

华兴源创（688001）：国内领先检测设备供应商，充分受益产业增长

2019年06月26日

推荐/首次

华兴源创

公司报告

报告摘要：

公司是国内领先的检测设备和系统提供商。公司的检测产品主要是平板显示领域和集成电路领域的检测设备，其中平板显示领域为现阶段公司主要收入来源，16-18年收入分别为5/13.5/9.7亿元，经平滑后增速为39.3%；集成电路领域16-18年收入分别为85/113/385万元，复合增速达110%；另外18年汽车电子领域实现1108万元的收入，为新增领域收入。公司在检测领域深耕多年，在检测信号与图像算法领域具有核心技术，同时具备配套精密组件的设计制造能力，是国内领先的检测设备和系统提供商。

平板显示领域受益于下游面板企业资本开支仍将维持较高增长速度。据我们下游产线开工投产统计数据，18年高世代LCD及OLED产线投资额为1975亿元，19年投资额为2258亿元，对应的检测设备空间为132/154亿元，YOY为14.3%。高世代LCD产线尤其是新型的OLED产线生产过程更加严格，实现高良率的生产难度更大，利好检测技术储备丰富，产品实力强的优秀设备厂商。

半导体检测领域具备广阔市场空间。从半导体产业市场规模看，全球市场整体发展趋于稳定，而与之对应的中国半导体产业市场规模则呈现爆发式增长形势，随之将给设备端带来广阔的市场空间。据统计，2018年全球半导体设备销售额达到645亿美元，其中国内半导体设备销售额为131亿美元，占据全球20%的市场空间。公司积极研发在集成电路领域的检测技术，部分产品已经形成了批量销售，有望把握国产设备需求爆发的机会，给公司带来长远发展。

盈利预测：我们预计公司19-21年实现营业收入分别为12.79/16.98/22.63亿元；归母净利润分别为2.93/3.88/5.16亿元，按发行后总股份4.01亿股测算，EPS分别为0.73元、0.97元和1.29元，按发行价格24.26元测算，对应PE分别为33X、25X和19X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：检测设备市场竞争加剧，半导体设备进展低于预期。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,369.83	1,005.08	1,278.99	1,698.08	2,262.68
增长率（%）	165.50%	-26.63%	27.25%	32.77%	33.25%
净利润（百万元）	209.67	243.29	293.04	387.53	515.56
增长率（%）	16.29%	16.03%	20.45%	32.25%	33.04%
净资产收益率（%）	31.43%	26.70%	25.32%	27.11%	28.78%
每股收益（元）	0.58	0.67	0.73	0.97	1.29
PE	41.76	36.21	33.20	25.10	18.87
PB	13.12	9.61	8.41	6.80	5.43

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

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，公司产品分为检测设备、检测治具。公司产品应用于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。

未来3-6个月重大事项提示：

2019-6-27 IPO网上申购、IPO网下配售

2019-7-01 IPO中签结果公告

分析师：龙海敏

021-25102913

longhm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519060001

分析师：樊艳阳

010-66554089

fanyanyang1990@126.com

执业证书编号：

S1480518060001

目 录

1. 国内领先的检测设备及系统综合提供商.....	4
1.1 公司产品覆盖平板显示和集成电路检测领域.....	4
1.2 股权高度集中，公司控制稳定.....	4
1.3 公司历史经营业绩稳定增长.....	5
2. 平板显示检测行业处于蓬勃发展期.....	6
2.1 OLED 手机屏幕占比快速提升.....	6
2.2 巨大的需求空间带来 OLED 产线的密集投资.....	6
2.3 OLED 生产工艺复杂，对设备质量要求高.....	7
2.4 大尺寸 OLED 将具备更广阔的空间.....	8
3. 半导体检测设备行业空间广阔.....	10
3.1 国内半导体行业迎来爆发式增长.....	10
3.2 半导体检测设备需求空间广阔.....	11
4. 公司在检测设备领域具备较强的实力.....	11
4.1 平板显示检测设备种类丰富.....	11
4.2 公司半导体检测设备初具基础.....	13
4.3 公司重视研发，研发投入较高.....	13
4.4 公司客户资源优秀.....	14
4.5 募投项目继续加强平板显示和半导体领域的实力.....	15
5. 盈利预测与估值.....	16
6. 风险提示.....	16

表格目录

表 1：国内 OLED 产线情况.....	6
表 2：国内晶圆制造新投资产线情况.....	10
表 3：公司平板显示检测设备.....	12
表 4：公司集成电路检测设备.....	13
表 5：在研项目进展情况.....	14
表 6：募投项目基本情况.....	15

插图目录

图 1：公司主要产品分类.....	4
图 2：公司股权结构.....	4
图 3：公司营业收入（百万元）及增长率（%）.....	5
图 4：公司归母净利润（百万元）及增长率（%）.....	5
图 5：公司毛利率（%）和净利率（%）变化情况.....	5
图 6：2015-2022 年 OLED 屏幕出货量（百万片）及柔性屏占比%.....	6

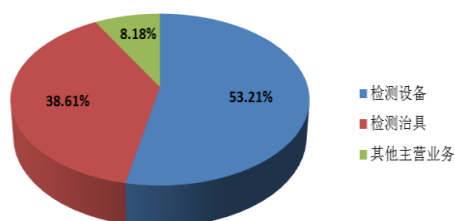
图 7：OLED 前段工序反复次数大大增加	7
图 8：OLED 的蒸镀有机层工艺.....	7
图 9：OLED 后段模组对于贴合邦定工艺要求更高	8
图 10：全球显示器件产值占比.....	8
图 11：全球显示器件屏幕面积占比	8
图 12：OLED 实现全彩的三种工艺.....	9
图 13：全球半导体设备销售额（十亿美元）及 YOY.....	11
图 14：国内半导体设备销售额（十亿美元）及 YOY.....	11
图 15：半导体产线设备占比分布.....	11
图 16：公司研发支出（百万元）及占营业收入比例（%）	14
图 17：公司重点客户	15

1. 国内领先的检测设备及系统综合提供商

1.1 公司产品覆盖平板显示和集成电路检测领域

公司专注于专业化检测领域，在检测信号与图像算法领域具有自主研发核心成果，同时具备配套各类高精度自动化与精密连接组件的设计制造能力。公司的主要产品为检测设备和检测治具，根据 2018 年的产品分类，检测设备收入占比 53.21%，检测治具收入占比 38.61%，其他的技术服务和电子产品收入占比 8.18%。

图 1：公司主要产品分类

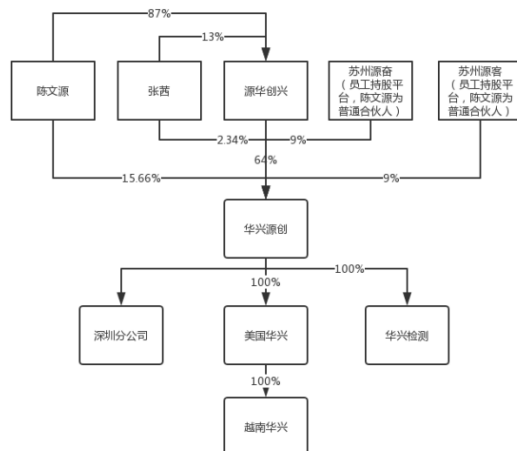


资料来源：Wind，东兴证券研究所

1.2 股权高度集中，公司控制稳定

公司董事长陈文源直接持股 15.66%，通过源华创兴间接持有 55.68%，苏州源奋和苏州源客为公司的员工持股平台，根据最新持股数据显示陈文源分别持有 61.04%和 62.85%股份，相当于间接持有公司 5.49%和 5.66%股份，合计持有公司 82.49%的股份，和一致行动人张茜为夫妻关系，张茜持有公司 10.66%的股份，实际控制人总计持有公司 93.15%的股份，对公司控制稳固。

图 2：公司股权结构



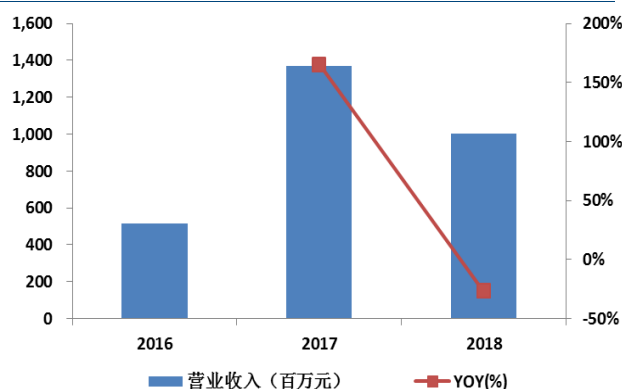
资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

1.3 公司历史经营业绩稳定增长

公司近三年营业收入分别是 5.16/13.7/10.05 亿元，近两年营收维持在十亿元规模，整体维持稳定。公司净利润处于稳定攀升状态，近三年分别为 1.8/2.1/2.43 亿元，增速维持在 16%。

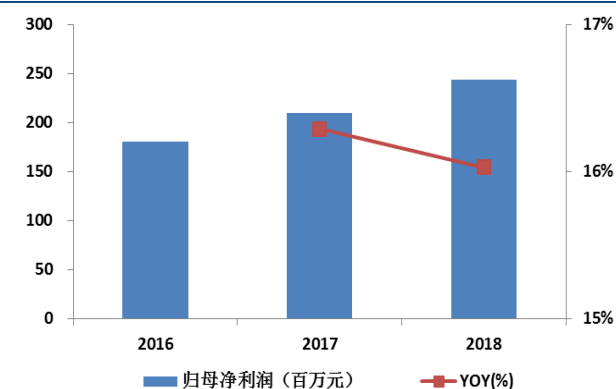
2017 年营业收入增长迅速，主要得益于苹果公司自身及其指定供应链厂商越南三星对公司下达了较大规模的平板显示触控检测设备订单，而 2018 年收入下降也由于主要客户苹果的产品改进较少，对于检测设备更新需求变小所致。

图 3：公司营业收入（百万元）及增长率（%）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

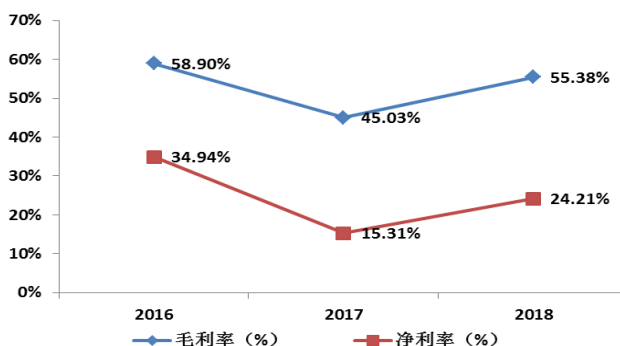
图 4：公司归母净利润（百万元）及增长率（%）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

公司毛利率和净利率波动较大。近三年毛利率分别为 58.9%/45.03%/55.38%，净利率为 34.94%/15.31%/24.21%，存在较大的波动，毛利率下滑主要受行业周期影响，行业内相关公司在 2017 年均出现毛利率下滑现象，公司自身检测设备和夹具毛利率也均有下滑及产品结构影响，另外单客户大订单的适度让利也产生了影响。

图 5：公司毛利率（%）和净利率（%）变化情况



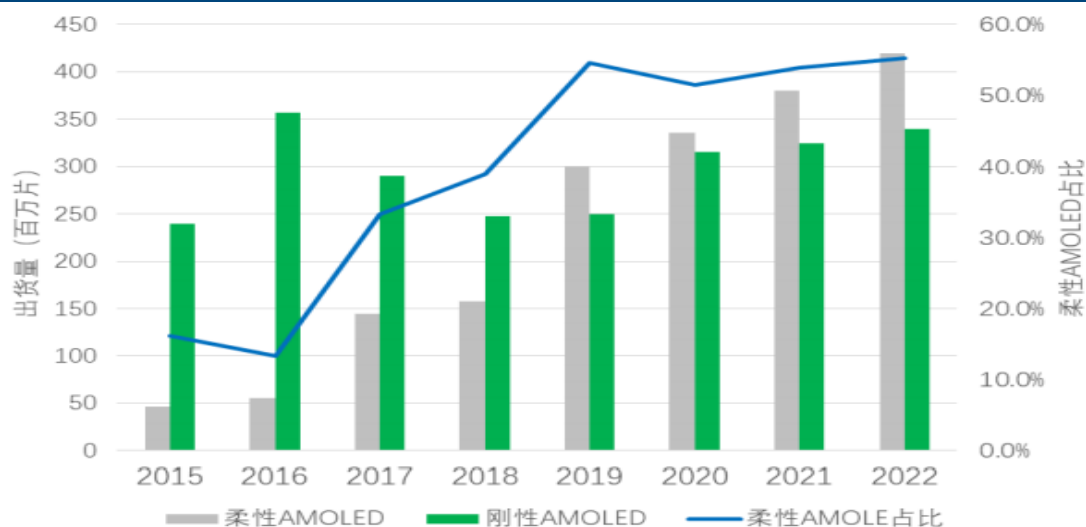
资料来源：Wind，东兴证券研究所

2. 平板显示检测行业处于蓬勃发展期

2.1 OLED 手机屏幕占比快速提升

自 2016 年以来，随着曲面和全屏显示器需求的增加，用于智能手机的柔性 AMOLED 面板需求不断增长。数据显示 2018 年 OLED 面板出货量超过 4 亿片，其中柔性 AMOLED 面板出货量达到 1.6 亿片，占比近 40%，预计到 2022 年总的 OLED 屏幕出货量将超过 7.5 亿片，增速超过 85%，其中柔性 OLED 屏幕占比将超过 50%。

图 6: 2015-2022 年 OLED 屏幕出货量（百万片）及柔性屏占比%



资料来源：IHS，招股说明书，东兴证券研究所

2.2 巨大的需求空间带来 OLED 产线的密集投资

在平板显示产业转移的形势下，重点企业和地方政府积极推动 OLED 产线的布局，第一条由京东方投资的 6 代柔性 AMOLED 面板产线已于 2017 年低在成都开始量产，2018 年天马和维信诺的 6 代柔性 AMOLED 产线也开始实现产品量产，其他面板企业也积极跟进产线建设。

表 1: 国内 OLED 产线情况

公司	产线类	地点	产线情况	投资额（亿元）	最大产能(万片/月)	量产时间
京东方	5.5 代线	鄂尔多斯	刚性		0.4	2013
	6 代线	成都一期	柔性		2.4	2017
	6 代线	成都二期	柔性	245	2.4	2018
	6 代线	绵阳	柔性	465	4.8	2019
	6 代线	重庆	柔性	465	4.8	2020

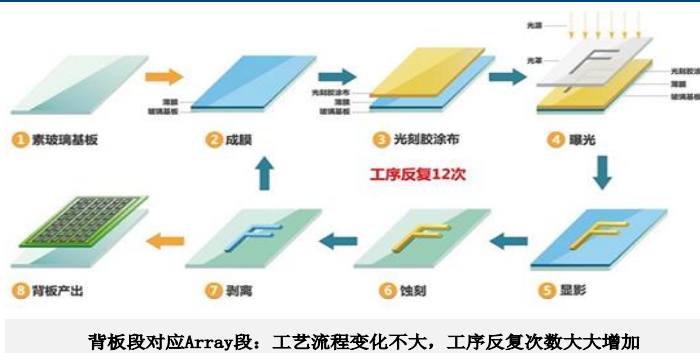
深天马	5.5 代线	上海	刚性		1.5	2016
	6 代线	武汉	柔性		3	2017
维信诺（国显光电）	5.5 代线扩产	昆山	刚	32	3	2018
	6 代线	固安	柔性	262	3	2019
华星光电	6 代线	武汉	柔性	350	4.5	2018
和辉光电	4.5 代线	上海	刚性		2.1	2014
	6 代线	上海	柔	273	3	2019
信利光电	4.5 代线	惠州一期	刚性		1.5	2016
	5.5 代线	惠州二期		188		2018
柔宇科技		深圳				2017

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

2.3 OLED 生产工艺复杂，对设备质量要求高

OLED 前段为驱动背板的工艺，对应 LCD 生产的 Array 制程，基本的工艺流程变化不大，基本一样，具体区别在于 TFT 驱动方式，LCD 使用电压驱动，而 OLED 采用电流驱动，对于硅晶体有较高的载流子迁移率要求，不能再使用非晶硅，需要使用低温多晶硅和金属氧化物来制作 TFT。在工序上，LCD 成膜、曝光、蚀刻工序进行 2-3 次就可以实现，在 OLED 的背板生产时，整个工序需要反复 12 次。

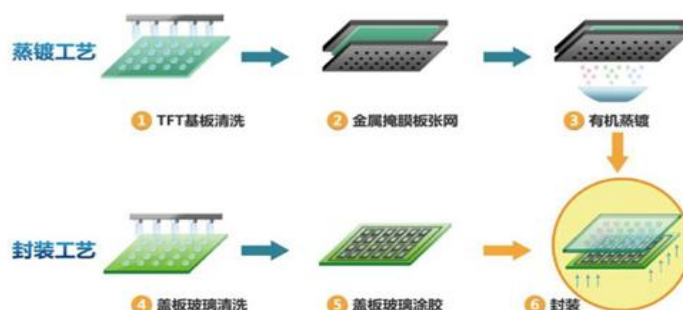
图 7：OLED 前段工序反复次数大大增加



资料来源：OFweek，东兴证券研究所

在 OLED 生产中，蒸镀有机层是一个核心工艺，与以往 Cell 成盒工艺完全不同，需要经过复杂的蒸镀工艺，蒸镀设备的生产壁垒很高。现在是佳能旗下的 tokki 所生产的蒸镀机远超其他厂商同类产品，受产能限制年产只有 8-10 台。

图 8：OLED 的蒸镀有机层工艺

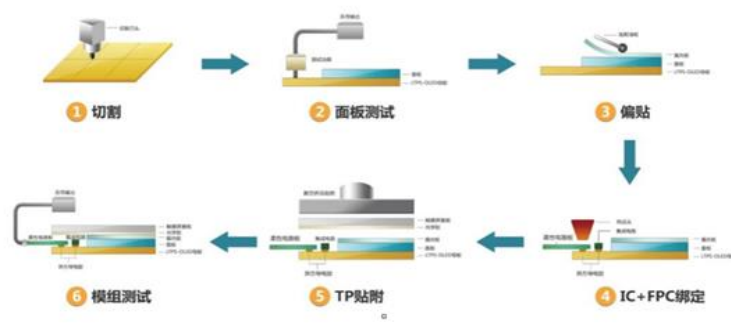


与LCD的Cell工艺完全不同，OLED需要蒸镀有机层

资料来源：OFweek，东兴证券研究所

现有全彩方式为 RGB 三色排列的实现方式，后段模组主要是贴合和邦定工艺，这两个工艺原理与 LCD 相比没有区别，主要难点在于 OLED 更薄，尤其对于柔性的 OLED 面板，对于设备实现贴合和邦定的要求更高。

图 9：OLED 后段模组对于贴合邦定工艺要求更高



贴合邦定要求更高

资料来源：OFweek，东兴证券研究所

OLED 生产工艺的复杂性带来面板产品的良品率难以提高，为了提高产品良品率，增加产线产能的有效转化效率，OLED 产线上需要布置更多的检测设备。

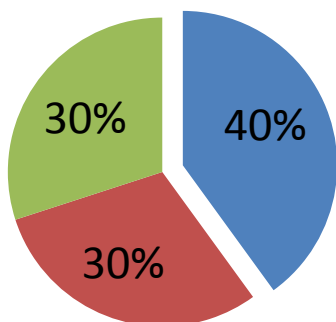
2.4 大尺寸 OLED 将具备更广阔的空间

根据行业协会数据，全球显示器件总产值约 1000 亿美元，其中手机屏幕显示器件产值约 400 多亿，占比约 40%；按照业内通用的面积计算，全球显示器件总面积需求约 2 亿平方米，其中手机屏幕显示器件总面积需求约 1300 万平方米，占比约 6%。

图 10：全球显示器件产值占比

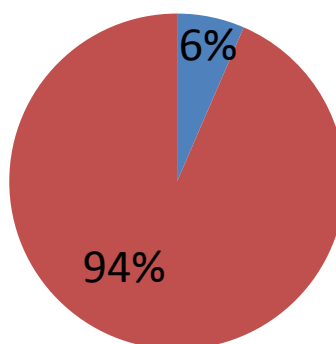
图 11：全球显示器件屏幕面积占比

■ 手机显示 ■ 大屏幕电视 ■ 笔电、平板显示



资料来源: 行业协会数据, 东兴证券研究所

■ 手机显示 ■ 其他显示

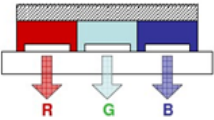
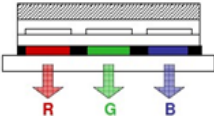
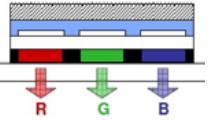


资料来源: 行业协会数据, 东兴证券研究所

现在 OLED 屏幕仅在手机等小尺寸显示器件上爆发, 随着技术的发展, 未来还有很大的突破空间。

OLED 实现全彩有三种工艺方式: 第一种是 RGB 三色发光材料的独自发光, 分别由独立的发光材料发出红、绿、蓝三基色, 然后将三基色混合得到彩色光。这种方式发光效率高, 可以实现高分辨率的显示, 但是单独的红色材料寿命低。第二种是利用白光 OLED 结合彩色滤光膜获得全彩色, 背光发光器件为白光 OLED, 白光通过彩色滤光膜得到红绿蓝三基色, 再将三基色混合得到彩色光。这种方式最大的优势在于技术成熟, 可采用 LCD 中成熟的彩色滤光膜技术, 但相应的缺点是透过彩色滤光膜后光损失高达三分之二, 造成发光效率低。第三种是借助色转换层, 以蓝光为光源, 经过色转换得到红色和绿色, 再结合已有的蓝色, 从而获得全彩色。这种全彩的实现方式发光效率比白光高, 生产工艺中只需要蒸镀蓝光 OLED 组件, 生产成本低, 其相应的缺点是色转换材料容易吸收环境中的蓝光, 造成图像对比度下降, 使画面显示质量降低, 而且受限于光色转换材料的研制。

图 12: OLED 实现全彩的三种工艺

全彩方式	RGB 3色排列	白光+彩色滤光片	蓝光+色转换层
图示			
发光原理	RGB三色发光材料独自发光	以白光为背光, 再加彩色滤光片	以蓝光为光源, 经色转换层将光转为RGB三色
优势	发光效率高 高分辨率显示	技术成熟	成本低 发光效率比白光高
不足	红色材料寿命低	光损失大 发光效率低	图像对比度下降 色转换材料研制困难

资料来源: 中国知网, 东兴证券研究所

3. 半导体检测设备行业空间广阔

3.1 国内半导体行业迎来爆发式增长

从半导体产业市场规模看，全球市场整体发展趋于稳定，而与之对应的中国半导体产业市场规模则呈现爆发式增长形势，根据中国半导体行业协会数据显示，现在国内已经立项或者开工的晶圆制造产线已达 20 条，总投资额达 1255 亿美元。

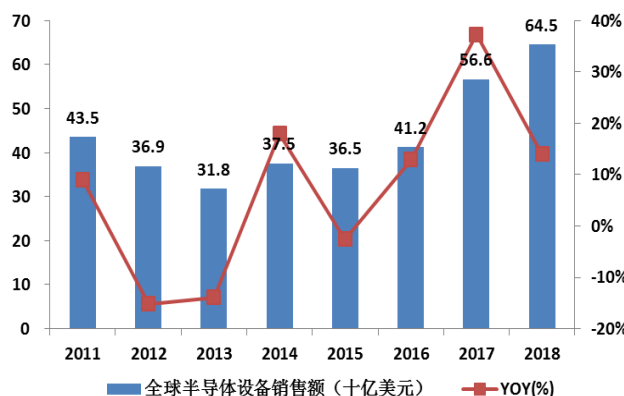
表 2：国内晶圆制造新投资产线情况

编号	厂商	地点	月产能 (千片/月)	投资总额 (亿美元)	立项或开工日期
1	台积电	南京	20/40	30/70	Y2016M07
2	联芯集成	厦门	50	62	Y2015M03
3	晶合集成	合肥	40	20	Y2015M10
4	中芯国际	北京 B2A	15	15	Y2013M07
5		北京 B2B	35	35	Y2015M10
6		上海	70	105	Y2016M11
7		深圳	40	25	Y2016M11
9	长江存储	武汉	300	240	Y2016M12
10	AOS 万国	重庆	50	10	Y2016M03
11	德科玛	淮安	20	23	Y2016M03
11	德科玛	南京	20	20	Y2017M02
12	英特尔	大连	50	55	Y2015M10
13	合肥长鑫	合肥	125	72	Y2016M06
14	福建晋华	晋江	60	60	Y2016M07
15	华力微	上海	40	62	Y2016M12
16	紫光南京	南京	100	100	Y2017M02
17	华虹无锡	无锡	40	25	Y2017M08
18	格芯一期	成都	20	100	Y2017M02
	格芯二期		65		—
19	海力士	无锡	200	86	Y2017M07
20	三星西安	西安	80	70	Y2017M08
合计			1460	1255	

资料来源：半导体行业协会，东兴证券研究所

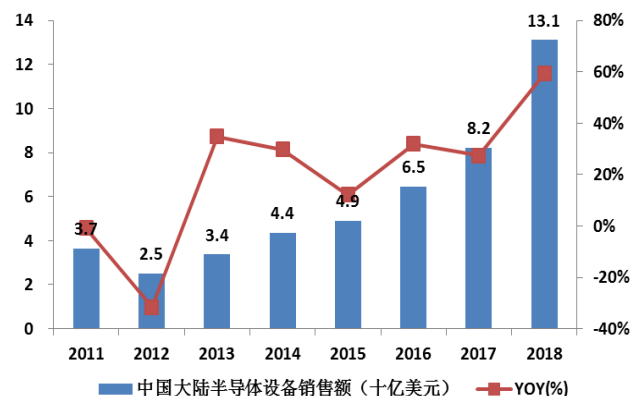
在集成电路生产环节，大致可以分为设计、制造和封测三部分，每一个部分都需要专业化的设备，伴随近年来半导体行业的快速发展，装备行业也获得了高速的增长，全球半导体设备销售额在 2018 年达到 645 亿美元，其中国内半导体设备销售额为 131 亿美元，占比达到 20%，从增速来看，国内 2018 年半导体设备销售额增速达 59.3%，远高于全球增速的 13.97%。

图 13: 全球半导体设备销售额（十亿美元）及 YOY



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 14: 国内半导体设备销售额（十亿美元）及 YOY

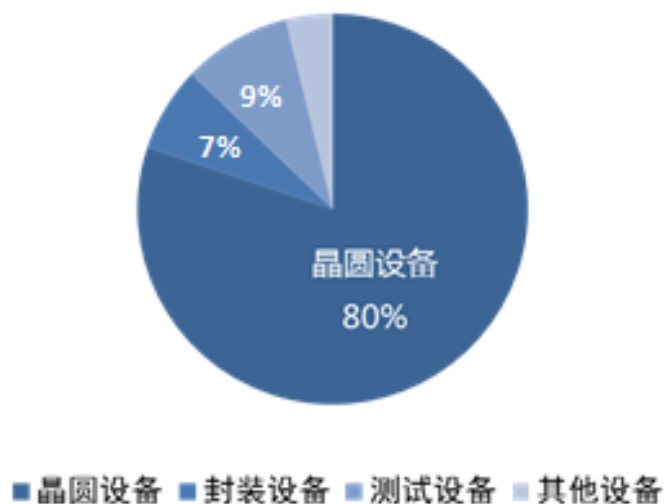


资料来源：Wind，东兴证券研究所

3.2 半导体检测设备需求空间广阔

在所有半导体设备中，前道的晶圆制造设备占比约 80%，后道的封装设备占比约 7%，测试设备占比约 9%，剩下的是其他设备，国内现在晶圆制造厂已立项或开工的有 20 条新增产线规模，共计 1255 亿美元投资额，按照 70%投资设备的比例计算，有约 879 亿美元设备采购支出，按照测试设备占比计算，总计有 79 亿美元的需求空间。

图 15: 半导体产线设备占比分布



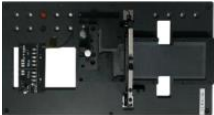
资料来源：SEMI Research，东兴证券研究所

4. 公司在检测设备领域具备较强的实力

4.1 平板显示检测设备种类丰富

公司在平板显示检测领域积累多年，具备了较强的竞争实力和自主创新能力，在显示检测、触控检测、光学检测、老化检测、电路检测、信号检测、自动化检测等领域都拥有成熟的产品。

表 3：公司平板显示检测设备

产品类别	产品示意图	产品简介
显示检测设备		通过相对复杂的结构，与信号检测设备搭配使用，用于平板显示屏的显示质量检测，包括亮度均匀性、点线不良、色斑检测、电性能等。
触控检测设备		主要用于平板显示屏的触控功能检测，设备中包含自主研发的硬件、软件系统。
光学检测设备		主要用于平板显示屏的光学部分的检测，在产品点亮状态下对产品的闪烁度、对比度、色度、背光亮度以及某些特定光学指标进行测定，并可以通过上位机软件运算并输出相关数据。
老化检测设备		主要用于平板显示屏在生产制造中 Aging（老化）环节的专用设备。
电路检测设备		主要用于平板显示屏内部回路的通短路等信号检测。
信号检测设备		为不同类型、不同尺寸的平板显示屏内嵌芯片提供驱动电压和信号，使屏幕点亮并显示特定检测用画面，采集相关电性能参数。
自动化检测设备		对平板显示屏的显示和触控性能进行检测的无人化设备，通常为显示、触控、信号等检测功能的集成，可基于自主开发的平板显示检测的机器视觉（AOI）图像算法实现检测数据的实时采集、统计、分析、上传和追寻，用于替代现有的人工检测。

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

4.2 公司半导体检测设备初具基础

公司研发和生产的集成电路测试设备主要包括测试机和分选机。测试机是检测芯片功能和性能的专用设备，测试机对芯片施加输入信号，采集被检测芯片的输出信号与预期值进行比较，判断芯片在不同工作条件下功能和性能的有效性。分选机和探针台是将芯片的引脚与测试机的功能模块连接起来并实现批量自动化测试的专用设备。在芯片设计公司设计验证环节，测试机需要和探针台及分选机配合使用；在晶圆厂制程验证和量产环节，测试机需要和探针台配合使用；在封测厂成品测试环节，测试机需要和分选机配合使用。

表 4：公司集成电路检测设备

产品名称	产品示意图	产品简介
测试机		自动化测试机，应用在晶圆和封装工位的测试，同时支持模拟板卡，射频板卡，电源板卡，支持 CIS、MCU、Display Driver IC、GPU 等 SoC 的测试。
电池管理系统芯片测试机		用于移动终端电池管理系统芯片的安全保护功能、电量管理功能和性能指标测试、校验，使得移动终端电池管理系统芯片对电池能实现精密保护与测量。
分选机		自动化分选机，可应用在射频功率计芯片的 FT 测试；转塔式分选机，支持 Discrete、SOIC、Power Discrete、LED、DFN、MEMS、DFN、QFN 等芯片分选；Pick&Place 分选机：支持 BGA、QFP、QFN、LGA、SOP、PGA、CSP 等封装外型集成电路的测试。

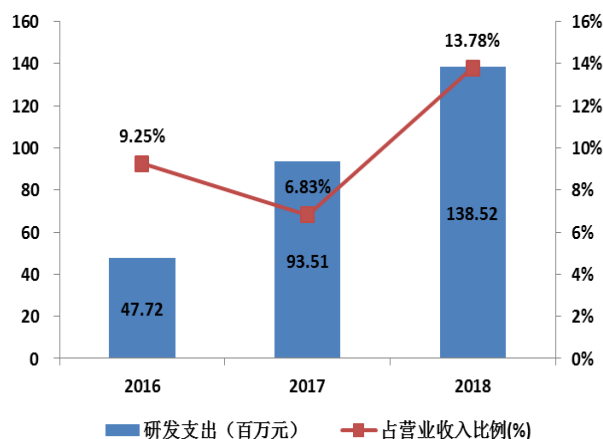
资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

2018 年公司集成电路测试设备实现销售收入 385.25 万元，销售的主要产品为 2 台分选机共计 298.01 万元，37 台专用芯片测试器共计 87.62 万元。

4.3 公司重视研发，研发投入较高

公司在原有的业务基础上，基于对自身技术储备、行业发展趋势和未来市场前景的预期，决定发展集成电路测试设备，尤其是集成电路中高端测试设备领域。2017 年初公司成立半导体事业部以来，对测试机和分选机以及测试机配套周边产品的研发投入了大量研发人员和资金。

图 16: 公司研发支出（百万元）及占营业收入比例（%）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

公司在平板显示领域和集成电路检测领域均投入大量的研发费用，相应的在研项目进展顺利。公司总计拥有 20 项发明专利、50 项实用新型专利和 2 项外观专利，同时有 10 种产品被江苏省科技厅认定为高新技术产品。

表 5: 在研项目进展情况

项目名称	进展
柔性 OLED 的 Mura 补偿技术研发项目	已有阶段性研发成果
多通道 OLED 面板驱动信赖性测试系统技术研发项目	试生产阶段
Black MURA 检测	试生产阶段
成像式亮度色度计	试生产阶段
新一代车载模组 AOI 检查自动化研发项目	试生产阶段
智能工业相机	研究开发阶段
应用于 7.5GHZ 频率射频芯片测试的信号板卡	研发试做阶段
小型编带封装芯片的快速分拣系统研发项目	研发试做阶段
移动终端电池管理系统芯片测试技术研发项目	批量生产阶段

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

4.4 公司客户资源优秀

公司与国际知名平板厂商三星、夏普、LG、京东方、JDI 等建立了长期稳定的合作关系，在产品快速迭代和稳定交付的基础上，公司凭借自身稳定持续的技术标准及技术要求，以及不断丰富优化的测试程序，保证了产品持续稳定的高质量和检测效率，通过触控、显示、光学等多方面测试保证客户产品质量始终如一，与各大面板厂商形成了较强的合作粘性。

图 17：公司重点客户


资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

公司客户实力均较强，大客户的大额订单奠定了公司营收的基础。在 2016 年至 2018 年间，公司来自前五大客户的销售收入占营业收入比例分别为 78.99%、88.06%和 61.57%。

4.5 募投项目继续加强平板显示和半导体领域的实力

募投项目是顺应国家平板显示及集成电路相关产业政策的选择，通过募投项目进一步优化公司的业务布局、提高公司资源整合利用能力，增强公司核心竞争力。

募投项目总计投入资金 10.09 亿元，其中补充流动资金 3.5 亿元，平板显示生产基地建设项目拟投入 3.99 亿元，项目建设期预计 24 个月，达产后年均增加销售收入 4.5 亿，实现年均利润总额 1.19 亿元；

半导体事业部建设项目拟投入 2.6 亿元，项目建设期预计 24 个月，达产后年均增加销售收入 2.3 亿，实现年均利润总额 0.62 亿元。

表 6：募投项目基本情况

序号	募投项目	投资总额（亿元）	达产后年均增加销售收入（亿元）	年均利润总额（亿元）
1	平板显示生产基地建设项目	3.99	4.5	1.19
2	半导体事业部建设项目	2.6	2.3	0.62
3	补充流动资金	3.5		
	合计	10.09	6.8	1.81

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

5. 盈利预测与估值

公司在检测领域深耕多年，在检测信号与图像算法领域具有核心技术，同时具备配套精密组件的设计制造能力，是国内领先的检测设备和系统提供商，再结合平板显示领域下游面板企业仍维持较高增长速度的资本开支以及国内半导体检测设备市场的广阔空间，我们预计公司 19-21 年实现营业收入分别为 12.79/16.98/22.63 亿元；归母净利润分别为 2.93/3.88/5.16 亿元，按发行后总股份 4.01 亿股测算，EPS 分别为 0.73 元、0.97 元和 1.29 元，按发行价格 24.26 元测算，对应 PE 分别为 33X、25X 和 19X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

6. 风险提示

检测设备市场竞争加剧，半导体设备进展低于预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	791	880	1374	1511	2040	营业收入	1370	1005	1279	1698	2263
货币资金	374	372	767	679	905	营业成本	753	448	571	762	1021
应收账款	293	323	350	465	620	营业税金及附加	11	8	10	14	18
其他应收款	5	5	7	9	12	营业费用	52	50	64	85	113
预付款项	5	4	4	4	4	管理费用	157	92	128	170	226
存货	102	164	208	278	372	财务费用	29	-7	4	1	-6
其他流动资产	13	12	37	74	125	研发费用	94	139	176	234	312
非流动资产合计	158	363	337	315	293	资产减值损失	18.83	6.58	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0.00	-0.54	0.00	0.00	0.00
固定资产	26	321	295	270	244	投资净收益	4.88	-4.51	0.00	0.00	0.00
无形资产	14	31	29	27	25	加：其他收益	0.00	3.63	3.63	3.63	3.63
其他非流动资产	8	4	0	0	0	营业利润	261	267	329	436	582
资产总计	950	1243	1711	1826	2332	营业外收入	5.59	9.21	5.00	5.00	5.00
流动负债合计	275	327	548	391	536	营业外支出	10.19	0.20	1.00	1.00	1.00
短期借款	20	80	253	18	59	利润总额	256	276	333	440	586
应付账款	78	182	227	303	405	所得税	47	33	40	53	70
预收款项	7	0	0	0	0	净利润	210	243	293	388	516
一年内到期的非流动	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
非流动负债合计	8	5	5	5	5	归属母公司净利润	210	243	293	388	516
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	283	332	553	396	541	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	165.50%	-26.63%	27.25%	32.77%	33.25%
实收资本（或股本）	361	361	401	401	401	营业利润增长	25.61%	2.26%	23.22%	32.64%	33.34%
资本公积	87	311	311	311	311	归属于母公司净利	20.45%	32.25%	20.45%	32.25%	33.04%
未分配利润	170	215	420	692	1053	获利能力					
归属母公司股东权益	667	911	1157	1430	1791	毛利率(%)	45.03%	55.38%	33.14%	33.11%	33.20%
负债和所有者权益	950	1243	1711	1826	2332	净利率(%)	15.31%	24.21%	22.91%	22.82%	22.79%
现金流量表						总资产净利润(%)	22.08%	19.57%	17.13%	21.23%	22.10%
单位:百万元						ROE(%)	31.43%	26.70%	25.32%	27.11%	28.78%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	偿债能力					
经营活动现金流	147	184	276	269	341	资产负债率(%)	30%	27%	32%	22%	
净利润	210	243	293	388	516	流动比率	2.88	2.70	2.51	3.87	3.81
折旧摊销	20.65	45.92	0.00	25.69	25.69	速动比率	2.51	2.19	2.13	3.16	3.11
财务费用	29	-7	4	1	-6	营运能力					
应收账款减少	0	0	-28	-115	-155	总资产周转率	1.65	0.92	0.87	0.96	1.09
预收帐款增加	0	0	0	0	0	应收账款周转率	7	3	4	4	4
投资活动现金流	-83	-169	0	-6	-6	应付账款周转率	35.24	7.75	6.26	6.41	6.39
公允价值变动收益	0	-1	0	0	0	每股指标（元）					
长期股权投资减少	0	0	2	0	0	每股收益(最新摊	0.58	0.67	0.73	0.97	1.29
投资收益	5	-5	0	0	0	每股净现金流(最新	-0.30	-0.01	0.99	-0.22	0.56
筹资活动现金流	-171	-19	120	-351	-109	每股净资产(最新摊	1.85	2.53	2.89	3.57	4.47
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	41.76	36.21	33.20	25.10	18.87
普通股增加	301	0	40	0	0	P/B	13.12	9.61	8.41	6.80	5.43
资本公积增加	87	225	0	0	0	EV/EBITDA	27.02	27.68	25.54	19.51	14.72
现金净增加额	-107	-4	396	-88	226						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

龙海敏

机械行业研究员，华中科技大学材料成型及控制工程学士，清华大学机械工程硕士，5 年项目运营及企业管理经验，2017 年加入东兴证券研究所，从事机械行业研究。

樊艳阳

中国人民大学经济学院本科及硕士，3 年财经媒体上市公司从业经验，主要跟踪新能源汽车产业链、机械行业，2016 年加入民生证券，2017 年加入东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。