

行业：专用设备制造业

华兴源创（688001.SH）

评级表现

盈利能力

B

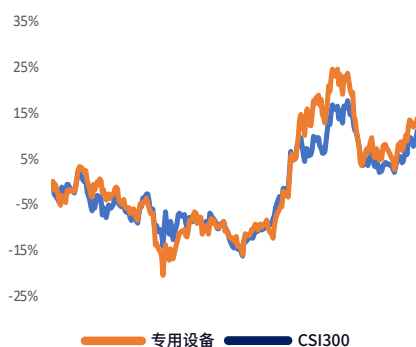
收益质量

B+

研发能力

B+

近一年行业表现



首发价格（人民币元）

24.26

推荐申购

新加坡

Ted Worley, 全球发布公关

ted_worley@chinaknowledge.com

Tel: (65) 6743 1728

上海

赵中隆, 执行董事

charles@chinaknowledge.com

Tel: (86) 21 6607 5535

香港

Christina 王馨雪

执行董事, 研究部

christina_wang@chinaknowledge.com

分析师

崔诗嘉, 金圣皓, 杨捷

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。公司所处的检测行业处于产业链中游，主营产品应用于消费电子产品的检测，包括 LCD 与 OLED 平板显示、集成电路、汽车电子等下游行业。其中平板显示行业占主导，2018 年收入占比 97%。公司客户主要包括苹果、三星、LG、夏普、京东方等行业内知名厂商，其中苹果为最主要客户，2018 年占公司销售收入的 66.52%。

选择上市标准

发行人选择的具体上市标准：预计市值不低于人民币 10 亿元，最近两年净利润均为正且累计净利润不低于人民币 5000 万元，或者预计市值不低于人民币 10 亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币 1 亿元。

投资要点

- 平板显示检测行业发展前景良好，公司突破 LCD 与柔性 OLED 触控检测的国外垄断

受下游消费电子产业影响，全球面板显示检测产业保持稳定增长。面板检测技术的三个制程中，前中段制程阵列与成盒仍由国外厂商所垄断，中国厂商集中在后段模组制程，国产产品替代空间巨大。目前 LCD 产能已向中国大陆转移，2017 年大陆占全球总产能的 46.4%，居于世界首位。公司在 LCD 与柔性 OLED 触控检测上突破了国外长期的垄断，改变了我国主要依赖进口的状况。大部分国内企业规模较小，发展受资金实力制约，结合目前市场需求与发展趋势，国内市场投资前景巨大。

- 公司积极布局集成电路测试领域，加大研发投入和技术储备

中国集成电路测试专用设备市场主要被国外企业占据，技术积累相对薄弱，市场规模份额仍偏小。而我国对集成电路产品需求很大，因此近年我国加大集成电路制造业的投资力度，加速生产线的建设进程。为培育新的利润增长点，公司积极布局集成电路测试领域，处于研发投入和技术储备阶段，目前形成的销售收入较少，预计未来该领域的收入将大幅增加。

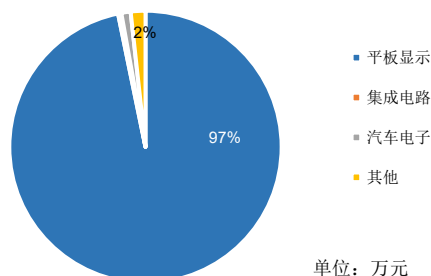
- 公司业务受主要客户经营状况和下游应用行业技术、产品更新影响大

公司来自主要客户的收入较集中，2016-2018 年，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 78.99%、88.06% 和 61.57%，且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%，业务受苹果公司自身经营情况及供应商决策影响较大；受下游应用行业技术密集、产品更新换代快、技术革新频繁等因素支配，公司研发能力如无法匹配行业创新速度及客户需求，则面临客户流失；未来同行业企业数量增多，市场竞争加剧，行业供求关系发生转变，导致行业整体利润率水平有下降风险。

1 盈利能力

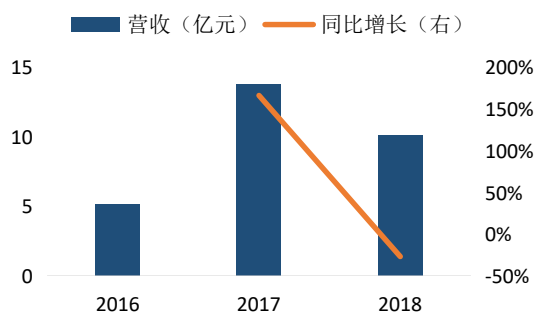
产品和市场定位

该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。按照分类，公司主要产品分为检测设备、检测治具等。其中检测设备包括平板显示检测设备、集成电路测试设备和汽车电子检测设备。

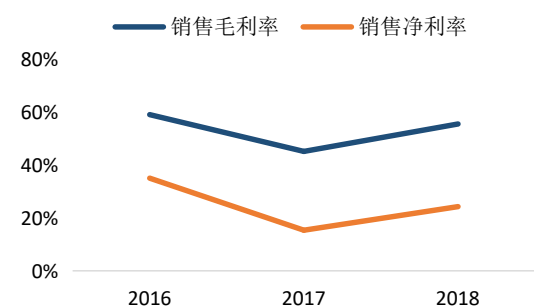


数据来源：公司招股书、China Knowledge 数据库

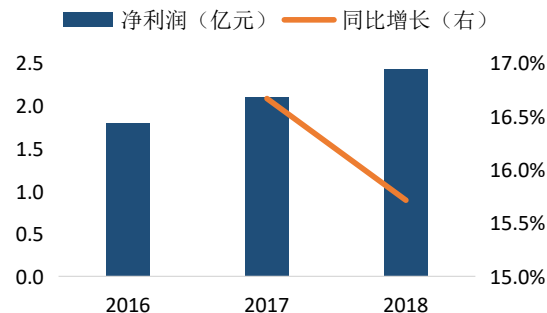
公司主要财务指标



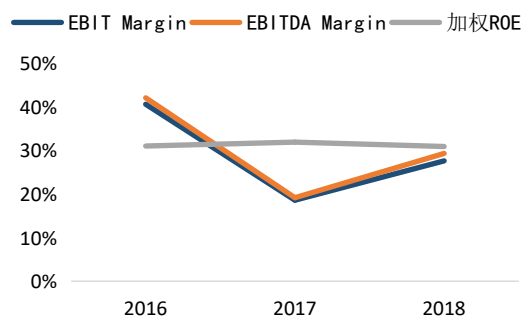
数据来源：公司招股书、China Knowledge 数据库



数据来源：公司招股书、China Knowledge 数据库



数据来源：公司招股书、China Knowledge 数据库



数据来源：公司招股书、China Knowledge 数据库

公司营收变动主要受下游厂商产品更新换代影响，公司主要下游客户为苹果公司。2017 年苹果公司推出 iPhoneX 等新一代产品，新产品的推出倒逼本公司的加快平板检测设备更新换代。同时，越南三星也向公司提出相关的检测设备配套自动化的需求，因而使得自动化检测设备的订单增加较多。两种因素作用下，2017 年公司收入大幅增长，达 165.5%。比较而言，苹果公司在 2016 和 2018 年产品变动较小，对检测设备的更换需求较小，因此 2016 和 2018 年收入低于 2017 年。可以看出两点：1) 公司销售收入受主要客户影响较大；2) 2016 和 2018 年苹果公司对该公司直接需求较小，但公司 2018 营收比 2016 增长一倍，一定程度上说明公司在积极拓展多元客户结构。

公司 2017 年营收大幅增长，但毛利率下降。变化的主要原因在于公司对部分刚刚研发的检测设备报价中适当进行了让利，以维系客户长期关系及开拓自动化检测设备市场，让利对象包括苹果和越南三星。除此之外，2017 年毛利率水平较高的压接组件类治具收入下降，导致检测治具产品毛利率同比减少 9.69%，综合毛利率也随之下行。2018 年毛利率情况有所改善，其中检测治具较 2017 年提高 7.75 个百分点，主要是因为毛利率较高的载具、压接组件等固定功能类治具收入占比增加，同时公司根据客户需求自主研发治具提高了毛利率。

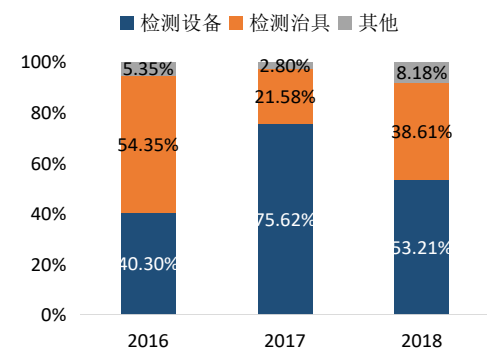
考虑到公司未来自主研发符合市场需求产品的能力和下游消费电子市场的发展具有不确定性，我们给予其盈利能力的评级为 B。

2 收益质量

收入来源

公司的主营业务收入主要为各类检测设备、检测治具等产品销售收入以及技术服务等其他收入。

主营业务收入占比（按业务类别）：



数据来源：公司招股书、China Knowledge 数据库

大型自动化检测设备销售情况：

项目	2016 年	2017 年	2018 年
销量 (台)	75	635	156
单价 (万元)	56.77	117.83	161.84
收入金额 (万元)	4,258.11	74,821.02	25,247.16
占营业收入比 (%)	8.25	54.62	25.12

数据来源：公司招股书、China Knowledge 数据库

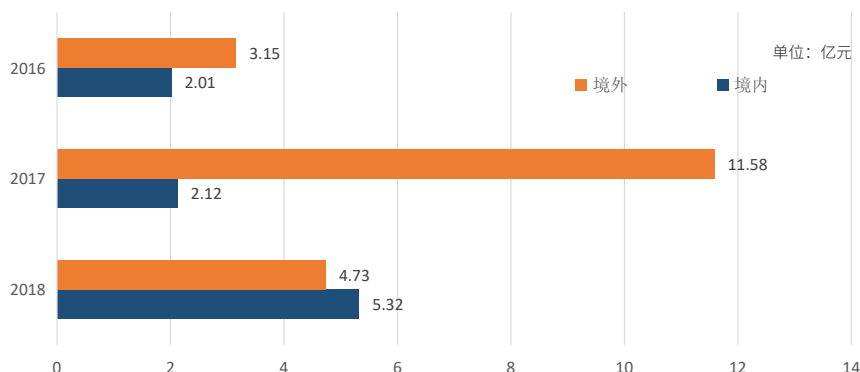
检测设备业务主要服务于平板显示行业，应用的大型自动化设备的单价不断提高，且其销量也有一定程度的扩张，表明该公司在检测设备方面有一定议价能力。2017 年收入金额的大幅增长表明该公司检测设备技术更新及时，受到主要客户苹果公司的认可也表明公司在该领域有一定竞争力。

公司检测设备还应用于集成电路和汽车电子行业。集成电路是公司基于国内集成电路发展趋势和自身多年研发投入，扩大测试设备在集成电路领域的应用，而发展的业务。目前集成电路检测被少数海外寡头垄断，国内技术差距较大，尚有发展空间，且受到国家政策的大力扶持。汽车电子是公司为提高销售规模、分散经营风险而开拓的新领域，目前尚在起步阶段。

检测治具方面，因检测治具类产品更新及消耗速度快、应用领域较广，公司不断拓展检测治具类产品种类及客户，使得报告期内销售额逐年增长。

其他收入方面，包括为向客户提供的运维调试、检查保养、修理修配等技术服务类收入以及其他零星收入。2016-2018 年该部分收入呈波动上升趋势，特别是 2018 年同比增长较高，主要由于公司 2017 年检测设备销售大幅增加，且以自动化检测设备为主，增加了客户后续技术服务类订单。

主营业务收入占比（按地区分布）：



数据来源：公司招股书、China Knowledge 数据库



2016-2018 年该公司境内业务收入持续增长，一方面是行业产能向国内转移的表现，另一方面也从一定程度上体现出公司为拓展客户资源，丰富客户结构的努力。该公司境内的客户除了境外公司设立的境内子公司，也包括京东方集团、晶端显示集团、东莞技研新阳电子有限公司和昆山迈致治具科技有限公司等。

供货商与客户

报告期内，公司前三名供货商具体情况如下

年度	序号	供货商名称	采购额 (万元)	占当期材料采购总额的比例
2018	1	行芝达集团	3,667.84	7.85%
	2	ARROW ELECTRONICS CHINA LIMITED	3,123.20	6.69%
	3	奥特斯 (中国) 有限公司	2,223.05	4.76%
	合计		9,014.09	19.30%
2017	1	泰科集团	13,168.02	18.24%
	2	苏州东崎自动化科技有限公司	7,601.81	10.53%
	3	苏州普洛泰科精密工业有限公司	7,023.43	9.73%
	合计		27,793.26	38.50%
2016	1	泰科集团	9,167.55	46.16%
	2	安富利集团	1,209.82	6.09%
	3	苏州市华邦自动化设备有限公司	421.88	2.12%
	合计		10,799.25	54.37%

数据来源：公司招股书、China Knowledge 数据库

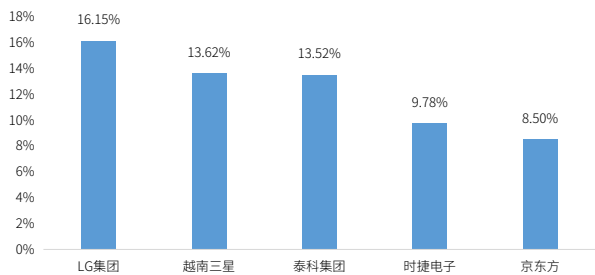
2016-2018 年，公司前三名供应商采购额占比逐年下降，不存在向单个原材料供应商采购比例过高或依赖于少数供应商的情形。采购内容主要为电子部品、电气部品和机械部品，由于公司销售产品定制化程度较高，销售结构的变化导致采购结构变化，对具体供应商采购金额出现一定程度波动。

报告期内，公司前三名客户具体情况如下：

年度	序号	客户名称	销售额 (万元)	占当年主营业务收入比例
2018	1	LG 集团	16,234.67	16.15%
	2	SAMSUNG DISPLAY VIETNAM CO.,LTD	13,692.17	13.62%
	3	泰科集团	13,586.41	13.52%
	合计		43,513.25	43.29%
2017	1	SAMSUNG DISPLAY VIETNAM CO.,LTD	81,755.05	59.68%
	2	APPLE	27,224.16	19.87%
	3	LG 集团	4,905.70	3.58%
	合计		113,884.91	83.13%
2016	1	泰科集团	20,040.28	38.84%
	2	LG 集团	8,695.17	16.85%
	3	无锡夏普电子元器件有限公司	6,696.00	12.98%
	合计		35,431.45	68.67%

来源 :China Knowledge 数据库，公司招股书

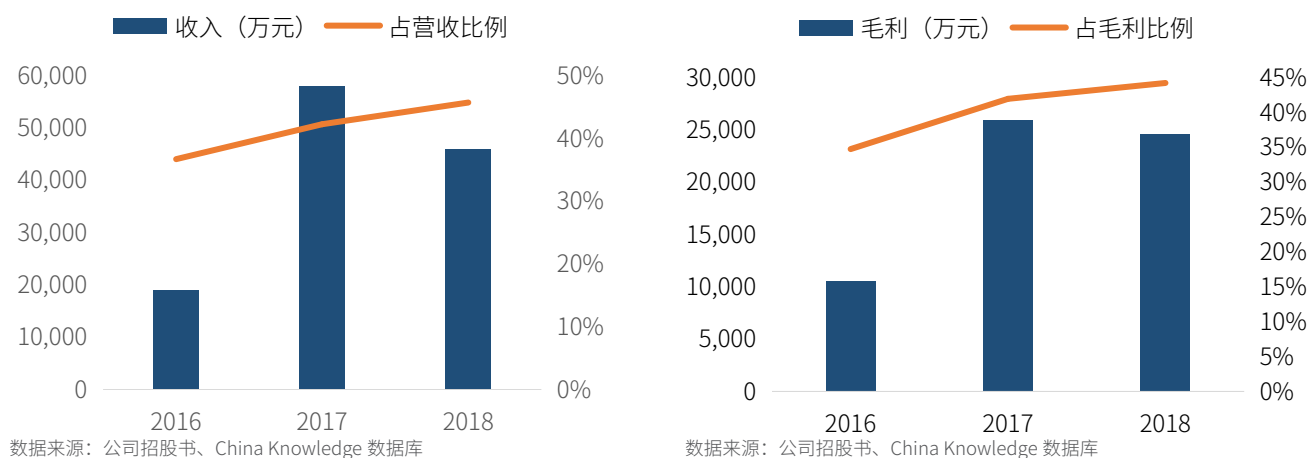
占主营业务收入比例



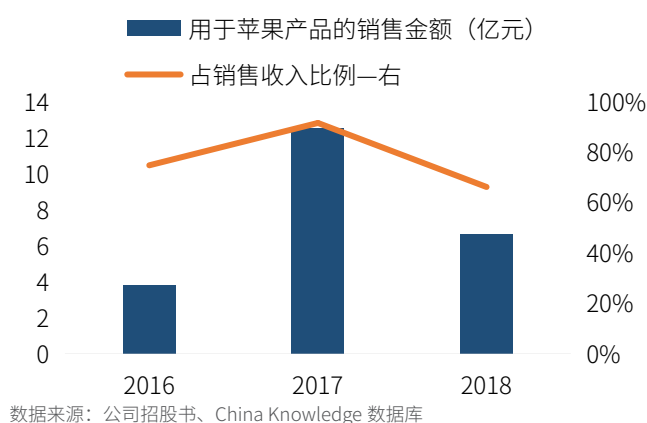
数据来源：公司招股书、China Knowledge 数据库

2016-2018 年度，来自前三大客户的销售收入占营业收入的比例分别为 68.67%，83.13% 和 43.29%，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，均为平板显示检测行业的优质客户，其中苹果公司为公司最主要的客户。

来自苹果公司的收入与毛利（直接与间接指定采购）



用于苹果产品的销售金额（苹果公司及其产业链）



作为主要客户的苹果公司直接订单及其指定厂商的订单对公司业绩影响较大。苹果公司指定第三方公司包括泰科集团、LG 集团、时捷电子、越南三星和伯恩光学（惠州）有限公司，同时苹果产业链厂商也有自主决定向本公司采购的情况。在 2016-2018 年度，自主采购占营收比例分别为 38.41%、49.66% 和 20.79%，苹果产业链厂商自主决定采购的相关产品最终也将用于苹果相关产品的检测。

华兴源创对苹果公司存在一定程度的依赖，但由于苹果公司高度重视供应商结构的稳定性，且华兴源创积极介入苹果公司产品的研发阶段，客户黏性较强，两者形成了稳定的合作关系，因此该公司对苹果不存在重大依赖。

周转能力

	2016		2017		2018	
可比公司	应收账款周转率	存货周转率	应收账款周转率	存货周转率	应收账款周转率	存货周转率
精测电子	2.31	2.48	2.65	3.29	2.68	2.40
华兴源创	6.55	4.10	7.03	8.60	3.09	3.12

数据来源：公司招股书、China Knowledge 数据库

注：由于在平板显示领域，致茂电子、由田新技主要产品与公司有较大差异，其财务报告为全产品口径下的数据，可比性较弱，而韩国赛太克未上市，无法通过公开渠道获得其财务数据，因此未选择致以上行业内公司，仅选取精测电子作可比公司。

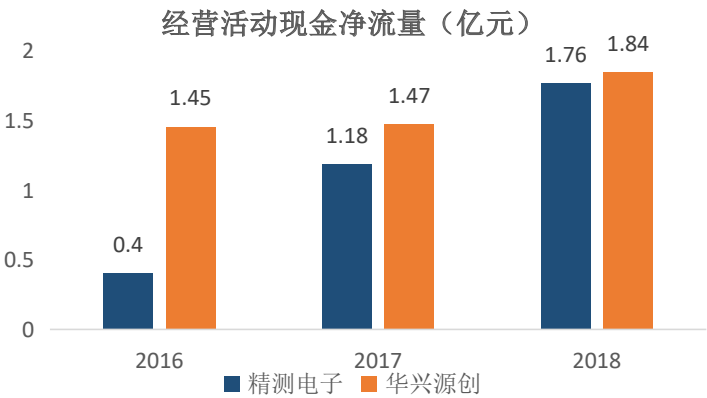
报告期内，华兴源创的应收账款和存货周转率均超过精测电子，但 2018 年较之前两年周转次数有所下降，说明其存货流动性和资金使用效率在一定程度上下滑，与公司产品定制化的特点有关，同时受到下游消费电子市场发展的影响。本次公司申请上市计划募集金额 10 亿元，其中 3.5 亿元用于补充流动资金，若公司能成功上市，将进一步提高其资金流动性。

获现能力

	2016		2017		2018	
可比公司	销售净现率	净利润 现金比率	销售净现率	净利润 现金比率	销售净现率	净利润 现金比率
精测电子	7.63%	44.44%	13.18%	69.82%	12.66%	58.09%
华兴源创	28.10%	80.56%	10.73%	70.00%	18.31%	75.72%

数据来源：公司招股书、China Knowledge 数据库

与精测电子相比，该公司在 2016-2018 年度的销售净现率（经营活动现金净流量 / 营业收入）和净利润现金比率（经营活动现金净流量 / 净利润）均较高。由下图也可看出其现金净流量始终高于精测电子，说明其现金较为充足，资产质量较高。



数据来源：公司招股书、China Knowledge 数据库

总体来看，苹果公司是该公司最大的客户之一，该公司经营活动受苹果公司及其产品的影响较大，有一定客户集中的风险，但该公司客户黏性强，同时也在积极开拓与京东方集团等的合作关系，丰富客户结构。

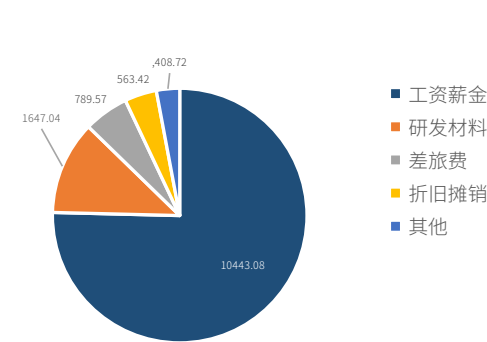
再结合其回款能力等因素，我们给予其收益质量的评级为 B+。

3 研发能力

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。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，改变了我国主要依赖进口的状况。2018 年公司研发费用占营业收入的 13.78%。

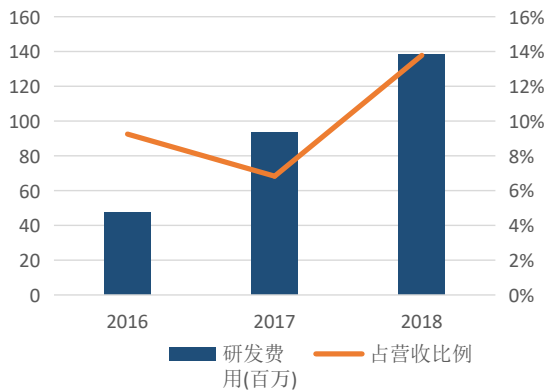


2018 年研发费用明细



数据来源：公司招股书、China Knowledge 数据库

研发费用占营收比例



		2016		2017		2018	
股票代码	竞争公司	研发费用 (百万)	占营收比例	研发费用 (百万)	占营收比例	研发费用 (百万)	占营收比例
2360.TW	致茂电子	221.39	8.90%	266.36	8.14%	253.67	7.41%
3455.TWO	由田	44.14	10.22%	52.08	8.45%	49.90	7.92%
300567.SZ	精测电子	87.39	16.68%	117.09	13.08%	172.26	12.40%
TER.O	泰瑞达	2,018.84	16.60%	1,997.28	14.31%	2,069.29	14.35%
COHU.O	科休半导体	241.69	12.35%	266.18	11.55%	387.32	12.49%
300604.SZ	长川科技	24.97	20.12%	36.87	20.51%	61.71	28.55%
	平均		14.15%		12.67%		13.85%
688001.SH	华兴源创	47.72	9.25%	93.51	6.83%	138.52	13.78%

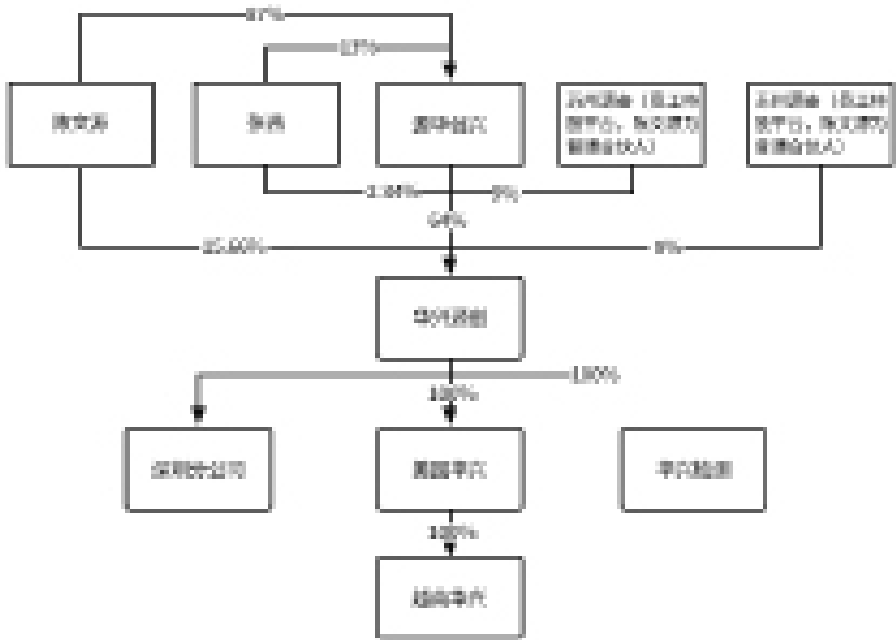
数据来源：公司招股书、China Knowledge 数据库

华兴源创研发投入逐年增长，并且 2018 年研发费用占营收比例已经达到同类型公司平均水平。该公司拟募集资金 10 亿元，其中 2.6 亿元将用于半导体事业部建设，公司有望增加对半导体检测方面的投入。半导体检测方面我国现有技术与世界领先水平仍有较大差距，且该行业投入多、高端人才需求大、回报周期较长。以半导体检测为例，美国泰瑞达公司和日本爱德万公司占据了大部分的市场份额，国内企业刚刚起步，具有一定投资风险。但从成果来看，该公司电池管理系统芯片检测设备已获得国际知名消费电子企业认证，且已于多家客户签订订单，总金额超过 3 亿元，相关检测也已陆续交付，因此我们对于该公司进入半导体检测行业持一定乐观预期。

研发人员配备方面，截止 2018 年 12 月 31 日，公司共有 955 人，其中技术研发人员共 400 人，占比 41.88%。结合以上多种因素考虑，我们给予该公司研发能力的评级为 B+。

4 股权结构分析

公司股权结构中，源华创兴为第一大股东，发行前持股比例 64%，公司的实际控制人为陈文源、张茜夫妇，通过直接持有和间接持有方式合计持有公司 93.15% 的股份，持股比例较高。我们认为公司存在一定的关键人风险。



数据来源：公司招股书、China Knowledge 数据库

实控人介绍

公司实际控制人陈文源先生从事平板显示检测技术研究工作 16 年，历经平板显示技术多次更新换代，专注于检测设备的研发生产，精通压接、视觉对位、信号软件应用等多项技术。他领导的“柔性 OLED 的显示与触控检测技术”项目，获得江苏省重大科技成果转化项目、江苏省首台套重大设备项目的称号。还曾领导“柔性 OLED 的 Mura 补偿技术”项目、“移动终端电池管理系统芯片测试技术”项目以及“超大规模数模混合 SOC 芯片测试技术”项目，均实现量产交付，并获得下游国际知名 CIS 厂商验证。

5 可比公司财务指标及估值方法

证券代码	证券简称	营业收入 (亿元)	营收同比增长	净利润 (亿元)	净利润同比增长	PE	PS
300567.SZ	精测电子	13.90	55.2%	3.03	79.38%	43.83	9.12
688001.SH	华兴源创	10.05	-26.63%	2.43	16.03%	39.99	9.67

数据来源：公司招股书、China Knowledge 数据库

华兴源创本次发行价格为 24.26 元 / 股，以每股收益按照 2018 年度扣除非经常性损益前归属于母公司股东净利润除以本次发行后总股本计算，发行市盈率为 39.99 倍，市销率为 9.67 倍。

华兴源创营收和净利润增长率均不及华兴源创，尤其是营业收入在 2018 年出现负增长。但从营收和净利润规模来看，两者比较接近，我们认为目前华兴源创市盈率和市销率均处于合理区间。

序号	募集资金投资项目	拟用募集资金投入金额	项目预计增加 年均销售收入	项目预计增加 年均利润总额
1	平板显示生产基地建设项目	39,858.91	45,000.00	11,937.51
2	半导体事业部建设项目	26,032.79	23,000.00	6,196.71
3	补充流动资金	35,000.00	/	/
合计		100,891.70	68,000.00	18,134.22

数据来源：公司招股书、China Knowledge 数据库

本次募集资金投资项目有望在立足平板显示检测行业的基础上，有效支撑半导体检测设备的研发，进一步开拓集成电路、新能源汽车等行业的应用，从而创造新的利润增长点。同时流动资金补充也将提高经营灵活性与抗风险能力，提升公司竞争力，进一步提升公司估值水平。

6 风险提示

- 主要客户苹果公司销量未达预期导致的收入下滑风险
- 面板检测技术研发速度不及下游产品更新风险
- 半导体检测设备投资风险

免责声明

本报告由中盛在线私人有限公司（以下简称“中盛”）证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中盛的机构客户；2) 中盛的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中盛的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中盛的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中盛不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中盛将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中盛或其附属及关联公司的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中盛不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中盛的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中盛及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中盛的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中盛任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中盛成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中盛成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中盛本身网站以外的资料，中盛未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中盛网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中盛及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。