

2019年7月11日

朱吉翔

C0044@capital.com.tw

目标价(元)

38.0

### 公司基本信息

|                 |                                |
|-----------------|--------------------------------|
| 产业别             | 机械设备                           |
| A 股价(2019/7/10) | 新股发行                           |
| 上证指数(2019/7/10) | 2915.30                        |
| 股价 12 个月高/低     | 0/0                            |
| 总发行股数(百万)       | 401.00                         |
| A 股数(百万)        | 38.45                          |
| A 市值(亿元)        | 0.00                           |
| 主要股东            | 苏州源华创投<br>投资管理有限公司<br>(57.60%) |
| 每股净值(元)         | 2.11                           |
| 股价/账面净值         | 0.00                           |
|                 | 一个月 三个月 一年                     |
| 股价涨跌(%)         | N/A N/A N/A                    |

### 近期评等

| 出刊日期 | 前日收盘 | 评等 |
|------|------|----|
|------|------|----|

### 产品组合

|      |     |
|------|-----|
| 检测设备 | 53% |
| 检测治具 | 39% |
| 其他   | 8%  |

### 机构投资者占流通 A 股比例

## 华兴源创 (科创板 688001.SH)

买入 (BUY)

### 面板检测领域龙头企业

#### 结论与建议:

公司是国内面板检测领域的龙头企业,深度受益于面板产能向中国大陆的转移,同时公司逐步切入半导体、汽车电子领域,随着这些领域设备国产进程化的推进,未来公司业绩增长潜力较大。

基于国内AMOLED投资方兴未艾、设备国产化比例逐步提高、另外2020年苹果手机创新力度加大、公司集成电路检测设备逐步释放业绩的判断,我们预计公司2019/2020年实现净利润3亿元和4亿元,同比分别增长25%和30%,EPS为0.76元/0.99元,公司发行价格为24.26元,对应发行价格的PE为32、25倍,作为科创板的首发企业,公司业绩相对扎实稳健,同时考虑到公司为科创板的首发企业,市场关注度较高,给予一定的溢价,参考目前与公司业务类似的精测电子2019/2020年动态PE分别为30倍和22倍,我们认为华兴源创2020年PE38倍相对合理,目标价格38元,短期则可能因科创板的稀缺性而突破其合理价值区间。

- **本土面板检测领军企业:** 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,其主要客户包括苹果、三星、LG、夏普、京东方、JDI等行业内知名厂商。其中苹果味公司最主要客户来源,但近两年来非苹果业务收入亦出现较快增长。
- **大陆面板投资增速领先:** 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%,目前在建和计划建设的OLED产线达到了8条,总投资额达到了2352亿元,为面板设备的国产化带来历史机遇。公司目前面板检测集中在后道的模块检测领域,未来有望通过技术积累逐步挺近检测价值量更大的前道和中道领域。同时考虑到面板设备国产化的趋势以及苹果2020年创新力度加大,我们预计未来主业依然将保持一定的增速,面板检测业务2019、2020年两年增速分别为5%和14%。
- **集成电路检测将成为业绩新的增长点:** 公司深耕面板检测业务的同时,依托自身自动化能力以及检测设备积淀布局半导体及汽车电子设备领域。目前其自主研发的超大规模SoC测试机交付客户验证,BMS芯片检测设备亦收获较大订单,1H19在手订单达3亿元,未来有望助力公司业绩持续提升,我们预计2019年起,这些利基型业务将逐步释放业绩。
- **募资扩充产能:** 公司募集10亿元,发行4010万股本(上市后公司股本增长10%至4.01亿股),用于平板显示生产基地建设项目、半导体事业部建设项目和补充流动资金,给公司创造新的利润增长点。
- **盈利预测与投资建议:** 基于面板检测业务稳定增长,同时集成电路检测业务产值规模快速提升的判断,我们预计公司2019/2020年实现净利润3亿元和4亿元,同比分别增长25%和30%,EPS为0.76元/0.99元。
- **风险提示:** 贸易战影响行业需求,苹果创新不及预期

接续下页 .....

| 年度截止 12 月 31 日  |         | 2016  | 2017  | 2018  | 2019F | 2019F |
|-----------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 纯利 (Net profit) | RMB 百万元 | 180   | 210   | 243   | 304   | 395   |
| 同比增减            | %       |       | 16.29 | 16.03 | 24.84 | 30.12 |
| 每股盈余 (EPS)      | RMB 元   | 0.45  | 0.52  | 0.61  | 0.76  | 0.99  |
| 同比增减            | %       |       | 16.29 | 16.03 | 24.84 | 30.12 |
| 市盈率(P/E)        | X       | 53.96 | 46.40 | 39.99 | 32.03 | 24.62 |
| 股利 (DPS)        | RMB 元   |       |       |       | 0.20  | 0.25  |



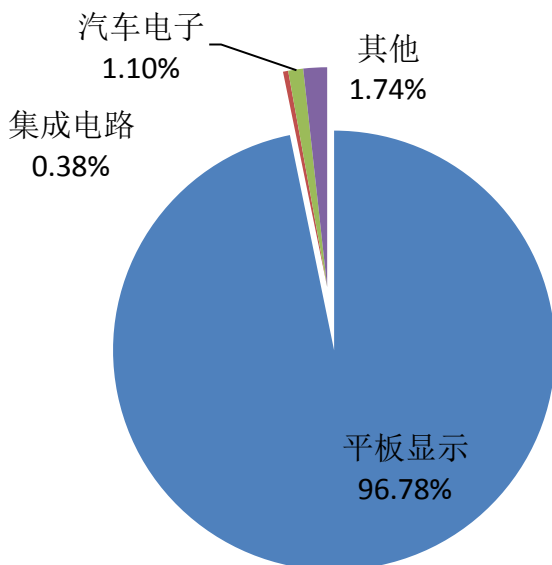
访 谈 报 告  
Research Dept.

|             |   |      |      |      |      |      |
|-------------|---|------|------|------|------|------|
| 股息率 (Yield) | % | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.82 | 1.03 |
|-------------|---|------|------|------|------|------|

## 公司概况

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, 公司产品应用于 LCD 与 OLED 平板显示、集成电路、汽车电子等行业 (图 1)。

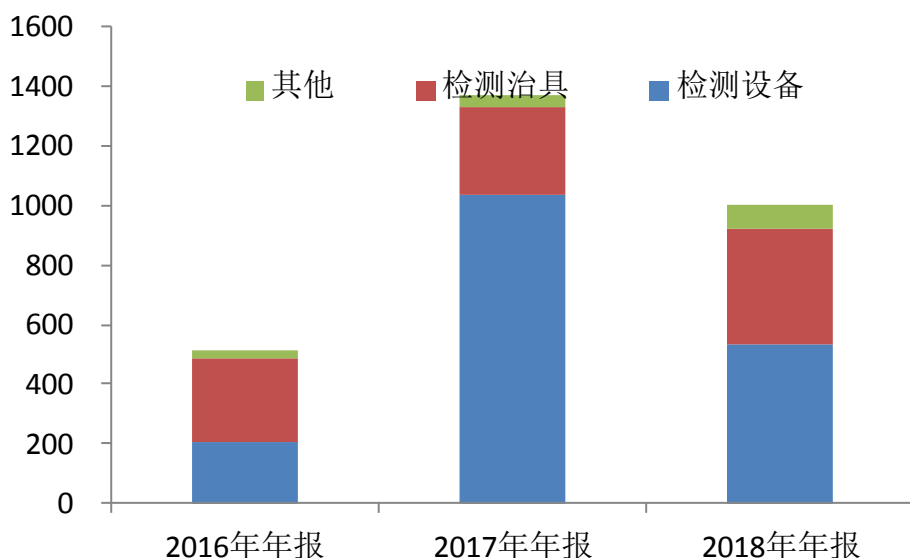
图 1: 公司产品按行业分布



数据源: 公司年报, 群益证券上海研究部

从公司经营状况来看 (图 1), 得益于面板产业投资的快速增长, 公司营业收入规模由 2016 年的 5.2 亿元上升至 2017、2018 年的 13.7 亿元和 10 亿元, 其中, 由于 2017 年主要客户苹果产品较大改款, 首次应用 AMOLED 屏幕, 带动公司相关收入同比增长 165%, 而 2018 年苹果产品屏幕变化较小, 公司收入同比下降约 27%, 但仍然较 2016 年增长 95%。净利润端, 2016-2018 年公司净利润分别为 1.8 亿元、2.1 亿元和 2.4 亿元, 扣非后净利润规模分别为 1.8 亿元、3 亿元和 2.4 亿元, 扣非后净利润率分别为 33.3%、21.6%和 23.6%

图2: 公司营收情况 单位元: 百万元 %

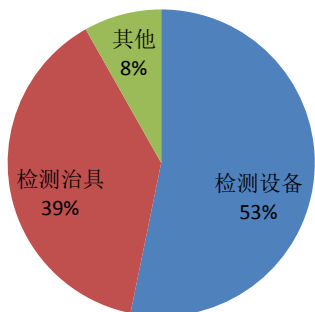


数据源：公司年报，群益证券上海研究部

目前公司主营由两大部分组成：检测设备、检测治具。2018 年，检测设备业务占据营收比例超过一半，其产品主要应用显示面板制造、集成电路、汽车电子等领域，检测治具占据营收比例近 4 成，主要为载具、夹具、信号基板、耗材等。从营业利润的角度看，利润分布基本也与营收状况类似（图 3/图 4）。

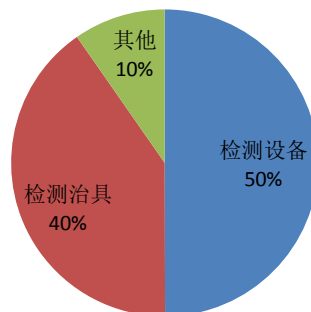
从客户结构来看，苹果为公司最主要的客户来源，2016 年-2018 年间用于苹果公司产品检测的产品收入比例分别为 75.13%、91.94%和 66.52%。相应的，非苹果业务占在 2018 年出现较大的增长，收入金额同比增长 205%，公司对单一客户的依赖有所降低。

图 3、2018 公司各项业务营收构成 单位：%



数据源：公司公告，群益证券上海研究部

图 4、1H18 公司毛利润构成 单位：%



数据源：公司公告，群益证券上海研究部

表1: 公司产品及应用领域

|      | 老化检测 | 显示检测 | 触控检测 | 光学检测 | 自动化检测 | 检测领域         |
|------|------|------|------|------|-------|--------------|
| 2008 | √    | √    |      |      |       | TFT-LCD      |
| 2010 |      |      | √    |      |       | TFT-LCD      |
| 2011 |      |      |      | √    | √     | TFT-LCD      |
| 2016 |      | √    | √    |      |       | TFT-LCD、OLED |
| 2017 |      |      |      |      | √     | TFT-LCD、OLED |
| 2018 | √    |      |      | √    |       | TFT-LCD、OLED |

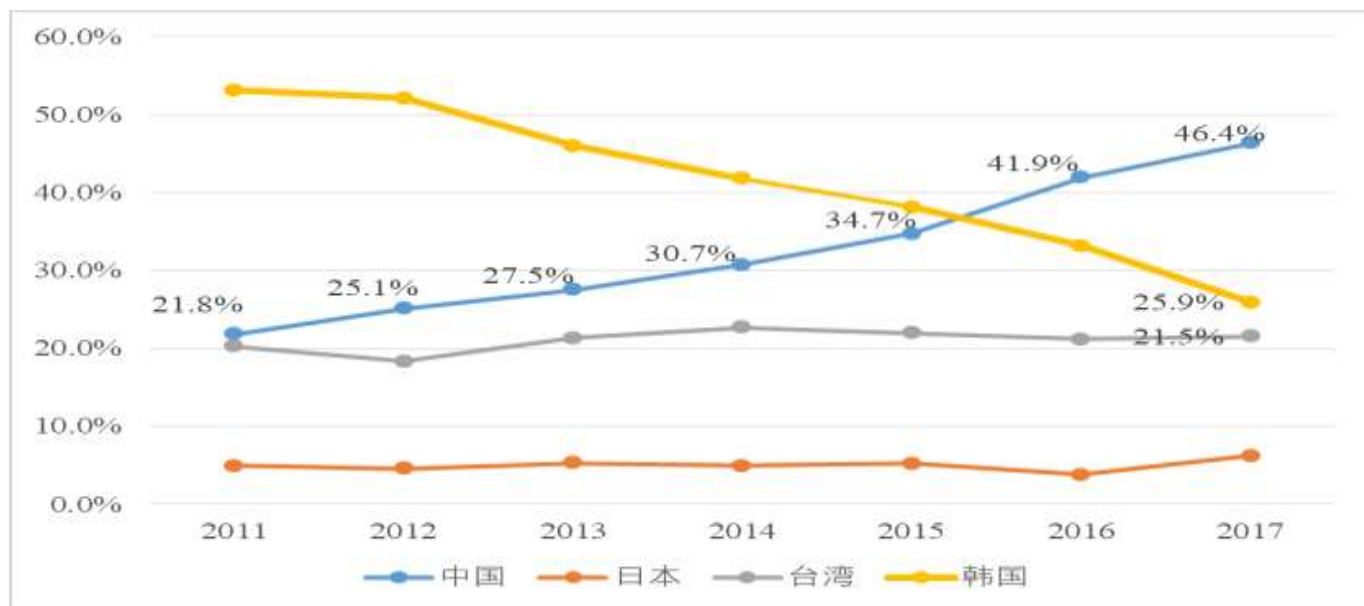
数据源: 公司公告, 群益金鼎证券

## 行业与公司成长分析

### 中国大陆面板投资持续

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, 中国大陆面板产能全球占比逐渐上升, 目前京东方已跃居全球最大面板厂商。根据 WitsView 资料, 2017 年中国大陆 LCD 面板产能, 占全球总产能的 46.4%, 居于世界首位, 而韩国产能占比下降为 25.9% (图 5)。

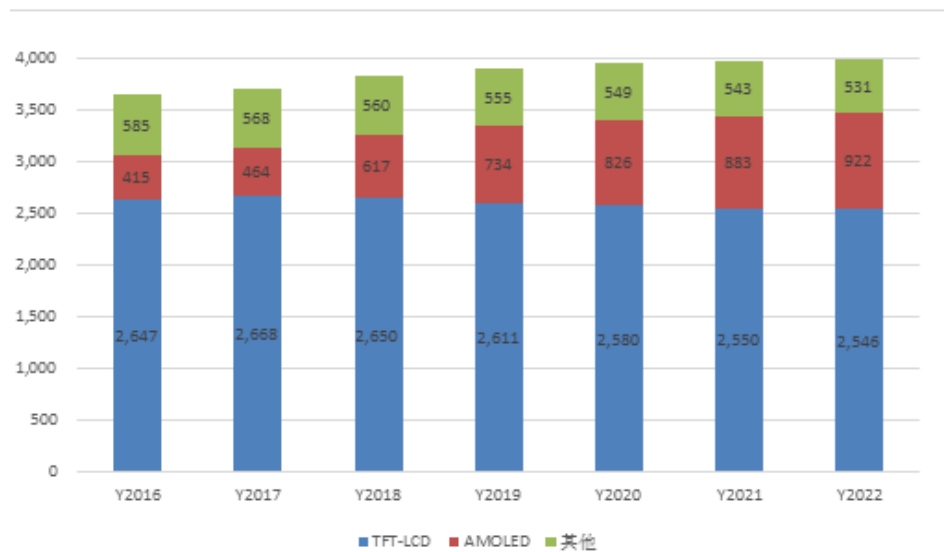
图 5: 2011-2017 年全球 LCD 面板 (PC、TV、Tablets) 产能转移趋势图



数据源: WitsView, 群益金鼎证券

并且就产品结构来看, OLED 已成为行业增长的最大来源, 根据 IHS 统计资料, 到 2022 年, 全球平板显示产业规模将达到接近 40 亿片, 其中 OLED 将超过 9 亿片, 年复合增长率达 14.2%, 对应产值年复合增长率 18% (图 6)。

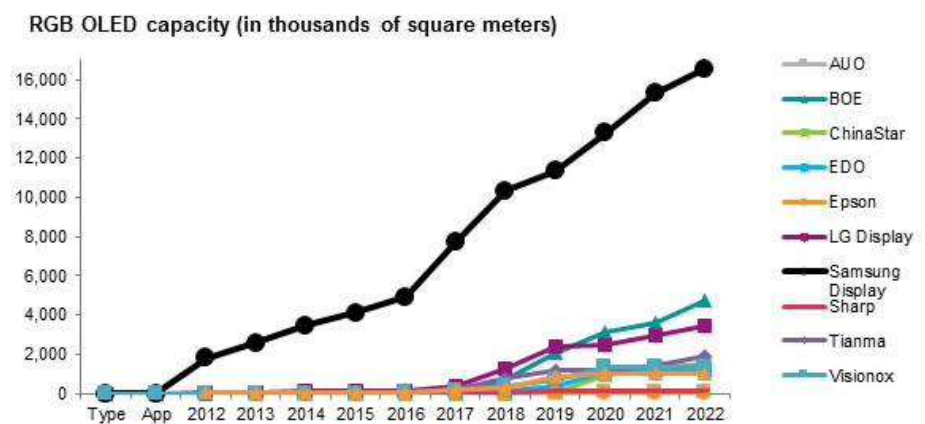
图 6: 全球显示面板出货量 单位: 百万片



数据源：IHS，群益金鼎证券

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%，预估中国整体中小尺寸 AMOLED 面板产能面积比重将从 2018 年的 16% 提升至 2021 年的 37%，而韩国则从 81% 下降至 53%，在此背景下，中国目前在建和计划建设的 OLED 产线达到了 8 条，总投资额达到了 2352 亿元，为面板设备的国产化带来历史机遇。

图 7： 2012-2022 年全球 OLED 面板产能 单位：百万平方米



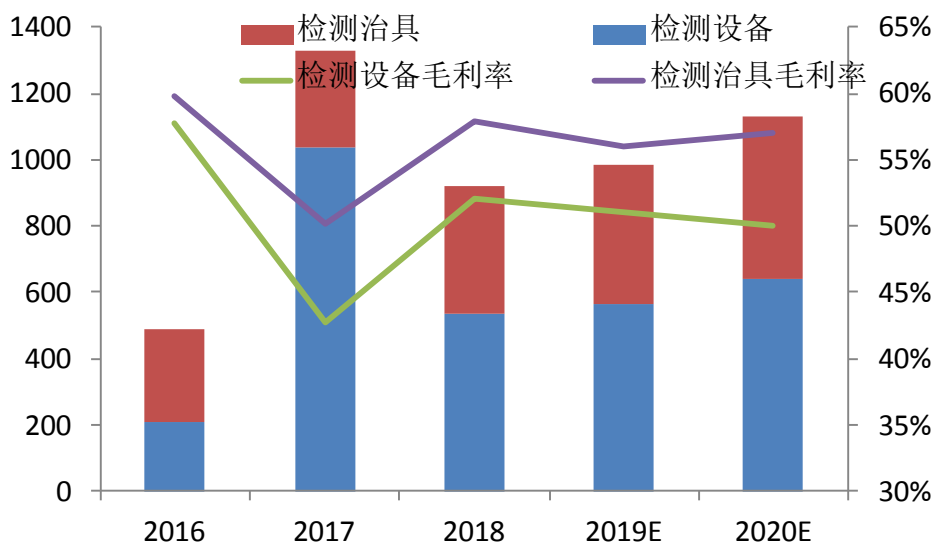
数据源：WitsView，群益金鼎证券

公司目前检测设备已覆盖 LCD 和 OLED 显示面板领域，其触控、光学检测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。在 OLED 面板领域，公司 2017 年量产交付 OLED 自动化检测设备和 2018 年量产交付 OLED 屏幕 Mura 补偿设备均体现了一定的技术实力。

从面板制程环节来看，Array、Cell 和 Module 三个制程中，面板厂商需要对于光学、信号、电气性能等各种功能进行检测。公司目前收入主要来自于后道的 Module 制程的检测，这部分检测工序多、复杂度高，检测对象数量多，对检测设备的集

成度要求较高，但设备投资强度不及前道和中道工艺，投资价值量最大的 Array 和 Cell 制程的检测系统市场仍然由国外和台湾地区的供货商占据主要份额，公司经过持续性的研发投入和技术团队建设，在 Array 制程已经有了相应的技术储备，在 Cell 制程已形成少量销售，具备生产相关检测设备的能力。我们预计在面板设备国产化、苹果 2020 年创新力度加大等因素驱动下，公司主业依然将保持一定的增速，面板检测业务 2019、2020 年两年增速分别为 6% 和 15%，同时毛利率预计维持相对稳定。

图 8：公司检测设备、检测治具收入及毛利率 单位：百万元



数据源：公司公告，群益金鼎证券预测

### 集成电路测试领域成为业绩增长的重要动力来源

集成电路产业作为中国政府高度重视的领域，自 2014 年以来，受到从金融、税收等全方位的重点扶持，行业产值多年保持 2 成左右的增长势头。但同时需要注意的是，大陆集成电路市场仍严重依赖进口，设备国产化是解决进口依赖中的一个必要环节。

依托检测设备领域的多年沉淀，公司已深度布局集成电路测试领域，2016 年至 2018 年，公司集成电路测试设备销售收入从 85 万元成长至 385 万元，年复合增长率为 113%。目前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，电池管理系统芯片检测设备已经获得国际知名消费电子企业认证，且已与多家客户签订订单，总金额超过 3 亿元，相关检测设备已陆续交付，将成为今明两年将成为业绩新的增长动力来源。

### 募资 10 亿元用于产能扩充及补充流动资金

公司 IPO 发行 4000 万股（总股本提高至 4 亿股）募资 10 亿元用于产能扩张及补充流动资金，其中，平板显示生产基地建设项目、半导体事业部建设项目分别募资约 4 亿元和 2.6 亿元。参照公司披露的经济效益测算，平板显示项目投产后预

期实现新增收入 4.50 亿元/年、利润总额 1.19 亿元/年。半导体项目投产后预期实现新增收入 2.30 亿元/年，利润总额 0.62 亿元/年。项目建设期 24 个月，预计新增产能在 2021 年以后将逐步为公司业绩提供增量帮助。

### 盈利预测与估值分析

从收入端来看，2018 年公司实现营业收入 10 亿元，YOY-27%，主要系 2017 年苹果改款带动三星越南厂对于面板测试设备中自动化检测设备需求大幅增加，当年对该厂实现销售 7.3 亿元，垫高了基期；2018 年公司高毛利的检测设备及治具占比提升，虽收入下降，惟净利润增长 16%至 2.4 亿元，当年综合毛利率较上年提升了 13.9 个百分点至 58.9%。

公司预计 1H19 公司营收区间为 6.5 亿元-6.9 亿元 YOY 增长 58%-68%实现净利润为 1.3 亿元-1.4 亿元，YOY 增长 25%至 35%；扣非后净利润增速 25%-35%。营收大幅上升主要系汽车电子检测设备的大量出货，考虑到新业务处于投入及增长的初期，预计该部分设备毛利率较公司综合毛利率水平有一定差异，全年综合毛利率结构性的下降。

综合判断，基于面板检测业务稳定增长，同时集成电路检测业务产值规模快速提升的判断，我们预计公司 2019/2020 年实现净利润 3 亿元和 4 亿元，同比分别增长 25%和 30%，EPS 为 0.76 元/0.99 元。对比同类上市公司，公司在收入、利润以及业务方面与 A 股上市公司精测电子大致相当，精测电子目前市值约 126 亿元，2020 年动态 PE 预估约 22 倍。公司发行价格为 24.26 元，发行价格对应 2020 年 PE 约 25 倍，作为科创板的首发企业，公司业绩相对扎实稳健，同时考虑到公司为科创板的首发企业，市场关注度较高，给予一定的溢价，我们认为华兴源创 2020 年 PE38 倍相对合理，目标价格 38 元，短期则有可能因科创板的稀缺性而突破其合理价值区间。

表 2：公司与同类公司比较

| 公司名称  | 资产总额  | 净资产额  | 营业收入  | 归母净利润 | 毛利率  | 备注                                      |
|-------|-------|-------|-------|-------|------|-----------------------------------------|
| 精测电子  | 26.2  | 12.1  | 13.9  | 2.9   | 51.2 | 面板模块、OLED 检测、AOI 光学检测、面板自动化设备。与公司业务类型相似 |
| 致茂电子  | 46.9  | 29.1  | 34.2  | 5.2   | 44.1 | 多行业测试                                   |
| 由田新技  | 7.9   | 4.0   | 6.3   | 0.6   | 40.5 | PCB、面板、半导体检测。较少涉及电信号                    |
| 泰瑞达   | 185.8 | 104.5 | 144.2 | 31.0  | 58.1 | 领先的半导体自动化检测解决方案供货商                      |
| 爱德万测试 | 136.7 | 64.7  | 92.0  | 8.4   | 57.6 | 通信、电子、生命科学、化学分析领域，                      |
| 科休半导体 | 77.8  | 37.5  | 31.0  | -2.2  | 35.3 | MEMS 测试解决方案、半导体工业接触器                    |
| 长川科技  | 6.8   | 4.7   | 2.2   | 0.4   | 55.6 | 半导体测试机和分选机国内领先                          |

|      |      |     |      |     |      |                                |
|------|------|-----|------|-----|------|--------------------------------|
| 华兴源创 | 12.4 | 9.1 | 10.1 | 2.4 | 55.4 | 面板模块、OLED 检测、AOI 光学检测、面板自动化设备。 |
|------|------|-----|------|-----|------|--------------------------------|

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER  $\geq$  30%); 买入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

#### 附一: 合并损益表

| 百万元           | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E |
|---------------|------|------|------|-------|-------|
| 营业收入          | 516  | 1370 | 1005 | 1364  | 1680  |
| 经营成本          | 212  | 753  | 448  | 688   | 823   |
| 营业税金及附加       | 7    | 11   | 8    | 13    | 16    |
| 销售费用          | 25   | 52   | 50   | 75    | 88    |
| 管理费用          | 39   | 157  | 92   | 128   | 154   |
| 财务费用          | -17  | 29   | -7   | -27   | -23   |
| 资产减值损失        | 4    | 19   | 7    | 10    | 10    |
| 投资收益          | 8    | 5    | -5   | 0     | 0     |
| 营业利润          |      | 261  | 208  | 336   | 440   |
| 营业外收入         | 2    | 6    | 9    | 10    | 10    |
| 营业外支出         | 0    | 10   | 0    | 1     | 1     |
| 利润总额          | 210  | 256  | 276  | 345   | 449   |
| 所得税           | 29   | 47   | 33   | 41    | 54    |
| 少数股东损益        |      |      |      | 0     | 0     |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 180  | 210  | 243  | 304   | 395   |

#### 附二: 合并资产负债表 6

| 百万元       | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E |
|-----------|------|------|------|-------|-------|
| 货币资金      | 500  | 374  | 372  | 993   | 814   |
| 应收账款      | 0    | 0    | 0    |       |       |
| 存货        | 60   | 102  | 164  | 230   | 280   |
| 流动资产合计    | 641  | 791  | 880  | 1258  | 1628  |
| 长期股权投资    | 0    | 0    | 0    |       |       |
| 固定资产      | 18   | 26   | 321  | 337   | 371   |
| 在建工程      | 30   | 105  | 0    |       |       |
| 非流动资产合计   | 69   | 158  | 363  | 544   | 626   |
| 资产总计      | 709  | 950  | 1243 | 1803  | 2253  |
| 流动负债合计    | 76   | 275  | 327  |       |       |
| 非流动负债合计   | 0    | 8    | 5    | 6     | 7     |
| 负债合计      | 76   | 283  | 332  | 668   | 723   |
| 少数股东权益    | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     |
| 股东权益合计    | 634  | 667  | 911  | 1135  | 1530  |
| 负债及股东权益合计 | 709  | 950  | 1243 | 1803  | 2253  |

#### 附三: 合并现金流量表

| 百万元           | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E |
|---------------|------|------|------|-------|-------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 145  | 147  | 184  | 205   | 294   |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -31  | -83  | -169 | -426  | -333  |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -38  | -171 | -19  | 852   | -90   |
| 现金及现金等价物净增加额  | 85   | -126 | -2   | 631   | -129  |

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证券, 持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他

