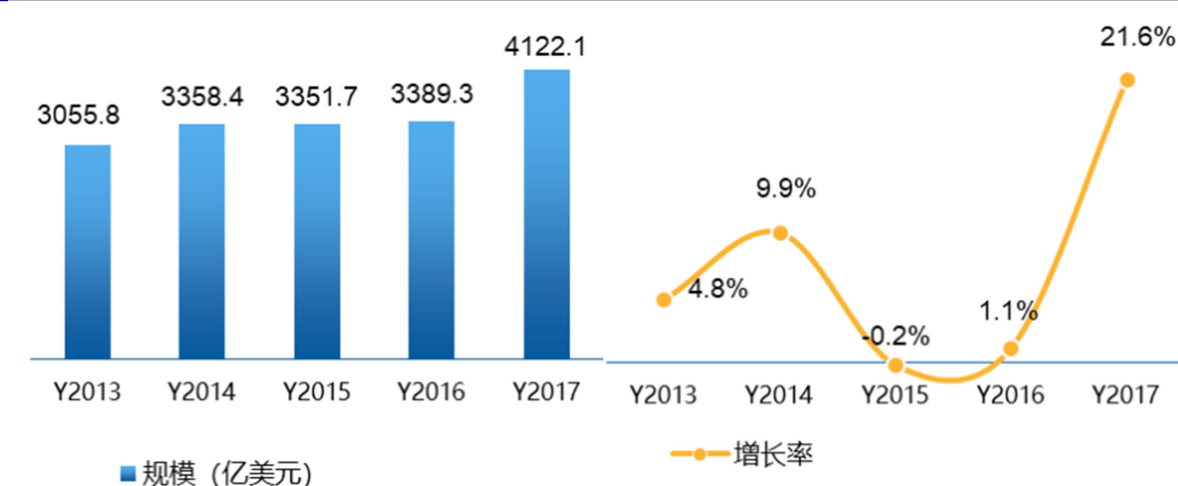
资料来源：IHS，中国银河证券研究院整理

（二）半导体专用设备产业发展空间广阔

1、全球半导体行业发展迅猛

集成电路自诞生以来，带动了全球半导体产业 20 世纪 60 年代至 90 年代的迅猛增长，进入 21 世纪以后市场日趋成熟，行业增速逐步放缓。但自 2013 年起，由于移动互联网、云计算、大数据、物联网等新兴应用领域的高速增长，以及存储器芯片、模拟芯片等产品的市场需求不断提升，全球半导体产业恢复快速增长，2017 年全球半导体产业更是呈现近几年少有的高速增长势头，全年产业规模达到 4122.1 亿美元，同比 2016 年大幅增长 21.6%。

图 12 2013~2017 年全球半导体产业销售收入规模增长

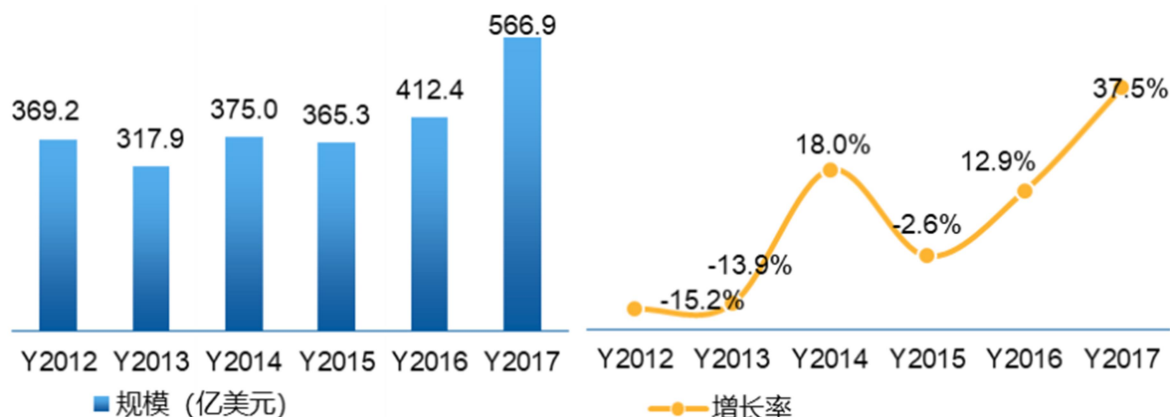


资料来源：WSTS，中国银河证券研究院整理

2、全球半导体专用设备产业发展势头强劲

专用设备制造业是完成晶圆制造和封装测试环节的基础,是实现集成电路技术进步的关键,在集成电路产业中占有极为重要的地位。集成电路旺盛的市场需求带动产业的不断升级和投资的加大,有力促进了集成电路装备制造行业的发展。国际厂商扩大产线的投资举措使得全球集成电路设备支出大增,带动设备市场规模快速增长。根据国际半导体设备材料协会 (SEMI) 公布的数据,在韩国等半导体制造强国以及中国等半导体新兴国家的带动下,2017 年全球半导体专用设备销售额为 566.9 亿美元,相比较 2016 年 412.4 亿美元的销售额,市场规模增长率达到了 37.5%,增长势头强劲。

图 13 2012~2017 年全球半导体专用设备销售收入规模增长情况



资料来源: SEMI, 中国银河证券研究院整理

(三) 国内竞争格局

平板显示检测设备企业历经十余年发展,目前在相关领域解决方案上以及产品供应上趋于成熟,从全球企业来看,主要集中于四大阵营:(1) 韩国设备企业;(2) 日本设备企业;(3) 中国台湾设备企业;(4) 中国大陆设备企业。公司在中国大陆的主要竞争对手为 A 股上市公司精测电子(300567.SZ)、韩国赛太克以及中国台湾的致茂电子、由田新技。

在集成电路测试领域,目前国内集成电路测试专用设备市场主要被国外企业占据,国内企业近几年进步较大,但是与国际巨头相比,规模 and 市场份额仍然偏小。在测试机领域,主要竞争企业包括国际企业泰瑞达(Teradyne)、爱德万测试(ADVANTEST)、科休半导体(COHU)以及国内企业华峰测控、长川科技等。

表 4 与经营对手市场地位及技术实力的比较

公司名称	市场地位	技术实力
精测电子	Module 制程检测系统的产品技术处于行业领先水平	在基于机器视觉的光学检测、自动化控制,和基于电讯技术的信号检测等方面均具有较高技术水平,并拥有多项专利、软件著作权和软件产品登记证书,形成了“光、机、电、算、软”技术一体化的优势
致茂电子	完整的电力电子测试解决方案市场占有率第一	拥有 40 条以上产品线,超过 400 项广涵 ICT 产业的精密量测产品群;拥有超过 100 项核心技术,应用于广泛的测试领域
由田新技	自动光学检测设备龙头企业	将机器视觉核心技术与光学取像系统、影响处理逻辑演算技术、机构设计、精密机械与运动控制结合,应用于各式工业检测,取代人工目检
韩国赛太克	国际领先水平	拥有多年的平板显示驱动行业经验,专注于平板显示检测信号检查机、老化箱及显示测试产品,在信号检测技术方面具有国际领先水平
泰瑞达	领先的半导体自动化检测解决方案供应商	技术覆盖面广,能够为处理器、微控制器、消费类电子产品、汽车电子、存储器、混合信号 IC、片上系统、射频身份识别 IC 及通信系统在内的多项电子产品提供优质高效的测试方案的企业

爱德万测试	国际领先水平	能够为多晶片、多核心、甚至整个系统集中于单一晶片的复杂元器件提供检测设备，在信号测量、电子束测量、太赫兹波光谱分析及影像系统、自动化控制领域具有全球领先的技术实力
科休半导体	国际领先水平	先后收购了 Rasco、Delta Design 和 Ismecca 公司，在热学系统、测试接触、视觉检测、MEMS 测试等多方面均拥有行业领先的技术实力
华峰测控	半导体元器件测试设备领域国际知名厂家	承担国家科技重大专项研制课题，获科技部企业创新基金支持；参与载人航天工程、可靠性增长工程、核高基项目等国家重点工程项目的设备研制和配套工作，自行研制生产的 STS 系列电子元器件测试系统广泛应用于航天、航空、电子、兵器、船舶和及元器件研制生产等领域
长川科技	国内领先水平	掌握了集成电路测试设备的相关核心技术，拥有多项专利权及软件著作权，是国内为数不多的可以自主研发、生产集成电路测试设备的企业
华兴源创	国内领先的检测设备与整线检测系统解决方案提供商	在机器视觉图像算法，以及配套各类高精度自动化与精密连接组件的设计制造能力等方面，具备较强的竞争优势和自主创新能力，在信号和图像算法领域具有多项自主研发的核心技术成果；是国内为数不多的可以自主研发 SOC 芯片测试设备的企业，自主研发的 E06 系列测试系统在核心性能指标上具有较强的市场竞争力

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院整理

表 5 与竞争对手在经营方面的比较

(单位：亿元、%)

公司名称	资产总额	净资产额	营业收入	归母净利润	毛利率
精测电子	26.22	12.09	13.90	2.89	51.21
致茂电子	46.92	29.14	34.23	5.15	44.05
由田新技	7.88	3.99	6.30	0.56	40.54
泰瑞达	185.76	104.48	144.18	31.01	58.09
爱德万测试	136.72	64.65	92.04	8.38	57.56
科休半导体	77.83	37.47	31.01	-2.21	35.26
长川科技	6.78	4.71	2.16	0.36	55.60
华兴源创	12.43	9.11	10.05	2.43	55.38

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院整理

三、财务状况及募集资金计划

(一) 主要财务指标

营业收入存在波动，净利润保持增长，未来发展前景看好。2016 ~2018 年度公司营业收入分别为 51,595.44 万元、136,983.42 万元及 100,508.35 万元，净利润分别为 18,029.70 万元、20,966.91 万元及 24,328.60 万元，2017 年和 2018 年营业收入同比增长 165.50%和-26.63%，净利润同比增长 16.3%和 16.0%，公司营业收入存在一定波动，但净利润总体保持增长。随着柔性 OLED 屏幕应用市场逐步扩大，以及公司新型集成电路测试设备不断投放市场，未来公司营收及利润有望保持稳定增长。

现金流增速与业绩增长匹配，经营状况良好。2016 ~2018 年度，公司的销售商品、提供劳务收到的现金分别为 56,390.37 万元、116,479.33 万元和 106,213.44 万元，与当期营业收入的比例分别为 109.29%、85.03%和 105.68%。公司的销售商品、提供劳务收到的现金与营业收入匹配，公司销售回款情况良好。同期，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 14,534.90 万元、14,719.64 万元和 18,443.43 万元，经营活动产生的现金流量净额与净利润的比例分别为 80.62%、70.20%和 75.81%，公司现金流量与净利润保持同步增长，表明公司经营状态良好。

资产负债率低，流动比率高，财务风险小。2016 ~2018 年度，公司流动比率分别为 8.48、

2.88 和 2.70，速动比率分别为 7.68、2.51 和 2.19，合并资产负债率分别为 10.65%、29.76% 和 26.70%。公司资产负债率较低，资金状况良好，银行借款及经营性资金占用较少，债务负担相对于资产规模较小，财务费用占比低，未来债权融资空间较大，因此公司具有良好的偿债能力，财务风险较小。

表 6 主要财务指标 (单位: 万元, %)

项目	2018 年度	2017 年度	2016 年度
资产总额	124,325.71	94,973.34	70,947.98
归属于母公司所有者权益	91,130.11	66,712.22	63,388.65
资产负债率 (母公司)	26.70	29.76	10.65
营业收入	100,508.35	136,983.42	51,595.44
净利润	24,328.60	20,966.91	18,029.70
归母净利润	24,328.60	20,966.91	18,029.70
扣非归母净利润	23,683.55	29,578.50	17,163.83
稀释每股收益 (元/股)	0.67	-	-
加权净资产收益率	30.83	31.83	30.94
经营活动产生的现金流量净额	18,443.43	14,719.64	14,534.90
研发投入占营业收入比例	13.78	6.83	9.25

资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 募集资金计划

本次发行前公司总股本为 36,090 万股，本次拟公开发行股票不超过 4,010 万股，本次发行的股份占发行后总股本的比例为 10%。公司募集资金主要用于平板显示生产基地建设项目、半导体事业部建设项目以及补充流动资金，总投入为 10.09 亿元，上述项目系围绕公司主营业务开展，基于公司现有生产经营规模，结合公司未来发展规划，以及依据公司目前技术条件、管理能力等合理确定。本次发行募集资金扣除发行费用后将按照轻重缓急顺序投入相关项目。

表 7 募资建设项目清单 (单位: 万元)

序号	募集资金投资项目	拟使用募集资金金额	预期效益
1	平板显示生产基地建设项目	39,858.91	完全达产后，本项目预计能增加年均销售收入 45,000.00 万元，项目经济效益指标为：税后内部收益率为 23.30%，税后投资回收期为 5.72 年，投资利润率为 26.73%，年均利润总额为 11,937.51 万元。
2	半导体事业部建设项目	26,032.79	完全达产后，本项目预计能增加年均销售收入 23,000.00 万元，项目经济效益指标为：税后内部收益率为 16.00%，税后投资回收期为 6.93 年，投资利润率为 26.760%，年均利润总额为 6,196.71 万元。
3	补充流动资金	35,000.00	
	合计	100,891.70	

资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

四、估值分析

EV/EBITDA 估值法: 适用于初创期信息技术公司，可以避免初期固定资产等基础设施高速投入导致大量折旧对估值的扭曲；

PS 估值法: 适用于开始盈利期的信息技术公司，该类企业营业收入趋于稳定增长，但净利润仍较低；

PE/PEG 估值法: 适用于成长期至成熟期信息技术企业，该类企业具备较稳定的盈利能力。

华兴源创目前处于稳定成长期，我们认为公司适用于 PE/PEG 估值法。

表 8 已上市电子检测行业可比公司

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	市盈率 PE (TTM)	PEG	市销率 PS (TTM)
300567.SZ	精测电子	117.92	36.62	0.69	7.19

资料来源：wind，中国银河证券研究院

插图目录

图 1	平板显示检测设备	2
图 2	集成电路检测设备	2
图 3	2018 年公司主营业务构成	2
图 4	2016-2018 年主营业务增长趋势	2
图 5	公司软件研发流程	4
图 6	公司硬件研发流程	4
图 7	公司股权结构图	5
图 8	全球显示面板出货量（百万片）	5
图 9	2015~2022 年全球 OLED 柔性屏及刚性屏出货量（百万片）及柔性屏占比	6
图 10	2011~2017 年全球 LCD 面板产能转移趋势图	6
图 11	2012~2022 年全球 OLED 面板产能（百万平方米）	7
图 12	2013~2017 年全球半导体产业销售收入规模增长	7
图 13	2012~2017 年全球半导体专用设备销售收入规模增长情况	8

表格目录

表 1	公司核心技术研究情况	3
表 2	近三年核心技术产品占营业收入比例	3
表 3	近三年公司研发投入情况	4
表 4	与经营对手市场地位及技术实力的比较	8
表 5	与竞争对手在经营方面的比较	9
表 6	主要财务指标	10
表 7	募资建设项目清单	10
表 8	已上市电子检测行业可比公司	10

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

傅楚雄，电子行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn