



专业测试设备赋能中国智造

投资要点

- **公司根据第1项标准上市。**
- **主要逻辑：**公司凭借已经开发的平板显示和触控智能化检测技术，目前已经是全球高端智能手机屏显示和触控检测装备的主要供应商，生产基本处于满负荷状态，未来随着投入和产能的增加，收入规模有望进一步扩大；同时积极进行相关多元化领域的拓展，不断开拓新领域的检测技术，如集成电路检测技术、电动汽车电子的检测技术等等，在保持现有检测技术的优势以及现有的市场份额的同时，有望创造新的利润增长点。
- **业务发展迅速，客户资源优质。**公司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，应用于LCD与OLED平板显示、集成电路、汽车电子等行业。下游客户主要包括苹果、三星、LG、夏普、京东方、JDI等行业内知名厂商。2016年至2018年，公司营业收入分别为5.2亿元、13.7亿元和10.1亿元，归母净利润分别为1.8亿元、2.1亿元和2.4亿元，受公司业务特点和经营模式影响，公司营收具有一定波动性，但总体水平处于较高水平。
- **平板显示检测设备：深耕多年，快速响应能力突出。**随着中国平板显示产业的高速发展，国内OLED产线布局加快，带动了包括检测设备等相关配套企业和上下游企业的快速成长。检测设备贯穿面板制造全程，是保证良率的关键环节。公司深耕面板检测设备行业多年，积累了丰富的客户资源和良好的市场口碑，2016年至2018年，公司平板显示检测设备销售收入分别为5亿元、13.5亿元和9.7亿元，占当年营业收入的比例为97.1%、98.7%和96.8%。
- **集成电路测试设备：打开新的成长空间。**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，于2017年初公司成立半导体事业部，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。目前，公司自主研发的超大规模SoC测试机目前已交付部分标杆客户验证，BMS芯片检测设备已获较大规模订单，2019年上半年在手订单已达3亿元，且在陆续交货中，未来有望持续打开公司新的成长空间。
- **盈利预测与估值。**预计公司2019-2021年归母净利润年复合增速为25%。考虑到公司平板显示检测业务已经相对成熟且在A股有直接对标公司，集成测试设备业务也有直接对标企业，因此主要采用PE估值法，参考主要可比公司精测电子和长川科技的估值水平，我们认为公司2019年合理PE水平在31-42倍之间，对应华兴源创的合理估值范围区间为87.5-118.6亿元，假设公司发行后股本数量为4.01亿股，对应目标价为21.7~29.4元。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1005.08	1313.95	1659.63	2099.31
增长率	-26.63%	30.73%	26.31%	26.49%
归属母公司净利润（百万元）	243.29	282.39	373.44	470.80
增长率	16.03%	16.07%	32.24%	26.07%
每股收益EPS（元）	0.61	0.70	0.93	1.17
净资产收益率ROE	26.70%	13.33%	15.34%	16.63%

数据来源：Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：陈杭

执业证号：S1250519060004

电话：021-68415309

邮箱：chenhang@swsc.com.cn

联系人：李少青

电话：021-68415309

邮箱：lisq@swsc.com.cn

所属行业市场表现



数据来源：聚源数据

本次发行情况

发行前总股本(万股)	36090
本次发行(万股)	4010
发行后总股本(万股)	40100
2018年每股收益(摊薄后)(元)	0.61
2018年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	0.59

主要指标（2018）

每股净资产(元)	2.53
毛利率(%)	55.38
流动比率	2.70
速动比率	2.19
应收账款周转率	3.09
资产负债率(%)	26.70
净资产收益率(%)	30.83

相关研究

投资要件

关键假设

(1) 面板检测业务方面：预期 2019 年仍然是苹果创新小年，因此面板检测设备在 2019 年增量需求较弱，预计单价和销量基本与 2018 年持平，而 2020 年和 2021 年，一方面受苹果创新大年影响带来需求增强，另一方面受非苹果客户持续突破的影响，预计 2020 年和 2021 年面板检测设备订单量恢复 20% 左右的增长；

(2) 集成电路设备方面：2019 年开始公司集成电路设备逐步进入放量期，今年上半年公司电池管理芯片检测设备的在手订单已达 3 亿元，且在陆续交货中，综合考虑下半年新签订单和收入转化情况，预期 2019 年集成电路设备收入 3 亿元；2020-2021 年订单分别保持 48.5% 和 44.5% 的增速；

(3) 汽车电子业务方面：2018 年是公司汽车电子业务放量第一年，预期未来三年订单保持 15%、30%、30% 的增速，单价基本保持稳定；

(4) 综上，按产品分类，我们预期未来三年检测设备订单保持 35%、30%、30% 的稳定增长，毛利率保持在 50% 的水平；检测治具单价稳定在 300 元左右，订单量未来三年保持 25%、20%、20% 的增速，毛利率稳定在 55% 的水平。

公司亮点

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，主要产品为检测设备、检测治具等，应用于 LCD 与 OLED 平板显示、集成电路、汽车电子等行业。公司凭借已经开发的平板显示和触控智能化检测技术，目前已经是全球高端智能手机屏显示和触控检测装备的主要供应商，深度绑定苹果、三星等国际知名终端厂商，目前公司生产基本处于满负荷状态，未来随着投入和产能的增加，收入规模有望进一步扩大；同时公司积极进行相关多元化领域的拓展，不断开拓新领域的检测技术，如集成电路检测技术、电动汽车电子的检测技术等等，公司连续增长曲线清晰，在保持现有检测技术的优势以及现有的市场份额的同时，有望创造新的利润增长点。

股价上涨的催化因素

大客户进行重大产品创新；国内显示面板产线产能爬坡和良率进展超预期；公司半导体测试设备研发顺利出货加快。

估值和目标价格

公司目前收入主要来源为平板显示检测设备，2017 年起公司大力布局半导体检测业务，2019 年在手订单已达到 3 亿元，预计未来半导体检测设备收入占比将逐步提升。考虑到公司主营业务平板显示检测业务已相对成熟，且在 A 股有直接对标企业，因此直接采用 PE 估值法。目前公司在 A 股的主要对标公司有两家：**精测电子**主要从事平板检测业务，同时在半导体检测和新能源领域积极布局，与华兴源创的业务布局最为相似，因此在估值上最有参考

价值；**长川科技**主要从事半导体测试设备中的测试机和分选机业务，与华兴源创在半导体领域的布局较为相似，也具备一定估值参考价值。

我们预计华兴源创未来三年归母净利润分别为 2.8 亿元、3.7 亿元和 4.7 亿元，未来三年复合增长率达到 25%。参考精测电子和长川科技估值 PE 水平，我们认为华兴源创的估值水平应该介于精测电子和长川科技之间，合理估值水平在 31-42 倍之间，对应 2019 年市值区间 87.5-118.6 亿，对应合理价格区间为 21.7~29.4 元。

投资风险

- 1) **下游需求不达预期的风险：**公司产品主要用于平板显示领域和半导体领域，公司面临大客户苹果新产品推出不达预期、国内显示面板产线投资进度放缓、以及半导体产线投建进度不达预期等带来的下游需求不达预期的风险，将直接影响公司的产品订单和销量；
- 2) **新产品研发不能匹配客户需求的风险：**公司主要产品具有定制化和非标准化的特征，将客户产品理念快速转化成设计方案和产品的研发能力是公司从行业竞争中取胜的关键，公司可能存在研发人员流失、研发投入不足、研发模式缺陷等带来的新品研发无法匹配客户需求的风险，进而使公司面临客户流失风险和业绩下滑风险；
- 3) **市场竞争加剧带来盈利能力下滑的风险：**公司目前所处的平板检测行业及集成电路测试设备行业中，国外厂商凭借技术优势处于行业领先地位，国内厂商普遍面临较为严峻的竞争形势，公司长期面临来自海内外厂商较为激烈的竞争，因此存在竞争力下滑带来盈利能力下滑的风险；
- 4) **全球经济周期性波动和贸易摩擦的风险：**公司外销收入占比较高，未来存在全球经济波动或贸易摩擦加剧影响产品销售收入进而影响公司经营业绩的风险。

目 录

1 华兴源创：业务发展迅速，客户资源优质	1
1.1 公司股权结构：股权高度集中，员工持股激励充分	1
1.2 公司主营业务：国内领先检测设备提供商	1
1.3 公司客户情况：绑定优质客户资源，主要客户集中度高	3
1.4 公司募投项目：平板显示和半导体双轮驱动	4
1.5 公司经营概况：收入波动性成长，高研发驱动高盈利	5
2 平板显示检测设备：深耕多年，快速响应能力突出	7
2.1 全球平板显示：产业升级持续加快，驱动检测设备需求高涨	7
2.2 中国平板显示：行业迅猛发展，本土产业链不断完善	10
2.3 面板检测行业竞争情况：公司客户认可度高，市场地位优势	11
3 集成电路测试设备：打开新的成长空间	12
3.1 全球集成电路专用设备：半导体专用设备市场规模增长强劲	13
3.2 中国集成电路专用设备：国家政策大力支持，发展前景良好	14
3.3 集成电路专用设备行业竞争情况：公司性价比优势突出	14
4 盈利预测与估值	15
4.1 盈利预测	15
4.2 相对估值	16
5 风险提示	17

图 目 录

图 1: 发行前公司股权结构	1
图 2: 公司近三年主营业务构成	5
图 3: 公司近三年按地区营业收入结构	5
图 4: 公司近三年主营业务毛利率	6
图 5: 公司近三年净利润及扣非归母净利润	6
图 6: 公司员工构成	7
图 7: 公司近三年研发费用及其同比	7
图 8: 平板显示检测业务收入 (百万元) 及占比情况	7
图 9: 苹果对公司收入影响金额及占比情况	7
图 10: 2011-2017 年全球 LCD 面板 (PC、TV、Tablets) 产能转移趋势图	8
图 11: 全球显示面板出货量 (百万片)	8
图 12: 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	9
图 13: 2016-2018 年全球智能手机面板出货量 (百万片)	10
图 14: 2015-2021 年大尺寸 TFT-LCD 面板供需情况 (百万片)	10
图 15: LCD/OLED 工艺流程及制程投资占比	11
图 16: 近三年公司集成电路检测设备收入及构成	13
图 17: 专用芯片测试器销量及单价	13
图 18: 2013—2017 年全球半导体产业销售收入及其同比	13
图 19: 2012—2017 年全球半导体专用设备销售收入及同比	13
图 20: 2017 年全球半导体专用设备市场结构	14

表 目 录

表 1: 平板显示设备产品介绍	2
表 2: 集成电路测试装备产品介绍	3
表 3: 检测治具产品介绍	3
表 4: 公司 2016-2018 年前五大客户情况	4
表 5: 公司募集资金主要投向	5
表 6: 国内 OLED 主要在建或规划产线布局统计 (G6)	10
表 7: 公司主要竞争对手	12
表 8: 公司主要竞争对手	14
表 9: 公司各业务收入预测 (按产品)	16
表 10: 公司各业务收入预测 (按行业)	16
表 11: 可比公司估值情况	17
附表: 财务预测与估值	18

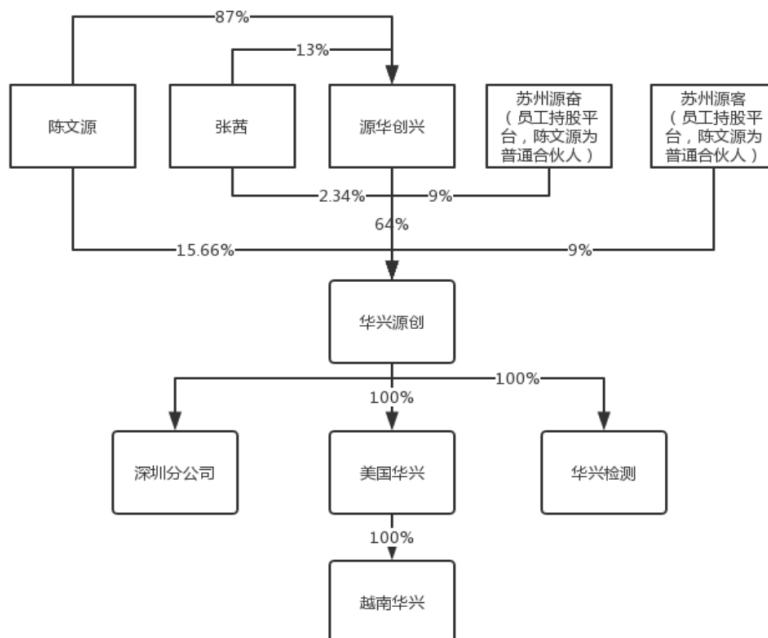
1 华兴源创：业务发展迅速，客户资源优质

苏州华兴源创科技股份有限公司是一家工业自动测试设备与整线系统解决方案的提供商。主要测试产品用于 LCD、柔性 OLED、半导体、新能源汽车电子等行业的生产厂家，以及为行业提供定制化的数据融合软件平台。

1.1 公司股权结构：股权高度集中，员工持股激励充分

2005 年 6 月 15 日，苏州华兴源创电子科技有限公司设立，注册资本 100 万元人民币，股东为陈文源和张茜，持股比例分别为 90% 和 10%。2018 年 4 月 20 日，公司整体变更为华兴源创股份有限公司。目前，公司的股东为源华创兴、陈文源、苏州源奋、苏州源客和张茜，控股股东为源华创兴，持有 64% 的份额。公司的实际控制人是陈文源、张茜夫妇，直接或间接共计持有公司 93.15% 的股份，股权集中度很高。

图 1：发行前公司股权结构



数据来源：招股说明书，西南证券整理

1.2 公司主营业务：国内领先检测设备提供商

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，主要产品为检测设备、检测治具等，应用于 LCD 与 OLED 平板显示、集成电路、汽车电子等行业。

1.2.1 检测设备

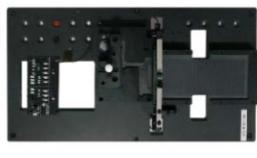
检测设备主要有平板显示检测设备、集成电路测试设备和其他检测设备。

(1) 平板显示检测设备

平板显示检测是平板显示器件生产各制程中的必备环节，平板显示检测设备可在 LCD 和 OLED 产品平板显示器件的生产过程中进行显示质量、触控、光学、信号等各种关键功能进行验证、检验、筛选和补偿修复。

公司凭借已经开发的平板显示和触控智能化检测技术，目前已经是全球高端智能手机屏显示和触控检测装备的主要供应商，是国际高端智能手机厂商指定的柔性 OLED 手机触控和显示功能的智能检测设备供应商。

表 1：平板显示设备产品介绍

产品类别	产品示意图	产品介绍
显示检测设备		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		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，用于替代现有的人工检测

数据来源：招股说明书，西南证券整理

(2) 集成电路测试装备

集成电路的测试主要包括芯片设计中的设计验证、晶圆制造中的晶圆检测和封装完成后成品测试。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，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。

表 2：集成电路测试装备产品介绍

产品类别	产品示意图	产品介绍
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
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 等芯片分选； Pick&Place 分选机：支持 BGA、QFP 等封装外型集成电路的测试

数据来源：招股说明书，西南证券整理

(3) 其他检测设备

主要为汽车电子检测设备，主要用于车载显示屏的检测。

1.2.2 检测治具

检测治具为检测设备不可或缺的核心组成部分。检测设备为实现特定检测功能（物理检测或电子检测等），必须配备不同的检测治具，包括信号基板、载具、压接组件、导电 PAD、对位及信号传输治具等。

表 3：检测治具产品介绍

产品名称	产品介绍
结构部分	主要包括载具、夹具、压接组件等
信号部分	主要包括信号基板、导电 PAD 等
备品备件	主要包括连接线、pin 针、FFC、FPC 等耗材

数据来源：招股说明书，西南证券整理

1.3 公司客户情况：绑定优质客户资源，主要客户集中度高

2016 年度至 2018 年度公司来自前五大客户的销售收入占营业收入的比例分别为 79%、88.1% 和 61.6%，主要包括苹果、三星、LG、夏普、京东方、JDI 等行业内知名厂商。来自

主要客户的销售收入占比居高不下的主要原因一方面是公司产能有限，大部分产能用于满足较大客户的订单需求；另一方面原因是公司下游行业集中度高。

表 4：公司 2016-2018 年前五大客户情况

年度	客户名称	占当年主营业务收入比例
2018 年	LG 集团	16.15%
	SAMSUNG DISPLAY VIETNAM CO., LTD	13.62%
	泰科集团	13.52%
	时捷电子	9.78%
	京东方集团	8.50%
	前五大客户合计	61.57%
2017	SAMSUNG DISPLAY VIETNAM CO., LTD	59.68%
	APPLE	19.87%
	LG 集团	3.58%
	无锡夏普电子元器件有限公司	2.89%
	泰科集团	2.03%
	前五大客户合计	88.06%
2016	泰科集团	38.84%
	LG 集团	16.85%
	无锡夏普电子元器件有限公司	12.98%
	APPLE	5.28%
	京东方集团	5.04%
	前五大客户合计	78.99%

数据来源：招股说明书，西南证券整理

从地区来看，2016 至 2018 年来自境内前五大客户的收入占当年主营业务收入比例分别为 30%、9.4% 和 36.1%。从 2018 年境内前五大客户占比情况可以看出随着公司产能和规模的增加以及客户关系的扩大，公司客户集中度高的问题在得到改善，对大客户依赖性在减弱。

公司最主要的客户是苹果公司，2016 年至 2018 年苹果公司产品检测的产品收入比例分别为 75.1%、91.9% 和 66.5%，占比较高。由于苹果公司高度重视供应商结构的稳定性并且公司在苹果公司产品的研发阶段即积极介入而形成较强的客户黏性较强等原因，公司目前与苹果公司的合作关系稳定且具备可持续性。

1.4 公司募投项目：平板显示和半导体双轮驱动

公司发行新股募集资金主要投入平板显示生产基地建设项目和半导体事业部建设项目，剩余部分将用于补充公司营运资金或根据监管机构的有关规定使用。平板显示生产基地建设项目是公司对目前公司现有产能的进一步扩充；半导体事业部建设项目就国内外集成电路测试设备领域的前沿技术建立研发跟踪机制，为公司产品提供技术保障；补充流动资金是公司扩大业务规模、加强研发力量、提升生产规模、进一步提高市场占有率的必要保证。

表 5：公司募集资金主要投向

募集资金投资项目	拟使用募集资金金额 (万元)
平板显示生产基地建设项目	39,858.91
半导体事业部建设项目	26,032.79
补充流动资金	35,000.00
合计	100,891.70

数据来源：招股说明书，西南证券整理

1.5 公司经营概况：收入波动性成长，高研发驱动高盈利

1.5.1 主营业务结构

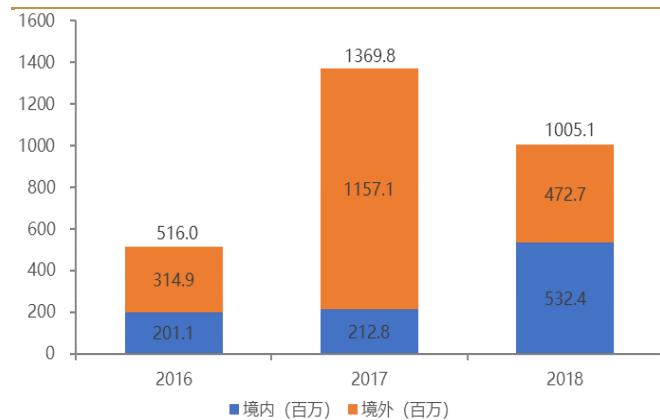
2016 年至 2018 年，公司营业收入分别为 5.2 亿元、13.7 亿元和 10.1 亿元，收入总体波动较大，主要是因为公司产品具有非标准定制化的特点，且在下游厂商产品研发阶段即积极介入，使得下游厂商终端产品更新换代的周期将导致公司检测设备产品需求变化，进而直接影响公司订单结构与检测设备收入规模，使得检测设备产品的销售波动较大。

分业务来看：近三年公司检测设备的收入分别为 2.1 亿元、10.4 亿元以及 5.3 亿元，占营业收入的比例分别为 40.3%、75.6% 和 53.2%。检测设备收入 2016 年至 2017 年大幅增加的原因主要是 2017 年苹果公司推出 iPhone X 等新一代产品，全面采用三星的 OLED 显示屏，且面板厂商推进生产线自动化升级改造，增加了对大型自动化检测设备的采购力度，这些事项使得下游行业在 2017 年检测设备更新换代需求较高；2018 年，下游行业新产品屏幕与前一年度相比改进较小，设备更换需求小，所以 2018 年检测设备销售收入大幅下降。

公司检测治具收入近三年分别为 2.8 亿元、3.0 亿元和 3.9 亿元，占营业收入的比例分别为 54.4%、21.6% 和 38.6%。与下游客户产品发生重要更新升级需要更换检测设备不同，变动较小时通常只需更换部分检测治具对检测设备进行改造升级，因此随着公司销售的存量检测设备越来越多，检测治具订单需求也呈增加趋势，公司检测治具产品销售收入逐年增长。2018 年公司检测治具收入增速较快，达到 31.3%，主要原因之一就是 2017 年销售的检测设备大幅增加，导致 2018 年对检测治具更换及升级改造需求相应增加。

图 2：公司近三年主营业务构成


数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 3：公司近三年按地区营业收入结构


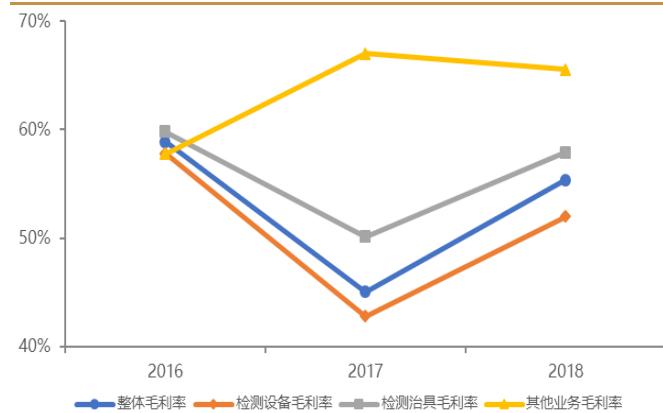
数据来源：招股说明书，西南证券整理

分地区来看：2017 年公司境内营业收入占比仅 15.5%，2018 年占比 53%，收入规模同比增长 150.2%，原因一方面是公司下游行业境外客户竞争力高，公司大部分订单首先用于满足境外客户需求，同时公司产能有限，2017 年由于下游境外客户设备更新换代需求大，公司大部分产能用于满足境外客户需求，2018 年境外客户需求下降，境内客户订单增加，境内营业收入大幅增加；另一方面原因是公司客户关系扩大，业务能力逐渐增强。

1.5.2 公司业绩概况

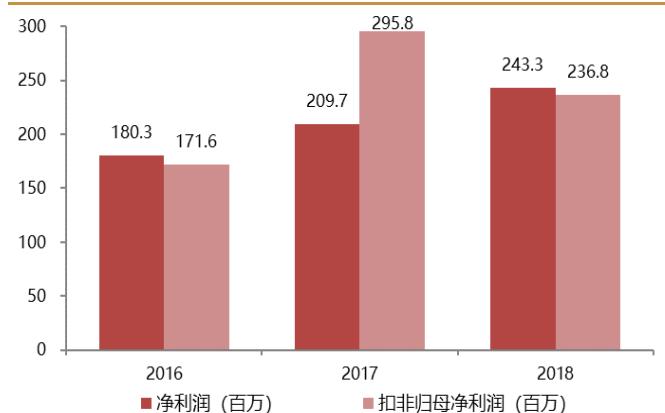
2016 年至 2018 年公司毛利分别为 3.0 亿元、6.2 亿元和 5.6 亿元，毛利率为 58.9%、45.0% 和 55.4%，毛利率水平较高。其中，2016 年至 2018 年检测设备毛利分别为 1.2 亿元、4.4 亿元以及 2.8 亿元，毛利率分别为 57.8%、42.8% 和 52.0%；检测治具毛利分别为 1.7 亿元、1.5 亿元以及 2.2 亿元，毛利率为 59.8%、50.1% 和 57.9% 的毛利。2017 年毛利率相比较低的原因是同年检测设备毛利率及检测治具毛利率的同时下降，并且毛利率相对较高的检测治具毛利占比下跌，对毛利的贡献仅为 24.0%。

图 4：公司近三年主营业务毛利率



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 5：公司近三年净利润及扣非归母净利润

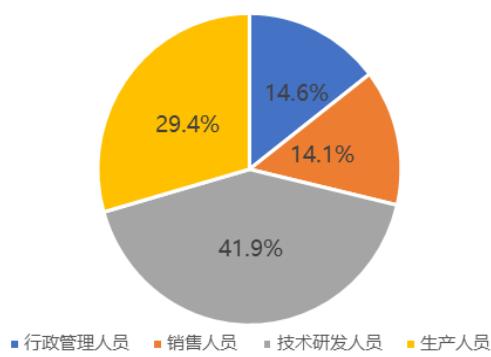


数据来源：招股说明书，西南证券整理

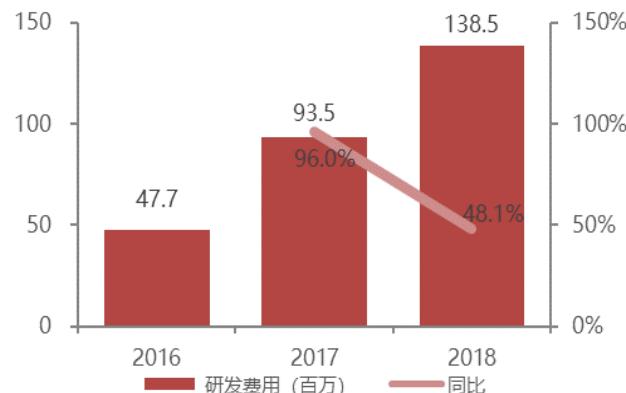
扣非归母净利润方面，2016 年至 2018 年分别为 1.7 亿元、3.0 亿元和 2.4 亿元，受公司业务特点和经营模式影响，和营业收入相同，扣非归母净利润波动较大，但总体水平相对处于较高水平。

1.5.3 公司研发费用及员工结构

近年来，随着公司业务的扩大，公司员工人数不断增加，截止 2018 年 12 月 31 日，公司员工人数由 2016 年 12 月 31 日的 373 人增加到 955 人，年均复合增长 60%。大学本科学历及以上员工达 421 人，占员工总数比重达到 44.1%，其中博士 6 人，硕士 72 人，本科员工 343 人，各层次人才搭配较为合理。技术研发人员共计 400 人，占员工总数的 41.9%。公司研发费用也随着公司对人员、技术及基础设施增加投资而逐步提升，由 2016 年的 0.5 亿元增加至 2018 的 1.4 亿元，增长了 190.3%。

图 6: 公司员工构成


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

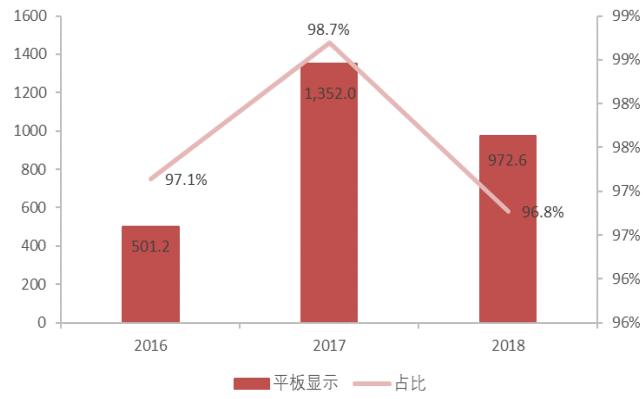
图 7: 公司近三年研发费用及其同比


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

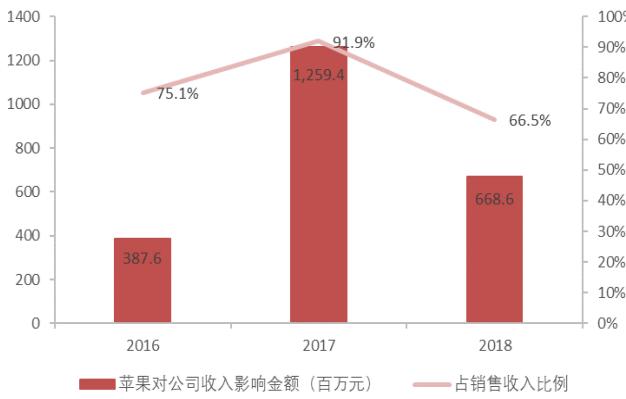
2 平板显示检测设备: 深耕多年, 快速响应能力突出

公司平板显示检测设备主要应用于消费电子领域的手机屏幕相关的显示检测、触控检测、光学检测、老化检测、电路检测、信号检测等。产品的具体应用领域及功能取决于客户的定制化需求, 当终端产品发生全面更新换代或显示面板发生重要的更新升级, 通常面板的配套检测设备亦需全面更新, 以应用于最新终端产品的检测。苹果、三星、LG、夏普、京东方、JDI 等公司主要客户均为平板显示检测行业的优质客户。

平板显示检测业务是公司的主要收入来源, 2016 年至 2018 年, 公司平板显示检测设备销售收入分别为 5.0 亿元、13.5 亿元和 9.7 亿元, 占当年营业收入的比例为 97.1%、98.7% 和 96.8%。

图 8: 平板显示检测业务收入 (百万元) 及占比情况


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 9: 苹果对公司收入影响金额及占比情况


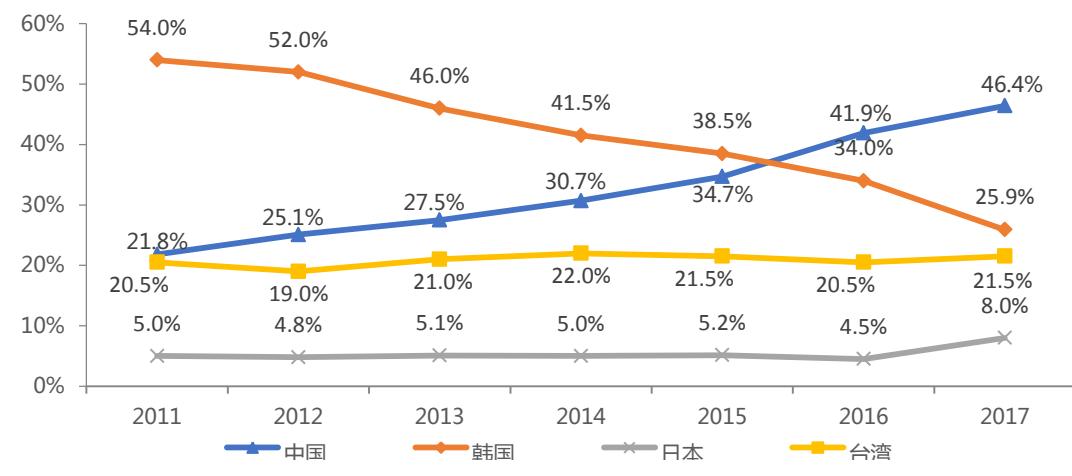
数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

2.1 全球平板显示: 产业升级持续加快, 驱动检测设备需求高涨

2.1.1 全球 LCD 产能向中国大陆转移趋势强烈

韩国、台湾、中国大陆是全球三大主要面板生产基地。2011年以来，国内以京东方为首的面板厂商开始加大投资规模，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。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历史机遇。

图 10：2011-2017 年全球 LCD 面板（PC、TV、Tablets）产能转移趋势图



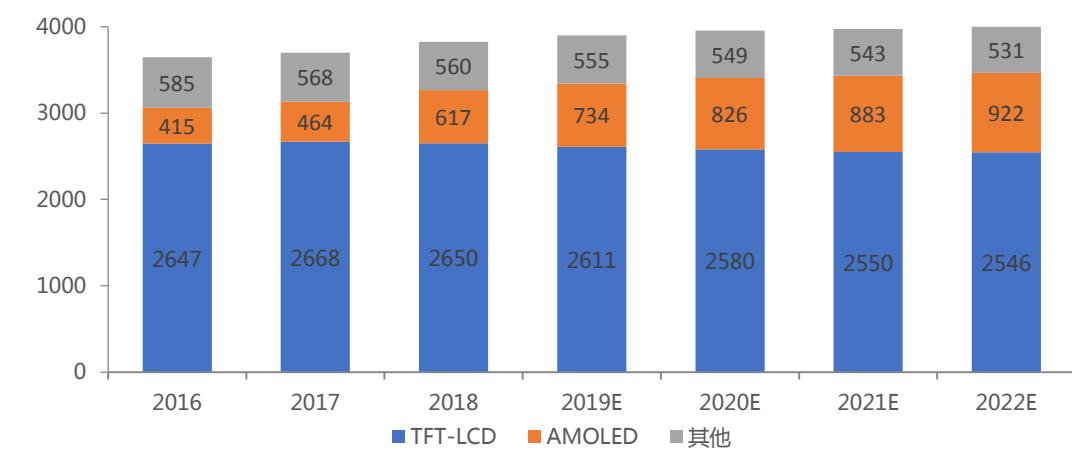
数据来源：IHS，招股说明书，西南证券整理

2.1.2 全球 OLED 产业保持高速增长，柔性 OLED 屏占比快速提升

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 38.3 亿片，同比增长 4.9%，全球平板显示产业规模达到了 1272 亿美元，同比增长 21.2%。

IHS 预计，到 2022 年，全球平板显示产业规模将达到接近 40 亿片，营业收入将达到 1380 亿美元；其中 OLED 将超过 9 亿片，年复合增长率达 14.2%，收入达到约 421 亿美元，年复合增长率达到 18%。

图 11：全球显示面板出货量（百万片）

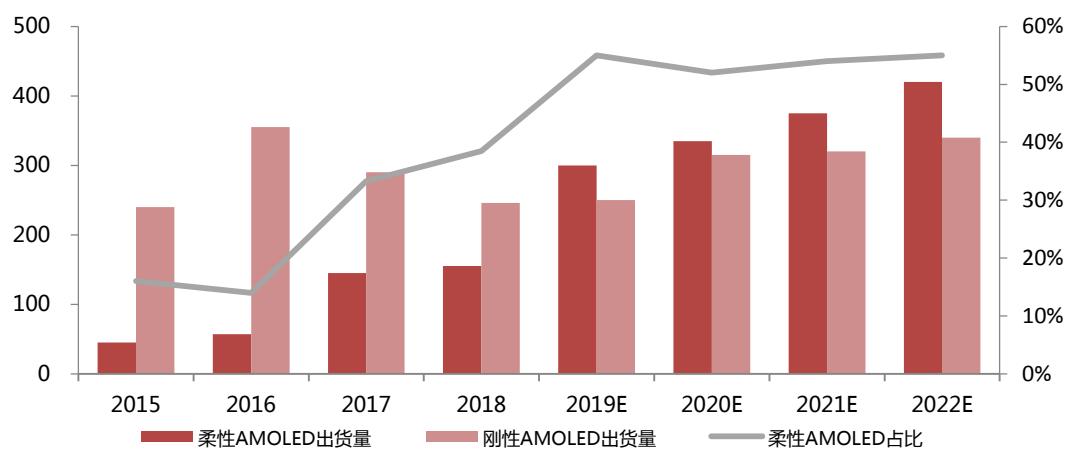


数据来源：IHS，招股说明书，西南证券整理

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。主流智能手机品牌一直在其高端产品中推广柔性 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，而这一应用只能采用柔性 AMOLED 面板。

根据 IHS 数据，2018 年柔性 AMOLED 面板出货量将达到 1.6 亿片，比 2015 年 4650 万片增加三倍以上，年复合增长率为 50%。预计到 2020 年，柔性 AMOLED 面板出货量将达到 3.4 亿片，占 AMOLED 总出货量的 52%，超过刚性 AMOLED 面板 3.2 亿片的出货量。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。

图 12：2015-2022 年全球 OLED 柔性屏及刚性屏出货量（百万片）及柔性屏占比

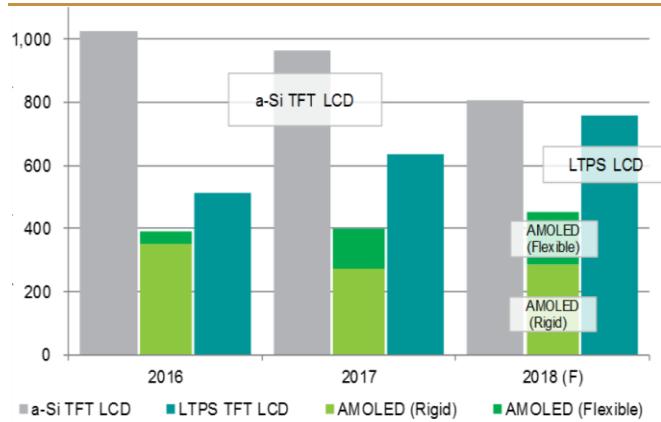


数据来源：IHS，招股说明书，西南证券整理

2.1.3 LTPS、OLED 等新显示技术有望扩大平板显示检测设备的市场需求

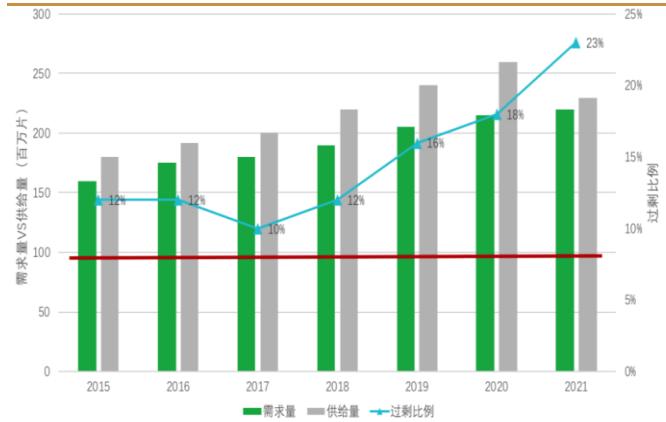
随着智能手机、平板电脑市场需求的持续扩大，对高分辨率、低能耗新型显示产品的需求相应增长。受益于高分辨率和低能耗的特点，OLED 成为智能手机屏的合适选择。但是受工艺成熟度较差、良品率较低、设备购置成本较高等因素影响，目前新建 OLED 生产线投资成本高于新建同世代 TFT-LC 生产线，OLED 面板成本比 TFT-LCD 面板高，随着未来 OLED 面板良品率的逐步提升，OLED 的出货量占比会逐渐提升，OLED 手机面板的生产成本将有望低于 LCD 面板。而传统非晶 a-Si TFT-LCD 技术由于不能有效降低电量损耗，因此平板显示厂商考虑使用 LTPS 技术来制造高分辨率平板显示器件，LTPS、OLED 等新显示技术应用将会扩大平板显示检测设备的市场需求。

图 13: 2016-2018 年全球智能手机面板出货量 (百万片)



数据来源: IHS, 招股说明书, 西南证券整理

图 14: 2015-2021 年大尺寸 TFT-LCD 面板供需情况 (百万片)



数据来源: IHS, 招股说明书, 西南证券整理

根据 IHS 数据, 智能手机柔性 AMOLED 面板出货量增长超过三倍, 从 2016 年的 4000 万片增至 2017 年的 1.3 亿片。智能手机 AMOLED 面板总出货量从 2017 年的 4 亿片增至 2018 年的 4.5 亿片, 增长 14% 左右。

另一方面, 随着中高端智能手机对高分辨率智能手机显示屏的需求量日益增多, LTPS TFT-LCD 面板需求量从 2017 年的 6.6 亿片增至 2018 年的 7.9 亿片, 增长率为 19%。2018 年用于低端智能手机和功能手机的非晶硅(a-Si)TFT-LCD 面板出货量达到 8.1 亿片, 与 2017 年的 9.7 亿片相比, 减少 16%, 抵消了 AMOLED 和 LTPS TFT-LCD 面板需求量的增长。

大尺寸 TFT-LCD 面板受产能持续扩张影响, 预计供需过剩将从 2018 年的 12% 增加至 2021 年的 23%, 将继续倒逼旧的 TFT-LCD 工厂进行改革重组。

2.2 中国平板显示: 行业迅猛发展, 本土产业链不断完善

随着中国平板显示产业的高速发展, 整个平板显示行业已由原来的日韩台三足鼎立, 转变成三国四地的产业新格局。在重点企业和地方政府的推动下, 国内 OLED 产线布局加快, 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。此外, 中国在 RGB OLED 产能, 尤其是柔性面板方面同样增长迅速。据 IHS 预测, 到 2022 年, 中国面板企业将拥有约 1070 万平方米的 RGB OLED 产能, 相当于全球总量的 34%, 中国的面板产能将主要针对智能手机显示器市场, 同时供给虚拟现实、增强现实和车载显示。

表 6: 国内 OLED 主要在建或规划产线布局统计 (G6)

企业	地点	产线	类型	规划月产能 (千片)	投产时间	投资额 (亿元)
京东方	成都	G6	柔性	48	2017/2018	465
京东方	绵阳	G6	柔性	48	2019	465
京东方	重庆	G6	柔性	48	2020	465
京东方	福州	G6	柔性	48	2021	465
深天马	武汉	G6	刚/柔性	37.5	2018	145
华星光电	武汉	G6	柔性	45	2019	350
和辉光电	上海	G6	刚/柔性	30	2019	273
维信诺	固安	G6	刚/柔性	30	2018	300

企业	地点	产线	类型	规划月产能(千片)	投产时间	投资额(亿元)
维信诺	合肥	G6	柔性	30	2020	440
信利国际	仁寿	G6	刚/柔性	30	2020	279

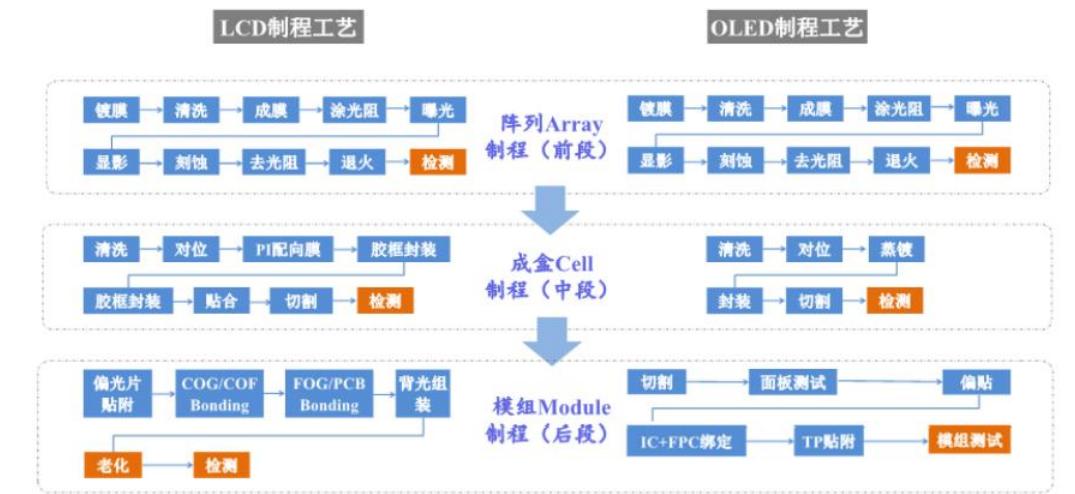
数据来源：公开资料，西南证券整理

平板显示产业发展带动了上下游材料、设备和技术的发展，推动了配套产业的国产化进程，国产上、下游材料和装备在产业竞争中已经具备了一定优势。目前，我国部分5代线材料本地配套率达到70%，其中玻璃基板国产化率达70%，液晶材料达到60%，同时本土企业也在不断向产业高端发展。在国内面板龙头企业带动下，产业集聚效应逐渐显现，产业链本土配套率越来越高，预计未来平板显示产业本地化配套能力将进一步提升，带动包括检测设备等相关配套企业快速成长。

2.3 面板检测行业竞争情况：公司客户认可度高，市场地位优势

检测贯穿面板制造全程，是保证良率的关键环节。面板生产包含阵列(Array)-成盒(Cell)-模组(Module)三大制程，而检测环节是各制程生产中的必备环节。检测设备主要在LCD、OLED等平板显示器件生产过程中进行显示、触控、光学、信号、电性能等各种功能检测，从而保证各段生产制程的可靠性和稳定性，达到分辨各环节器件良品与否，提升产线整体良率的目的。国内平板显示检测行业规模正在迅速扩大，中前段设备国产替代空间巨大。AMOLED显示面板的工艺更为复杂，良率提升难度更高，对设备的需求量和投资会更大。

图 15：LCD/OLED 工艺流程及制程投资占比



数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司深耕平板显示检测行业多年，已经达到覆盖LCD和OLED显示、触控、光学等性能指标检测的技术水平，产品具有较强的市场竞争力且能够及时根据下游面板厂商及移动终端厂商的更新迭代不断推陈出新，积累了丰富的客户资源和良好的市场口碑，已得到苹果、三星、LG等海外知名客户的认可，保持着长期良好的合作关系。

行业内企业间的竞争要素主要体现在技术水平、服务能力、客户资源、人才团队和整体解决方案能力上，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)及部分韩国和台湾地区的企业。

表 7：公司主要竞争对手

公司名称	市场地位	技术实力	产品竞争力
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	产品覆盖 LCD、OLED 等各类平板显示器件，能够提供涵盖平板显示三大制程的检测设备，产品具有较强的整体方案解决能力
致茂电子	完整的电力电子测试解决方案；市场占有率为第一	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	产品种类丰富，知名度高；开发全球第一条独创 LED 灯泡自动化组装及测试生产线
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	平板显示类检测设备在中大型模组信号测试领域产品线丰富，行业内知名度高，显示驱动检测技术属于国际先进水平，在较多的国际知名平板模组厂商中得到应用
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	产品专注于以光学类外观检测技术为核心，应用于三大制程中外观特性、质量性方面的检查，较少涉及电信号检查

数据来源：招股说明书，西南证券整理

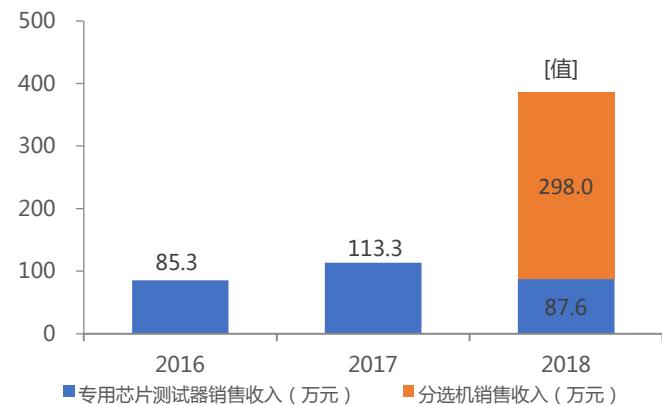
3 集成电路测试设备：打开新的成长空间

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，于 2017 年初公司成立半导体事业部，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。目前，集成电路领域相关检测业务已成为公司主营业务的重要组成部分，自主研发的超大规模 SoC 测试机目前已交付部分标杆客户验证，BMS 芯片检测设备已获较大规模订单，未来业务发展将更加多元化。

公司研发的超大规模数模混合芯片测试机平台基于模块化的理念设计，平台研发完成后可通过适配由公司自主研发的不同型号的驱动板卡，完成对 MCU（单片机）、RF（射频）芯片、CIS（图像传感）芯片、ASIC（专用数字）芯片、LCD/OLED Driver（显示驱动）芯片等不同种类芯片的测试。目前公司完成了 CIS 和 ASIC 芯片测试机的开发，CIS 芯片测试机已经在 CIS 芯片全球出货量排名前几的厂商和国内知名的封装测试厂现场应用验证，ASIC 芯片测试机正在公司依据客户要求进行调试。针对 RF（射频）芯片测试的测试板卡正在研发试做过程中，可以覆盖 5G 终端射频芯片的测试。

2016 年至 2018 年，公司集成电路测试设备销售收入分别为 85 万元、113 万元和 385 万元，年复合增长率为 113%。其中专用芯片测试器销售收入在 2016 年至 2018 年分别为 85 万元、113 万元和 88 万元，平均销售单价较为稳定，分别为 2.03 万元、2.02 万元和 2.37 万元。分选机为公司 2018 年研发产品，当年销售两台，销售收入为 298 万元，销售单价为 149 万元。

图 16: 近三年公司集成电路检测设备收入及构成



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 17: 专用芯片测试器销量及单价



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

3.1 全球集成电路专用设备: 半导体专用设备市场规模增长强劲

2013 年起, 在移动互联网、云计算、大数据、物联网等新兴应用领域的持续驱动下, 以及存储器芯片、模拟芯片等产品的市场需求带动下, 全球半导体产业恢复增长。2017 年全球半导体产业更是呈现高速增长势头, 全年产业规模达到 4122.1 亿美元, 同比 2016 年大幅增长 21.6%。

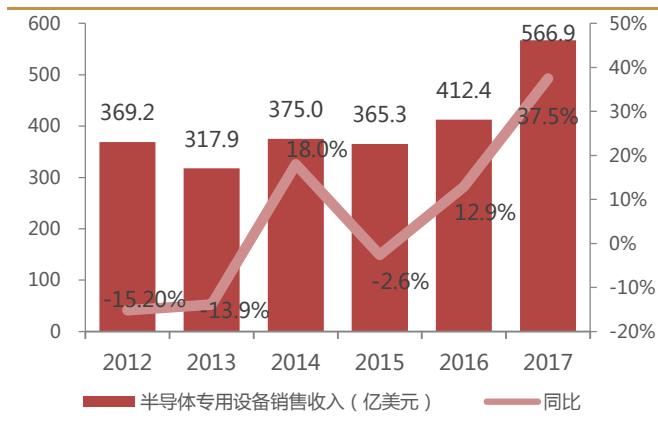
专用设备制造业是集成电路的基础产业, 是完成晶圆制造和封装测试环节的基础, 是实现集成电路技术进步的关键, 在集成电路产业中占有极为重要的地位。集成电路旺盛的市场需求带动产业的不断升级和投资的加大, 有力促进了集成电路装备制造行业的发展。

图 18: 2013—2017 年全球半导体产业销售收入及其同比



数据来源: WSTS, 招股说明书, 西南证券整理

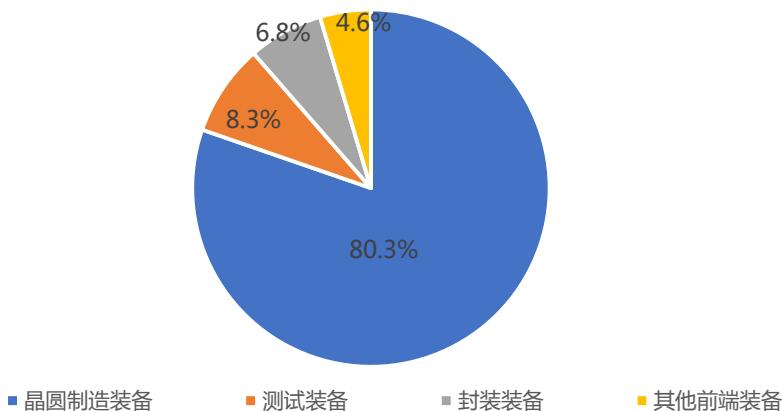
图 19: 2012—2017 年全球半导体专用设备销售收入及同比



数据来源: SEMI, 招股说明书, 西南证券整理

按工艺流程可将半导体专用设备划分为晶圆制造、封装、测试和其他前端设备四个大类。SEMI (国际半导体设备材料协会) 综合每月的全球半导体设备制造商接单出货比 (Book-to-Bill ratio) 数据, 对四大类 24 个产品进行了统计。2017 年, 晶圆制造设备达到 455.1 亿美元, 占比达到 80.3%; 半导体测试设备销售额达到 47.0 亿美元, 占比达到 8.3%; 封装设备部分销售额达到 38.8 亿美元, 占比为 6.8%; 其它前端部分, 包括 FAB 设施设备、晶圆制造和掩模设备, 增加至 26.0 亿美元, 占比为 4.6%。

图 20: 2017 年全球半导体专用设备市场结构



数据来源: SEMI, 招股说明书, 西南证券整理

3.2 中国集成电路专用设备: 国家政策大力支持, 发展前景良好

作为全球电子产品制造大国和消费大国, 我国对集成电路产品需求很大, 随着国内集成电路产品市场需求的不断增长, 以及近几年我国各地对于集成电路制造业的投资力度不断加大, 集成电路生产线建设进程持续加速。

同时基于集成电路对于国民经济和国家安全的高度重要性, 中国政府对集成电路产业的发展给予了一贯的高度关注, 并先后采取了多项优惠措施。国家一方面在发展集成电路设计业、制造业等核心环节, 另一方面通过国内集成电路产业链上下游深度合作促进关键设备国产化。

虽然当前我国集成电路专用设备市场仍主要由国外知名企业所占据, 但随着我国集成电路产业的不断发展, 装备制造业技术水平的不断提高, 集成电路的国产化势必向着装备国产化方向传导, 国产设备进口替代趋势将越趋明显, 国产替代空间巨大。

3.3 集成电路专用设备行业竞争情况: 公司性价比优势突出

目前, 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, 主要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 8: 公司主要竞争对手

公司名称	市场地位	技术实力	产品竞争力
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, 全球少有的能够为处理器、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	满足独立集成电路的片上系统、系统级封装器件的相关需求; 能为全球领先的芯片制造商和 OSAT 创建独特的模块化测试器架构, 扩大现场数量, 降低测试成本

公司名称	市场地位	技术实力	产品竞争力
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	客户涉及通信、电子、生命科学和化学分析等领域，在 Memory 测试系统和 LCD Driver 测试系统拥有很高市场占有率
科休半导体	国际领先水平	先后收购了 Rasco、Delta Design 和 Ismeca 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	通过收购 Rasco、Delta Design 和 Ismeca 公司，在半导体测试领域拥有较多的产品类型，特别是分选机拥有较高的市场占有率
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；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、船舶和元器件研制生产等领域	针对相关的测试产业，制造高性能低成本测试系统
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	测试机和分选机在核心性能指标上已达到国内领先、接近国外先进水平，售价较大幅度低于国外同类型号产品，在市场上具有较强的竞争力

数据来源：招股说明书，西南证券整理

集成电路专用测试设备行业的下游客户需求较为多元化，下游客户产品的创新速度快，对测试成本和技术更新的响应要求较高，公司作为满足客户技术快速变化并兼顾成本竞争力的整体解决方案提供商，具有较强的自主开发能力，能够按照客户需求定制测试方案，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并具备较高的性价比优势。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

(1) 面板检测业务方面：预期 2019 年仍然是苹果创新小年，因此面板检测设备在 2019 年增量需求较弱，预计单价和销量基本与 2018 年持平，而 2020 年和 2021 年，一方面受苹果创新大年影响带来需求增强，另一方面受非苹果客户持续突破的影响，预计 2020 年和 2021 年面板检测设备订单量恢复 20% 左右的增长；

(2) 集成电路设备方面：2019 年开始公司集成电路设备逐步进入放量期，今年上半年公司电池管理芯片检测设备的在手订单已达 3 亿元，且在陆续交货中，综合考虑下半年新签订单和收入转化情况，预期 2019 年集成电路设备收入 3 亿元；2020-2021 年订单分别保持 48.5% 和 44.5% 的增速；

(3) 汽车电子业务方面：2018 年是公司汽车电子业务放量第一年，预期未来三年订单保持 15%、30%、30% 的增速，单价基本保持稳定；

(4) 综上，按产品分类，我们预期未来三年检测设备订单保持 35%、30%、30% 的稳定增长，毛利率保持在 50% 的水平；检测治具单价稳定在 300 元左右，订单量未来三年保持 25%、20%、20% 的增速，毛利率稳定在 55% 的水平。

表 9：公司各业务收入预测（按产品）

	百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
合计	营业收入	1005.1	1314.0	1659.6	2099.3
	yoy	-26.31%	30.73%	26.31%	26.49%
	营业成本	448.4	616.7	779.9	987.6
	毛利率	55.38%	53.07%	53.01%	52.95%
检测设备	收入	534.78	721.95	938.54	1220.10
	yoy	-48.38%	35.00%	30.00%	30.00%
	成本	256.68	360.98	469.27	610.05
	毛利率	52.00%	50.00%	50.00%	50.00%
检测治具	收入	388.06	485.08	582.09	698.51
	yoy	31.28%	25.00%	20.00%	20.00%
	成本	163.40	218.28	261.94	314.33
	毛利率	57.89%	55.00%	55.00%	55.00%
其他主营业务	收入	82.25	106.93	139.00	180.70
	yoy	114.53%	30.00%	30.0%	30.00%
	成本	28.35	37.42	48.65	63.25
	毛利率	65.53%	65.00%	65.00%	65.00%

数据来源：wind, 西南证券

表 10：公司各业务收入预测（按行业）

	百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
合计	营业收入	1005.1	1313.5	1660.2	2100.2
	yoy	-26.31%	30.69%	26.40%	26.50%
平板显示	收入	972.62	982.34	1178.81	1414.57
	yoy	-28.06%	1.00%	20.00%	20.00%
集成电路设备	收入	3.85	300.00	445.50	643.75
	yoy	240.12%	7687.15%	48.50%	44.50%
汽车电子	收入	11.08	12.74	16.57	21.54
	yoy	--	15.00%	30.00%	30.00%
其他	收入	17.53	18.41	19.33	20.30
	yoy	4.67%	5.00%	5.00%	5.00%

数据来源：wind, 西南证券

4.2 相对估值

公司目前收入主要来源为平板显示检测设备，2017 年起公司大力布局半导体检测业务，2019 年在手订单已达到 3 亿元，预计未来半导体检测设备收入占比将逐步提升。考虑到公司主营业务平板显示检测业务已相对成熟，且在 A 股有直接对标企业，因此直接采用 PE 估值法。目前公司在 A 股的主要对标公司有两家：精测电子主要从事平板检测业务，同时在半导体检测和新能源领域积极布局，与华兴源创的业务布局最为相似，因此在估值上最有参考

价值；长川科技主要从事半导体测试设备中的测试机和分选机业务，与华兴源创在半导体领域的布局较为相似，也具备一定估值参考价值。

我们预计华兴源创未来三年归母净利润分别为 2.8 亿元、3.7 亿元和 4.7 亿元，未来三年复合增长率达到 25%。参考精测电子和长川科技估值 PE 水平，我们认为华兴源创的估值水平应该介于精测电子和长川科技之间，合理估值水平在 31-42 倍之间，对应 2019 年市值区间 87.5-118.6 亿，对应合理价格区间为 21.7 元-29.4 元。

表 11：可比公司估值情况

代码	名称	市值 (亿元)	预测归母净利润 (亿元)			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
300567.SZ	精测电子	129	4.10	5.64	7.50	31.42	22.87	17.18
300604.SZ	长川科技	53.4	1.00	1.44	1.80	53.41	37.17	29.65
均值			--	--	--	42.42	30.02	23.42

数据来源：Wind，西南证券整理（截至 2019 年 6 月 25 日）

5 风险提示

- 1) **下游需求不达预期的风险：**公司产品主要用于平板显示领域和半导体领域，公司面临大客户苹果新产品推出不达预期、国内显示面板产线投资进度放缓、以及半导体产线投建进度不达预期等带来的下游需求不达预期的风险，将直接影响公司的产品订单和销量；
- 2) **新产品研发不能匹配客户需求的风险：**公司主要产品具有定制化和非标准化的特征，将客户产品理念快速转化成设计方案和产品的研发能力是公司从行业竞争中取胜的关键，公司可能存在研发人员流失、研发投入不足、研发模式缺陷等带来的新品研发无法匹配客户需求的风险，进而使公司面临客户流失风险和业绩下滑风险；
- 3) **市场竞争加剧带来盈利能力下滑的风险：**公司目前所处的平板检测行业及集成电路测试设备行业中，国外厂商凭借技术优势处于行业领先地位，国内厂商普遍面临较为严峻的竞争形势，公司长期面临来自海外内厂商较为激烈的竞争，因此存在竞争力下滑带来盈利能力下滑的风险；
- 4) **全球经济周期性波动和贸易摩擦的风险：**公司外销收入占比较高，未来存在全球经济波动或贸易摩擦加剧影响产品销售收入进而影响公司经营业绩的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1005.08	1313.95	1659.63	2099.31	净利润	243.29	282.39	373.44	470.80
营业成本	448.42	616.68	779.86	987.63	折旧与摊销	17.03	19.00	19.00	19.00
营业税金及附加	8.43	13.14	16.60	20.99	财务费用	-7.12	-13.14	-16.60	-20.99
销售费用	50.25	65.70	82.98	104.97	资产减值损失	6.58	9.00	9.00	9.00
管理费用	230.10	302.21	365.12	461.85	经营营运资本变动	-98.49	91.49	-76.79	-89.52
财务费用	-7.12	-13.14	-16.60	-20.99	其他	23.14	-10.46	-8.46	-11.46
资产减值损失	6.58	9.00	9.00	9.00	经营活动现金流净额	184.43	378.28	299.59	376.83
投资收益	-4.51	2.00	2.00	2.00	资本支出	-190.75	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.54	-0.54	-0.54	-0.54	其他	21.29	1.46	1.46	1.46
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-169.46	1.46	1.46	1.46
营业利润	266.99	321.82	424.13	537.33	短期借款	60.00	-60.00	-20.00	0.00
其他非经营损益	9.01	6.50	6.49	7.04	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	276.01	328.32	430.61	544.37	股权融资	224.59	972.83	0.00	0.00
所得税	32.72	45.93	57.18	73.57	支付股利	0.00	-48.66	-56.48	-74.69
净利润	243.29	282.39	373.44	470.80	其他	-303.62	13.25	16.60	20.99
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-19.03	877.42	-59.88	-53.69
归属母公司股东净利润	243.29	282.39	373.44	470.80	现金流量净额	-1.88	1257.15	241.17	324.60
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E					
货币资金	371.67	1628.82	1869.99	2194.59	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
应收和预付款项	332.52	346.25	462.78	592.93	成长能力				
存货	164.27	170.14	218.44	289.71	销售收入增长率	-26.63%	30.73%	26.31%	26.49%
其他流动资产	11.98	15.66	19.78	25.02	营业利润增长率	2.26%	20.53%	31.79%	26.69%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	16.03%	16.07%	32.24%	26.07%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-7.13%	18.34%	30.17%	25.51%
固定资产和在建工程	321.09	305.26	289.42	273.59	获利能力				
无形资产和开发支出	30.67	27.51	24.34	21.18	毛利率	55.38%	53.07%	53.01%	52.95%
其他非流动资产	11.06	11.06	11.06	11.06	三费率	27.18%	27.00%	26.00%	26.00%
资产总计	1243.26	2504.69	2895.81	3408.07	净利率	24.21%	21.49%	22.50%	22.43%
短期借款	80.00	20.00	0.00	0.00	ROE	26.70%	13.33%	15.34%	16.63%
应付和预收款项	245.91	360.43	454.34	570.18	ROA	19.57%	11.27%	12.90%	13.81%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	39.96%	39.67%	52.38%	57.43%
其他负债	6.04	6.30	6.54	6.85	EBITDA/销售收入	27.55%	24.94%	25.70%	25.50%
负债合计	331.96	386.73	460.89	577.03	营运能力				
股本	360.90	401.00	401.00	401.00	总资产周转率	0.92	0.70	0.61	0.67
资本公积	311.18	1243.91	1243.91	1243.91	固定资产周转率	5.80	4.20	5.58	7.46
留存收益	239.32	473.06	790.02	1186.13	应收账款周转率	3.27	3.99	4.23	4.10
归属母公司股东权益	911.30	2117.97	2434.93	2831.04	存货周转率	3.37	3.69	3.99	3.86
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.68%	—	—	—
股东权益合计	911.30	2117.97	2434.93	2831.04	资本结构				
负债和股东权益合计	1243.26	2504.69	2895.81	3408.07	资产负债率	26.70%	15.44%	15.92%	16.93%
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	带息债务/总负债	24.10%	5.17%	0.00%	0.00%
EBITDA	276.91	327.68	426.53	535.34	流动比率	2.70	5.67	5.64	5.43
PE	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	2.19	5.22	5.16	4.92
PB	0.00	0.00	0.00	0.00	股利支付率	0.00%	17.23%	15.12%	15.86%
PS	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标				
EV/EBITDA	-1.09	-4.94	-4.41	-4.12	每股收益	0.61	0.70	0.93	1.17
股息率	--	--	--	--	每股净资产	2.27	5.28	6.07	7.06
					每股经营现金	0.46	0.94	0.75	0.94
					每股股利	0.00	0.12	0.14	0.19

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyao Yao@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn