

激励方案彰显发展信心, 订单充裕+欧立通并表保障全年增长

增持 (维持)

2020 年 09 月 09 日

证券分析师 陈显帆

执业证号: S0600515090001

021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双

执业证号: S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 朱贝贝

执业证号: S0600520090001

zhubb@dwzq.com.cn

事件: 9 月 2 日晚公司发布公告, 拟向 147 名激励对象授予 400 万股限制性股票, 约占总股本的 0.93%, 其中首次授予 320 万股, 预留 80 万股, 授予价格为 20.26 元/股。

投资要点

■ 激励方案业绩考核彰显未来发展信心

激励方案中, 首次授予的限制性股票业绩考核以 2019 年净利润或营业收入为基数, 2020-2022 年净利润或营业收入增速不低于 30%、40%、50%, CAGR 为 14.5%。以公司 2019 年营业收入 12.58 亿元、净利润 1.76 亿元估算, 首次激励部分解禁的业绩考核要求 2020/2021/2022 年营业收入分别不低于 16.35/17.61/18.87 亿元, 或净利润分别不低于 2.29/2.46/2.64 亿元。我们认为, 股权激励方案的推出以及相应的业绩考核要求彰显了公司对中长期发展的高度信心。

■ OLED 检测设备技术全球领先, 在手订单充裕保障增长

经过多年发展, 公司 OLED 检测设备已成功实现进口替代, 是越南三星和京东方 OLED 产线的唯一国产化设备供应商。目前公司 Mura 补偿技术已在大量 OLED 产线应用, 公司 OLED 检测设备的稳定性、漏检率等指标在国内稳居第一。公司目前 OLED 检测设备终端客户主要为苹果、华为等手机制造厂商, OLED 检测设备属于高定制化设备, 主要由下游产品迭代驱动增长。受益于苹果 iPhone 12 等多款 5G 新品发布在即, 公司目前在手订单充裕, 将保障公司全年业绩高增长。

■ 半导体测试设备爆发在即, 加码研发推动进口替代

公司是国内仅有的定制化 BMS 芯片检测设备解决方案提供商。2019 年该类设备获得 3 亿元左右订单, 2020H1 订单延续, 新接订单 2.58 亿元。**标准化检测设备方面**, 公司 SoC 和 CIS 测试机已取得国内领先的 IC 设计公司 and 封测厂的小批量订单。芯片可以分为数字芯片 (难度高)、模拟芯片 (难度低)、数模混合芯片 (难度中), 目前模拟测试机国产化率已经达到 85%, 而数模混合和数字测试机目前仍由爱德万和泰瑞达两大全球半导体测试设备龙头垄断。SoC 和 CIS 测试机属于数模混合测试机, 国产替代空间大、难度中等, 公司从这一领域切入, 有望较快完成测试设备的国产率提升。

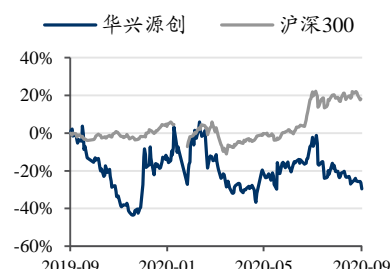
■ 下半年欧立通并表, 将大幅增厚业绩

上半年公司完成对欧立通的收购, 下半年将并表。欧立通致力于提供可穿戴产品的自动化智能组装、检测设备, 是国内苹果智能手表检测领域的主供商, 2017-2019 年, 欧立通超 94% 的收入来自苹果公司及其代工厂广达、仁宝、立讯等。上半年欧立通无线耳机等订单超预期, 目前在手订单充足, 我们预计随着苹果新款 iWatch、Airpods 发布临近, 订单将进一步释放, 公司预计 2020 年已通过样机验证的项目能够取得约 2.5 亿-3 亿元订单。

盈利预测与投资评级: 考虑到公司激励方案彰显未来发展信心+目前在手订单充沛, 在不考虑欧立通并表的情况下, 我们上调公司盈利预测, 预计 2020-2022 年公司归母净利润 2.2/2.7/3.2 亿元, 较原预测分别上升 39%/33%/28% (原预测为 1.6/2.0/2.5 亿元), 对应 PE 分别为 74/62/51X, 维持“增持”评级。若考虑欧立通并表, 根据业绩承诺, 欧立通 2019-2022 年累计扣非归母净利不低于 4.19 亿元, 扣除 2019 年已实现的归母净利后取平均 (预计每年非经常性损益为 1000 万元左右), 我们预计 2020-2022 年欧立通每年将实现归母净利约 1.1 亿元左右, 若欧立通在下半年并表, 则 2020-2022 年公司合计归母净利润将达到 2.8/3.8/4.3 亿元, 对应 PE 分别为 58/43/38X。

风险提示: 半导体检测设备业务拓展不及预期; 并购协同效应不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	38.10
一年最低/最高价	30.00/59.50
市净率(倍)	6.08
流通 A 股市值(百万元)	1464.99

基础数据

每股净资产(元)	6.26
资产负债率(%)	23.78
总股本(百万股)	429.09
流通 A 股(百万股)	38.45

相关研究

- 1、《华兴源创 (688001): 疫情影响短期业绩, 半导体检测设备订单超预期》2020-08-28
- 2、《华兴源创 (688001): 面板和半导体检测设备国内龙头, 替代进口超预期》2019-06-26

1. 激励方案业绩考核彰显未来发展信心

激励方案中，首次授予的限制性股票（占比本次激励的 80%）业绩考核是以 2019 年净利润或营业收入为基数，2020-2022 年净利润或营业收入增速不低于 30%、40%、50%，CAGR 为 14.5%。预留部分考核年度为 2021-2022 年两个会计年度，考核目标与首次授予一致。

按照公司公告公布的 2019 年营业收入 12.58 亿元、净利润 1.76 亿元估算，首次激励部分解禁的业绩考核要求 2020/2021/2022 年营业收入分别不低于 16.35/17.61/18.87 亿元，或净利润分别不低于 2.29/2.46/2.64 亿元。我们认为，股权激励方案的推出以及相应的业绩考核要求彰显了公司对中长期发展的高度信心。

图 1：本次激励计划 2020-2022 年业绩考核目标

归属期	业绩考核目标
首次授予第一个归属期	以2019年净利润值或营业收入为基数，2020年净利润增长率或营业收入增长率不低于30.00%
首次授予第二个归属期	以2019年净利润值或营业收入为基数，2021年净利润增长率或营业收入增长率不低于40.00%
首次授予第三个归属期	以2019年净利润值或营业收入为基数，2022年净利润增长率或营业收入增长率不低于50.00%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. OLED 检测设备技术全球领先，在手订单充裕保障增长

经过多年发展，公司 OLED 检测设备已成功实现进口替代，是越南三星和京东方 OLED 产线的唯一国产化设备供应商。目前公司 Mura 补偿技术已在大量 OLED 产线应用，公司 OLED 检测设备的稳定性、漏检率等指标在国内稳居第一。

公司目前 OLED 检测设备终端客户主要为苹果、华为等手机制造厂商，OLED 检测设备属于高定制化设备，主要由下游产品迭代驱动增长。受益于苹果 iPhone 12 等多款 5G 新品发布在即，公司目前在手订单充裕。下半年随着疫情缓和后验收恢复，充裕的在手订单将保障公司全年业绩高增长。

3. 半导体测试设备爆发在即，加码研发推动进口替代

定制化 BMS 芯片检测设备方面，公司是国内仅有的解决方案提供商。2019 年该类设备获得 3 亿元左右订单，2020H1 订单延续，新接订单 2.58 亿元。标准化检测设备方面，公司 SoC 和 CIS 测试机已取得国内领先的 IC 设计公司和封测厂的小批量订单。芯

片可以分为数字芯片（难度高）、模拟芯片（难度低）、数模混合芯片（难度中），目前模拟测试机国产化率已经达到 85%，而数模混合和数字测试机目前仍由爱德万和泰瑞达两大全球半导体测试设备龙头垄断。SoC 和 CIS 测试机属于数模混合测试机，国产替代空间大、难度中等，公司从这一领域切入，有望较快完成测试设备的国产率提升。

技术储备丰富，持续加码研发。上半年公司取得 39 项专利，其中 50%以上涉及半导体领域。H1 研发费用率 13.24%，同比+3.0pct，主要由于公司新增新加坡和韩国两个子公司，主要从事半导体检测设备研究。

图 2：2020H1 公司新接 BMS 芯片检测设备订单 2.58 亿元

序号	客户	订单号	订单金额	产品应用	签订日期	备注说明
1	客户一	008200331577090	12,284.07	BMS 芯片检测设备	2020-4-29	
2	客户二	71200001488	6,869.90	BMS 芯片检测设备	2020-3-13	
3	客户三	DCSB(20)054	4,998.91	BMS 芯片检测设备	2020-3-20	
4	客户四	DCSB(20)121	1,642.12	BMS 芯片检测设备	2020-5-7	
5	客户五	68191000166	2,306.67	MVTAOI 检测设备	2019-10-22	
6	客户六	4500198747	1,078.02	光学 AOI 检测设备	2020-7-14	
7	客户七	241-200600096	2,472.36	触控检测设备	2020-6-4	
8	合计		31,652.05			

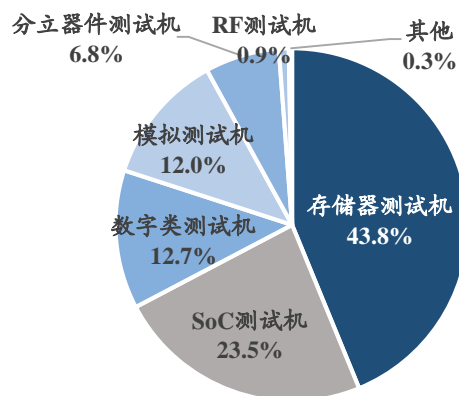
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 1：半导体测试设备细分领域主要厂商

细分领域	外资厂商（全球市占率）	国产厂商	自给率
SoC 测试机	泰瑞达（53%）、爱德万（44%）、科休（5%）	华兴源创	几乎为 0
存储器测试机	泰瑞达（26%）、爱德万（67%）	精测电子	几乎为 0
模拟/数模混合测试机	泰瑞达、爱德万	华峰测控、长川科技	约 85%
分立器件测试机	泰瑞达、爱德万	联动科技、Juno、宏邦电子	超过 90%
RF 射频测试机	泰瑞达（50%）、爱德万（32%）	凌测电子	几乎为 0

数据来源：Wind，东吴证券研究所整理

图 3：2018 年国内 SoC 测试机占比为 23.5%









数据来源：赛迪顾问，东吴证券研究所

4. 下半年欧立通并表，将大幅增厚业绩

上半年公司完成对欧立通的收购，下半年将并表。欧立通致力于提供可穿戴产品的自动化智能组装、检测设备，是国内苹果智能手表检测领域的主供应商，2017-2019 年，欧立通超 94% 的收入来自苹果公司及其代工厂广达、仁宝、立讯等。上半年欧立通无线耳机等订单超预期，目前在手订单充足，我们预计随着苹果新款 iWatch、Airpods 发布临近，订单将进一步释放，公司预计 2020 年已通过样机验证的项目能够取得约 2.5 亿-3 亿元订单。

受益于可穿戴设备行业的快速成长，欧立通盈利能力迅速提升，2019 年 1-11 月净利率超 40%。根据交易协议，欧立通 2019-2022 年累计扣非归母净利不低于 4.19 亿元，截止 2020H1 末，欧立通累计完成业绩对赌归母净利润 1.47 亿元。

图 4：欧立通主要产品

公司设备类型		主要设备	
测试设备	测试治具	 测试治具	 贴保护治具
	测试治具	 扭力测试治具	 压合治具
自动化设备	工装夹具	 工装夹具	 工装夹具
	自动化包装设备	 电池组装机	 包膜机

数据来源：公司官网，东吴证券研究所整理

图 5：欧立通在苹果智能装备领域具有具有多年经验



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：欧立通 2019 年（1-11 月）毛利率达 65%，净利率达 41%

	2017年	2018年	2019年1-11月
营业收入（万元）	7395	24151	28142
归母净利润（万元）	1331	8231	11673
毛利率	51%	59%	65%
净利率	18%	34%	41%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议：

考虑到公司激励方案彰显未来发展信心+目前在手订单充沛，在不考虑欧立通并表的情况下，我们上调公司盈利预测，预计 2020-2022 年公司归母净利润 2.2/2.7/3.2 亿元，较原预测分别上升 39%/33%/28%（原预测为 1.6/2.0/2.5 亿元），对应 PE 分别为 74/62/51X，维持“增持”评级。

若考虑欧立通并表，根据业绩承诺，欧立通 2019-2022 年累计扣非归母净利不低于 4.19 亿元，扣除 2019 年已实现的归母净利后取平均（预计每年非经常性损益为 1000 万元左右），我们预计 2020-2022 年欧立通每年将实现归母净利约 1.1 亿元左右，若欧立通在下半年并表，则 2020-2022 年公司合计归母净利润将达到 2.8/3.8/4.3 亿元，对应 PE 分别为 58/43/38X。

6. 风险提示

半导体检测设备业务拓展不及预期；并购协同效应不及预期。

华兴源创三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,751	1,746	1,760	2,089	营业收入	1,258	1,496	1,809	2,137
现金	325	208	145	387	减:营业成本	672	798	973	1,155
应收账款	589	657	683	719	营业税金及附加	11	12	15	18
存货	194	231	287	329	营业费用	92	97	127	150
其他流动资产	642	650	646	654	管理费用	300	371	426	492
非流动资产	386	655	903	932	财务费用	-3	-1	3	2
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-6	-5	-3	-3
固定资产	327	597	845	879	加:投资净收益	3	1	1	1
在建工程	5	4	3	3	其他收益	9	8	5	5
无形资产	33	32	33	29	营业利润	180	222	267	324
其他非流动资产	22	22	22	21	加:营业外净收支	7	13	14	14
资产总计	2,137	2,402	2,663	3,021	利润总额	187	235	281	338
流动负债	235	304	329	403	减:所得税费用	11	14	16	20
短期借款	20	20	20	20	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	180	249	274	348	归属母公司净利润	176	222	265	318
其他流动负债	35	35	36	35	EBIT	179	229	277	331
非流动负债	4	4	4	4	EBITDA	215	270	341	411
长期借款	0	0	0	0	重要财务与估值指标				
其他非流动负债	4	4	4	4		2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	239	308	333	407	每股收益(元)	0.41	0.52	0.62	0.74
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	4.42	4.88	5.43	6.09
					发行在外股份(百万 股)	401	429	429	429
归属母公司股东权益	1,898	2,093	2,329	2,614	ROIC(%)	8.8%	10.2%	11.1%	11.8%
负债和股东权益	2,137	2,402	2,663	3,021	ROE(%)	9.3%	10.6%	11.4%	12.2%
现金流量表 (百万 元)					毛利率(%)	46.6%	46.7%	46.2%	45.9%
	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	14.0%	14.8%	14.7%	14.9%
经营活动现金流	-107	210	275	381	资产负债率(%)	11.2%	12.8%	12.5%	13.5%
投资活动现金流	-690	-301	-306	-103	收入增长率(%)	25.1%	18.9%	20.9%	18.2%
筹资活动现金流	748	-25	-32	-36	净利润增长率(%)	-27.5%	25.6%	19.5%	20.1%
现金净增加额	-47	-117	-64	242	P/E	92.65	73.74	61.69	51.35
折旧和摊销	36	41	64	80	P/B	8.62	7.81	7.02	6.25
资本开支	95	269	247	30	EV/EBITDA	71.80	57.67	45.75	37.43
营运资本变动	-320	-44	-52	-12					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>