

华兴源创（688001）

公司有望充分受益于消费电子行业回暖，半导体检测业务构筑第二增长极

增持（首次）

2025年02月09日

证券分析师 周尔双

执业证书：S0600515110002
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 李文意

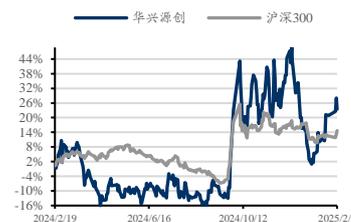
执业证书：S0600524080005
liwenyi@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|--------|---------|----------|--------|--------|
| 营业总收入（百万元） | 2320 | 1861 | 1760 | 2289 | 2909 |
| 同比（%） | 14.84 | (19.78) | (5.43) | 30.07 | 27.08 |
| 归母净利润（百万元） | 331.04 | 239.67 | (479.75) | 203.51 | 305.12 |
| 同比（%） | 5.44 | (27.60) | (300.17) | 142.42 | 49.93 |
| EPS-最新摊薄（元/股） | 0.74 | 0.54 | (1.08) | 0.46 | 0.69 |
| P/E（现价&最新摊薄） | 41.17 | 56.86 | (28.41) | 66.97 | 44.67 |

投资要点

- **检测设备平台型企业，Micro-OLED 和半导体检测设备成重要增长点：**平台化布局检测企业，公司充分受益于新显示技术放量、半导体检测设备快速增长。1) 消费电子业务：公司积极布局用于微显示器件测试的新设备，据 IHS 预测，2026 年全球 Micro-LED 显示器出货量将达 1,550 万台，CAGR 达 99.00%。公司 Micro-OLED 检测设备在 2023 年已获得北美消费电子厂商和核心器件龙头企业认证并完成了量产线的订单验收；2) 半导体业务：在后道测试领域，公司产品覆盖测试机（SOC、射频等）、分选机（平移式、转塔式等），并积极布局前道晶圆缺陷检测设备，陆续进入量产阶段，构筑公司第二增长极。
- **Q3 业绩短期承压，静待消费电子行业回暖：**2024Q1-Q3 公司实现营收 12.76 亿元，同比-4.6%，2024Q1-Q3 实现归母净利润-0.51 亿元，同比扭亏。Q3 单季营收为 4.39 亿元，同比-2.8%，环比-21.2%；归母净利润为-0.82 亿元，同环比扭亏。
- **盈利能力短期承压，静待公司新产能释放：**2024Q1-Q3 毛利率为 47.98%，同比-8.0pct；销售净利率为-4.01%，同比-18.3pct，主要系公司新建产能处于爬坡阶段，初期折旧较高。期间费用率为 54.19%，同比+13.9pct，其中销售费用率为 13.43%，同比+3.7pct，管理费用率为 16.09%，同比+5.4pct，研发费用率为 23.02%，同比+2.4pct，财务费用率为 1.65%，同比+2.46pct。Q3 单季毛利率为 42.39%，同比-9.7pct，环比-6.6pct；销售净利率为-18.75%，同环比转负。
- **Q3 单季现金流环比转负，静待消费电子行业回暖，现金回流：**截至 2024Q3 末公司合同负债为 0.49 亿元，同比-29.4%，存货为 8.68 亿元，同比+41.0%。2024Q3 公司经营活动净现金流为-1.46 亿元，环比转负，主要系客户回款放缓。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为-4.8/2.0/3.1 亿元，2025-2026 年对应 PE 分别为 67/45 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**行业景气度下滑、毛利率下滑、新业务拓展不及预期等。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 30.60 |
| 一年最低/最高价 | 20.68/38.67 |
| 市净率(倍) | 3.65 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 13,628.56 |
| 总市值(百万元) | 13,628.56 |

基础数据

| | |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 8.38 |
| 资产负债率(% ,LF) | 31.38 |
| 总股本(百万股) | 445.38 |
| 流通 A 股(百万股) | 445.38 |

相关研究

- 《华兴源创(688001): 2022 年报&2023 年一季报点评: 半导体检测设备快速放量，费用率上提压制利润表现》
2023-05-06
- 《华兴源创(688001): 2020 年年报点评: 欧立通并表保障全年业绩，战略布局半导体测试业务》
2021-04-27

1. 检测设备平台型企业，Micro-OLED 和半导体检测设备成重要增长点

平台化布局检测企业，公司将充分受益于新显示技术放量、半导体检测设备快速增长。1) 消费电子业务：公司积极布局用于微显示器件测试的新设备，据 IHS 预测，2026 年全球 Micro-LED 显示器出货量将达 1,550 万台，CAGR 达 99.00%。公司 Micro-OLED 检测设备在 2023 年已获得北美消费电子厂商和核心器件龙头企业认证并完成了量产线的订单验收；2) 半导体业务：在后道测试领域，公司产品覆盖测试机（SOC、射频等）、分选机（平移式、转塔式等），并积极布局前道晶圆缺陷检测设备，陆续进入量产阶段，构筑公司第二增长极。

2. Q3 业绩短期承压，静待消费电子行业回暖

2024Q1-Q3 公司实现营收 12.76 亿元，同比-4.6%，2024Q1-Q3 实现归母净利润-0.51 亿元，同比扭亏。Q3 单季营收为 4.39 亿元，同比-2.8%，环比-21.2%；归母净利润为-0.82 亿元，同环比扭亏。

图1: 2024Q1-3 公司实现营收 12.76 亿元，同比-4.6%

图2: 2024Q1-3 归母净利润-0.51 亿元，同比扭亏



数据来源：Wind，东吴证券研究所

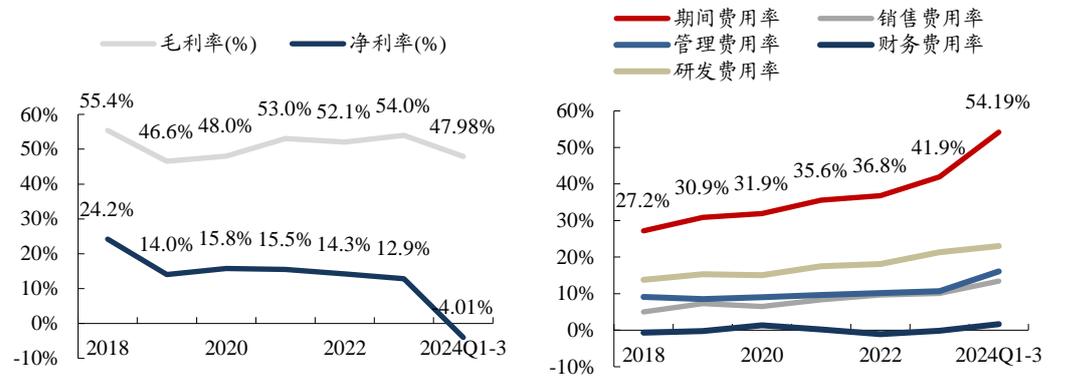
数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 盈利能力短期承压，静待公司新产能释放

2024Q1-Q3 毛利率为 47.98%，同比-8.0pct；销售净利率为-4.01%，同比-18.3pct，主要系公司新建产能处于爬坡阶段，初期折旧较高。期间费用率为 54.19%，同比+13.9pct，

其中销售费用率为 13.43%，同比+3.7pct，管理费用率为 16.09%，同比+5.4pct，研发费用率为 23.02%，同比+2.4pct，财务费用率为 1.65%，同比+2.46pct。Q3 单季毛利率为 42.39%，同比-9.7pct，环比-6.6pct；销售净利率为-18.75%，同环比转负。

图3: 2024Q1-3 销售毛利率 47.98%，同比-8.0pct 图4: 2024Q1-3 期间费用为 54.19%，同比+13.9pct



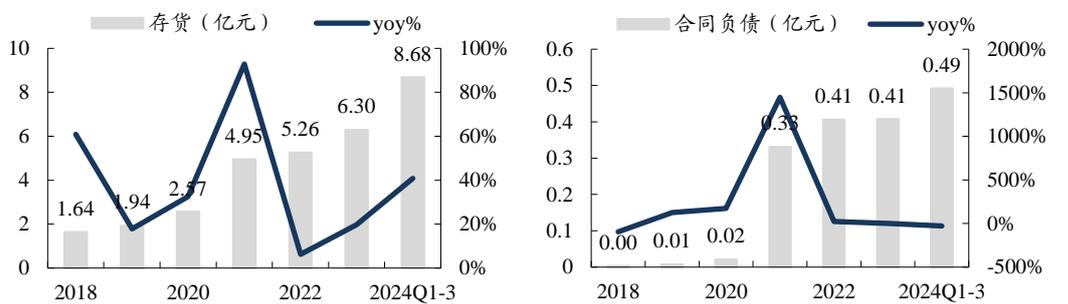
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. Q3 单季现金流环比转负，静待消费电子行业回暖带动现金回流

截至 2024Q3 末公司合同负债为 0.49 亿元，同比-29.4%，存货为 8.68 亿元，同比+41.0%。2024Q3 公司经营活动净现金流为-1.46 亿元，环比转负，主要系客户回款放缓。

图5: 2024Q1-3 存货为 8.68 亿元，同比+41.0% 图6: 2024Q1-3 合同负债 0.49 亿元，同比-29.4%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为-4.8/2.0/3.1 亿元，2025-2026 年对应 PE 分别为 67/45 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

6. 风险提示

行业景气度下滑、毛利率下滑、新业务拓展不及预期等。

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) | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产 | 2,997 | 2,701 | 3,032 | 3,560 | 营业总收入 | 1,861 | 1,760 | 2,289 | 2,909 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 874 | 995 | 1,133 | 1,383 | 营业成本(含金融类) | 856 | 1,035 | 1,139 | 1,407 |
| 经营性应收款项 | 1,201 | 952 | 1,107 | 1,286 | 税金及附加 | 16 | 18 | 16 | 20 |
| 存货 | 630 | 458 | 472 | 544 | 销售费用 | 187 | 387 | 252 | 320 |
| 合同资产 | 47 | 53 | 69 | 87 | 管理费用 | 198 | 440 | 275 | 349 |
| 其他流动资产 | 245 | 243 | 251 | 259 | 研发费用 | 397 | 405 | 412 | 509 |
| 非流动资产 | 2,570 | 2,502 | 2,462 | 2,405 | 财务费用 | (2) | 20 | 20 | 20 |
| 长期股权投资 | 6 | 3 | 3 | 3 | 加:其他收益 | 54 | 41 | 11 | 7 |
| 固定资产及使用权资产 | 1,537 | 1,450 | 1,394 | 1,321 | 投资净收益 | 19 | (3) | 6 | 7 |
| 在建工程 | 8 | 4 | 2 | 1 | 公允价值变动 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 238 | 257 | 275 | 292 | 减值损失 | (38) | (12) | (6) | (3) |
| 商誉 | 601 | 601 | 601 | 601 | 资产处置收益 | 0 | 35 | 23 | 29 |
| 长期待摊费用 | 9 | 8 | 8 | 8 | 营业利润 | 245 | (483) | 210 | 325 |
| 其他非流动资产 | 171 | 178 | 178 | 178 | 营业外净收支 | (1) | (2) | 0 | 0 |
| 资产总计 | 5,567 | 5,203 | 5,494 | 5,965 | 利润总额 | 244 | (485) | 210 | 325 |
| 流动负债 | 771 | 895 | 999 | 1,162 | 减:所得税 | 5 | (5) | 6 | 19 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 18 | 122 | 202 | 252 | 净利润 | 240 | (480) | 204 | 305 |
| 经营性应付款项 | 598 | 518 | 538 | 625 | 减:少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 合同负债 | 41 | 36 | 40 | 49 | 归属母公司净利润 | 240 | (480) | 204 | 305 |
| 其他流动负债 | 113 | 220 | 218 | 235 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 0.54 | (1.08) | 0.46 | 0.69 |
| 非流动负债 | 861 | 866 | 866 | 866 | EBIT | 220 | (465) | 230 | 345 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 338 | (282) | 370 | 492 |
| 应付债券 | 769 | 769 | 769 | 769 | 毛利率(%) | 53.99 | 41.18 | 50.25 | 51.65 |
| 租赁负债 | 38 | 38 | 38 | 38 | 归母净利率(%) | 12.88 | (27.26) | 8.89 | 10.49 |
| 其他非流动负债 | 55 | 60 | 60 | 60 | 收入增长率(%) | (19.78) | (5.43) | 30.07 | 27.08 |
| 负债合计 | 1,632 | 1,761 | 1,865 | 2,028 | 归母净利润增长率(%) | (27.60) | (300.17) | 142.42 | 49.93 |
| 归属母公司股东权益 | 3,935 | 3,442 | 3,630 | 3,937 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 3,935 | 3,442 | 3,630 | 3,937 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 5,567 | 5,203 | 5,494 | 5,965 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|---------|-------|-------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 经营活动现金流 | 137 | 155 | 198 | 306 | 每股净资产(元) | 8.71 | 7.54 | 7.96 | 8.65 |
| 投资活动现金流 | (550) | (83) | (71) | (54) | 最新发行在外股份(百万股) | 445 | 445 | 445 | 445 |
| 筹资活动现金流 | (133) | 44 | 11 | (2) | ROIC(%) | 4.63 | (10.08) | 4.96 | 6.72 |
| 现金净增加额 | (539) | 121 | 138 | 250 | ROE-摊薄(%) | 6.09 | (13.94) | 5.61 | 7.75 |
| 折旧和摊销 | 118 | 182 | 139 | 147 | 资产负债率(%) | 29.31 | 33.85 | 33.94 | 34.00 |
| 资本开支 | (500) | (77) | (77) | (61) | P/E (现价&最新股本摊薄) | 56.86 | (28.41) | 66.97 | 44.67 |
| 营运资本变动 | (221) | 431 | (172) | (165) | P/B (现价) | 3.51 | 4.06 | 3.84 | 3.54 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>